



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

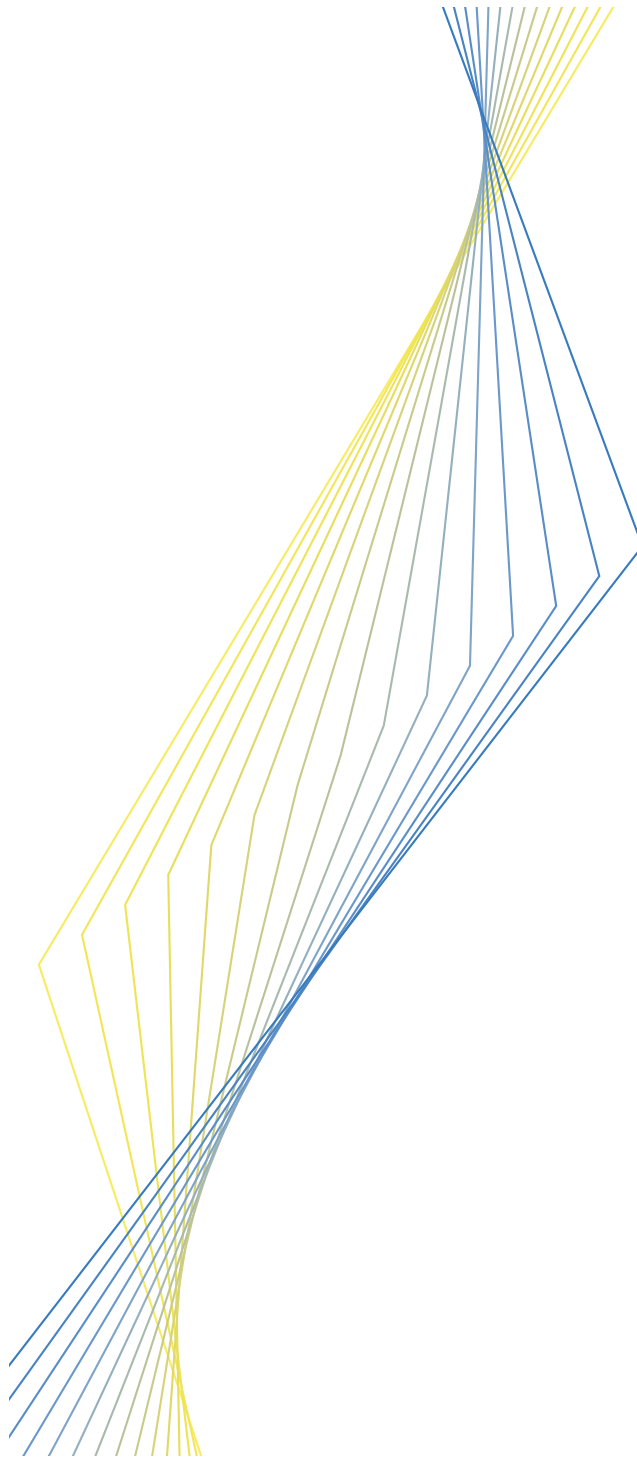
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Juni 2001



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Juni 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 6. Juni 2001.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	40
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	45
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	53
Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet	57
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	64
Kästen:	
1 Schätzung der nominalen und realen Geldlücke im Euro-Währungsgebiet	11
2 Determinanten der Kreditvergabe an den privaten Sektor	15
3 Vierteljährliche Tabelle zu Finanzierung und Geldvermögensbildung (TFG) der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet	20
4 Zusammenhang zwischen den Zinsen im Kundengeschäft der Banken und den Marktzinsen	22
5 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Mai 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	27
6 Der Informationsgehalt der wichtigsten Geldmarktinstrumente im Euro-Währungsgebiet	31
7 Aufschlüsselung der Entwicklung des HVPI seit Anfang 1999	42
8 Vergleich mit den Projektionen vom Dezember 2000	61
9 Prognosen anderer Institutionen	62
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	85*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	91*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	93*

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 seinen Sitzungen am 23. Mai und 7. Juni 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei 4,50 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert, und zwar bei 5,50 % bzw. 3,50 %.

Diese Beschlüsse spiegeln die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass das aktuelle Zinsniveau weiterhin geeignet ist, die Preisstabilität im Eurogebiet auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Diese Einschätzung beruht auf der Analyse von Informationen, die sich aus den beiden Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB ergeben.

Was die erste Säule betrifft, so hat sich im Anschluss an den nach dem Frühjahr 2000 verzeichneten allmählich sinkenden Trend das Wachstum von M3 in den vergangenen Monaten stabilisiert. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsrate von M3, bereinigt um den von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestand an Geldmarktfondsanteilen, belief sich im Zeitraum von Februar bis April 2001 auf 4,6 %. Wie im Monatsbericht vom Mai 2001 erläutert, gibt es auch vorläufige Angaben darüber, dass der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Bestand an sonstigen in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten in den letzten Monaten ungefähr einen halben Prozentpunkt zum jährlichen Wachstum von M3 beigetragen haben könnte. Darüber hinaus hat sich der Rückgang der Jahreswachstumsrate der Kredite an den privaten Sektor in den vergangenen Monaten fortgesetzt, insbesondere infolge einer deutlichen Verlangsamung der Kreditvergabe an private Haushalte. Insgesamt gesehen stimmen, vor dem Hintergrund des Referenzwertes für das jährliche M3-Wachstum von 4 ½ %, die von der ersten Säule ausgehenden Signale mit der Preisstabilität auf mittlere Sicht überein.

Was die zweite Säule betrifft, so dürfte der Preisauftrieb zwar nachlassen, aber dies wird

in den nächsten Monaten voraussichtlich von höheren Daten zur Preissteigerungsrate überschattet werden, die hauptsächlich auf die Entwicklungen bei den Energie- und Nahrungsmittelpreisen zurückzuführen sind.

Das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet dürfte im Jahr 2001 von dem im Jahr 2000 erzielten hohen Niveau auf eine eher dem trendmäßigen Potenzialwachstum entsprechende Rate zurückgehen, was in erster Linie durch ein weniger günstiges außenwirtschaftliches Umfeld bedingt ist. Diese Erwartung wurde bekräftigt durch die Ergebnisse für die Zuversicht der Industrie und der Verbraucher im Euroraum im Mai 2001 und für das reale BIP-Wachstum im ersten Quartal 2001. Externe Prognosen gehen im Durchschnitt von einem Rückgang des realen BIP-Wachstums im Eurogebiet von 3,4 % im Jahr 2000 auf rund 2,5 % im Jahr 2001 aus, und den von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen zufolge liegt das reale BIP-Wachstum im Jahr 2001 in einer Bandbreite von 2,2 % bis 2,8 %. Für das Jahr 2002 wird im Allgemeinen von einem etwas höheren Wachstum ausgegangen, und die Expertenprojektionen ergeben eine Bandbreite von 2,1 % bis 3,1 % (siehe den Abschnitt „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts). Die Aussichten für das Wachstum des realen BIP im Euroraum sind von signifikanten Unsicherheitsmargen umgeben. In diesem Zusammenhang ist nicht auszuschließen, dass sich das internationale Umfeld weniger günstig entwickeln könnte als in den derzeit vorliegenden Prognosen und Projektionen angenommen. Diese Möglichkeit kommt in den wiederholt nach unten gerichteten Revisionen des projizierten weltweiten Wachstums zum Ausdruck. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt wird jedoch erwartet, dass der Beitrag der inländischen Nachfrage zum realen BIP-Wachstum kräftig bleibt. Dies stimmt mit den günstigen wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Eurogebiets, den Auswirkungen der derzeitigen und geplanten Steuerreformen und den günstigen Finanzierungsbedingungen überein.

Was die Preisentwicklung betrifft, so ist davon auszugehen, dass die Inflationsraten zwar im Zeitverlauf zurückgehen, die Verbraucherpreise im Euroraum in den kommenden Monaten aber auf Grund einer Reihe von vorübergehenden Faktoren weiterhin nach oben beeinflusst werden. Im April 2001 belief sich die Teuerungsrate des HVPI insgesamt auf rund 3 % und spiegelte vor allem den Aufwärtsdruck in den volatileren Komponenten – Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie – wider sowie die allmähliche Weitergabe der Auswirkungen der vorangegangenen Ölpreiserhöhungen und der Abschwächung des Euro im vergangenen Jahr. Diese Faktoren werden weiterhin eine Rolle spielen, aber von begrenzter Wirkung und vorübergehend bleiben. Sofern keine weiteren nachteiligen Preisschocks auftreten, dürfte die HVPI-Inflationsrate im Laufe dieses Jahres und im Jahr 2002 sinken, da die vorübergehenden Faktoren allmählich wegfallen werden und die erwartete Verlangsamung des Wirtschaftswachstums zu einer Dämpfung des Preisdrucks beitragen sollte.

Sowohl die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen als auch die von internationalen Institutionen vorliegenden Prognosen deuten darauf hin, dass sich der Anstieg der Verbraucherpreise im Durchschnitt des Jahres 2001 weiterhin auf über 2 % belaufen wird. Im Jahr 2002 dürfte die Inflation auf unter 2 % zurückgehen, wobei die Experten-Projektionen eine Bandbreite von 1,2 % bis 2,4 % anzeigen, was die mit den Projektionen verbundenen Unsicherheiten verdeutlicht. Darüber hinaus sind die Experten-Projektionen auf einer Reihe von wichtigen konditionierenden technischen Annahmen erstellt, und die diesen Annahmen zu Grunde liegenden Informationen haben sich in der Zwischenzeit in einigen Fällen leicht geändert. Beispielsweise sind der effektive Wechselkurs des Euro derzeit schwächer und die Ölpreise etwas höher als zu dem Zeitpunkt, als die technischen Annahmen in den Experten-Projektionen getroffen wurden.

Der Lohnzurückhaltung kommt bei der Eindämmung des Inflationsdrucks in den kom-

menden Jahren eine wichtige Rolle zu. Bislang ist die Lohnentwicklung zufrieden stellend verlaufen, insofern als dass sie die Gewährleistung der Preisstabilität nicht gefährdet und das Beschäftigungswachstum unterstützt hat. Mit Blick auf die Zukunft sollten mögliche Zweitrundeneffekte aus vorübergehenden Preissteigerungen vermieden werden; daher muss die Lohnentwicklung sehr genau beobachtet werden. Besonders wichtig erscheint in diesem Zusammenhang, dass die Tarifpartner umfassend berücksichtigen, dass die gegenwärtige Preisentwicklung unter dem erheblichen Aufwärtsdruck von Faktoren steht, die sich nur vorübergehend auf die Teuerungsraten auswirken dürften.

Entwicklungen, die sich auf das Gleichgewicht der Risiken für die Preisstabilität auswirken, müssen weiterhin wachsam verfolgt werden. Ein niedrigeres Wirtschaftswachstum als derzeit erwartet könnte den Inflationsdruck verringern, während gleichzeitig ein besonderes Augenmerk auf die Faktoren zu richten ist, die ein Wiederauftauchen von Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität nach sich ziehen könnten. Zu diesen Faktoren gehören insbesondere die Entwicklung der Löhne und der Energiepreise.

Die öffentlichen Haushaltssalden im Jahr 2001 dürften im Durchschnitt hinter den in den aktualisierten nationalen Stabilitätsprogrammen festgelegten Zielen zurückbleiben und sich zum ersten Mal seit 1993 verschlechtern. Der Finanzpolitik kommt die Aufgabe zu, den Konsolidierungsprozess wieder aufzunehmen, und die Regierungen sollten die im Stabilitäts- und Wachstumspakt und in den nationalen Stabilitätsprogrammen eingegangenen Verpflichtungen einhalten. Fortschritte auf dem Weg zum mittelfristigen Ziel eines nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses dürfen nicht aufgeschoben werden, da in einer Reihe von Ländern des Eurogebiets weiterhin erhebliche Haushaltsungleichgewichte bestehen. Die Regierungen sollten dies bei der Umsetzung der Haushaltpläne für dieses Jahr und bei der Aufstellung ihrer Haushaltpläne für das Jahr 2002 berücksichtigen.

Die Steigerung des Wirtschaftswachstumspotenzials des Euroraums ist mit größter Entschlossenheit zu verfolgen. Eine Beseitigung der strukturellen Verkrustungen auf den Güter- und Arbeitsmärkten, eine Verringerung der von Steuer-, Sozialleistungs- und Rentensystemen ausgehenden negativen Anreize für wirtschaftliche Aktivitäten, die zu einem An-

stieg von Wachstum und Beschäftigung führen würden, sowie eine Verstärkung der Investitionsanreize durch Deregulierung und Privatisierung würden in diese Richtung wirken. Der beste Beitrag, den die Geldpolitik zur Erreichung dieses Ziel leisten kann, ist die Gewährleistung der Preisstabilität.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

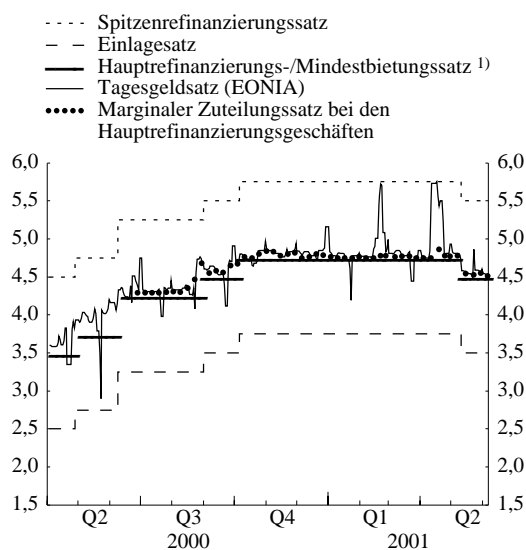
Auf seinen Sitzungen am 23. Mai und 7. Juni 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die als Zinstender durchgeführt werden) bei 4,50 % zu belassen. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität blieben ebenfalls unverändert, und zwar bei 3,50 % bzw. 5,50 % (siehe Abbildung 1).

Monetäre Entwicklung

Beginnend mit der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts wird die EZB vierteljährlich eine erweiterte monetäre Analyse veröffentlichen; die nächste Analyse dieser Art wird also im September 2001 erscheinen. Im Einklang mit der mittelfristigen Orientierung der Geldpolitik der EZB wird sich die Analyse auf die mittelfristige monetäre Entwicklung konzentrieren und sich dabei in erster Linie auf Quartalszahlen stützen.

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

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

Wie bereits in früheren Ausgaben des EZB-Monatsberichts dargelegt, gibt es Anzeichen dafür, dass die Angaben zum M3-Wachstum in den vergangenen Monaten deutlich nach oben verzerrt waren, was auf den von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestand an in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten (Geldmarktfondsanteile, Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren) zurückzuführen ist. Dies hängt damit zusammen, dass in der Geldmenge M3 zwar aus konzeptioneller Sicht ausschließlich die Geldhaltung von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet enthalten sein sollte, es in der Praxis jedoch schwierig ist, die Gebietsansässigkeit von Inhabern kurzfristiger marktfähiger Finanzinstrumente zu ermitteln. Zur Veröffentlichung geeignete Angaben zum Ausmaß dieser Verzerrungen liegen derzeit lediglich für den von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestand an Geldmarktfondsanteilen vor, während für die von Gebietsfremden gehaltenen sonstigen marktfähigen Finanzinstrumente nur vorläufige Angaben zur Verfügung stehen.¹

Anfang 2001 stabileres M3-Wachstum

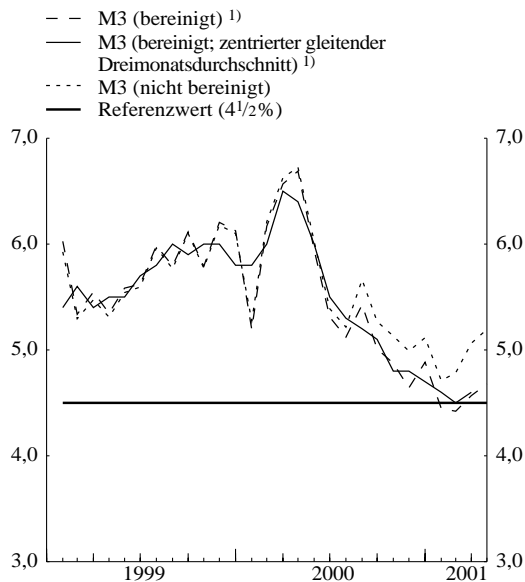
Die um von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Geldmarktfondsanteile bereinigte Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 verringerte sich im ersten Quartal 2001 durchschnittlich weiter auf 4,5 %, verglichen mit 4,8 % im vierten Quartal 2000. Was die jüngsten monetären Entwicklungen betrifft, so belief sich das um von Gebietsfremden gehaltene Geldmarktfondsanteile bereinigte jährliche M3-Wachstum im April 2001 auf 4,7 % (siehe Abbildung 2).² Unter Berücksichtigung der vorläufigen An-

1) Weitere Einzelheiten sind Kasten 1 des Abschnitts „Monetäre und finanzielle Entwicklung“ im Monatsbericht vom Mai 2001 zu entnehmen.

2) Die nicht um die von Gebietsfremden gehaltenen in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente bereinigte Jahreswachstumsrate von M3 beläuft sich für das erste Quartal 2001 auf 4,9 % und für April dieses Jahres auf 5,2 %.

Abbildung 2 M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile.

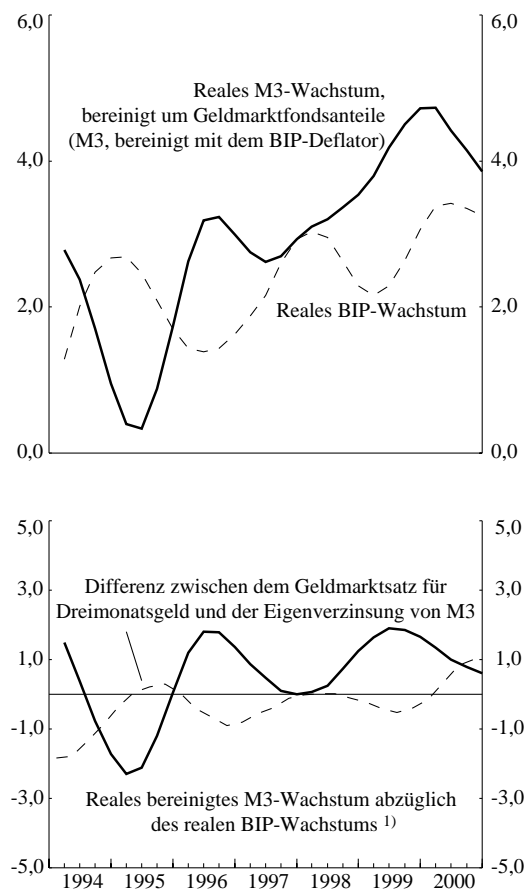
gaben zu von Gebietsfremden gehaltenen Beständen an Geldmarktpapieren und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren hätte die jährliche Wachstumsrate eines vollständig korrigierten Geldmengenaggregats M3 im ersten Quartal und im April 2001 einen halben Prozentpunkt niedriger ausfallen können. Dies bedeutet, dass die vollständig bereinigte Geldmenge M3 in den vergangenen Monaten geringfügig unterhalb des Referenzwerts von 4 1/2 % gelegen haben dürfte. Die EZB beabsichtigt, gegen Ende dieses Jahres eine vollständig revidierte Zeitreihe von M3 zu veröffentlichen, die der Gesamtauswirkung der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an marktfähigen Finanzinstrumenten Rechnung trägt.

Die im gesamten Jahresverlauf 2000 und im ersten Quartal 2001 verzeichnete Verlangsamung des M3-Wachstums ist hauptsächlich auf zwei Faktoren zurückzuführen. Zum einen hatten die seit dem zweiten Halbjahr 2000 zu beobachtende Abkühlung der Konjunktur und die daraus resultierende Annäherung an das trendmäßige Wachstum des

Produktionspotenzials eine dämpfende Wirkung auf das M3-Wachstum. Zum anderen spiegelte der Rückgang des M3-Wachstums seit dem zweiten Quartal 2000 zum Teil einen Anstieg der Kurzfristzinsen (und somit der Opportunitätskosten der Haltung bestimmter Komponenten von M3) wider. Gleichzeitig wurde in den vergangenen Monaten ein Teil der dämpfenden Wirkung auf die Nachfrage nach dem weit gefassten Geldmengenaggregat M3 durch den Rückgang der Langfristzinsen und die Unsicherheit an den

Abbildung 3 Reale Geldmenge M3, reales BIP und Opportunitätskosten

(gleitender Vier-Quartalsdurchschnitt der Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozentpunkten bzw. in %)



Quelle: EZB.

1) Berechnet als Differenz zwischen dem mit dem BIP-Deflator bereinigten M3-Wachstum (um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile bereinigt) und dem realen BIP-Wachstum. Diese Differenz kann als Näherungswert für den Teil der M3-Nachfrage herangezogen werden, der sich durch die Opportunitätskostenvariablen erklären lässt.

Kasten I

Schätzung der nominalen und realen Geldlücke im Euro-Währungsgebiet

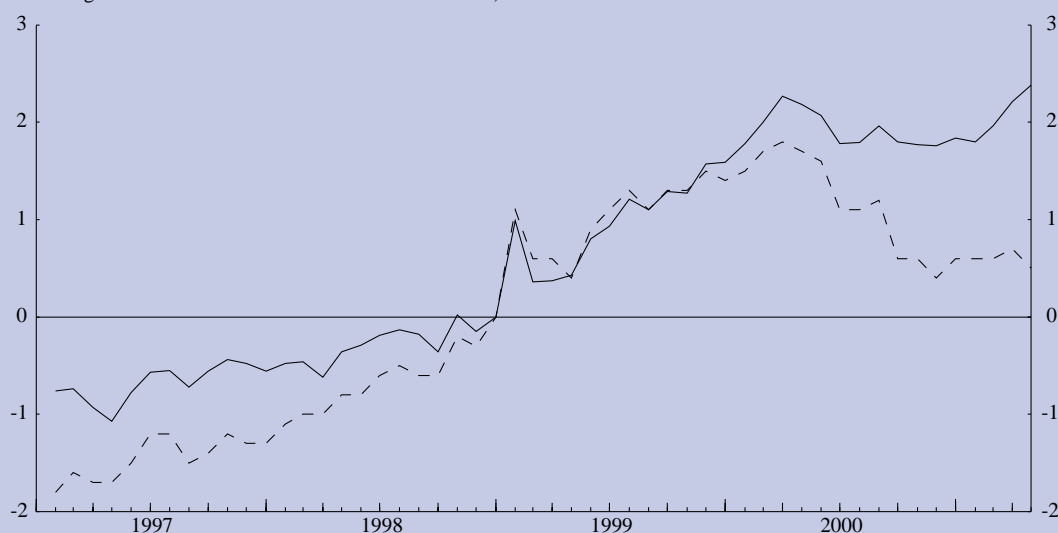
Die Messgrößen der Überschussliquidität (bzw. des Liquiditätsdefizits) beziehen sich auf die positive (bzw. negative) Abweichung des Niveaus der tatsächlichen Geldmenge M3 von einer geschätzten gleichgewichtigen Geldmenge M3. Diese Messgrößen sind bei einer mittelfristig ausgerichteten monetären Analyse hilfreich. Sie gewährleisten, dass ein vorausgegangenes zu starkes oder schwaches monetäres Wachstum, das an der jährlichen Wachstumsrate von M3 zwar nicht mehr erkennbar ist, das aber noch Informationen über Risiken für die Preisstabilität enthalten kann, Berücksichtigung findet. Ein einfaches Maß der Überschussliquidität ist die Schätzung der nominalen oder realen Geldlücke. Diese Geldlücke errechnet sich, ausgehend von einer beliebig gewählten Basisperiode, als die nominale bzw. reale Abweichung der tatsächlichen Geldmenge M3 von dem M3-Niveau, das dem Referenzwert für das M3-Wachstum entspricht.¹

Die Abbildung zeigt die Abweichung der tatsächlichen nominalen Geldmenge M3 von einem dem Referenzwert für M3 (4 ½ %) entsprechenden M3-Niveau ab Dezember 1998. Diese Messgröße wird als nominale Geldlücke bezeichnet. Bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen Geldmarktfondsanteile blieb die nominale Geldlücke zwischen dem zweiten Quartal 2000 und dem ersten Quartal 2001 relativ stabil und vergrößerte sich im April dieses Jahres geringfügig. Bei der Interpretation der nominalen Geldlücke ist jedoch zu berücksichtigen, dass ein Teil des erhöhten M3-Bestands zur Finanzierung des Preisniveaustiegs verwendet wurde, der vor allem mit der Ölpreissteigerung und der Anfang 1999 einsetzenden Euro-Schwäche zusammenhing.

Schätzung der nominalen und realen Geldlücke

(in % des M3-Niveaus)

- Nominal (auf der Basis von M3 bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen)¹⁾
- - Real (auf der Basis von M3 bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen)²⁾



1) Die nominale Geldlücke wird konstruiert als Abweichung der um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile bereinigten, tatsächlichen Geldmenge M3 von einem Geldbestand, der sich aus einem dem Referenzwert von 4 ½ % entsprechenden monetären Wachstum ergibt. Als Basisperiode wurde Dezember 1998 gewählt.

2) Die reale Geldlücke entspricht der nominalen Geldlücke abzüglich der Abweichung der Verbraucherpreise von der Definition von Preisstabilität. Als Basisperiode wurde ebenfalls Dezember 1998 gewählt.

Sofern sich die Zweitrundeneffekte in Grenzen halten, dürfte der vorausgegangene, durch die Ölpreis- und Wechselkursentwicklung bedingte Preisschock keinen längerfristigen Preisauftrieb nach sich ziehen. In einer

1 Siehe den Beitrag „Gestaltungsrahmen und Instrumentarium der monetären Analyse“ im Monatsbericht vom Mai 2001.

derartigen Situation erscheint es sinnvoller, eine Messgröße der realen Geldlücke heranzuziehen, die definiert ist als die nominale Geldlücke abzüglich der Abweichung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von der Preisstabilitätsdefinition der EZB, auf der die Ableitung des Referenzwerts beruht (siehe Abbildung). Da der HVPI das in dieser Preisstabilitätsdefinition zu Grunde gelegte Niveau überschritt, schrumpfte die reale, um die Bestände an Geldmarktfondsanteilen bereinigte Geldlücke im letzten Jahr und in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres erheblich. Im April 2001 war die um die von Gebietsfremden gehaltenen Geldmarktfondsanteile bereinigte reale Geldlücke leicht positiv. Die Basisperiode dabei ist Dezember 1998. Bei Berücksichtigung der vorläufigen Angaben zu den sonstigen in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten, die sich im Bestand von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets befinden, wäre die reale Geldlücke wahrscheinlich etwas kleiner. Bei der Verwendung dieser Messgröße ist jedoch unter anderem auf Grund der relativ beliebigen Wahl der Basisperiode Vorsicht geboten. Daher sollte sich die Interpretation der realen Geldlücke eher auf die Veränderungen als auf die Größe der Geldlücke konzentrieren.

weltweiten Aktienmärkten ausgeglichen, die zu einer höheren Attraktivität kurzfristiger sicherer Anlageformen, die in M3 enthalten sind, führten.

Abbildung 3 zeigt die Nachfrage nach dem realen Geldmengenaggregat M3. Sie spiegelt den positiv trendartigen Zusammenhang zwischen der realen Geldmenge M3 und dem realen BIP wider. Zudem veranschaulicht sie den inversen Zusammenhang zwischen der Nachfrage nach der Geldmenge M3 und einer Messgröße ihrer Opportunitätskosten, die anhand der Differenz zwischen den Kurzfristzinsen und der Eigenverzinsung von M3 (die ein gewichteter Durchschnitt der Renditen der M3-Komponenten ist) dargestellt werden.

Es ist von Zeit zu Zeit sinnvoll, neben den Jahreswachstumsraten von M3 auch den M3-Bestand zu betrachten. Dies kann am einfachsten mit Hilfe von Messgrößen der Überschussliquidität (bzw. des Liquiditätsdefizits) vollzogen werden, die sich auf positive (bzw. negative) Abweichungen des tatsächlichen M3-Bestands von einem M3-Bestand beziehen, der mit einem dem Referenzwert entsprechenden M3-Wachstum im Einklang stünde (siehe Kasten I).

Schwaches Wachstum der liquiden Komponenten bei erhöhtem Bedarf an Termineinlagen

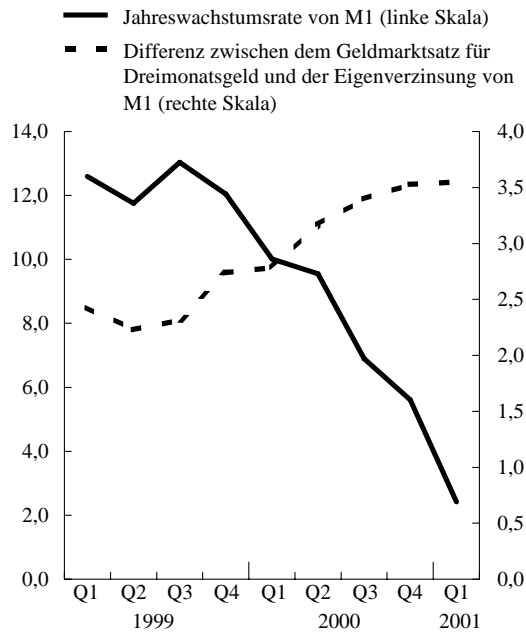
Bei den jährlichen Wachstumsraten des eng gefassten Geldmengenaggregats M1, in dem der Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen enthalten sind, war im Jahr 2000 und im ersten Quartal 2001 ein klarer Abwärtstrend zu verzeichnen. Im April 2001 nahm die Jahreswachstumsrate von M1 weiter auf 1,8 % ab (siehe Tabelle I).

Die jährliche Veränderungsrate des Bargeldumlaufs war im ersten Quartal dieses Jahres negativ und verringerte sich im April weiter auf -2,9 %. Dieser Trend hängt möglicherweise zu einem gewissen Teil mit den Auswirkungen der Vorbereitungen auf die Euro-Bargeldumstellung Anfang 2002 zusammen. Die Vorbereitung der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet auf die Bargeldumstellung und der Banknotenrückfluss aus Ländern außerhalb des Euroraums könnten die Entwicklung des Bargeldumlaufs gedämpft haben. Was den Banknotenrückfluss betrifft, so deuten die vorliegenden Angaben bislang jedoch nicht auf einen signifikanten Bargeldrückfluss aus nicht zum Eurogebiet gehörigen Ländern hin.

Der ausgeprägte Rückgang der Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen von mehr als 10 % im ersten Halbjahr 2000

Abbildung 4 M1-Wachstum und Differenz zwischen dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld und der Eigenverzinsung von M1¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten bzw. in %)



Quelle: EZB.

1) Die Eigenverzinsung von M1 errechnet sich als gewichteter Durchschnitt der Verzinsung der M1-Komponenten.

auf 3,2 % im ersten Quartal 2001 und 2,7 % im April dieses Jahres lässt sich insbesondere mit dem durch die Differenz zwischen dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld und der

Eigenverzinsung von M1 (die ein gewichteter Durchschnitt der Renditen der M1-Komponenten ist) dargestellten Anstieg der Opportunitätskosten der Haltung von M1 erklären (siehe Abbildung 4).

Im Gegensatz zur Entwicklung von M1 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) (M2 – M1) im Verlauf des letzten Jahres sowie im ersten Quartal 2001 (siehe Tabelle I). Bei der Entwicklung der beiden Komponenten dieser Einlagen, also Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, waren jedoch deutliche Unterschiede zu verzeichnen. Dies dürfte wiederum mit der jeweiligen Verzinsung dieser Einlagen zusammenhängen (siehe Abbildung 5 und Kasten 4). Der Zinsabstand im Kundengeschäft der Banken zwischen den Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und den Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten erhöhte sich im Jahr 2000 beträchtlich. Dies hatte zur Folge, dass sich die erstgenannte Art von Einlagen im vergangenen Jahr und im ersten Quartal 2001 deutlich ausweitete, wohingegen die jährliche Veränderungsrate der letzteren ab dem zweiten Quartal 2000 negativ

Tabelle I Komponenten der Geldmenge M3

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

	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 April
M1	10,0	9,5	6,9	5,6	2,4	1,8
Bargeldumlauf	6,2	5,3	3,7	1,8	-1,3	-2,9
Täglich fällige Einlagen	10,8	10,5	7,6	6,4	3,2	2,7
Sonstige kurzfristige Einlagen (M2 - M1)	0,6	1,0	1,5	2,1	3,3	4,6
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren	-1,8	3,3	8,7	12,4	15,1	15,2
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten	2,3	-0,6	-3,3	-4,8	-4,7	-3,0
Marktfähige Finanzinstrumente (M3 - M2)¹⁾	12,8	14,0	12,9	11,3	14,4	13,4
Repogeschäfte	-10,5	3,1	4,1	10,3	20,6	11,1
Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere ¹⁾	20,5	15,7	16,7	9,6	9,1	8,8
Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren	40,7	35,4	11,6	22,4	28,2	37,8
M3 (bereinigt)¹⁾	5,9	6,2	5,2	4,8	4,5	4,7

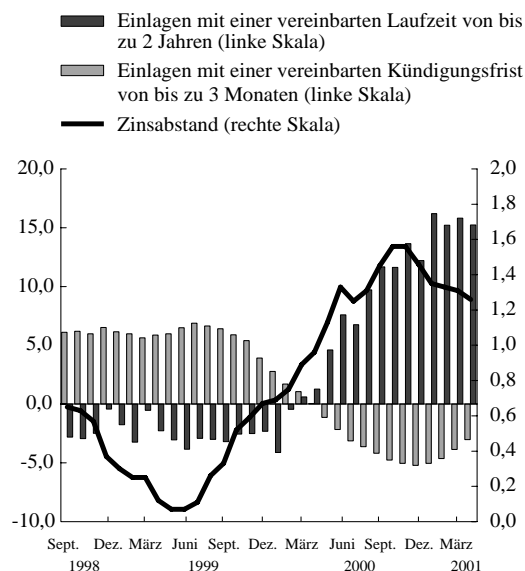
Quelle: EZB.

1) Bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile.

Abbildung 5

Kurzfristige Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) und Abstand der jeweiligen Zinsen im Kundengeschäft der Banken

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten bzw. in %)



Quelle: EZB.

wurde. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren profitierten daher von Verlagerungen innerhalb des weit gefassten Geldmengenaggregats M3. Zudem könnten die hohen Jahreswachstumsraten dieser Einlagen den Bedarf an sicheren kurzfristigen Anlageformen angesichts einer im Euro-Währungsgebiet vergleichsweise flachen Zinsstrukturkurve und der Anfang dieses Jahres bestehenden Unsicherheit an den weltweiten Aktienmärkten widerspiegeln.

Ebenso wie die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren profitierten die in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente von der im vergangenen Jahr zu beobachtenden Abflachung der Zinsstrukturkurve und von der Anfang 2001 herrschenden Unsicherheit an den weltweiten Aktienmärkten. Wie bereits erwähnt, spiegeln die in den vergangenen Quartalen hohen Jahreswachstumsraten der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente teilweise eine Zunahme der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente, die in M3 enthal-

ten sind, wider. Bereinigt um den Einfluss der von Gebietsfremden gehaltenen Geldmarktfondsanteile belief sich der Zuwachs der marktfähigen Finanzinstrumente gegenüber dem Vorjahr im ersten Quartal 2001 auf 14,4 %, verglichen mit 11,3 % im letzten Quartal 2000. Im April 2001 lag diese bereinigte Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente bei 13,4 %. Berücksichtigt man die vorläufigen Angaben für den Teilbestand an sonstigen in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten, die sich im Besitz von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets befinden, so dürfte die vollständig korrigierte Jahreswachstumsrate der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente unterhalb der genannten Angaben liegen.

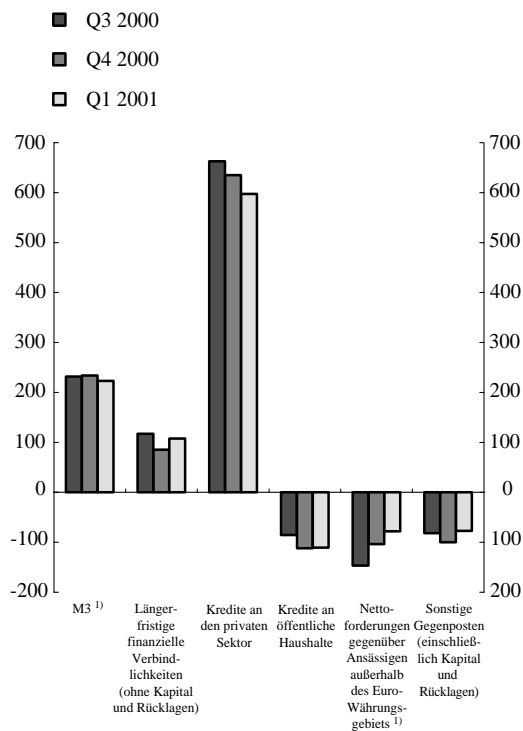
Kreditvergabe rückläufig

Seit dem ersten Halbjahr 2000 ist die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet um mehr als 2 Prozentpunkte auf 6,0 % im ersten Quartal 2001 gesunken. Im April dieses Jahres betrug das jährliche Wachstum der gesamten Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet 5,8 %. Bei der Entwicklung der Kreditgewährung an den privaten Sektor und den öffentlichen Sektor waren jedoch deutliche Unterschiede zu verzeichnen (siehe Tabelle 2). Während die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor im historischen Vergleich überdurchschnittlich hoch war (9,8 % im ersten Quartal 2001 und 9,0 % im April 2001), war die Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte im Vergleich zum Vorjahr negativ (-5,8 % im ersten Quartal 2001 und -4,7 % im April 2001) (siehe Abbildung 6).

Aus Abbildung 7 geht hervor, dass die in den vergangenen Jahren große Nachfrage des privaten Sektors im Euroraum nach realen Krediten auf ein vergleichsweise hohes reales BIP-Wachstum und günstige Finanzierungsbedingungen zurückzuführen ist. Ferner erhöhten, wie in Kasten 2 genauer dargelegt, auch eine Reihe von Sonderfaktoren – die

Abbildung 6 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr; Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile.

Finanzierung von Fusionen und Übernahmen, die Finanzierung der UMTS-Lizenzen sowie in einigen Ländern des Euroraums vorübergehend ausgeprägte Zuwachsraten von Immobilien- und Grundstückspreisen – den Kreditbedarf des privaten Sektors im Euro-Währungsgebiet. In jüngerer Zeit führte der von Mitte 1999 bis Herbst 2000 verzeichnete Anstieg der Kreditzinsen der Banken zu einer etwas verhalteneren jährlichen Zunahme der Kredite an den privaten Sektor im Verlauf des vergangenen Jahres und Anfang 2001. Darüber hinaus dürften die Verlangsamung des Wachstums des realen BIP und das seit Mitte letzten Jahres schlechtere Geschäftsklima im Euroraum zu diesem Rückgang beigetragen haben.

Die Entwicklung der Kreditgewährung an den privaten Sektor lässt sich anhand der sektoralen Entwicklung der Kreditvergabe genauer analysieren, insbesondere im Hinblick auf die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und an private Haushalte (siehe Tabelle 2). Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum lag im vergangenen Jahr bei mindestens 10 %. Ein starkes reales

Kasten 2

Determinanten der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) ist die Kreditgewährung an den privaten Sektor im Euroraum relativ rasch gestiegen. Auch bei Betrachtung in realen Größen haben die Kredite erheblich zugenommen. Von Januar 1999 bis April 2001 bewegten sich die Jahreswachstumsraten der realen Kreditvergabe an den privaten Sektor (bereinigt mit dem BIP-Deflator) zwischen 7,4 % und 8,5 % und lagen damit merklich über ihrem Durchschnitt der letzten 20 Jahre (von rund 4 %).

Die kräftige Ausweitung der Kreditgewährung an den privaten Sektor in den Jahren 1999 und 2000 wurde in unterschiedlichem Maße durch das dynamische (nominale und reale) Wirtschaftswachstum und die im historischen Vergleich niedrigen Realzinsen gefördert. Der obere Teil der Abbildung 7 im Haupttext dieses Monatsberichts zeigt, dass die Zunahme der realen Kreditvergabe seit Beginn der dritten Stufe der WWU mit einem starken Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts einherging. Der untere Teil veranschaulicht, dass die günstigen Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet die reale Kreditnachfrage seitens des privaten Sektors im Vorfeld der dritten Stufe der WWU und im Jahr 1999 begünstigt haben. 1999 sank der zusammengesetzte Realzinssatz für die Kreditvergabe (errechnet als gewichteter Durchschnitt der Zinsen auf Kredite mit verschiedenen Laufzeiten an die unterschiedlichen Sektoren) auf rund 4 %.

Die anschließende Stabilisierung und der geringfügige Rückgang der Wachstumsraten der Kreditgewährung könnten ebenfalls mit diesen Faktoren in Zusammenhang stehen. Das reale BIP-Wachstum schwächte sich in

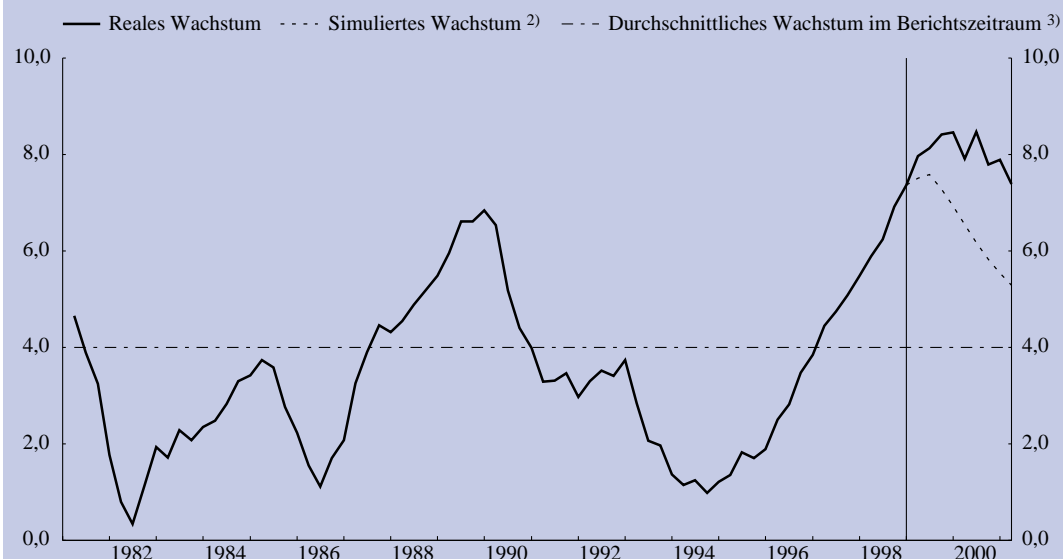
der zweiten Jahreshälfte 2000 etwas ab, während der zusammengesetzte Realzinssatz ab Herbst 1999 stieg und im ersten Quartal des laufenden Jahres 5,4 % erreichte.

Die historische Entwicklung der realen Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euroraum lässt sich recht gut durch die Entwicklung der Konjunktur und der realen Kreditkosten erklären. Ökonometrische Ergebnisse einer aktuellen EZB-Studie belegen, dass sich die Entwicklung der realen Kreditgewährung an den privaten Sektor im Euroraum zwischen 1980 und 1999 anhand eines Modells abbilden lässt, das das reale BIP und reale Zinsen als wichtigste erklärende Variablen enthält.¹ Gleichwohl gibt es Hinweise darauf, dass diese zentralen Determinanten die Entwicklung der realen Kreditgewährung an den privaten Sektor seit Beginn der dritten Stufe der WWU nur teilweise erklären können. So zeigt die nachfolgende Abbildung, dass die anhand des Modells für den Zeitraum vom ersten Quartal 1999 bis zum ersten Quartal dieses Jahres berechneten Jahreswachstumsraten der realen Kreditgewährung an den privaten Sektor systematisch unter den tatsächlichen Raten lagen. Dies scheint darauf hinzuweisen, dass die Zunahme der Kredite seit Beginn der dritten Stufe der WWU von Faktoren beeinflusst wird, die das Modell nicht beinhaltet.

Die Kreditnachfrage im Euroraum, insbesondere seitens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, wurde in den letzten beiden Jahren durch verschiedene Sonderfaktoren gesteigert. Zu den im gesamten Berichtszeitraum wirksamen Einflüssen gehörten – in unterschiedlichem Maße – umfangreiche Fusions- und Übernahmeaktivitäten einschließlich beträchtlicher Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie die hohen Steigerungsraten bei den Grundstücks- und Immobilienpreisen in einigen schnell wachsenden Volkswirtschaften des Euroraums. Hinzu kommen weitere Faktoren, die die Kreditnachfrage vorübergehend begünstigt haben könnten, wie etwa der vor allem im dritten Quartal 2000 erhöhte Finanzierungsbedarf der Telekommunikationsunternehmen im Zusammenhang mit der Versteigerung der UMTS-Lizenzen.

Entwicklung der realen Kreditvergabe an den privaten Sektor ¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



1) Wachstumsraten der nominalen Kreditvergabe an den privaten Sektor bereinigt mit dem BIP-Deflator.

2) Prognose außerhalb des Beobachtungszeitraums ab Q1 1999 anhand des Modells in Calza et al. (2001).

3) Durchschnittliche Wachstumsrate für den Zeitraum zwischen Q1 1980 und Q1 2001.

Zwar ist eine hinreichend verlässliche Quantifizierung der Auswirkungen all dieser Faktoren kaum möglich, doch deuten die nachfolgenden Abbildungen darauf hin, dass die Fusions- und Übernahmeaktivitäten (einschließlich der Übernahmen außerhalb des Euroraums) und die UMTS-Versteigerungen einen erheblichen

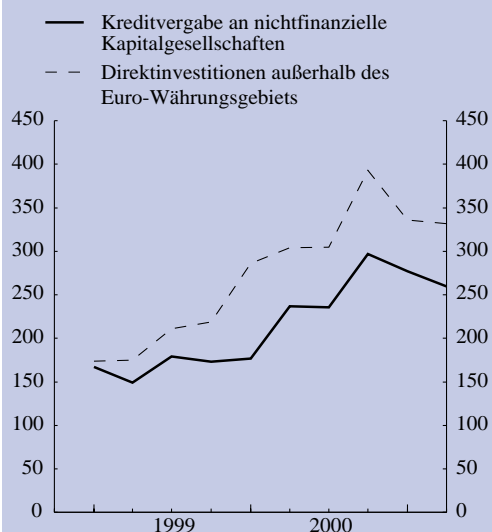
1 Siehe A. Calza, C. Gartner und J. Sousa, „Modelling the demand for loans to the private sector in the euro area“, EZB-Diskussionspapier Nr. 55, 2001.

Einfluss auf die Entwicklung der Kredite an den privaten Sektor und dabei speziell an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften hatten. So zeigt insbesondere die Abbildung unten links, dass die Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets eine wichtige Rolle beim Wachstum der Kreditvergabe seit Beginn der dritten Stufe der WWU gespielt haben könnten. Ferner veranschaulicht die Abbildung unten rechts, dass sich in den letzten Jahren die Entwicklung der Kreditnachfrage zwecks Finanzierung der auch mit Barzahlungen verbundenen Fusionen und Übernahmen sowie zur Finanzierung der UMTS-Lizenzen offenbar deutlich in einer Zunahme der Kredite an den privaten Sektor niedergeschlagen hat. Es ist zwar nicht möglich, genau zu ermitteln, welche dieser Transaktionen durch Kredite und welche durch andere Finanzierungsquellen (wie z. B. Anleihe-Emissionen, zusätzliches Eigenkapital oder interne Finanzierungsmittel) abgedeckt wurden, doch ist die Korrelation zwischen der Entwicklung des durch Fusionen und Übernahmen sowie die UMTS-Versteigerungen bedingten gesamten Finanzierungsbedarfs und der Ausweitung der Kreditvergabe augenfällig.

Die Finanzierung der genannten Sonderfaktoren dürfte sich kaum auf das gesamte Ausgabenverhalten und die künftige Preisentwicklung im Euroraum auswirken. Im Fall der Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets ist dies unmittelbar ersichtlich. Ferner gibt es keine Hinweise auf Risiken für die Preisstabilität, soweit die UMTS-Erlöse zur allmählichen Rückführung der Staatsverschuldung verwendet werden. Des Weiteren ist davon auszugehen, dass ein Großteil der Barzahlungen, die an die Inhaber von Aktien der bei einer Fusion übernommenen Unternehmen gezahlt wurden, erneut in (nichtmonetäre) Finanzaktiva angelegt werden und daher nicht unmittelbar die inländischen Ausgaben erhöhen. Außerdem dürfte – obwohl Wohnungsbaukredite die Gesamtnachfrage im Bereich des Wohnungsbaus finanzierten – die Ausweitung dieser Kredite im Berichtszeitraum größtenteils mit Transaktionen am sekundären Wohnungsmarkt und mit dem Anstieg der Immobilienpreise in diesem Zeitraum zusammenhängen. Zwar müssen auch die zweiten Hypotheken zur Finanzierung von Konsumausgaben berücksichtigt werden, doch ist wohl davon auszugehen, dass ein Teil der Kredite sich nicht auf die gesamten Ausgaben auswirken wird. Berücksichtigt man alle Sonderfaktoren, so dürfte das hohe Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor keine Risiken mehr für die Preisstabilität signalisieren.

Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets

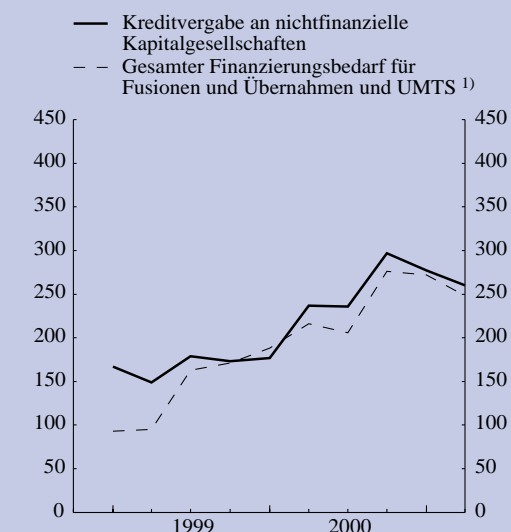
(Mrd €, Veränderung gegen Vorjahr)



Quelle: EZB.

Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und gesamter Finanzierungsbedarf auf Grund von Fusionen und Übernahmen (Barzahlungen) sowie UMTS-Lizenzen

(Mrd €, Veränderung gegen Vorjahr)



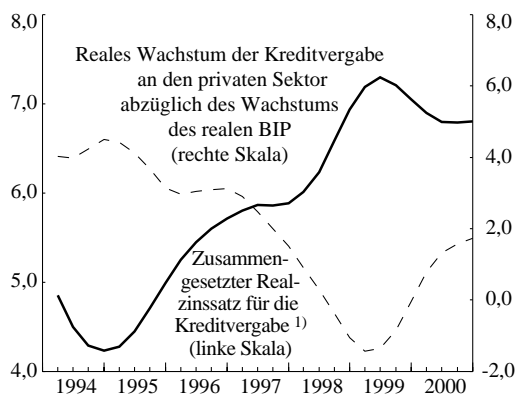
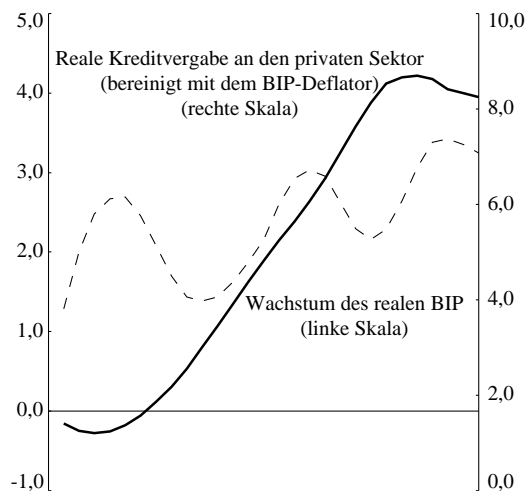
Quellen: EZB, Thomson Securities.

1) Dieser Bedarf wurde teilweise nicht durch Kredite, sondern durch andere Finanzierungsquellen gedeckt.

Abbildung 7

Reale Kreditvergabe an den privaten Sektor, reales BIP und Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken

(gleitender Vier-Quartalsdurchschnitt der Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozentpunkten bzw. in %)



Quelle: EZB.

1) Der zusammengesetzte Realzinssatz für die Kreditvergabe wird als gewichteter Durchschnitt der Zinsen für Kredite mit verschiedenen Laufzeiten an private Haushalte und Unternehmen berechnet und mit dem BIP-Deflator bereinigt.

Wirtschaftswachstum und günstige Ertragsaussichten sowie die bereits erwähnte Finanzierung der UMTS-Lizenzen erhöhten im vergangenen Jahr den Kreditbedarf der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Im ersten Quartal 2001 fiel die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften auf 10,3 %, verglichen mit 11,2 % im letzten Quartal 2000. Diese Entwicklung dürfte mit dem langsameren Wachstum des realen BIP und einer Verschlechterung des Geschäftsklimas in Zusammenhang stehen.

Bei der Kreditvergabe an die privaten Haushalte dämpfte der vom letzten Quartal 1999 bis zum ersten Quartal 2001 beobachtete Anstieg der Zinssätze für Konsumentenkredite den Bedarf an diesen Krediten. In den ersten drei Monaten dieses Jahres ging die Jahreswachstumsrate der Konsumentenkredite beträchtlich zurück, und zwar von 8,2 % im Vorquartal auf 5,4 %.

Das jährliche Wachstum der Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte war im vergangenen Jahr und im ersten Quartal 2001 ebenfalls leicht rückläufig (8,1% im ersten Quartal 2001, nach 8,8 % im vierten Quartal 2000). Der Bedarf an Wohnungsbaukrediten dürfte auf Grund des Anstiegs der jeweiligen Kreditzinsen bis Ende letzten Jahres und des Rückgangs der Wachstumsrate der Immobilienpreise im Euro-Währungsgebiet gesunken sein.

Im Gegensatz zu der insgesamt dynamischen Entwicklung der Kredite an den privaten Sektor ist die jährliche Veränderungsrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte seit dem dritten Quartal 2000 negativ (siehe Tabelle 2), was auf günstige Haushaltsbedingungen und einmalige Sondereinnahmen, insbesondere aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen, zurückzuführen ist. Im ersten Vierteljahr 2001 lag sie bei -5,8 % und im April 2001 bei -4,7 %. Der ausgeprägte Rückgang der Jahreswachstumsrate der von den öffentlichen Haushalten begebenen und vom MFI-Sektor gehaltenen Schuldverschreibungen deutet darauf hin, dass diese Schuldverschreibungen zunehmend von Nicht-MFIs und Ansässigen außerhalb des Euroraums gehalten werden. Darüber hinaus war auch der Nettoabsatz von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen, die von den öffentlichen Haushalten begeben wurden, im zweiten Halbjahr 2000 rückläufig (siehe Kasten 3).

Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet ist seit Mitte 2000 rückläufig. Im April 2001 belief sie sich auf 3,6 % (siehe Tabelle 2). Die relativ geringe Nachfrage der Nicht-MFIs nach längerfristi-

Tabelle 2**Wichtige Gegenposten zu M3***(Veränderung gegen Vorjahr in %; nicht saisonbereinigt; Quartalsdurchschnitt, soweit nicht anders angegeben)*

	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 April
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	6,9	6,7	7,1	6,1	4,5	3,6
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren	5,0	4,2	2,8	1,0	-0,2	-0,2
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	-8,2	-2,7	5,6	11,4	13,2	10,6
Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren	6,8	6,4	6,8	5,3	6,1	5,1
Kapital und Rücklagen	12,6	12,2	14,2	14,4	7,0	5,2
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	8,3	8,2	7,1	6,4	6,0	5,8
Kredite an öffentliche Haushalte	2,9	0,0	-2,2	-6,0	-5,8	-4,7
Wertpapiere ohne Aktien	5,2	-0,4	-3,6	-8,8	-9,8	-6,9
Buchkredite	-0,4	0,5	-0,1	-1,9	-0,1	-1,8
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	10,2	11,1	10,2	10,5	9,8	9,0
Wertpapiere ohne Aktien	15,8	14,5	13,9	19,2	20,6	25,4
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	19,1	20,6	17,5	17,8	13,3	9,2
Buchkredite	9,3	10,1	9,5	9,6	9,1	8,3
<i>Nachrichtlich: Aufgliederung der Buchkredite nach Sektoren (Quartalsendstände)¹⁾</i>						
<i>An nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</i>	<i>10,3</i>	<i>10,0</i>	<i>12,5</i>	<i>11,2</i>	<i>10,3</i>	<i>-</i>
<i>An private Haushalte</i>	<i>9,6</i>	<i>8,7</i>	<i>8,0</i>	<i>7,4</i>	<i>6,5</i>	<i>-</i>
<i>Konsumentenkredite²⁾</i>	<i>8,0</i>	<i>7,2</i>	<i>8,0</i>	<i>8,2</i>	<i>5,4</i>	<i>-</i>
<i>Wohnungsbaukredite²⁾</i>	<i>11,3</i>	<i>10,3</i>	<i>9,2</i>	<i>8,8</i>	<i>8,1</i>	<i>-</i>
<i>Sonstige Kredite</i>	<i>6,0</i>	<i>5,4</i>	<i>4,6</i>	<i>2,6</i>	<i>2,6</i>	<i>-</i>

Quelle: EZB.

1) Die Wachstumsraten werden, soweit verfügbar, anhand von Stromgrößen berechnet. Die Sektoren entsprechen den Definitionen nach dem ESVG 95. Weitere Einzelheiten siehe Fußnote 1) der Tabelle 2.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ und „Technischer Hinweis“. Differenzen zwischen einigen Zwischensummen und ihren Komponenten durch Runden der Zahlen.

2) Die Abgrenzung der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

gen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors dürfte mit der Abflachung der Zinsstrukturkurve im Verlauf des letzten Jahres zusammenhängen, wodurch diese Instrumente für Anleger weniger interessant geworden sind. Diese Einschätzung wird bestätigt, wenn Kapital und Rücklagen, deren Ausweitung kaum mit der Entwicklung der Zinsstrukturkurve zusammenhängt, aus den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten herausgerechnet werden (siehe Abbildung 6).

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde waren in den vergangenen Quartalen weiter rückläufig. Dies entspricht den Angaben der Zahlungsbi-

lanz, aus denen insgesamt Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets und den Wertpapieranlagen vom zweiten Quartal 2000 bis zum ersten Quartal 2001 hervorgehen. Im Zwölfmonatszeitraum bis April 2001 gingen die Nettoforderungen des MFI-Sektors an Gebietsfremde um 72 Mrd € zurück, verglichen mit einem Rückgang um insgesamt 51 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis März 2001. Würde der Erwerb von Geldmarktfondsanteilen durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets berücksichtigt, so wäre der Rückgang der Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde noch stärker ausgefallen.

Kasten 3

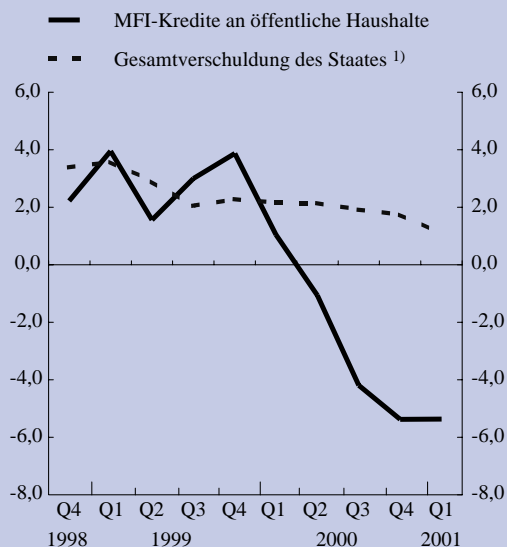
Vierteljährliche Tabelle zu Finanzierung und Geldvermögensbildung (TFG) der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet

Die vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen zu den nichtfinanziellen Sektoren im Euroraum liegen bis zum dritten Quartal 2000¹ vor. Diese Angaben lassen eine weitergehende Analyse der Entwicklung der wichtigsten Komponenten der Finanzierung und der Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Eurogebiet zu.

Auf der Finanzierungsseite belief sich die Jahreswachstumsrate der Gesamtfinanzierung der nichtfinanziellen Sektoren im dritten Quartal 2000 auf 7 %¹. Während sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor nach wie vor stark ausweitete, blieb der Finanzierungsbedarf des Staates gemäßigt. In diesem Zusammenhang ist interessanterweise festzustellen, dass die Kreditvergabe der monetären Finanzinstitute (MFIs) an die öffentlichen Haushalte wesentlich drastischer zurückging als die Gesamtfinanzierung dieses Sektors (siehe Abbildung). Bis zu einem gewissen Grad lässt sich dies durch einen geringeren Anteil von Buchkrediten an der Gesamtfinanzierung der öffentlichen Haushalte erklären. Der entscheidende Faktor war jedoch der bemerkenswerte Rückgang von Staatsanleihen im Bestand der MFIs. Im Jahr 2000 betrug die jährliche Zunahme des Umlaufs an von der öffentlichen Hand begebenen Wertpapieren etwa 2 %, während die jährliche Veränderungsrate der MFI-Bestände an diesen Wertpapieren negativ war (-5½%), was bedeutet, dass die MFIs große Mengen staatlicher Wertpapiere an andere Sektoren veräußert haben. Dies könnte in einem Umfeld weltweit volatilerer Aktienmärkte und relativer Knappheit von Staatsanleihen insbesondere den stärkeren Erwerb von staatlichen Schuldverschreibungen durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets widerspiegeln (auf den auch die Zahlungsbilanzdaten hindeuten).

Gesamtverschuldung des Staates und MFI-Kredite an öffentliche Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Ab dem vierten Quartal 2000, teilweise geschätzt.

die vierteljährlichen Veränderungen der Übernahme ausländischer Unternehmen im dritten Quartal 2000 einen Höchststand erreichten.² Die konstant sinkende Wachstumsrate der nichtmonetären Investmentzertifikate

¹ Weitere Einzelheiten sind Tabelle 6.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des vorliegenden Monatsberichts zu entnehmen.

² Darüber hinaus ist festzustellen, dass der Erwerb von börsennotierten Aktien stark von einer einmaligen Umwandlung von nicht börsennotierten in börsennotierte Aktien (ohne zusätzliche Geldvermögensbildung) im Rahmen einer Privatisierung beeinflusst wurde.

Auf der Investitionsseite ist die seit der zweiten Jahreshälfte 1999 zu beobachtende Verlangsamung des Wachstums des Gesamtgeldvermögens der nichtfinanziellen Sektoren im dritten Quartal 2000 zum Stillstand gekommen. Die Jahreswachstumsrate stieg von 5,8 % im zweiten Quartal 2000 auf 6,8 % im dritten Quartal (siehe nachstehende Tabelle).

Dieser Anstieg war in erster Linie durch eine deutliche Zunahme der Investitionen der nichtfinanziellen Sektoren in börsennotierte Aktien (das Wachstum stieg im Jahresvergleich von 6,6 % im zweiten Quartal 2000 auf 11,6 % im dritten Quartal) und – in geringerem Umfang – in Schuldverschreibungen begründet. In einer Zeit fallender Aktienkurse ist dieses verstärkte Wachstum von Investitionen in börsennotierte Aktien zum Teil durch umfangreiche Übernahmen von außerhalb des Eurogebiets ansässigen Unternehmen durch gebietsansässige Unternehmen zu erklären. Dies wird durch Angaben aus einer privaten Datenbank (Thomson Securities) untermauert, die belegen, dass

Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

	Geldvermögen										Nachrichtlich: M3
	Bargeld, Einlagen und kurzfristige markt-fähige Finanzinstrumente	Bargeld und Einlagen ²⁾	Kurzfristige Schuldverschreibungen	Geldmarktfondsanteile	Langfristige markt-fähige Finanzinstrumente und versicherungstechnische Rückstellungen	Langfristige Schuldverschreibungen	Börsennotierte Aktien	Investmentzertifikate (ohne Geldmarktfondsanteile)	Versicherungstechnische Rückstellungen		
Jahreswachstumsrate											
1998 Q4	6,4	3,3	4,8	-23,5	-4,1	8,8	-5,0	6,8	30,8	8,9	4,8
1999 Q1	7,0	3,5	5,2	-24,7	-7,2	9,4	-0,9	7,3	27,3	8,6	5,5
Q2	7,4	4,1	5,1	-20,3	1,2	9,7	1,3	8,7	23,0	8,6	5,5
Q3	7,6	4,3	5,5	-21,0	-1,8	9,9	1,3	11,3	19,9	8,7	5,9
Q4	7,0	4,0	4,6	-5,4	-1,5	9,1	4,1	8,5	14,6	9,3	6,0
2000 Q1	5,8	4,5	4,6	3,4	2,4	6,6	-0,1	5,5	9,0	9,5	5,9
Q2	5,8	3,6	3,8	14,1	-9,0	7,2	4,8	6,6	6,3	9,3	6,3
Q3	6,8	4,1	3,5	40,6	-4,8	8,5	7,2	11,6	4,4	9,1	5,4
Verhältnis zur Geldvermögensbildung insgesamt per Q3/2000 (Bestände)	100 %	35 %	33 %	1 %	1 %	65 %	10 %	20 %	12 %	22 %	34 %

Quelle: EZB.

1) Die nichtfinanziellen Sektoren umfassen öffentliche Haushalte (Staat), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. Die Wachstumsraten basieren auf den Transaktionen und sind daher um Bewertungseffekte und Umgruppierungen bereinigt.

2) Ohne Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs.

dagegen (die überwiegend auf Aktienanlagen beruhen) weist auf eine gewisse Zurückhaltung bei den privaten Anlegern hin, ihren Besitz an börsennotierten Aktien zu vergrößern. Aus diesem Grund und im Hinblick auf die Stabilisierung der langfristigen Zinssätze erhöhten die Anleger ihren Bestand an langfristigen Schuldverschreibungen weiter. Die Investitionstätigkeit der nichtfinanziellen Sektoren in Versicherungsprodukte schließlich blieb auch im dritten Quartal 2000 rege.

Was Anlagen in kurzfristigen Vermögenswerten anbelangt, so fällt besonders der sprunghafte (wenn auch von einem sehr niedrigen Niveau ausgehende) Anstieg der Jahreswachstumsrate des Bestands an kurzfristigen Wertpapieren seit Anfang des Jahres 2000 ins Auge, dem ein leichter Rückgang der Jahreswachstumsrate von Bargeld und Einlagen gegenübersteht. EZB-Schätzungen zufolge ist dieser Anstieg insbesondere auf eine starke Zunahme des Bestands an von inländischen Nichtbanken begebenen Wertpapieren (z. B. unverzinsliche Schatzanweisungen, Commercial Paper usw.) bei den Nicht-MFIs zurückzuführen. Die größere Attraktivität kurzfristiger Wertpapiere ist durch die seit Herbst 1999 gestiegenen kurzfristigen Zinssätze zu erklären.

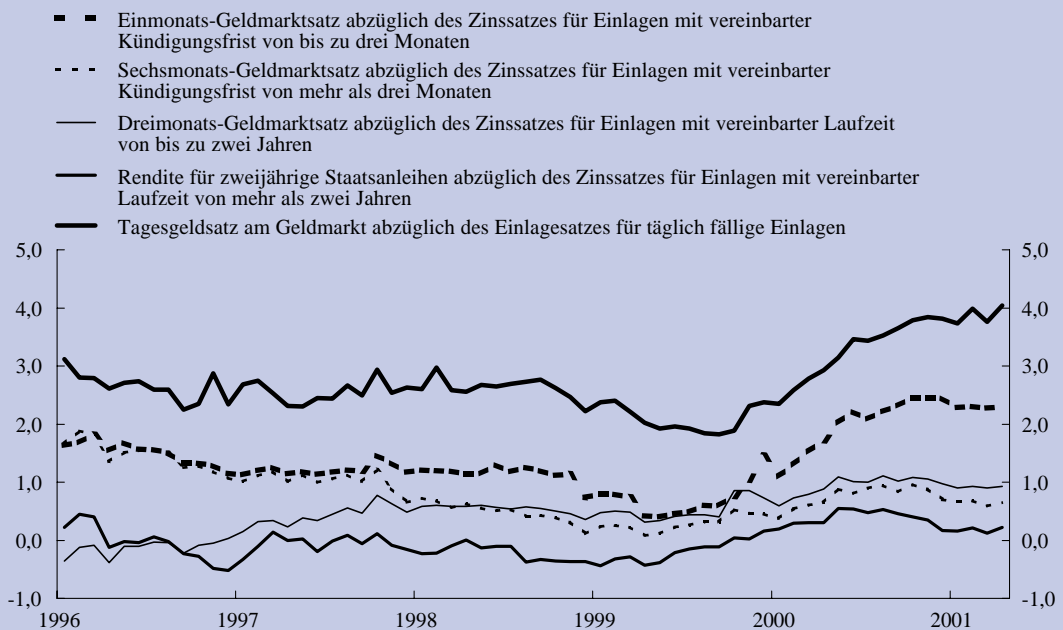
Kasten 4

Zusammenhang zwischen den Zinsen im Kundengeschäft der Banken und den Marktzinzen

Dieser Kasten analysiert den Zusammenhang zwischen den Zinsen im Kundengeschäft der Banken und den Marktzinzen im Euro-Währungsgebiet, der zu den wichtigen Übertragungskanälen geldpolitischer Impulse zählt. Die Anpassung der Zinsen im Kundengeschäft der Banken wird letztlich von einer Vielzahl von

Abbildung A1: Differenz zwischen Geldmarktsatz und vergleichbarem Einlegesatz der Banken

(in Prozentpunkten; Monatswerte)

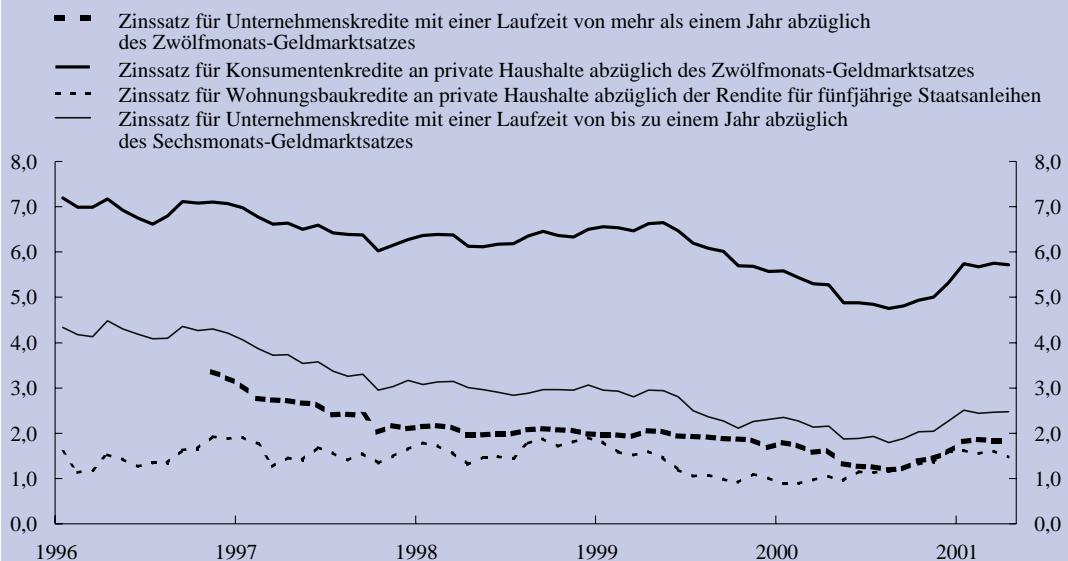


Quellen: EZB-Aggregation nationaler Angaben und Reuters.

Anmerkung: Ab dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten

Abbildung A2: Differenz zwischen dem Kreditzinssatz der Banken und dem vergleichbarem Geldmarktsatz

(in Prozentpunkten; Monatswerte)



Quellen: EZB-Aggregation nationaler Angaben und Reuters.

Anmerkung: Ab dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten

Faktoren beeinflusst: Wettbewerb in den verschiedenen Segmenten des Aktiv- und Passivgeschäfts im Finanzdienstleistungssektor, Kundenbeziehungen der Banken, (erwartetes) Ausmaß, in dem die Bank Zinsrisiken ausgesetzt ist, Kreditrisikoprämien sowie sonstige Risikoprämien, Verwaltungskosten der Umsetzung einer Änderung der Bankzinsen, Passivitätsgrad der Einleger und Kreditnehmer, usw.

Die nachfolgenden Abbildungen zeigen die Differenzen zwischen den Zinsen im Kundengeschäft der Banken und den Marktzinsen mit vergleichbarer Laufzeit für den Zeitraum von Januar 1996 bis April 2001. Sie verdeutlichen, dass sich die Zinsabstände bei den Zinsen im Kundengeschäft der Banken je nach Instrument unterscheiden und dass die Veränderungen dieser Zinsen von denen der Marktzinsen abweichen. Letzteres lässt darauf schließen, dass die Zinsen im Kundengeschäft der Banken nicht sofort in einem 1:1-Verhältnis auf die Marktzinsen reagieren. Die Abbildungen weiter unten veranschaulichen dies, indem sie die Zinsen im Kundengeschäft der Banken für ausgewählte Instrumente mit den entsprechenden Marktzinsen vergleichen.

Bei den Einlagenzinsen der Banken reagieren die einzelnen Einlagenprodukte äußerst unterschiedlich auf die Marktzinsen. Zwischen den Renditen zweijähriger Staatsanleihen und den Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren bestand zwischen Januar 1996 und April 2001 fast kein Zinsabstand (siehe Abbildung A1). Dies deutet darauf hin, dass es in diesem Segment des Einlagengeschäfts äußerst starke Wettbewerbskräfte gibt, die die Banken zur marktnahen Gestaltung dieser Zinsen veranlassen. Eine ähnliche Schlussfolgerung lässt sich bei den Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren ziehen. Wie aus Abbildung B1 ersichtlich, weist die Zinsentwicklung bei diesen Einlagen einen ähnlichen Verlauf auf wie der Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld, was auf ein recht rasches Durchschlagen der Geldmarktsätze auf diesen Einlagensatz der Banken hindeutet. Eine ähnlich schnelle Anpassung an die Marktzinsen ist auch bei den Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten zu beobachten.

Dagegen wiesen die täglich fälligen Einlagen und die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im Berichtszeitraum eine erheblich ausgeprägtere Zinsspanne auf als die anderen Einlagensätze der Banken. Zudem haben sich diese Zinsabstände seit Herbst 1999 deutlich vergrößert, was darauf schließen lässt, dass sich diese beiden Einlagensätze nur zögernd an die zwischen dem Schlussquartal 1999 und Ende 2000 gestiegenen Geldmarktsätze angepasst haben. Dies dürfte teilweise darauf zurückzuführen sein, dass diese Einlagensätze in einigen Ländern des Euroraums noch geregelt oder administriert werden. Ferner werden diese Einlagenprodukte oft vom allgemeinen Bankpublikum aus Gründen der Bequemlichkeit verwendet. Das unflexible Verhalten der Bankzinsen für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten wird auch in Abbildung B2 veranschaulicht.

Abbildung B1: Zinssatz für Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld

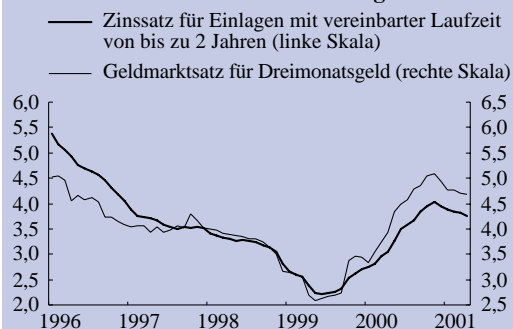
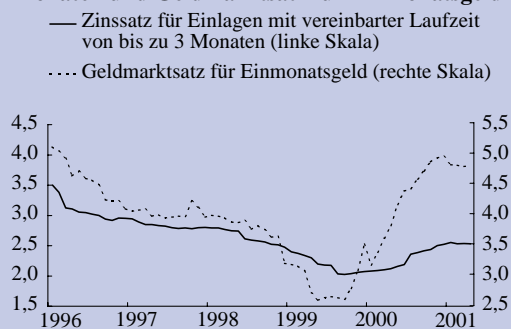


Abbildung B2: Zinssatz für Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und Geldmarktsatz für Einmonatsgeld



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

Bei den Kreditzinsen der Banken spielt auch das Kreditrisiko eine Rolle. So unterliegen beispielsweise Wohnungsbaukredite auf Grund ihrer Besicherung nur einem relativ geringen Kreditrisiko und weisen daher die geringste Zinsspanne unter den Ausleihesätzen der Banken auf (siehe Abbildung A2). Bei den

Unternehmenskrediten und vor allem auch bei den Konsumentenkrediten spielt das Kreditrisiko jedoch eine größere Rolle. Nachdem sich die Differenz der Kreditzinsen der Banken insbesondere bei den Unternehmenskrediten tendenziell verringert hatte, haben sich die Zinsabstände seit Mitte 2000 wieder vergrößert. Ausschlaggebend für diese allgemein gestiegene Differenz der Ausleihesätze der Banken könnte das höhere Kreditrisiko sein. Darauf deutet die Entwicklung der Renditeabstände bei den Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet seit den Sommermonaten des letzten Jahres hin, die sich vor allem für Unternehmen mit schlechter Bonitätseinstufung etwas vergrößerten.

Die Anpassung der Kreditzinsen der Banken an die geänderten Marktzinsen ist ebenfalls je nach Instrument unterschiedlich (siehe Abbildungen B3 und B4 zu den Krediten an private Haushalte). Die Zinsen für Konsumentenkredite an private Haushalte passen sich nur schleppend den geänderten Marktzinsen an. Dies steht im Gegensatz zu den Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte, was dem harten Wettbewerb zuzuschreiben sein dürfte, dem sich die Banken auch seitens der Nichtbanken im Hypothekengeschäft gegenübersehen. Ähnlich schnell reagieren die Zinsen für Unternehmenskredite auf Änderungen der Marktzinsen, was darauf hindeutet, dass die Banken hier der erheblichen Konkurrenz durch andere Außenfinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen ausgesetzt sind. So dürfte – neben anderen Faktoren – insbesondere die zunehmende Bedeutung des Markts für Unternehmensanleihen im Euroraum die Wettbewerbskräfte auf dem Kreditmarkt für Unternehmen gestärkt haben.

Abbildung B3: Zinssatz für Konsumentenkredite an private Haushalte und Geldmarktsatz für Zwölfmonatsgeld

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)

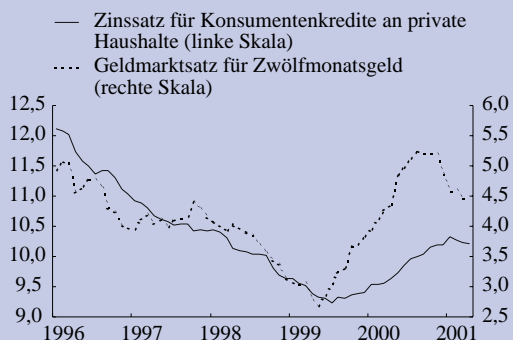
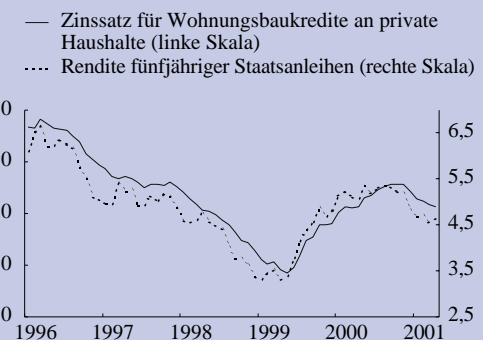


Abbildung B4: Zinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (linke Skala) Rendite für Staatsanleihen

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Monetäre Entwicklung deutet auf günstige Aussichten für mittelfristige Preisstabilität hin

Insgesamt gesehen deutet die Analyse der Geldmenge M3 und ihrer Komponenten und Gegenposten im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB auf günstige Aussichten für die mittelfristige Preisstabilität hin. Berücksichtigt man die von Gebietsfremden gehaltenen Geldmarktfondsanteile, so lag die Jahreswachstumsrate von M3 in den ersten vier Monaten dieses Jahres nahe am Referenzwert. Darüber hinaus würde die Jahreswachstumsrate von M3 unter Einbeziehung der vorläufigen Angaben zum Einfluss der von Gebietsfremden gehaltenen sonstigen marktfähigen Finanzinstrumente, die

in M3 enthalten sind, für das erste Quartal und April 2001 wahrscheinlich etwa einen halben Prozentpunkt niedriger ausfallen. Folglich läge das M3-Wachstum bei Berücksichtigung beider Bereinigungsarten etwas unterhalb des Referenzwertes von 4½ %. Ferner entsprechen die jüngsten Angaben zu den Gegenposten von M3 auch den günstigen Aussichten für die Preisstabilität. Insbesondere die im Verlauf der vergangenen Monate verhaltenere Zunahme der Kredite an den privaten Sektor im Euro-Währungsgebiet und die Hinweise darauf, dass die Zunahme der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zum Teil nicht unmittelbar mit den Gesamtausgaben in Zusammenhang steht, bestätigen diese Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität.

Im ersten Quartal 2001 weiterhin hohe Emission von Schuldverschreibungen durch den privaten Sektor

Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen ist mit 7,5 % im ersten Quartal 2001 nach 7,6 % im letzten Quartal 2000 leicht zurückgegangen. Im ersten Quartal erholte sich die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen merklich, nachdem sie gegen Ende des letzten Jahres stark gefallen war, während das jährliche Wachstum des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen im gleichen Zeitraum praktisch unverändert blieb (siehe Abbildung 8).

Die Aufgliederung der Angaben nach Währungen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Euro-Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2001 leicht auf 6,3 % angestiegen ist, nachdem sie kontinuierlich von 7,5 % im zweiten Quartal 2000

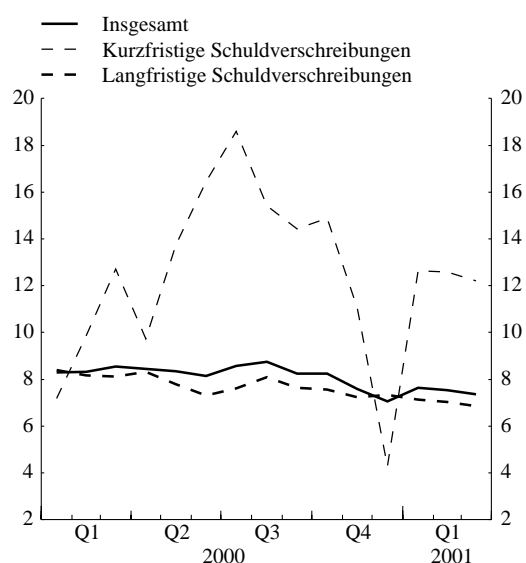
auf 5,9 % im vierten Quartal gefallen war. Ähnlich wie am Ende des letzten Jahres lauteten am Ende des ersten Quartals dieses Jahres 91,3 % des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen auf Euro. Betrachtet man die Emission von Euro-Schuldverschreibungen durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets, so belief sich der Anteil dieser Schuldverschreibungen am Gesamtumlauf der Euro-Schuldverschreibungen am Ende des ersten Quartals 2001 auf 11,1 %, verglichen mit 10,9 % am Ende des letzten Quartals 2000 und 7,3 % am Ende des Jahres 1998.

Eine Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt eine hohe Emission von Schuldverschreibungen durch den privaten Sektor im ersten Quartal 2001 (siehe Abbildung 9). Die durchschnittliche Jahresrate des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich von 7,5 % im letzten Quartal des Vorjahrs auf 8,7 % im ersten Quartal 2001. Zur hohen Emission von Schuldverschreibungen durch den privaten Sektor trugen auch die Nicht-MFIs des privaten Sektors bei. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Euro-Schuldverschreibungen, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, stieg von 18,9 % im letzten Quartal 2000 auf 23,9 % im ersten Quartal 2001. Ausschlaggebend für die Emission von Schuldverschreibungen durch Kapitalgesellschaften waren abnehmende Renditeabstände zwischen erstklassigen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen seit Beginn dieses Jahres und eine vor allem im März relativ hohe Volatilität der Aktienmärkte (siehe Abbildung 20), die sich negativ auf die Emissionstätigkeit an den Aktienmärkten auswirkte.

Bei den von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen war im ersten Quartal 2001 eine hohe Emission von Schuldverschreibungen mit kürzeren Laufzeiten zu verzeichnen. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen belief

Abbildung 8
Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



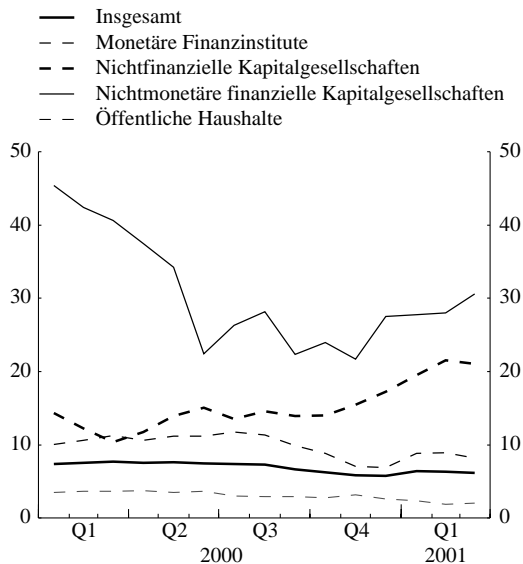
Quelle: EZB.

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.

Abbildung 9

Umlauf an auf Euro lautenden 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.

sich im ersten Quartal 2001 auf 40,0 %, verglichen mit 29,7 % im Vorquartal. Ein Grund für die Zunahme der Schuldverschreibungen in diesem Bereich könnte das Wachstum der Geldmarktfonds im Euro-Währungsgebiet sein. Geldmarktfonds investieren meist einen Teil ihrer Mittel in Commercial Paper.

Der Absatz von Schuldverschreibungen durch den öffentlichen Sektor, der sich in der Gesamttendenz seit April 2000 verlangsamt, war im ersten Quartal 2001 noch verhaltener als zuvor. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte sank von 2,9 % im letzten Quartal 2000 auf 2,1 % im ersten Quartal dieses Jahres. Diese Entwicklung könnte jedoch unterbrochen werden, da sich die Lage der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet im laufenden Jahr leicht verschlechtern dürfte.

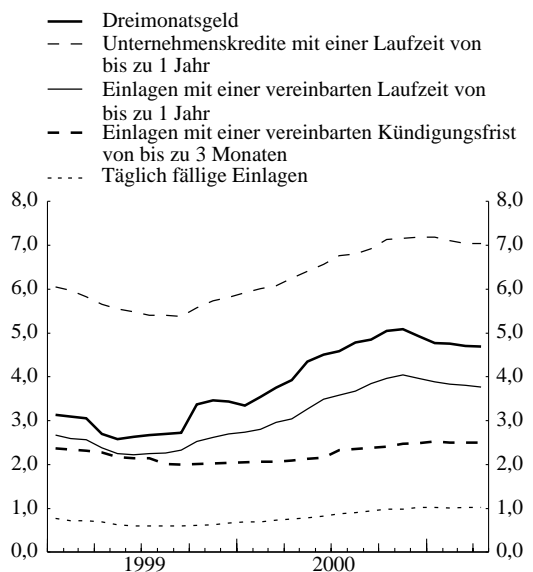
Zinssätze im Kundengeschäft der Banken Anfang 2001 allgemein gesunken

Die meisten kurzfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken waren Anfang dieses Jahres rückläufig (siehe Abbildung 10). Bis zum April 2001 waren der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr und der Satz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um rund 25 Basispunkte gegenüber ihrem Stand von November 2000 gesunken, als die Geldmarktsätze ihren Höchststand erreicht hatten. Im selben Zeitraum sank der durchschnittliche Dreimonatsgeldsatz um 40 Basispunkte, was darauf hindeutet, dass sich ein Großteil dieses Rückgangs schnell auf diese beiden Einlagezinsen durchgeschlagen hatte. Dagegen blieben die Zinsen für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten zwischen November 2000 und April 2001 weitgehend unverändert, was mit der typischen Verzögerung der Reaktion dieser Zinsen auf Entwicklungen am Markt im Einklang steht (siehe Kasten 4).

Abbildung 10

Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



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

Kasten 5

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

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. April bis zum 23. Mai 2001 wickelte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte, ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft und eine zusätzliche, auf eine Woche befristete Feinststeuerungsoperation ab.

Alle fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz durchgeführt; bei den ersten drei Geschäften betrug der Mindestbietungssatz 4,75 %, bei dem vierten und fünften 4,50 %. Beim ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft wurden nur 5 Mrd € zugeteilt – das niedrigste Volumen aller bisherigen Offenmarktgeschäfte des Eurosystems überhaupt. Die Notwendigkeit eines derart niedrigen Zuteilungsvolumens war durch das Ergebnis des vorhergehenden Hauptrefinanzierungsgeschäfts entstanden, bei dem ein Rekordvolumen zugeteilt worden war, um das Liquiditätsdefizit, das durch Unterbietungen bei dem Hauptrefinanzierungsgeschäft am 10. April aufgelaufen war, weitgehend auszugleichen. Der marginale Zuteilungssatz bei diesem Geschäft betrug 4,78 %.

Das am 27. April zugeteilte, zweite Hauptrefinanzierungsgeschäft der Mindestreserve-Erfüllungsperiode wurde parallel zu der zusätzlichen, auf eine Woche befristeten Feinststeuerungsoperation durchgeführt. Das zusätzliche Geschäft war ebenfalls ein Standardtender, allerdings mit einer Laufzeit von nur einer Woche. Es wurde als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 4,75 % durchgeführt. Die EZB teilte 80 Mrd € bei dem Hauptrefinanzierungsgeschäft und 73 Mrd € bei der einwöchigen Feinststeuerungsoperation zu, jeweils zu einem marginalen Zuteilungssatz von 4,77 %. Durch die Liquiditätszuteilung zwischen den beiden Geschäften wurde die Differenz zwischen den Zuteilungsvolumen der beiden laufenden Hauptrefinanzierungsgeschäfte ausgeglichen.

Bei den übrigen drei Hauptrefinanzierungsgeschäften lag das Zuteilungsvolumen zwischen 72 Mrd € und 90 Mrd €. Der marginale Zuteilungssatz bei diesen Geschäften betrug 4,78 % bzw. 4,54 % und 4,53 %, wobei

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

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

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	220,5	0,6	+ 219,9
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	144,0	-	+ 144,0
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	59,1	-	+ 59,1
Ständige Fazilitäten	0,4	0,6	- 0,2
Sonstige Geschäfte	17,0	0,0	+ 17,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	384,4	479,5	- 95,1
Banknotenumlauf	-	352,7	- 352,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	39,4	- 39,4
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	384,4	-	+ 384,4
Sonstige Faktoren (netto)	-	87,4	- 87,4
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			124,8
(d) Mindestreserve-Soll			124,2

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

die gewichteten Durchschnittssätze um 1 oder 2 Basispunkte höher lagen. Die Anzahl der an diesen Tendern teilnehmenden Bieter variierte zwischen 329 und 520. Das Verhältnis des Bietungsaufkommens zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,4 bei der zusätzlichen Feinsteuerungsoperation und 16,7 beim ersten Geschäft; die durchschnittliche Zuteilungsquote betrug 4,3.

Am 25. April führte das Eurosystem ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorab bekannt gegebenen Zuteilungsvolumen von 20 Mrd € durch. An diesem Geschäft nahmen insgesamt 228 Bieter teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 43,4 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz belief sich bei diesem Geschäft auf 4,67 %, und der gewichtete Durchschnittssatz lag bei 4,70 %.

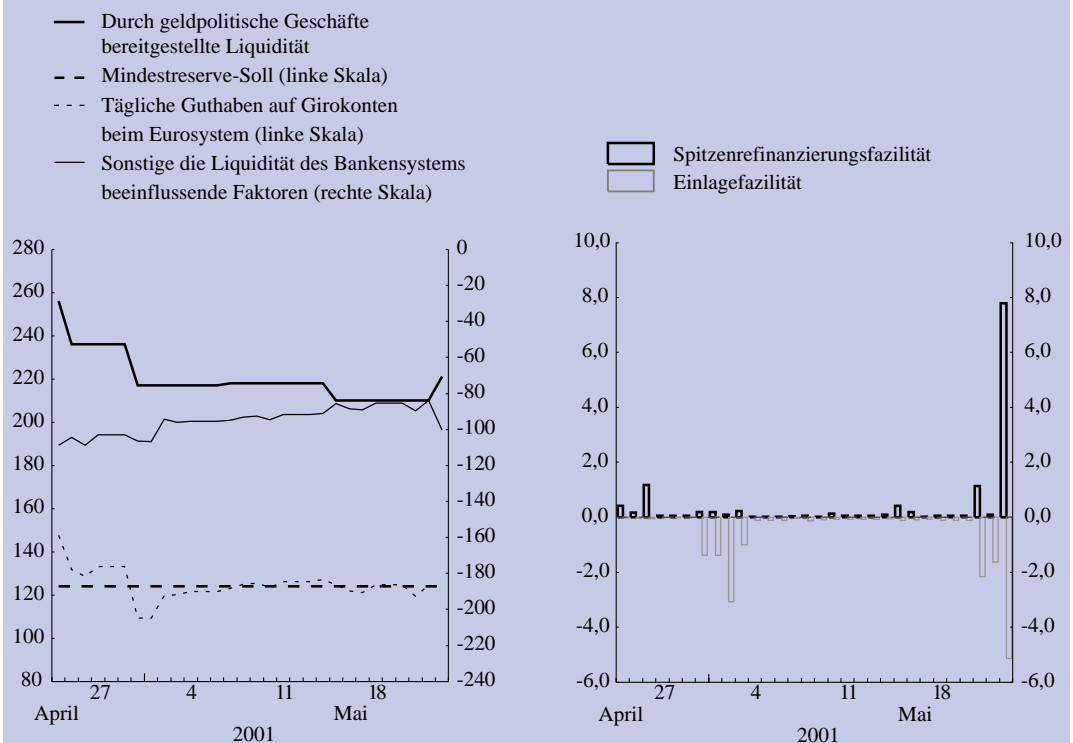
Vom Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode bis zum 9. Mai bewegte sich der EONIA zwischen 4,79 % und 4,83 %; am 30. April stieg er jedoch ausnahmsweise auf Grund der üblichen Kalendereffekte am Monatsende zeitweilig um 12 Basispunkte auf 4,93 %. Der Beschluss vom 10. Mai, die EZB-Leitzinssätze zu senken, ließ den EONIA am selben Tag um 5 Basispunkte auf 4,75 % und am folgenden Tag um weitere 17 Basispunkte auf 4,58 % fallen. In der Folge sank er allmählich weiter bis auf 4,49 % am 22. Mai 2001. Auf Grund der relativ gespannten Liquiditätslage am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode stieg der EONIA am 23. Mai 2001 von 4,49 % auf 4,86 % an.

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

Im Vergleich mit der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode verringerte sich die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 2,2 Mrd € auf 0,4 Mrd €. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität stieg von 0,5 Mrd € auf 0,6 Mrd € an. Am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode war eine rege Inanspruchnahme der beiden ständigen

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

(Mrd €; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Fazilitäten zu beobachten: 7,8 Mrd € wurden über die Spitzenrefinanzierungsfazität aufgenommen, und 5,1 Mrd € wurden über die Einlagefazilität platziert.

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 95,1 Mrd € und damit 15,3 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Dieser Rückgang spiegelte in erster Linie geringere Einlagen der öffentlichen Haushalte wider. Die tägliche Summe der autonomen Faktoren schwankte zwischen 83,9 Mrd € und 108,7 Mrd €.

Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen, durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 89,4 Mrd € und 109,3 Mrd €. Die Abweichung von den Ist-Zahlen betrug zwischen -4,2 Mrd € und +0,8 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

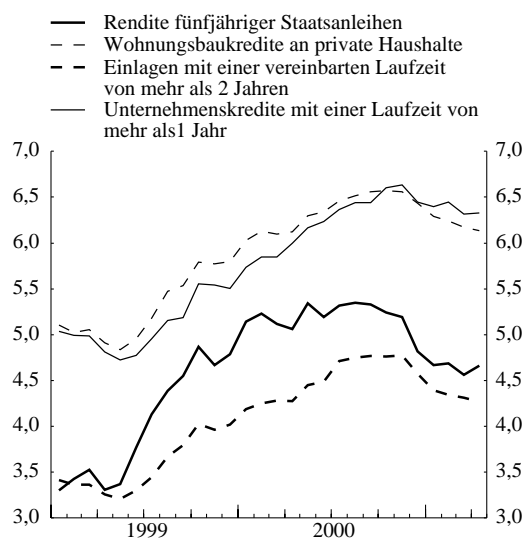
Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 124,8 Mrd €, und das Mindestreserve-Soll betrug 124,2 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreserve-Soll, die die Überschussreserven des Finanzsektors darstellt, betrug 0,6 Mrd € und war damit so hoch wie in der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

Bei den langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken war Anfang 2001 ebenfalls ein Rückgang zu verzeichnen (siehe

Abbildung 11). Im Zeitraum zwischen November 2000 und April 2001 gingen die durchschnittlichen Zinsen für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr, für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und für Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren innerhalb einer Bandbreite von rund 30 bis 50 Basispunkten zurück. Im selben Zeitraum sank auch die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um etwa 50 Basispunkte, was darauf schließen lässt, dass sich die Kapitalmarktsätze relativ schnell auf diese Zinssätze im Kundengeschäft der Banken durchschlugen.

Abbildung 11 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



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

Geldmarktzinsen im Frühjahr 2001 weiter gefallen

Der Rückgang der Geldmarktzinsen, der im Herbst 2000 eingesetzt hatte, setzte sich im Frühjahr 2001 weitgehend fort. Die Entwicklung der Zinssätze war im Frühjahr gewissen Schwankungen unterworfen und spiegelte die veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung der Kurzfristzinsen wider. Dies wiederum könnte auf unterschiedliche Ein-

schätzungen der die mittelfristigen Inflationsaussichten für das Euro-Währungsgebiet beeinflussenden Faktoren zurückzuführen sein. Die Zinsstrukturkurve, gemessen als Differenz zwischen dem Einmonats- und dem Zwölfmonats-EURIBOR, nahm zum Jahresende 2000 einen negativen Verlauf an und blieb auch im Frühjahr dieses Jahres negativ.

Die Zinssätze bei den kürzesten Laufzeiten lagen in den letzten Monaten meist nahe an dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB geltenden Mindestbietungssatz. Im Mai führte die am 10. des Monats verkündete Senkung der EZB-Leitzinsen um 25 Basispunkte zu einem ähnlich starken Rückgang der Geldmarktsätze bei den kürzesten Laufzeiten. Im Anschluss daran blieben sie relativ stabil und bewegten sich auf einem Niveau, das leicht über dem neuen Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 4,50 % lag. Der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften spiegelten diese Entwicklungen wider. Bei dem am 7. Mai abgewickelten Geschäft blieben die Zuteilungssätze nah an dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Mindestbietungssatz von 4,75 %. Bei den folgenden Geschäften, die am 15., 23. und 30. Mai sowie am 6. Juni abgewickelt wurden, bei denen der neue Mindestbietungssatz von 4,50 % galt, blieben der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz innerhalb einer Bandbreite von 4,53 % bis 4,56 % (siehe Kasten 5).

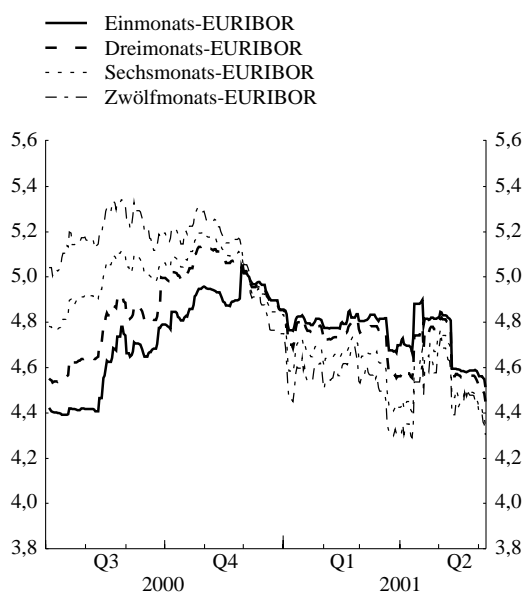
Beim Einmonats- als auch beim Dreimonats-EURIBOR setzte sich der Rückgang, der bereits Ende letzten Jahres eingesetzt hatte, im Verlauf des Frühjahrs 2001 fort (siehe Abbildung 12). Zwischen Ende April und dem 6. Juni fielen der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR um 31 bzw. 35 Basispunkte, d. h. um etwas mehr als die am 10. Mai verkündete Senkung der Leitzinsen der EZB um 25 Basispunkte. Am 6. Juni lagen die Sätze bei 4,51 % bzw. 4,45 %, woran abzulesen war, dass sich das kurze Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt weitgehend abgeflacht hatte.

Die Entwicklung der Zuteilungssätze für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems hat in den letzten Monaten weitgehend die Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR widerspiegelt. Bei dem am 31. Mai abgewickelten Geschäft beliefen sich der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz auf 4,49 % bzw. 4,51 %. Damit lagen sie um 19 bzw. 23 Basispunkte unter den entsprechenden Zinssätzen des am 25. April abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

Die Zinssätze am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt folgten in diesem Frühjahr weitgehend der Entwicklung der Zinssätze des EURIBOR mit kürzeren Laufzeiten. Zwischen Ende April und dem 6. Juni fielen der Sechsmo- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 40 bzw. 39 Basispunkte auf 4,34 % bzw. 4,30 % am 6. Juni. Die Steigung der Zinsstrukturkurve des EURIBOR, die anhand der Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR ermittelt wird, erhöhte sich in diesem Zeitraum leicht und stand am 6. Juni bei -21 Basispunkten.

Abbildung 12 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Kasten 6

Der Informationsgehalt der wichtigsten Geldmarktinstrumente im Euro-Währungsgebiet

Die Zinsentwicklungen am Geldmarkt liefern unter anderem Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Zinssätze. Im Geldmarkt des Euroraums gibt es zwei wichtige Referenzsätze für den unbesicherten Markt, den EONIA (Euro Overnight Index Average) und den EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate), die zusammen Preisreferenzwerte für Laufzeiten von einem Tag bis zu einem Jahr zur Verfügung stellen. In diesem Kasten werden diese Instrumente sowie deren Derivate und ihr Informationsgehalt beschrieben.

Der EONIA wird berechnet als gewogener Durchschnitt aller von einer Gruppe von Banken gemeldeten unbesicherten Übernachtsausleihungen im Interbankenmarkt des Euroraums. Die Gruppe besteht aus Banken mit erstklassigem Standing, die sich aktiv am Euro-Geldmarkt engagieren. Der Tagesgeldmarkt für unbesicherte Kredite ist sehr liquide und weist ein großes Volumen und enge Geld/Brief-Spannen auf. Normalerweise liegt der EONIA nahe beim Mindestbietungssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft, wie aus Abbildung 1 des Haupttextes ersichtlich ist. Gelegentlich kann der EONIA von Zinserwartungen beeinflusst werden. Wenn die Marktteilnehmer es für sehr wahrscheinlich halten, dass es vor dem Ende der laufenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu einer Änderung der EZB-Leitzinsen kommen wird, kann sich der EONIA in die Richtung der erwarteten Änderung bewegen. Dies ist auf die Durchschnittserfüllung im Mindestreservesystem zurückzuführen, die den Kreditinstituten eine gewisse Flexibilität innerhalb der Mindestreserve-Erfüllungsperiode einräumt, in der sie ihrer Mindestreservepflicht nachkommen müssen. Zum Beispiel kann die Erwartung niedrigerer Zinsen in einem späteren Stadium der Erfüllungsperiode zu einer geringeren unmittelbaren Liquiditätsnachfrage führen und den EONIA nach unten treiben. Die Höhe des EONIA kann auch von den Liquiditätsbedingungen am Ende der Erfüllungsperiode sowie von bestimmten Sonderfaktoren im Laufe der Periode beeinflusst werden, wie z. B. einer von bilanztechnischen Erwägungen der Finanzinstitute verursachten ungewöhnlich hohen Liquiditätsnachfrage am letzten Geschäftstag eines Kalendermonats, Quartals oder Jahres. Wegen dieser Faktoren ist der Informationsgehalt des EONIA hinsichtlich zukünftiger Zinsentwicklungen begrenzt.

Weitergehende Informationen über die Markterwartungen hinsichtlich der Zinsentwicklung können aus EONIA-Swaps gewonnen werden. Ein EONIA-Swap ist eine Vereinbarung zwischen zwei Parteien, eine Reihe variabler täglicher Zahlungen zum EONIA-Satz gegen eine Reihe von Zahlungen zu einem festen Satz für einen vereinbarten Zeitraum auszutauschen. Der Zinssatz für das feste Teilgeschäft dieses Swaps wird als EONIA-Swapsatz bezeichnet und gibt den erwarteten Durchschnittssatz des EONIA für die Laufzeit des Swaps wieder. Das Kreditrisiko bei EONIA-Swaps ist begrenzt, da bei den Swaps kein Austausch der Kapitalbeträge stattfindet. EONIA-Swaps werden mit Laufzeiten von einer, zwei und drei Wochen und von

einem bis zu zwölf Monaten angeboten, und sie werden im Freiverkehr („over the counter“ – OTC) durchgeführt, d. h. auf bilateraler Basis und nicht an der Börse. Die aus diesen Sätzen bestehende Renditenstrukturkurve wird oft als Referenzwert für den Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet betrachtet. Die Liquidität ist bei den kürzesten Laufzeiten hoch; daher liefern sie relativ genaue Informationen über die kurzfristigen Erwartungen der Märkte in Bezug auf Zinsänderungen.

Informationen über die Zinserwartungen können gewonnen werden, indem man die durch die EONIA-Swapsatzkurve implizierten Terminzinssätze

Einwöchige bis einmonatige EONIA-Swapsätze und implizite Terminzinssätze zum 31. Mai 2001

(in % p.a.; Durchschnittssätze)

Mindestbietungssatz	4,50	
EONIA-Swapsätze	EONIA-Kassa-Swapsätze	Implizite einwöchige Terminzinssätze
einwöchig	4,53	4,55
zweiwöchig	4,54	4,53
dreiwöchig	4,54	4,53
einmonatig	4,54	-

Quelle: Reuters und EZB-Berechnungen.

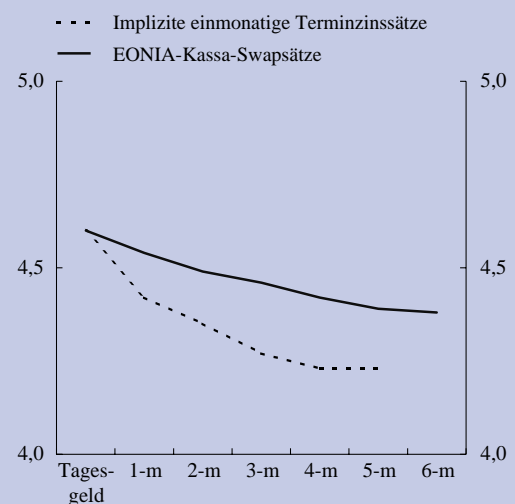
berechnet. Insbesondere die impliziten einwöchigen Terminzinssätze, die aus der oben stehenden Tabelle hervorgehen, geben Aufschluss über die Markterwartungen hinsichtlich des Bietungssatzes künftiger Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Diese impliziten Terminzinssätze sollten um einen geringen Spread nach unten korrigiert werden, da der EONIA-Swapsatz die Kreditrisikoprämie widerspiegelt, die in dem unbesicherten Tagesgeldsatz enthalten ist. Außerdem können die Sätze für EONIA-Swaps, die innerhalb der laufenden Erfüllungsperiode fällig werden, von Liquiditätsbedingungen beeinflusst werden, wenn auch in geringerem Maße als der EONIA selbst. Am 31. Mai 2001 lagen die impliziten Terminzinssätze, die aus EONIA-Swaps nahe dem Ende ihrer Laufzeit gewonnen werden, wie in der Tabelle dargestellt, nahe beim Mindestbietungssatz des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (4,50 %). Die Abbildung vergleicht die EONIA-Kassa-Swapsätze mit den impliziten Terminzinssätzen zum 31. Mai 2001, die aus EONIA-Swaps mit Laufzeiten von bis zu sechs Monaten gewonnen werden. Während die EONIA-Swapsatz-Kurve nur leicht fallend war, verdeutlichten die impliziten Terminzinssätze stärker die Erwartungen von künftig fallenden Zinsen.

Bei den längeren Laufzeiten liefern der EURIBOR und die Dreimonats-EURIBOR-Futures relativ verlässliche Informationen über die Erwartungen hinsichtlich der Marktzinsen. Der EURIBOR ist der Angebotssatz für unbesicherte Interbankkredite im Euroraum, wie er von einer Gruppe von teilnehmenden Banken (den gleichen Banken wie beim EONIA) gemeldet wird. Der EURIBOR wird berechnet als Durchschnitt der Angebotssätze und wird für Laufzeiten von einer Woche und von einem Monat bis zu zwölf Monaten gemeldet. Diese Sätze geben die Konditionen im unbesicherten Interbankenmarkt wieder. Die Liquidität ist auf Grund von Erwägungen im Zusammenhang mit dem Kreditrisiko bei den kürzesten Laufzeiten am höchsten. Die Laufzeit von drei Monaten wird sehr aktiv gehandelt, da mehrere derivative Kontrakte damit verbunden sind.

Wegen der hohen Repräsentativität des Dreimonats-EURIBOR und der Liquidität des entsprechenden Futures-Marktes werden die in Dreimonats-EURIBOR-Futures-Kontrakten implizierten Zinssätze häufig genutzt, um Informationen über Zinserwartungen für den Dreimonatszeitraum und darüber hinaus zu erhalten. Ein Dreimonats-EURIBOR-Future ist ein Kontrakt über einen dreimonatigen Kredit oder eine dreimonatige Einlage eines bestimmten Betrags, wobei die Laufzeit an einem bestimmten Datum in der Zukunft beginnt. Indem ein Investor diesen Kontrakt kauft oder verkauft, kann er den effektiven Zinssatz für die Kreditvergabe oder -aufnahme in Höhe eines bestimmten Geldbetrags für einen zukünftigen Dreimonatszeitraum festlegen. Daher wird dieses Instrument hauptsächlich verwendet, um sich gegen Zinsrisiken abzusichern. Bei Zeiträumen von bis zu 18 Monaten sind EURIBOR-Futures sehr liquide, und die impliziten Zinssätze bei diesen Laufzeiten dürften das erwartete zukünftige Niveau des Dreimonats-EURIBOR zuverlässig wiedergeben. Allerdings dürfte mit zunehmendem Zeithorizont die Verzerrung auf Grund von Laufzeitprämien ebenfalls größer werden; das führt dazu, dass die impliziten Sätze das erwartete Niveau des Dreimonats-EURIBOR überzeichnen. Abbildung 13 im Haupttext erläutert die in den Dreimonats-EURIBOR-Futures enthaltenen Erwartungen. In der Abbildung wird die tatsächliche Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR bis zum 6. Juni 2001 mit einer am 6. Juni 2001 beobachteten Kurve verglichen, die aus impliziten Dreimonats-EURIBOR-Sätzen aus Futures-Kontrakten mit Fälligkeit im Juni,

Ein- bis sechsmonatige EONIA-Swapsätze und implizite Terminzinssätze zum 31. Mai 2001

(in % p.a.; Durchschnittssätze)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

September und Dezember 2001 sowie im März 2002 besteht. Eine Kurve mit den gleichen Terminalsätzen, wie sie Ende Februar 2001 zu beobachten waren, ist zu Vergleichszwecken ebenfalls abgebildet.

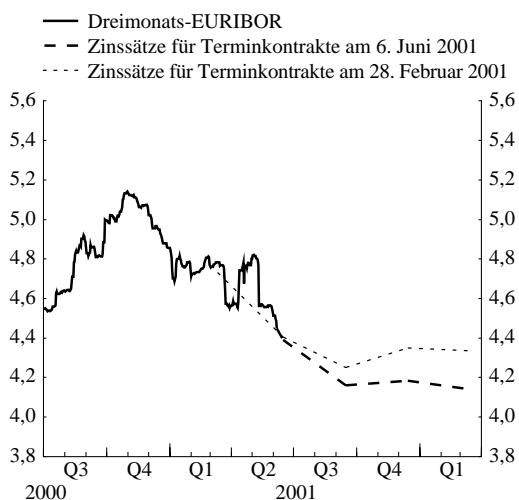
Andere Geldmarktinstrumente können ebenfalls Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich zukünftiger Zinssätze liefern. Repo-Geschäfte (Wertpapierpensionsgeschäfte) sind voll besicherte Instrumente, und die am Markt beobachteten Repo-Sätze sind daher mit den offiziellen EZB-Sätzen für ähnliche Laufzeiten direkter vergleichbar. Allerdings schränkt die niedrige Liquidität bei mehreren Fälligkeiten die Nutzungsmöglichkeiten der Repo-Sätze zur Gewinnung von Informationen über Zinserwartungen ein. Außerdem werden die Repo-Sätze auch von den besonderen Merkmalen der als Sicherheit verwendeten Wertpapiere beeinflusst, z. B. der Bonitätseinstufung des Emittenten, was ihre Nutzung noch komplizierter macht.

Informationen über den Grad der Unsicherheit, mit dem die zukünftige Entwicklung aus Sicht der Märkte behaftet ist, können mit Hilfe von Optionskontrakten für das Basisinstrument gewonnen werden. Die Gewinnung solcher Informationen wurde in dem Aufsatz „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“ im Monatsbericht vom Mai 2000 beschrieben.

Nach einer Korrektur nach unten im zweiten Halbjahr 2000 war bei den Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2001 und März 2002 zum Ausdruck kommen, in den ersten fünf Monaten dieses Jahres kein klarer

Trend zu erkennen (zur Erläuterung dieser Finanzinstrumente siehe Kasten 6). Nach einem deutlichen Anstieg im Verlauf des Monats April fielen die Terminalsätze Anfang Mai noch vor der Entscheidung des EZB-Rats vom 10. Mai, die Leitzinsen um 25 Basispunkte zu senken. Der Verkündung der Entscheidung folgte eine weitere Korrektur nach unten. Insgesamt wurden die Zinssätze der Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2001 und März 2002 zwischen Ende April und dem 6. Juni um 44, 48 bzw. 43 Basispunkte nach unten korrigiert und lagen am 6. Juni bei 4,16 %, 4,18 % bzw. 4,14 % (siehe Abbildung 13).

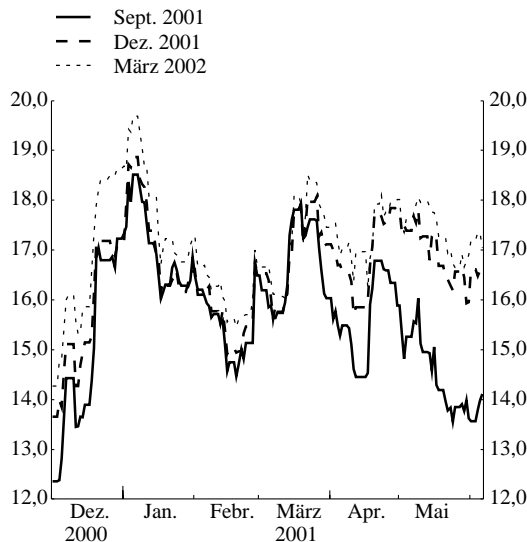
Abbildung 13
Dreimonatszinssätze und Zinssätze für Terminkontrakte im Euro-Währungsgebiet
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Die Volatilität des Dreimonats-EURIBOR, die in den Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im September und Dezember 2001 und März 2002 zum Ausdruck kommt, kann als Zeichen für die Unsicherheit der Marktteilnehmer im Hinblick auf die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR für den Zeitraum vor dem jeweiligen Fälligkeitsdatum gesehen werden. Nachdem die Volatilität Anfang Januar 2001 einen Höchststand erreicht hatte, war ihr Verlauf unregelmäßig. Sie war jedoch in der Gesamttendenz rückläufig, vor allem nach der Ankündigung der EZB am 10. Mai, die Leitzinsen um 25 Basispunkte zu senken (siehe Abbildung 14).

Abbildung 14
Implizite Volatilität aus Optionen
auf Dreimonats-EURIBOR-
Terminkontrakte



Quelle: Bloomberg.

Anstieg der Renditen langfristiger
Anleihen nach März 2001

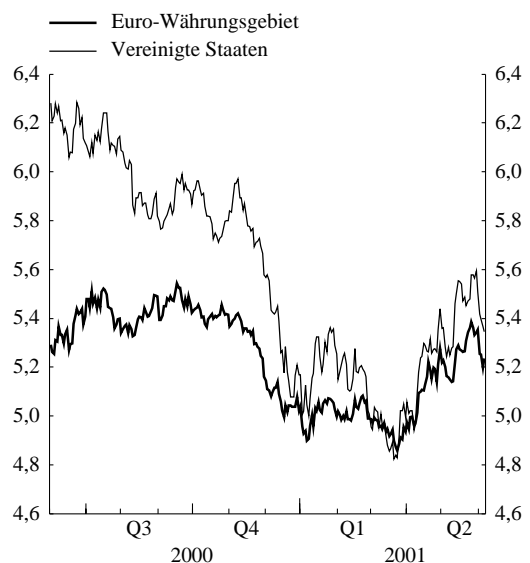
Im Anschluss an ihren Rückgang in den ersten drei Monaten dieses Jahres war bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet ein bis Anfang Juni anhaltender Anstieg zu beobachten (siehe Abbildung 15). Am 6. Juni lag die Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum bei rund 5,2 %, also nahezu auf ihrem Stand von Ende April, jedoch 30 Basispunkte über dem Monatsendstand im März. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten beschrieben zwischen Ende März und dem 6. Juni einen ähnlichen Kursverlauf wie die Anleiherenditen im Eurogebiet. Der Renditenabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum weitete sich leicht aus, und zwar von einem Durchschnittswert von Null im März zu einer Differenz von 10 Basispunkten bis zum 6. Juni. Ausschlaggebend für die Verringerung dieses Abstands zwischen dem Sommer 2000 und dem ersten Quartal 2001 war in erster Linie ein zu erwartender Rückgang des realen Wachstumsgefälles zwischen den Vereinigten

Staaten und dem Eurogebiet. Bei der jüngst erfolgten Ausweitung hingegen dürften Inflationserwartungen eine Rolle gespielt haben, die in den Vereinigten Staaten stärker als im Euroraum zugenommen hatten.

In den Vereinigten Staaten lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen am 6. Juni mit rund 5,3 % um insgesamt 30 Basispunkte über ihrem Stand von Ende März. Der Hauptgrund für den anhaltenden Anstieg der nominalen Renditen langfristiger US-Anleihen im zweiten Quartal dieses Jahres dürfte in den zunehmenden Inflationserwartungen sowie der steigenden Inflationsunsicherheit seitens der Anleger liegen. Analog zu dieser Einschätzung beschleunigte sich zwischen Ende März und dem 6. Juni die zehnjährige amerikanische Breakeven-Inflationsrate (die sich aus der Differenz zwischen nominalen und indexgebundenen zehnjährigen US-Anleiherenditen errechnet) um ungefähr 60 Basispunkte, womit sie seit Ende 2000 einen Zuwachs von insgesamt rund 120 Basispunkten aufwies. Am

Abbildung 15
Renditen langfristiger Staatsanleihen im
Euro-Währungsgebiet und in den
Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

6. Juni lag dieser Indikator, der die durchschnittliche zehnjährige Inflationserwartung ausdrückt, knapp über 2,3 %. Ein gewisser Abwärtsdruck auf die realen und damit auch die nominalen Renditen langfristiger Anleihen ist offenbar darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer im Hinblick auf die Wachstumsaussichten der US-Wirtschaft für die nächsten Monate pessimistischer geworden sind. Diese Ansicht wird bestärkt durch die Entwicklung der realen Renditen indexgebundener zehnjähriger US-Anleihen, die am 6. Juni bei ungefähr 3,0 % lagen, d. h. mehr als 20 Basispunkte unter ihrem Stand von Ende März und rund 70 Basispunkte unter dem Stand zum Jahresende 2000.

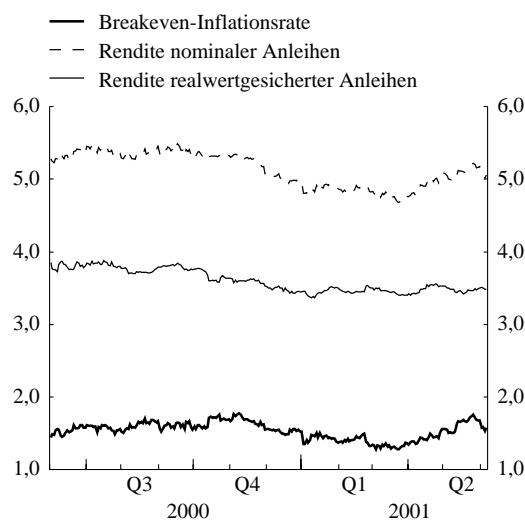
In Japan lagen die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen am 6. Juni ungefähr bei 1,3 % und hatten sich somit im Vergleich zu ihrem Stand vom März und April wenig verändert. Im Verlauf des Monats Mai und Anfang Juni war bei diesen Renditen eine Schwankungsbreite von ungefähr ± 5 Basispunkten um diesen Wert zu beobachten. Die Ankündigung von Strukturreformen durch die neue Regierung dürfte dazu beigetragen haben, dass die langfristigen Anleiherenditen im Mai von der Veröffentlichung weiterer Zahlen, die der japanischen Wirtschaft ein Anhalten der Schwäche und der deflationären Tendenzen bescheinigten, unbeeindruckt blieben.

Im Euro-Währungsgebiet schien der seit März anhaltende Anstieg der nominalen Renditen langfristiger Staatsanleihen aus einem Zusammentreffen verschiedener Faktoren zu resultieren. Zum einen spiegelte sich in ihm die Entwicklung bei den Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten wider, die offensichtlich eine gewisse Sogwirkung auf den Anleihermarkt im Euroraum ausübte. Zum anderen dürften sich die langfristigen Inflationserwartungen und die Inflationsunsicherheit unter den Marktteilnehmern für das Eurogebiet von Ende März bis Anfang Juni leicht verstärkt haben. Dafür sprechen die Anzeichen am Markt für französische indexierte Staatsanleihen, an dem die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate von Ende März bis zum 6. Juni um rund 20 Basispunkte zulegte (siehe Abbil-

dung 16). Zum letztgenannten Datum war dieser Indikator für die durchschnittlichen langfristigen Inflationserwartungen auf ungefähr 1,6 % geklettert. Damit lag die Breakeven-Inflationsrate allerdings noch immer eng bei ihrem Stand zum Jahreschluss 2000 und geringfügig unter ihrem Durchschnittswert für das Jahr 2000. Die Zunahme der Breakeven-Inflationsrate ist daher wahrscheinlich eher als eine Korrektur des im ersten Quartal 2001 beobachteten verhältnismäßig niedrigen Niveaus anzusehen, als „Safe-Haven“-Zuflüsse aus den volatilen Aktienmärkten den Informationsgehalt dieses Indikators möglicherweise verzerrt hatten. Gleichzeitig scheinen die durchschnittlichen langfristigen Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer für das Eurogebiet in den letzten Monaten praktisch unverändert geblieben zu sein. Dafür spricht die insgesamt große Stabilität der Realrenditen zehnjähriger französischer indexgebundener Anleihen in den ersten Monaten des Jahres 2001. Im Allgemeinen sollten kurzfristige Entwicklungen bei den Renditen indexgebundener Anleihen

Abbildung 16
Breakeven-Inflationsrate, berechnet für
Verbraucherpreise in Frankreich

(in %; Tageswerte)

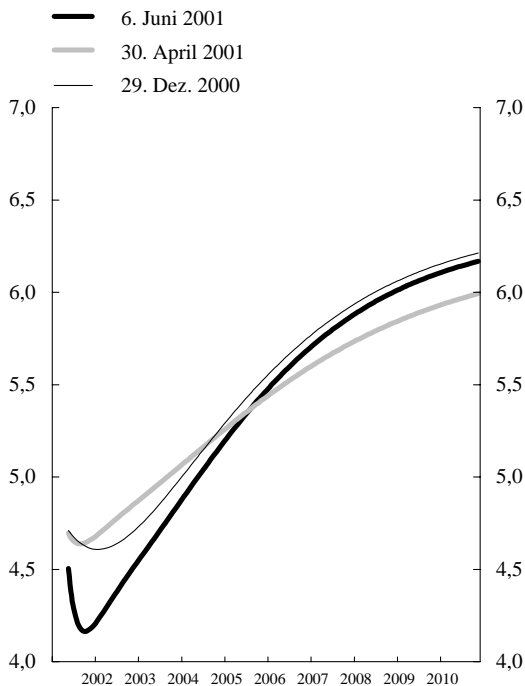


Quellen: Französisches Schatzamt, ISMA und Reuters.

Anmerkung: Die Renditen von realwertgesicherten Anleihen werden von den Börsenkursen französischer, an den französischen VPI (ohne Tabakpreise) gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die nominalen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen französischer festverzinslicher Staatsanleihen, ebenfalls mit Fälligkeit 2009, abgeleitet.

Abbildung 17
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.

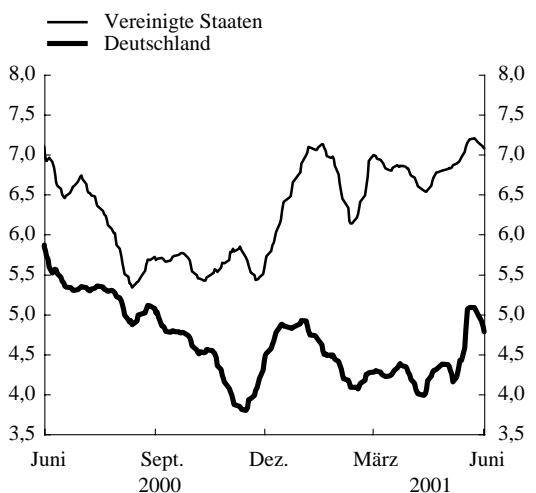
und den Breakeven-Inflationsraten jedoch mit Vorsicht betrachtet werden, da bekanntlich eine Reihe von Einschränkungen die Interpretation der Veränderungen dieser Inflationsraten hinsichtlich der zu Grunde liegenden Fundamentalfaktoren erschweren können.

Im Gegensatz zu der insgesamt geringen Veränderung der Renditen langfristiger Anleihen im Verlauf des Monats Mai und Anfang Juni waren die Renditen kurz- bis mittelfristiger Anleihen im Euro-Währungsgebiet, analog zu dem bei den Geldmarktzinsen zu beobachtenden Trend, weiter rückläufig. Die Steigung der Zinsstrukturkurve des Euro-Währungsgebiets nahm – gemessen an der Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und dem Dreimonats-EURIBOR – zwischen Ende April und dem 6. Juni um

30 Basispunkte auf rund 80 Basispunkte zu. Damit erreichte der Renditeabstand den höchsten Stand seit Juli 2000. Gleichzeitig verlief die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet bei deutlich zurückgehenden Zinssätzen im kurz- und mittelfristigen Laufzeitenbereich und zunehmenden Zinssätzen am langen Ende der Kurve deutlich steiler (siehe Abbildung 17). Dies dürfte einerseits auf eine Abwärtskorrektur der Erwartungen unter den Marktteilnehmern hinsichtlich des Wirtschaftswachstums im Euroraum auf kurze und mittlere Sicht zurückzuführen sein. Andererseits hängt die Verlagerung des langen Endes der Zinsstrukturkurve nach oben – analog zu der weltweit zu beobachtenden Tendenz – offenbar mit einer gewissen Verstärkung der Unsicherheit der Anleger hinsichtlich der Inflation im Eurogebiet zusammen.

Abbildung 18
Implizite Volatilität aus Termin-
kontrakten auf zehnjährige
Bundesanleihen bzw. zehnjährige
US-Schatzanleihen

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



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

Der unter den Marktteilnehmern wahrgenommene Unsicherheitsgrad hinsichtlich der Renditen langfristiger Staatsanleihen blieb trotz einiger vorübergehender Spitzen während der letzten Monate verhältnismäßig gering. Dies zeigte sich in der Entwicklung der impliziten Volatilität zehnjähriger deutscher Staatsanleihen, die aus den Preisen für Optionen auf Bund-Futures-Kontrakte abgeleitet wird (siehe Abbildung 18). Am 6. Juni lag dieser Indikator für die unter den Marktteilnehmern herrschende Unsicherheit über die Renditeentwicklung kurzfristiger Anleihen bei ungefähr 4,1 %, im Vergleich zu rund 5,5 % für das Gesamtjahr 2000.

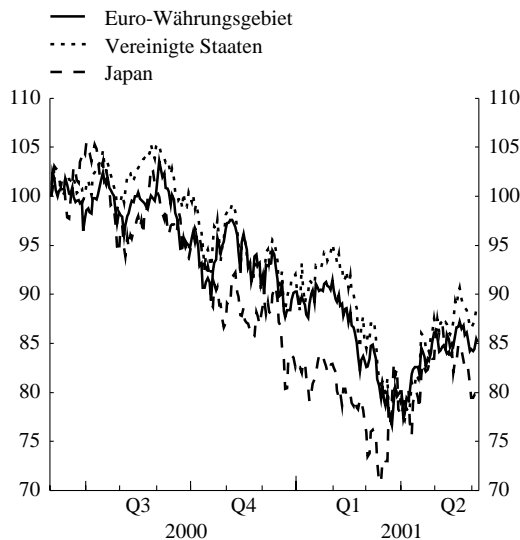
Stabilisierung der Aktienkurse im Mai

Nach dem drastischen Rückgang der Börsenindizes weltweit im ersten Quartal 2001 zogen die Aktienkurse im Euroraum, in Japan und den USA, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex, dem Nikkei 225 und den Standard-&Poor's-500-Indizes, im April wieder massiv an. Während im Mai die Börsenkurse im Eurogebiet und den Vereinigten Staaten weitgehend stabil blieben, waren sie in Japan rückläufig (siehe Abbildung 19). Diese Entwicklung ging mit einer allgemeinen Abnahme der impliziten Volatilität bei allen der oben genannten Indizes seit dem Ende des ersten Quartals einher (siehe Abbildung 20). Insgesamt notierten sowohl der Standard-&Poor's-500-Index als auch der Nikkei 225 am 6. Juni um rund 4 % unter ihrem Stand von Ende 2000. Im selben Zeitraum verzeichnete der Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex einen Rückgang von knapp 6 %.

In den Vereinigten Staaten waren im Mai bei den Aktienkursen nach ihrem Anstieg vom April nur begrenzte Veränderungen zu beobachten, wobei der Standard-&Poor's-500-Index zwischen Ende April und dem 6. Juni einen leichten Zuwachs verzeichnete. Die Trendwende an den Aktienmärkten, die Anfang April eingesetzt hatte, ist offenbar das Ergebnis des Zusammenwirkens verschiedener Einflussgrößen. Die Entscheidung des Offenmarktausschusses der amerikanischen

Abbildung 19 Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan

(Index: 1. Juni 2000 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

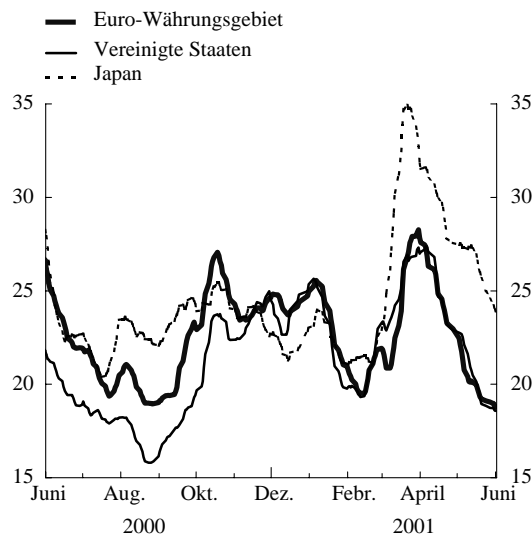
Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-(Aktienkurs-)Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

Ab 1. Januar 2001 sind auch die Angaben für Griechenland enthalten.

Notenbank, den Zielzinssatz für Tagesgeld im April und erneut im Mai weiter zu senken, trug zum Auftrieb der US-Aktienkurse bei, während die Rolle der in diesem Zeitraum bekannt gegebenen gesamtwirtschaftlichen Grunddaten und Gewinnmeldungen dabei nicht ganz eindeutig war. Zwar fielen die im gesamten Monat Mai für das erste Quartal des Jahres veröffentlichten Gewinnmeldungen einzelner Unternehmen im historischen Vergleich schwach aus, dennoch übertrafen sie offensichtlich die Markterwartungen. Die Trendwende Anfang April ging auch mit einer rückläufigen impliziten Volatilität einher, gemessen an den Standardabweichungen, die aus den Preisen von Optionskontrakten auf den Standard-&Poor's-500-Index abgeleitet wurden. Die implizite Volatilität dieses Index nahm im Mai weiter ab. Damit sank die Volatilität auf ihren niedrigsten Stand seit September 2000. Das niedrige Volatilitätsniveau könnte darauf hindeuten, dass die Marktteilnehmer nach dem Anstieg im April wieder

Abbildung 20
Implizite Aktienkursvolatilität im Euro-
Währungsgebiet, den Vereinigten
Staaten und Japan

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



Quelle: Bloomberg.

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

zuversichtlicher geworden sind, dass mit weiteren heftigen Ausschlägen der Aktienkurse auf kurze Sicht nicht zu rechnen ist.

In Japan wies der Nikkei 225 zwischen Ende April und dem 6. Juni einen Rückgang von insgesamt 5,4 % auf. In den anfänglichen Kurssteigerungen Anfang Mai schlug sich möglicherweise die positive Einschätzung am Markt über die Fähigkeit und den Willen der neuen Regierung zur Durchführung notwendiger Wirtschaftsreformen zur Konjunkturbelebung nieder. Zudem fielen die Unternehmensergebnisse einiger großer japanischer Kapitalgesellschaften für das Finanzjahr 2000 besser aus als erwartet. In der zweiten Maihälfte kehrte sich diese positive Atmosphäre auf Grund von Meldungen aus der Wirtschaft um, die erneut Rezessionsängste auslösten. Insbesondere waren Aktien des Finanzsektors von den Zahlen zu den Not leidenden Kredi-

ten im Bankensektor betroffen, die schlimmer ausfielen, als am Markt befürchtet worden war. Trotzdem ging die implizite Volatilität des Nikkei 225 von ihrem letzten Höchststand Ende März 2000 gegen Ende des Monats Mai 2001 wieder auf ihren Zwölfmonatsdurchschnitt zurück. Während der Rückgang der impliziten Volatilität mit vergleichbaren Entwicklungen im Euroraum und den Vereinigten Staaten einherging, spiegelte das in Japan höhere Niveau wohl die spezielle Unsicherheit im Hinblick auf inländische Faktoren, welche die Gewinnaussichten japanischer Kapitalgesellschaften beeinflussen, wider.

Im Euro-Währungsgebiet sanken die Börsenkurse gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex zwischen Ende April und dem 6. Juni um ungefähr 1 %. Die am 10. Mai vorgenommene Senkung der EZB-Leitzinsen um 25 Basispunkte hatte positive Auswirkungen auf die Aktienmärkte im Euroraum, die ansonsten hauptsächlich von Impulsen aus den Vereinigten Staaten angetrieben wurden. Ähnlich wie bei der Entwicklung in den Vereinigten Staaten und Japan hielt der Rückgang der impliziten Volatilität des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index im Mai weiter an.

Bei der Betrachtung sektoraler Trends zeigte sich, dass die Aktienkursindizes aller Sektoren vom allgemeinen Aufschwung am Aktienmarkt im April profitierten. Insgesamt verzeichneten zwischen Ende März und dem 6. Juni alle Sektoren, mit Ausnahme der Telekommunikationsbranche, Kursanstiege. Im Mai war die historische Volatilität stark gefallen, und zwar in etwa auf ihren Stand vom dritten Quartal 2000, als die Volatilität des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index am geringsten war. Es gab in den letzten Monaten in den verschiedenen Sektoren große Unterschiede, sowohl bei der Entwicklung der Aktienkurse als auch bei den Volatilitätstrends, wie aus Tabelle 3 ersichtlich ist. Die Wirtschaftsbereiche mit der größten Volatilität waren nach wie vor der Telekommunikations- und der Technologiesektor. Die Entwicklung der Aktienkurse in diesen bei-

den Sektoren, die zwischen Ende April und dem 6. Juni um rund 15 % bzw. 5 % nachgaben, war die Hauptursache für den Gesamtrückgang des Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex in diesem Zeitraum. Dahinter verbarg sich, neben von den anderen Hoch-

technologiemärkten ausgehenden Sogwirkungen, die zunehmende Markteinschätzung, dass die Unternehmensgewinne in diesen beiden Industriezweigen besonders anfällig für weniger optimistische Beurteilungen der Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft sind.

Tabelle 3

Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-Euro-STOXX-Branchenindizes

(Kursveränderungen in %, historische Volatilität in % p.a.)

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunkturunabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro-STOXX
Kursveränderung											
<i>(Stand am Ende des Berichtszeitraums)</i>											
2000 Q1	-10,7	-2,9	-7,3	5,5	-1,5	4,4	-0,1	20,6	17,6	14,7	6,0
2000 Q2	-13,3	-5,3	6,0	5,0	6,9	21,4	-6,5	-0,8	-21,5	-8,2	-3,7
2000 Q3	-1,2	-0,2	0,6	3,0	5,0	17,5	-3,9	-8,8	-21,7	-1,4	-3,1
2000 Q4	22,5	-10,6	-0,3	-3,8	0,0	1,7	-0,7	-10,7	-20,8	-0,4	-4,7
2001 Q1	-8,8	-7,5	-8,3	-0,4	-9,4	-6,7	-7,4	-32,7	-9,5	-8,3	-11,2
April	4,6	9,2	2,7	7,4	4,1	0,9	6,7	23,1	9,6	2,7	7,5
Mai	0,7	-2,1	1,0	3,6	-1,7	4,0	-0,5	-7,7	-11,8	1,6	-2,0
Ende März bis 6. Juni 2001	4,3	8,3	5,2	12,5	3,3	4,6	6,1	17,3	-7,1	6,7	6,2
Volatilität											
<i>(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)</i>											
2000 Q1	25,2	26,0	22,4	29,7	17,5	29,6	23,6	46,8	50,1	21,6	24,4
2000 Q2	20,1	24,6	13,9	20,4	17,0	23,7	21,8	59,1	52,8	17,7	24,4
2000 Q3	14,4	13,8	14,2	22,1	10,3	21,3	13,2	38,1	34,2	10,1	13,4
2000 Q4	21,3	24,8	13,6	25,1	18,6	23,1	18,5	56,6	41,4	16,2	22,5
2001 Q1	58,1	43,0	38,6	55,4	50,3	43,2	47,9	71,5	65,1	51,8	21,9
April	19,0	30,0	17,6	17,2	22,2	21,3	25,6	73,0	36,6	14,2	22,6
Mai	17,0	16,4	10,6	19,7	12,3	17,1	12,9	36,2	21,5	10,2	14,5
Ende März bis 6. Juni 2001	17,2	22,9	13,5	18,7	16,9	18,1	19,0	54,6	29,7	12,0	18,2

Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die historische Volatilität wird als die auf Jahresrate hochgerechnete Standardabweichung der täglichen Indexstandsveränderungen in Prozent innerhalb des Berichtszeitraums berechnet. Die Branchenindizes sind in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts aufgeführt.

2 Preisentwicklung

Anstieg der Teuerung nach dem HVPI im April 2001

Eurostat-Angaben zufolge stieg die Jahreswachstumsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt im Euro-Währungsgebiet einschließlich Griechenlands von März bis April 2001 um 0,3 Prozentpunkte und belief sich somit auf 2,9 %. Diese Prozentzahl weicht von der in Tabelle 4 genannten Zahl von 3,0 % ab. In dieser Tabelle sind die Angaben zu Griechenland in der Basisperiode (d. h. April 2000) enthalten, für die die jährliche Inflationsrate berechnet wird. Die Vorjahrsrate des HVPI (ohne die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) setzte die seit dem letzten Quartal 1999

beobachtete allmähliche Aufwärtsbewegung fort und stieg von März bis April 2001 um 0,1 Prozentpunkte auf 2,0 %.

Was die einzelnen Komponenten betrifft, so erhöhte sich die Steigerungsrate der Energiepreise im Vorjahrsvergleich von 5,6 % im März auf 7,9 % im April (siehe Abbildung 21). Dieser Anstieg war sowohl auf eine Erhöhung der auf Euro lautenden Ölpreise in diesem Zeitraum als auch auf die mit einem Rückgang der Energiepreise im April 2000 verbundenen Basiseffekte zurückzuführen. Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel setzte ihren kürzlich verzeichneten Anstieg fort und lag im April bei 7,1 %; dies bedeutete im Ver-

Tabelle 4
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 Dez.	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März	2001 April	2001 Mai
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,2	1,1	2,4	2,1	2,5	2,7	2,6	2,6	2,5	2,6	2,6	3,0	.
<i>darunter:</i>													
Waren	0,7	0,9	2,7	2,3	2,9	3,2	2,8	3,0	2,7	2,9	2,8	3,3	.
Nahrungsmittel	1,7	0,6	1,4	0,9	1,9	2,2	3,2	2,3	2,8	3,0	3,9	4,3	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,5	1,0	1,2	1,0	1,2	1,4	2,0	1,4	1,7	2,1	2,2	2,6	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,0	0,1	1,7	0,7	3,1	3,5	5,2	3,7	4,5	4,5	6,5	7,1	.
Industrieerzeugnisse	0,2	1,0	3,4	3,0	3,4	3,8	2,6	3,3	2,7	2,8	2,3	2,9	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	1,1	1,3	1,1	1,2	1,3	1,3	1,4	.
Energie	-2,6	2,3	13,4	12,3	13,7	13,8	7,2	11,3	7,9	8,3	5,6	7,9	.
Dienstleistungen	2,0	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	2,3	1,8	2,2	2,3	2,3	2,4	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	-0,7	-0,4	5,4	5,2	5,8	6,1	4,5	5,4	4,8	4,5	4,2	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⁾	1,7	2,3	3,9	4,0	3,9	3,5	.	.	.	.	.	.	.
Ölpreise (€ je Barrel) ⁴⁾	12,0	17,1	31,0	28,8	33,7	34,5	28,4	28,8	27,5	29,9	28,1	29,8	32,7
Rohstoffpreise ⁵⁾	-12,5	-3,1	18,1	18,3	18,0	16,4	1,4	8,6	3,3	1,7	-0,8	-1,1	-4,0

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).

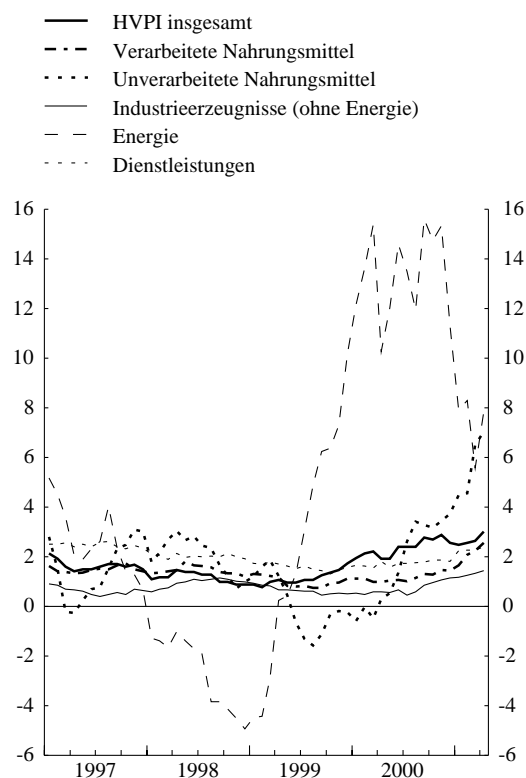
4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). In ECU bis Ende Dezember 1998.

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

Abbildung 2 I

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.

gleich zum März eine Erhöhung um 0,6 Prozentpunkte. Zu diesem Anstieg trug in erster Linie wieder die Entwicklung der Fleischpreise bei. Für diese Erhöhungen scheinen weitere Preissteigerungen bei anderen Fleischsorten als Rindfleisch und höhere Preise für ökologisch erzeugtes Rindfleisch infolge der jüngsten gesundheitlichen Bedenken im Zusammenhang mit BSE verantwortlich zu sein. Außerdem dürften die Auswirkungen der Maßnahmen zur Verhinderung der Ausbreitung der Maul- und Klauenseuche in der EU ebenfalls zum Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im April beigetragen haben. Obwohl eine höhere Besteuerung für Alkohol und Tabak auch eine Rolle spielte, dürften diese Faktoren ebenfalls preissteigernd auf die verarbeiteten Nahrungsmittel gewirkt haben. Deshalb stieg die Vorjahrs-

rate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel um 0,4 Prozentpunkte, und zwar von 2,2 % im März auf 2,6 % im April 2001.

Die anderen Komponenten des HVPI spiegeln weiterhin die zeitlich verzögerten Auswirkungen der Importpreiserhöhungen in den Jahren 1999 und 2000 wider. Insbesondere die Jahreswachstumsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) stieg um 0,1 Prozentpunkte (und zwar von 1,3 % im März auf 1,4 % im April 2001), wodurch sich die seit Mitte 2000 zu verzeichnende allmähliche Aufwärtsbewegung fortsetzte. Die Jahreswachstumsrate der Preise für Dienstleistungen, die seit Mitte 2000 um 0,8 Prozentpunkte angestiegen ist, erreichte im April 2001 einen Stand von 2,4 %. Für diese Entwicklung waren in erster Linie Transportpreiserhöhungen verantwortlich.

In Kasten 7 ist eine Analyse und Beschreibung der Entwicklung des HVPI im Euro-Währungsgebiet seit Anfang 1999 enthalten.

Geringerer Anstieg der Erzeugerpreise im April 2001

Die Jahreswachstumsrate der industriellen Erzeugerpreise ging im April 2001 weiter zurück, und zwar von 4,2 % im März auf 4,1 %. Der seit letztem Herbst zu verzeichnende Abwärtstrend der Jahresraten der Vorleistungsgüterpreise kam im April zum Stillstand. Die im April einsetzende Aufwärtsbewegung dürfte auf höhere Ölpreise (im Vergleich zum März) und auf die mit dem Rückgang der Ölpreise im April 2000 verbundenen Basiseffekte zurückzuführen sein (siehe Abbildung 22). Die Jahresänderungsrate der Preise für Konsumgüter blieb dagegen im April 2001 unverändert bei 3,2 %; dadurch wurde der seit Mitte 1999 zu beobachtende Aufwärtstrend unterbrochen, der zu einem gewissen Grad das allmähliche Durchschlagen vergangener Ölpreissteigerungen und die fast im gesamten Jahresverlauf 2000 zu verzeichnende Abwertung des Euro widerspiegelte. Die Vorjahrsraten der beiden Teilkomponenten (Gebrauchs- und

Kasten 7

Aufschlüsselung der Entwicklung des HVPI seit Anfang 1999

In den letzten Jahren ist die jährliche Steigerungsrate des HVPI insgesamt im Euro-Währungsgebiet deutlich gestiegen. Ausgehend von einem Tiefstand von 0,8 % im Februar 1999 erhöhte sich die Teuerung nach dem HVPI und belief sich im April 2001 auf 3,0 %; das bedeutete einen Anstieg um 2,2 Prozentpunkte. Nachfolgend wird die Entwicklung des gesamten HVPI nach den HVPI-Hauptkomponenten aufgeschlüsselt.

Eine der Hauptursachen der beobachteten Inflationssteigerung war die *Importpreisentwicklung*, und zwar insbesondere die Ölpreis- und Wechselkursentwicklung, die sich entweder direkt über die Energiepreiskomponente oder indirekt über die Produktionskette im Euroraum auf die Teuerung nach dem HVPI auswirkte. Im Februar 1999 betrug die Änderungsrate der *Energiepreise* im Vorjahresvergleich -4,4 %, was in erster Linie den starken Rückgang der Ölpreise widerspiegelte, der zwischen Ende 1997 und Anfang 1999 zu beobachten war (zu diesem Zeitpunkt hatten die Ölpreise einen Tiefstand von 9 € pro Barrel erreicht). Anfang 1999 setzte ein starker Ölpreisanstieg ein; im November 2000 erreichten die Ölpreise einen Höchststand von fast 40 € pro Barrel und waren danach leicht rückläufig. Im April 2001 belief sich die jährliche Steigerungsrate der Energiepreise auf 7,9 %. Insgesamt trugen die Energiepreise von Februar 1999 bis April 2001 1,2 Prozentpunkte zu der um 2,2 Prozentpunkte gestiegenen Inflation nach dem HVPI bei (siehe Tabelle).

Teuerung nach dem HVPI im April 2001 im Vergleich zum Februar 1999

(in Prozentpunkten, soweit nicht anders angegeben)

	Gewichte ¹⁾	Veränderung der Jahresraten	Beitrag zur Veränderung der Jahresrate des HVPI insgesamt
HVPI insgesamt	100,0	2,2	-
<i>darunter:</i>			
Energie	9,5	12,3	1,2
Unverarbeitete Nahrungsmittel	8,0	5,4	0,4
Verarbeitete Nahrungsmittel	12,3	1,3	0,1
Industrierzeugnisse (außer Energie)	32,1	0,6	0,2
Dienstleistungen	38,1	0,7	0,3
<i>Nachrichtlich:</i>			
HVPI (ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie)	82,5	0,7	0,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Gewichte für 2001. Seit 1999 ist der Erfassungsbereich des HVPI erweitert worden, und die Gewichte wurden zweimal aktualisiert.

Die Preise für *unverarbeitete Nahrungsmittel* trugen seit Februar 1999 ebenfalls zum Anstieg der Teuerung nach dem HVPI bei, wenn auch (mit 0,4 Prozentpunkten) in geringerem Maße als die Energiepreise. Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel war zwar in den Jahren 1998 und 1999 über weite Strecken rückläufig, was hauptsächlich einen Rückgang der Preise für Fleisch und Obst widerspiegelte, aber seitdem ist eine Aufwärtsentwicklung zu verzeichnen. In der ersten Hälfte des Jahres 2000 war ein erheblicher Anstieg des Preisniveaus der unverarbeiteten Nahrungsmittel zu beobachten, dessen Auswirkung auf die Jahresänderungsrate durch Basiseffekte noch verstärkt wurde. Seit Ende 2000 sind diese Preise auch durch gesundheitliche Bedenken bezüglich des Fleischverzehr im Zusammenhang mit BSE und dem Ausbruch der Maul- und Klauenseuche deutlich beeinflusst worden. (Weitere Informationen sind Kasten 3 im Monatsbericht vom Mai 2001 zu entnehmen.) Insgesamt trugen die volatilen Komponenten, d. h. Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, von Anfang 1999 bis April 2001 1,6 Prozentpunkte zur um 2,2 Prozentpunkte gestiegenen Inflation nach dem HVPI bei.

Der noch verbleibende Anstieg in Höhe von 0,6 Prozentpunkten im Zeitraum von Februar 1999 bis April 2001 ist auf eine Erhöhung der Jahreswachstumsrate des *HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie*

zurückzuführen. Alle Hauptkomponenten dieser enger gefassten Bemessungsgrundlage für den Verbraucherpreisanstieg, d. h. die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen, hatten seit Anfang 1999 einen gewissen Anstieg ihrer Jahresraten zu verzeichnen. Einige der Ursachen dafür sind zwar bekannt, aber sie sind nur schwer mit ausreichender Genauigkeit zu quantifizieren. Erstens gibt es Hinweise darauf, dass Unternehmen bis zu einem gewissen Grad aus vergangenen Importpreissteigerungen resultierende höhere Kosten weitergegeben haben. Diese indirekten Effekte machen wohl den Großteil des Beitrags des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie aus. Außerdem dürfte das kräftige Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet (insbesondere als es von Ende 1999 bis Mitte 2000 deutlich über seinem Potenzial lag) einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausgeübt haben. In jüngster Zeit ist der Anstieg der Jahreswachstumsrate des HVPI (ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie) zum Teil auch auf einmalige Schwankungen zurückzuführen, die mit einem Anstieg der administrierten Preise und der indirekten Steuern in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets verbunden sind, was sich in erster Linie auf die Preise für Dienstleistungen auswirkte. Außerdem (wie schon bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel) dürften sich die aktuellen Probleme im Agrarsektor auch auf die Preise für einige verarbeitete Nahrungsmittel (wie beispielsweise Molkereiprodukte) ausgewirkt haben. Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass die Lohnentwicklung im Berichtszeitraum moderat blieb und dass die Wettbewerbskräfte dazu beitrugen, Preissteigerungen zu begrenzen.

Mit Blick auf die Zukunft ist davon auszugehen, dass der von den Preisen für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel ausgehende direkte Inflationsdruck nur vorübergehender Natur sein wird, sofern keine neuerlichen Schocks auftreten. Aus vergangenen Importpreissteigerungen resultierende indirekte Effekte dürften zwar noch einige Monate lang andauern, sollten dann aber allmählich nachlassen. Dies würde im Laufe des Jahres 2001 einen Rückgang der Teuerung nach dem HVPI insgesamt ermöglichen. Schaut man über das Jahr 2001 hinaus, so ist festzustellen, dass die Gewährleistung der Preisstabilität auf einer Reihe von Bedingungen beruht, von denen vor allem der Lohnzurückhaltung große Bedeutung zukommt. (Weitere Informationen sind dem Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ zu entnehmen.)

Verbrauchsgüter) blieben im April 2001 unverändert bei 2,1 % bzw. 3,8 %.

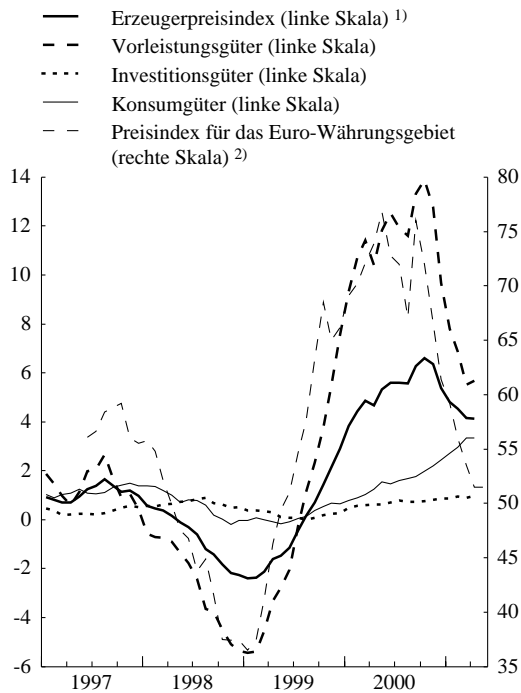
Lohndruck blieb im Jahr 2000 insgesamt moderat

Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer belief sich im vierten Quartal 2000 auf 2,1 %, was gegenüber dem dritten Quartal einen Rückgang um 0,3 Prozentpunkte bedeutete. Diese Verringerung wurde jedoch durch den konjunkturbedingten Rückgang der Arbeitsproduktivität mehr als ausgeglichen. Das Wachstum der Lohnstückkosten stieg somit von 1,3 % im dritten Quartal auf 1,6 % im vierten Quartal. Die Gesamtarbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft stiegen im Vorjahrs-

vergleich im vierten Quartal 2000 um 3,5 %, das sind 0,4 Prozentpunkte weniger als im dritten Quartal. Wie schon in den vergangenen Quartalen war dieser Anstieg bedeutend höher als der des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer, was hauptsächlich auf statistische Effekte und eine Reihe von einmaligen Faktoren in mehreren EWU-Ländern zurückzuführen ist (siehe Kasten 3 des Monatsberichts vom Februar 2001). Im Gesamtjahr 2000 betrug die Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde durchschnittlich 3,9 %, während sich der Anstieg des Arbeitsentgelts je Arbeitnehmer und der Lohnstückkosten durchschnittlich auf 2,3 % bzw. 1,0 % belief. Auf Grund dieser Entwicklungen blieb der Lohndruck im Gesamtjahr 2000 insgesamt moderat.

Abbildung 22
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 %; außer 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.

Die HVPI-Teuerung dürfte sich im späteren Verlauf des Jahres abschwächen

Es ist davon auszugehen, dass die Teuerung nach dem HVPI im Laufe dieses und des nächsten Jahres gegenüber ihrem derzeitigen Niveau zurückgeht. (Weitere Informationen sind dem Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ zu entnehmen.) Dieser Rückgang dürfte sich jedoch auf Grund der Entwicklung einiger

Hauptkomponenten verzögern. Die mit den Ölpreissteigerungen in der zweiten Hälfte des Jahres 2000 verbundenen Basiseffekte dürften zu einer erheblichen Verringerung des Beitrags der Energiepreise zur Gesamtinflation führen. Der vor kurzem verzeichnete Wiederanstieg der Ölpreise und der schwächere Wechselkurs des Euro deuten auf einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Energiepreise hin, der den Basiseffekten teilweise entgegenwirken dürfte. Außerdem muss in diesem Zusammenhang die Möglichkeit berücksichtigt werden, dass die Preise für Nahrungsmittel – und zwar hauptsächlich für Fleisch, aber auch einige Komponenten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel – für eine gewisse Zeit weiter ansteigen und dass es einige zeitlich verzögerte indirekte Effekte (die auf die hohen Ölpreise in Euro im Jahr 2000 zurückzuführen sind) auf andere HVPI-Komponenten geben wird.

Die inländische Kostenentwicklung spielt bei der Dämpfung des Inflationsdrucks eine Schlüsselrolle

Mit Blick auf die Zukunft ist davon auszugehen, dass die Teuerungsraten nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet vom Verhalten binnenwirtschaftlicher Faktoren wie Gewinnmargen und Löhnen beeinflusst werden. Insgesamt war die Entwicklung der Löhne im Jahr 2000 verhältnismäßig moderat. Trotz der Anzeichen für eine angespannte Arbeitsmarktsituation in einigen EWU-Ländern bleiben die Aussichten für eine anhaltende Lohnzurückhaltung im Jahr 2001 bestehen. Da in der zweiten Hälfte dieses Jahres und das ganze Jahr 2002 hindurch wichtige Tarifrunden stattfinden, muss die künftige Lohnentwicklung sorgfältig beobachtet und beurteilt werden. (Weitere Informationen sind dem Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ zu entnehmen.)

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Langsameres reales BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2000

Die von Eurostat veröffentlichten Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet (dritte Schätzung) zeigen, dass sich das Wachstum im zweiten Halbjahr 2000 verglichen mit der ersten Jahreshälfte leicht abgeschwächt hat. Im vierten Quartal letzten Jahres ist das reale Bruttoinlandsprodukt schätzungsweise um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen (siehe Tabelle 5). Damit fiel das Wachstum zwar etwas höher aus als im Vierteljahr zuvor, als es 0,6 % im Quartalsvergleich betragen hatte, aber deutlich geringer als im ersten und zweiten Quartal 2000 (0,9 % bzw. 0,8 %). Diese Entwicklung ist in erster Linie auf die Schwankung des Wachstumsbeitrags der inländischen Nach-

frage und insbesondere der privaten Konsumausgaben zurückzuführen. Nachdem die Konsumausgaben der privaten Haushalte im ersten und zweiten Quartal letzten Jahres (um 0,7 % bzw. 0,9 % im Quartalsvergleich) kräftig zugenommen hatten, schwächten sie sich im dritten Vierteljahr merklich um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal ab, stiegen jedoch im Schlussquartal wieder auf 0,3 % an. Dagegen blieb der Außenbeitrag im vierten Quartal 2000 mit einem Wachstumsbeitrag von 0,2 % im Quartalsvergleich unverändert und lag damit geringfügig über dem durchschnittlichen Beitrag in der ersten Jahreshälfte 2000. Die für einige Länder des Euroraums verfügbaren Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und andere Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die Abschwächung des realen BIP-Wachstums im ersten Quartal 2001 fortgesetzt haben könnte.

Tabelle 5

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.

Eine sektorale Aufschlüsselung der Entstehungsseite zeigt, dass die vierteljährliche Zunahme der Wertschöpfung im letzten Jahr zum Großteil vom Dienstleistungssektor getragen wurde. Der Anteil dieses Sektors blieb mit 0,8 % bis 1,0 % im Jahresverlauf recht stabil. Der Wachstumsbeitrag der Industrie bewegte sich ebenfalls deutlich im positiven Bereich, lag allerdings unter dem des Dienstleistungssektors. Dabei nahm die Industrieproduktion im ersten Quartal 2000 kräftig zu und verlangsamte sich anschließend. Das Wachstum blieb jedoch mit jeweils 0,5 % im zweiten, dritten und vierten Quartal im positiven Bereich.

Wachstum der Industrieproduktion im ersten Quartal 2001 verlangsamt

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) sank im März 2001 um 0,2 % gegenüber dem Vormonat, nachdem im Februar noch ein Anstieg von 0,3 % verzeichnet worden war (siehe Tabelle 6). Im Vorjahrsvergleich nahm die Erzeugung im März um 3,2 % zu (nach 4,3 % im Februar und 5,5 % im Januar). Im ersten Quartal des laufenden Jahres erhöhte sich die Industrieproduktion um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal und damit deutlich weniger als im Durchschnitt der letzten beiden Quartale 2000 (1,2 %). Für diesen Wachstums-

rückgang war teilweise eine statistische Überzeichnung der Produktionszahlen für Dezember 2000 ausschlaggebend. Doch scheint es - anders als in den vorangegangenen Monaten, als die Jahreswachstumsraten von Basiseffekten beeinflusst wurden - im März dieses Jahres keine nennenswerten Basiseffekte gegeben zu haben. Daher weisen die Angaben zur Industrieproduktion bis März auf eine Abschwächung in diesem Sektor im ersten Quartal 2001 hin. Dies steht auch weitgehend im Einklang mit der Verschlechterung des Purchasing Managers' Index (PMI) und des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikators für die Industrie. Die Verlangsamung war jedoch möglicherweise nicht so drastisch, wie diese Indikatoren vermuten ließen. Diese Entwicklung ist den nachteiligen Auswirkungen des seit Jahresbeginn schlechteren außenwirtschaftlichen Umfelds zuzuschreiben, die vor allem die Industrie in Mitleidenschaft gezogen haben.

Eine ähnliche Entwicklung ist auch bei der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe zu beobachten, die im März dieses Jahres - nach einer Zunahme von 0,2 % im Februar - ein Nullwachstum gegenüber dem Vormonat verbuchte. Im Vorjahrsvergleich sank die Wachstumsrate von 6,6 % im Januar auf 4,9 % im Februar und 3,8 % im März. Eine Aufgliederung nach den Hauptgruppen des Verarbei-

Tabelle 6
Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

	1999		2000			2001			2000			2001	
	Jan.	Febr.	Jan.	Febr.	März	Jan.	Febr.	März	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt				
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	2,0	5,6	5,5	4,3	3,2	-1,1	0,3	-0,2	1,2	1,6	1,6	1,3	0,2
Verarbeitendes Gewerbe	2,0	6,0	6,6	4,9	3,8	-3,8	0,2	0,0	0,8	2,1	2,4	2,7	-0,3
nach Hauptgruppen:													
Vorleistungsgüter	2,5	5,6	4,2	3,7	2,1	-1,4	1,1	-0,3	1,1	1,4	1,3	1,2	0,2
Investitionsgüter	1,8	9,1	10,6	8,6	7,8	-0,1	0,2	0,6	2,0	2,2	2,6	2,9	2,0
Konsumgüter	1,5	2,5	3,7	2,9	2,4	-0,3	0,4	0,1	0,6	0,9	1,0	1,1	0,7
Gebrauchsgüter	2,7	7,1	7,4	2,3	2,7	-0,7	0,2	0,2	0,9	1,4	1,7	1,7	0,8
Verbrauchsgüter	1,2	1,5	2,9	3,0	2,3	-0,2	0,5	0,0	0,5	0,8	0,8	0,9	0,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

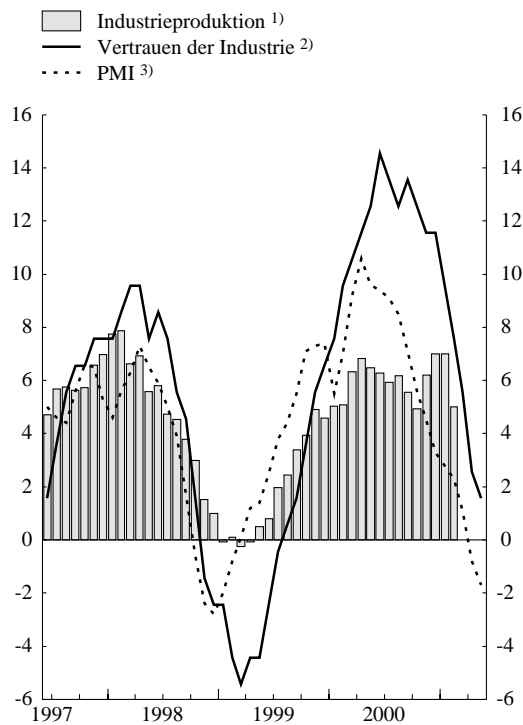
tenden Gewerbes zeigt, dass der Vorleistungsgütersektor für die schwächere Industrieproduktion ausschlaggebend war. Der Wachstumsrückgang war allerdings im ersten Quartal dieses Jahres breiter angelegt als zuvor. So war insbesondere auch bei der Investitionsgüterproduktion eine Verlangsamung zu beobachten, obgleich die Jahreswachstumsrate in diesem Sektor mit 7,8 % im März 2001 weiterhin hoch war, wenn man sie mit der Vorleistungsgüterindustrie (2,1 %) und der Konsumgüterbranche (2,4 %) vergleicht.

Im Mai 2001 schwächere Umfrageergebnisse zur Industrie

Die verfügbaren, auf Umfragen beruhenden Indikatoren lassen darauf schließen, dass das Wachstum der Industrieproduktion im zweiten Quartal des laufenden Jahres weiter zurückgehen könnte. Der Branchenumfrage der Europäischen Kommission zufolge sank die Zuversicht in der Industrie im Mai weiter, allerdings geringer als im bisherigen Jahresverlauf (siehe Tabelle 7). In den ersten fünf Monaten dieses Jahres ist das Stimmungsbarmeter in der Industrie jedoch erheblich stärker gefallen als in der zweiten Jahreshälfte 2000. Dies ist auf eine merkliche Verschlechterung der Einschätzung der Auftragslage und der Produktionserwartungen zurückzuführen, während die Beurteilung der Fertigwarenlager wesentlich günstiger ausfiel. Insgesamt ist der Vertrauensindikator für die Industrie seit Juni 2000 mit fast demselben Tempo wie während des Konjunkturabschwungs 1998/99 gesunken. Der PMI für den Euroraum weist einen ähnlichen Verlauf auf: Er ging im Mai dieses Jahres weiter zurück und erreichte 48,3 Indexpunkte (siehe Abbildung 23).

Verglichen mit Januar 2001 verringerte sich die Kapazitätsauslastung im April dieses Jahres etwas. Dies steht im Einklang mit der Produktionsabschwächung im Verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung 24). Mit 83,7 % blieb die Kapazitätsauslastung im April jedoch annähernd auf dem sehr hohen Niveau vom

Abbildung 23
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
 (Monatswerte)



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

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

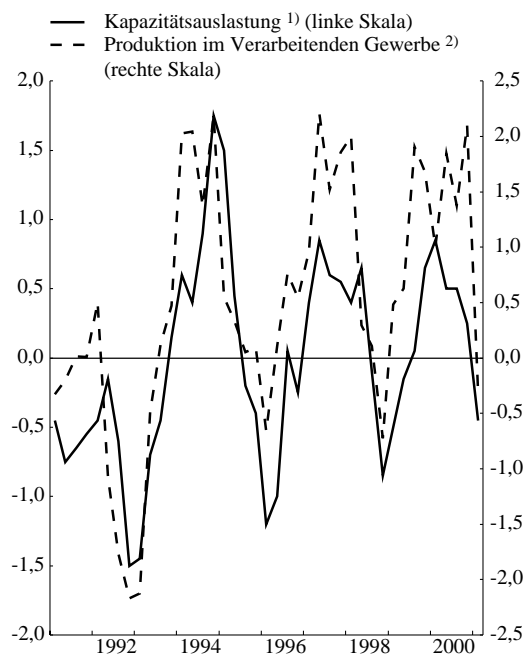
vierten Quartal letzten Jahres und entsprach noch weitgehend dem Jahresdurchschnitt 2000 (siehe Tabelle 7).

Verbrauchervertrauen im Mai 2001 leicht gesunken, doch weiterhin auf hohem Niveau

Im Mai 2001 nahm die Zuversicht der Verbraucher ab, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Monaten unverändert geblieben war. Das durchschnittliche Niveau des Vertrauensindicators für die Verbraucher war allerdings in den ersten fünf Monaten dieses

Tabelle 7**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 Dez.	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März	2001 April	2001 Mai
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,9	0,1	1,6	0,2	-0,4	-0,9	-0,6	0,2	-0,2	-0,4	-0,5	-0,3	-0,4
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	6	8	10	11	10	8	9	10	10	9	9	9	7
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	6	0	12	13	14	12	8	12	10	8	6	3	2
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	2	14	22	23	23	20	19	19	21	18	18	18	17
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	2	0	5	8	3	2	3	1	5	5	-1	1	-2
Geschäftsklimaindikator ³⁾	0,7	-0,1	1,3	1,4	1,4	1,3	0,8	1,2	1,0	1,0	0,6	0,4	0,1
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 werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.***Abbildung 24****Kapazitätsauslastung und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets***(saisonbereinigte Daten; Quartalsdurchschnitt)**Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.**1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in Prozentpunkten.**2) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.*

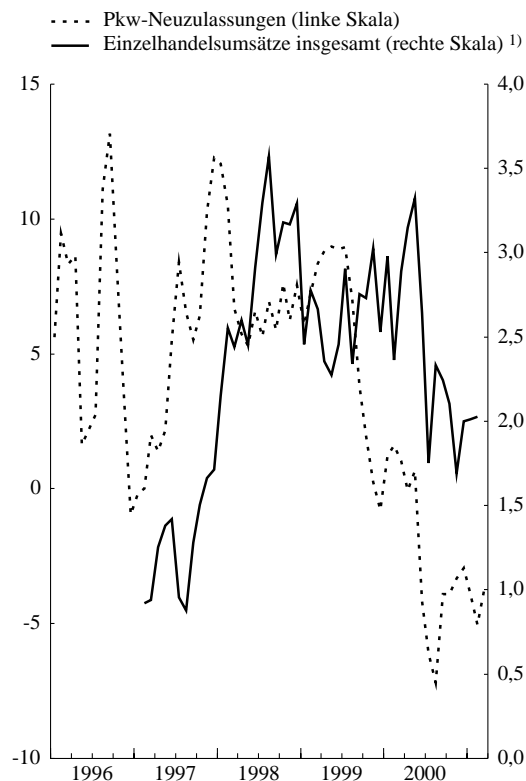
Jahres in etwa vergleichbar mit dem Durchschnitt der zweiten Jahreshälfte 2000 und blieb annähernd auf dem im historischen Vergleich sehr hohen Stand des ersten Halbjahrs 2000. Im März des laufenden Jahres erhöhten sich die Einzelhandelsumsätze gegenüber dem Vorjahr um 2,0 % (nach 1,5 % im Vormonat). Im ersten Quartal 2001 stieg das Umsatzwachstum im Einzelhandel um 2,0 %. Es lag damit merklich unter den in den ersten beiden Quartalen des Vorjahrs verzeichneten Wachstumsraten und entsprach weitgehend dem durchschnittlichen Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2000 (siehe Abbildung 25).

Im April 2001 nahmen die Pkw-Neuzulassungen gegenüber dem Vormonat um 1,7 % zu (nach 0,3 % im März). Im Vorjahresvergleich sanken die Neuzulassungen um 1,8 %, nachdem sie im März um 3,6 % und im Februar um 6,1 % zurückgegangen waren. Der durchschnittliche Rückgang der Pkw-Neuzulassungen gegenüber dem Vorjahr betrug in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres 4,3 % und war vergleichbar mit der durchschnittlichen Abnahme in der zweiten Jahreshälfte 2000 (4,8 %). Dagegen war im ersten Halbjahr 2000 eine Zunahme von

Abbildung 25

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.

durchschnittlich 1,1 % zu verzeichnen gewesen.

Reales BIP-Wachstum dürfte sich in diesem Jahr abschwächen

Das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im Euroraum wird sich im laufenden Jahr wohl verlangsamen, was in erster Linie auf die negativen Auswirkungen des schlechteren außenwirtschaftlichen Umfelds auf das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen ist. Diese Annahme schlägt sich auch in den Prognosen verschiedener Institute zum Wachstum im Euroraum für das laufende Jahr sowie in den von Experten des Eurosystems erstellten wirtschaftlichen Projektionen nieder

(siehe den Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“). Gleichzeitig scheint die inländische Nachfrage, getragen von den Konsumausgaben, robust zu sein. Das Verbrauchervertrauen sank im Mai zwar, blieb jedoch im historischen Vergleich auf einem hohen Niveau, während die Einzelhandelsumsätze im ersten Quartal dieses Jahres stabil geblieben sind. Die Kapazitätsauslastung hat sich im ersten Vierteljahr 2001 etwas verringert, blieb aber weiterhin hoch. Die inländische Nachfrage dürfte durch die positiven Auswirkungen der Steuersenkungen auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und durch die günstigen Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet gestützt werden. Insgesamt deutet die Divergenz zwischen den Indikatoren für die Produktion und die Verbraucher darauf hin, dass sich das Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2001 weiter abschwächen könnte, wobei es jedoch – vor allem begünstigt durch die inländische Nachfrage – weiterhin solide ausfallen dürfte.

Es bestehen allerdings nach wie vor erhebliche Unsicherheiten. Risiken für das Wirtschaftswachstum im Euroraum könnten sich ergeben, falls die weltwirtschaftliche Eintrübung ausgeprägter und länger als derzeit erwartet ausfällt und die Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds das Euro-Währungsgebiet stärker als angenommen in Mitleidenschaft zieht.

Beschäftigungswachstum dürfte sich im ersten Quartal 2001 mit etwas langsamerem Tempo fortsetzen

Den nationalen Angaben zufolge hat sich das Beschäftigungswachstum im Euroraum im ersten Quartal des laufenden Jahres offenbar etwas verlangsamt, verglichen mit der im Schlussquartal 2000 verzeichneten vierteljährlichen Wachstumsrate von 0,6 % (siehe Tabelle 8). Das schwächere Beschäftigungswachstum steht im Einklang mit der konjunkturellen Entwicklung, auf die das Beschäftigungswachstum in der Vergangenheit mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung reagiert hat; dies ändert jedoch nichts

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	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	-0,6	-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	0,1	0,0	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	1,5	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 extritoriale Organisationen und Körperschaften.**5) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen 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.*

an dem Eindruck eines anhaltend dynamischen Nettozuwachses an Arbeitsplätzen im Euro-Währungsgebiet.

Zwar liegen noch keine sektoralen Angaben aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zum Euro-Währungsgebiet für das erste Quartal 2001 vor, doch konnten alle Sektoren im Schlussquartal des letzten Jahres bei der Beschäftigung positive vierteljährliche Wachstumsraten verbuchen. Der Beschäftigungszuwachs in der Industrie stand weitgehend im Einklang mit der Entwicklung der Industrieproduktion. In der Industrie (ohne Baugewerbe) blieb das Beschäftigungswachstum in der letzten Jahreshälfte 2000 bei 0,3 % gegenüber dem Vorquartal, während die Beschäftigung im Baugewerbe deutlich stieg und im Schlussquartal eine Zuwachsrate von 0,9 % erreichte. Infolgedessen nahm das Beschäftigungswachstum in der Industrie insgesamt in den letzten beiden Quartalen 2000 geringfügig auf 0,4 % zu. Im Dienstleistungssektor entsprach das Beschäftigungswachstum im letzten Jahr der Entwicklung der inländischen Nachfrage. Im Jahresverlauf 2000 blieb das vierteljährliche Beschäftigungswachstum hier mit rund 0,7 % stabil. Eine Aufschlüsselung des

Dienstleistungssektors zeigt, dass neue Arbeitsplätze im Bereich „Handel und Verkehr“ das langsamere Beschäftigungswachstum im Sektor „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ in der zweiten Jahreshälfte ausglich.

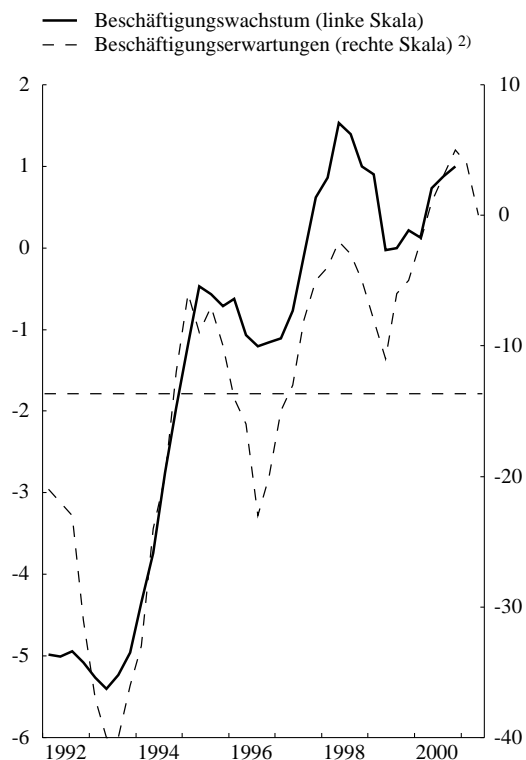
Beschäftigungserwartungen deuten auf anhaltendes Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2001 hin

Den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zufolge lassen die Beschäftigungserwartungen für den Euroraum auf ein anhaltendes – wenn auch etwas langsames – Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal des laufenden Jahres schließen. Diese Erwartungen beziehen sich auf das Verarbeitende Gewerbe (siehe Abbildung 26), das Baugewerbe und den Einzelhandel. Zwar sind seit dem Jahreswechsel pessimistischere Beschäftigungserwartungen zu verzeichnen, doch blieben sie in den beiden letztgenannten Sektoren deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt (siehe Abbildung 27). Die Ergebnisse der Umfrage zum Purchasing Managers' Index in Bezug auf die Beschäftigung im Verar-

Abbildung 26

Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen in der Industrie des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Salden in %)



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

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Die Beschäftigungserwartungen beziehen sich nur auf das Verarbeitende Gewerbe.

beitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor deuten bis Mai ebenfalls auf ein langsames Beschäftigungswachstum im ersten Halbjahr 2001 hin.

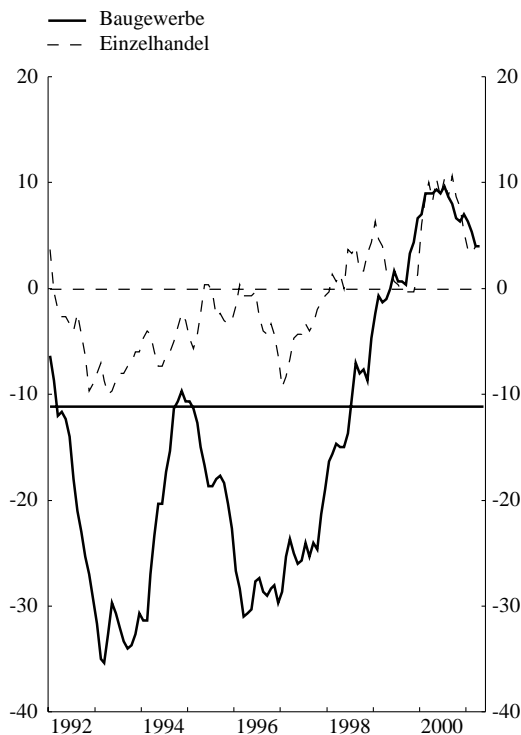
Arbeitslosenquote im April 2001 auf 8,3 % gesunken

Im April ging die standardisierte Arbeitslosenquote des Euroraums auf 8,3 % der Erwerbspersonen zurück und fiel damit 0,1 Prozentpunkte geringer aus als im März (siehe Tabelle 9). Die Zahl der Arbeitslosen sank im April um rund 55 000 gegenüber dem Vormonat. Damit ist sie weniger stark rückläufig als im

Abbildung 27

Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die waagerechten Linien stellen die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe seit Januar 1985 bzw. im Einzelhandel seit Februar 1986 dar.

März und im Durchschnitt des ersten Vierteljahrs, wenngleich der Rückgang im Vorjahresvergleich im April weiterhin bei mehr als einer Million lag (siehe Abbildung 28). Diese Entwicklung bestätigt, dass der Abbau der Arbeitslosigkeit im Euroraum in jüngster Zeit verglichen mit den beiden vorangegangenen Jahren etwas an Tempo eingebüßt hat. Dies steht im Einklang mit der Annahme, dass die Arbeitsmarktentwicklung mit zeitlicher Verzögerung auf die Abschwächung des realen Bruttoinlandsprodukts im letzten Jahr reagiert.

Eine Aufgliederung nach Altersgruppen zeigt, dass die Arbeitslosenquote im April nur bei

Tabelle 9**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

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

*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.*

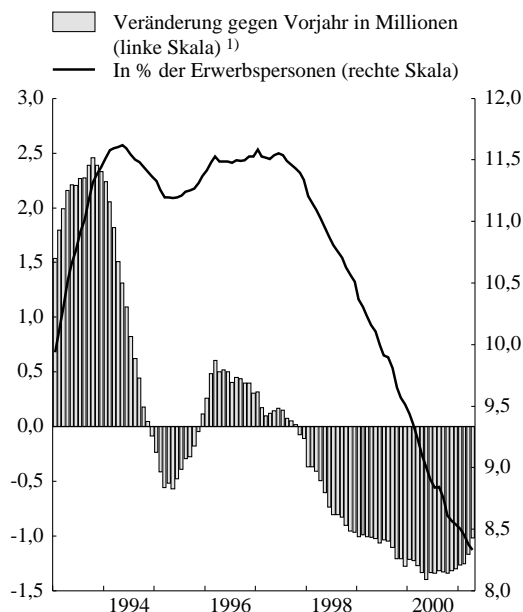
den über 25-Jährigen rückläufig war. Obwohl die Verlangsamung des Abbaus der Arbeitslosigkeit in den letzten Monaten beide Altersgruppen betraf, scheint sie sich bei der Jugendarbeitslosigkeit deutlicher ausgewirkt zu haben. Bei den unter 25-Jährigen betrug die Arbeitslosenquote im April 16,4 % und war damit unverändert gegenüber März, lag aber 0,2 Prozentpunkte unter der Februarquote. Die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jähri-

gen sank im April auf 7,2 %, d. h. um 0,1 Prozentpunkte verglichen mit dem Vormonat.

Arbeitsmarktlage dürfte sich weiterhin – wenn auch langsamer – verbessern

Auf kurze Sicht deuten die Beschäftigungserwartungen und die verfügbaren nationalen Angaben auf ein weiteres Beschäftigungswachstum in der ersten Hälfte dieses Jahres hin, das allerdings etwas geringer ausfallen dürfte als im Gesamtjahr 2000. Vor dem Hintergrund eines anhaltend kräftigen Anstiegs der Erwerbsbevölkerung wird dieses langsamere Beschäftigungswachstum, wie bereits im ersten Quartal 2001 festgestellt, wahrscheinlich zu einem geringeren Rückgang der Arbeitslosenquote verglichen mit den Vorjahren führen.

In diesem und im nächsten Jahr dürfte sich das Beschäftigungswachstum insgesamt vor allem auf Grund konjunktureller Faktoren verlangsamen, während die Arbeitslosenquote wahrscheinlich weiter – wenn auch langsamer – sinken wird (siehe auch den Abschnitt „Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“). Die jüngste Erfahrung hat gezeigt, dass fortgesetzte Bemühungen zur Umsetzung struktureller Reformen an den Arbeits- und Gütermärkten in Verbindung mit einer mit dem Ziel der Preisstabilität zu vereinbarenden Lohnentwicklung weiterhin zwei Schlüsselfaktoren bei der Erreichung einer nachhaltigen Verbesserung der Arbeitsmarktlage sein werden.

Abbildung 28**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte)**Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf EWU-Staaten.**1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.*

4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Vorübergehende Verschlechterung der Finanzierungssalden im Jahr 2001

Zum ersten Mal seit 1993 dürften sich in diesem Jahr die staatlichen Finanzierungssalden im Euro-Währungsgebiet im Durchschnitt wieder leicht verschlechtern. Jüngsten Prognosen der Europäischen Kommission zufolge wird die um die Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen bereinigte durchschnittliche Defizitquote der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet (bezogen auf das BIP) von 0,7 % im Jahr 2000 auf 0,8 % im laufenden Jahr ansteigen. Für das Jahr 2002 ist von einem Rückgang auf 0,4 % auszugehen (siehe Tabelle 10). Nach übereinstimmenden Einschätzungen von Kommission und OECD werden die öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet die in den aktualisierten nationalen Stabilitätsprogrammen gesetzten finanzpolitischen Ziele in den Jahren 2001 und 2002 im Durchschnitt wohl knapp verfehlen.

Der lahme Fortschritt bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen wird noch deutlicher, betrachtet man den um

Konjunktoreinflüsse und Zinsausgaben bereinigten Finanzierungssaldo (siehe Abbildung 29). Nach Schätzungen der Kommission wird sich der durchschnittliche konjunkturbereinigte Primärsaldo im Eurogebiet nach einer geringfügigen Verschlechterung im Jahr 2000 im Folgejahr weiter verschlechtern, um sich dann im Jahr 2002 wieder leicht zu erholen. Daher wird es im laufenden Jahr im Euro-Währungsgebiet zu einer Lockerung der finanzpolitischen Ausrichtung kommen, bevor sie im nächsten Jahr weitgehend neutral wird.

Der prognostizierte Rückschritt bei der Konsolidierung der Staatsfinanzen dürfte das Tempo, in dem die öffentlichen Schuldenquoten im Eurogebiet zurückgeführt werden, verlangsamen. Darüber hinaus verhindern beträchtliche Differenzen in der Defizit/Schuldenstandsänderung, die auf Eigenkapitalzuführungen in Unternehmen der öffentlichen Hand zurückzuführen sind, in einigen Ländern einen zügigeren Abbau der Schuldenquote. Die Kommission prognostiziert für das Jahr 2002 einen Rückgang der Schuldenquote im Euro-Währungsgebiet von 70,3 % auf 65,6 %.

Tabelle 10

Prognostizierte Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

		2000	2001	2002
Finanzierungssaldo (ohne UMTS-Lizenzeneinnahmen)	Europäische Kommission ¹⁾	-0,7	-0,8	-0,4
	OECD ²⁾	-	-	-
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-0,7	-0,6	-0,3
Finanzierungssaldo (mit UMTS-Lizenzeneinnahmen)	Europäische Kommission ¹⁾	+0,4	-0,7	-0,4
	OECD ²⁾	+0,3	-0,6	-0,4
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-	-	-
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo (ohne UMTS-Lizenzeneinnahmen)	Europäische Kommission ¹⁾	-0,7	-0,9	-0,6
	OECD ^{2), 4)}	-0,6	-0,7	-0,5
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-	-	-
Primärsaldo (ohne UMTS-Lizenzeneinnahmen)	Europäische Kommission ¹⁾	+3,3	+3,1	+3,3
	OECD ²⁾	-	-	-
	Stabilitätsprogramme ³⁾	+3,4	+3,3	+3,5
Bruttoverschuldung	Europäische Kommission ¹⁾	70,3	67,8	65,6
	OECD ²⁾	-	-	-
	Stabilitätsprogramme ³⁾	70,6	67,7	65,8

1) Frühjahrsprognose 2001.

2) Wirtschaftsausblick, vorläufige Ausgabe, Mai 2001.

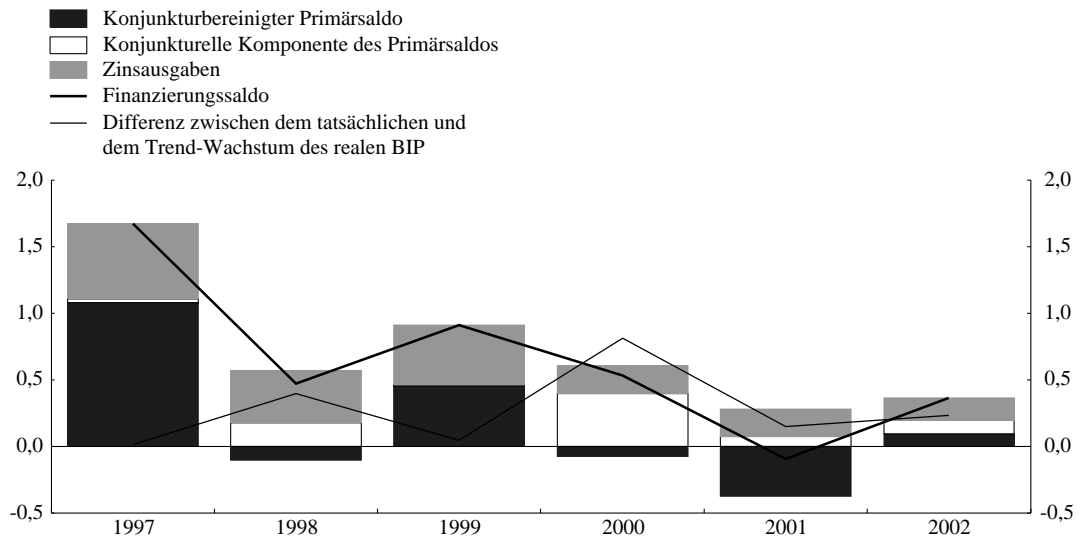
3) Angaben der Europäischen Kommission auf der Grundlage der aktualisierten Stabilitätsprogramme der Mitgliedstaaten, Stand Ende 2000/Anfang 2001.

4) Ohne Luxemburg.

Abbildung 29

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

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission, Frühjahr 2001.

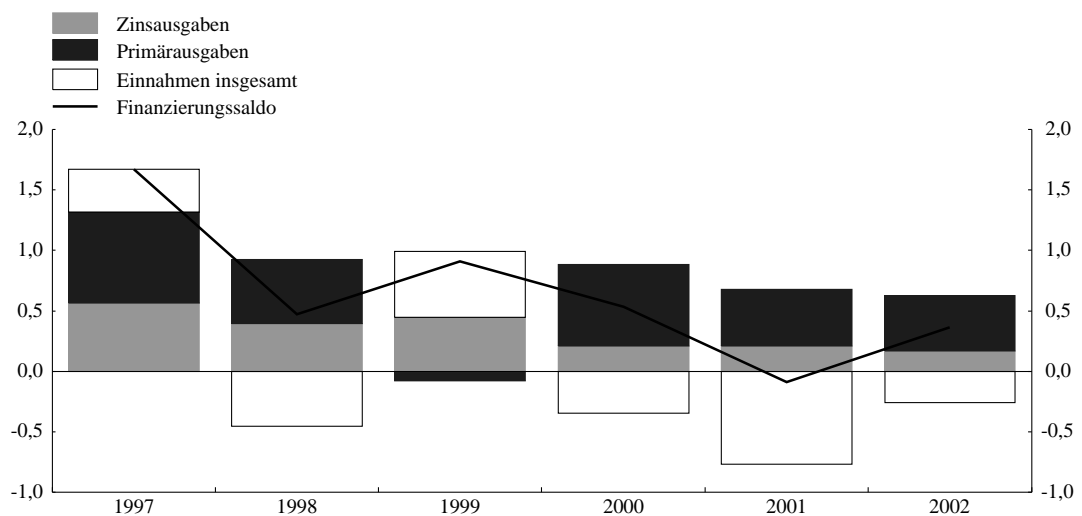
Anmerkung: Positive Werte zeigen einen Beitrag zu einer Verringerung der Defizite an, während negative Werte einen Beitrag zu ihrem Anstieg anzeigen.

Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Abbildung 30

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

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, Frühjahr 2001, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Positive Werte zeigen einen Beitrag zu einer Verringerung der Defizite an, während negative Werte einen Beitrag zu ihrem Anstieg anzeigen.

Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Steuersenkungen begrüßenswert, Ausgabenzurückhaltung jedoch unzureichend

Die Lockerung des finanzpolitischen Kurses in einigen Mitgliedstaaten in den Jahren 2001 und 2002 hat ihren Ursprung in den gerade eingeführten umfangreichen Steuersenkungen und in einer unzureichenden Ausgabenzurückhaltung. Steuersenkungen und eine Verringerung der Sozialabgaben werden nur teilweise durch eine Ausweitung der steuerlichen Bemessungsgrundlage, eine effizientere Steuereinzahlung und eine Erhöhung der indirekten Steuern finanziert. Die Bedeutung derartiger Veränderungen geht klar aus den Gesamtzahlen für das Eurogebiet hervor. Der durchschnittliche Anteil der Gesamteinnahmen am BIP wird in den Jahren 2001/2002 wohl um mehr als 1 Prozentpunkt zurückgehen (siehe Abbildung 30). Die Steuersenkungen verfolgen in erster Linie das Ziel, die Abgabenbelastung von privaten Haushalten und – in geringerem Umfang – von Unternehmen zu mindern. Die Senkung der Einkommensteuern und Sozialabgaben kommt allen Einkommensgruppen zugute, wenngleich in vielen Ländern die niedrigen und mittleren Einkommen stärker begünstigt werden.

Die Minderung der Abgabenlast ist positiv zu bewerten. Sie wird Anreize verbessern, die Angebotsseite stimulieren und das Produktionspotenzial sowie den Wohlstand auf mittlere Sicht steigern. In gewissem Maße sind diese Steuersenkungen die Belohnung für die bisherigen Anstrengungen auf dem Gebiet der Haushaltskonsolidierung und Schuldentrückführung. Übersteigt die Höhe der Steuersenkungen jedoch die infolge geringerer Schuldenquoten erzielten Einsparungen bei den Zinsausgaben, sind zusätzliche Sparmaßnahmen bei den Primärausgaben erforderlich, wenn der Kurs der Haushaltskonsolidierung und der energischen Schuldentrückführung weiterverfolgt werden soll.

Das Ausbleiben dieser zusätzlichen Ausgabenzurückhaltung ist für den ins Stocken geratenen Konsolidierungsprozess der Staatsfinanzen im Euro-Währungsgebiet verant-

wortlich. Die Ausgabenquoten der öffentlichen Hand insgesamt sind generell rückläufig, wobei der Rückgang gleich stark ist wie bei den Einnahmequoten oder sogar stärker. Die Verringerung der Ausgabenquote steht allerdings unter dem positiven Einfluss anhaltender Minderausgaben bei den Zinszahlungen und der Auswirkungen einer günstigen Konjunkturlage auf die arbeitsmarktbedingten Aufwendungen, während die Zunahme der Primärausgaben zu stark ist, um die Auswirkungen der Steuersenkungen vollständig aufzufangen zu können. Daher muss die Ausgabenplanung als zu wenig ehrgeizig bezeichnet werden. Darüber hinaus hat eine unzureichende Ausgabeneindämmung in einigen Ländern in der Vergangenheit zu Mehrausgaben, insbesondere im Gesundheitswesen, geführt.

Konsolidierungspfad im Rahmen der Stabilitätsprogramme muss weiterverfolgt werden

Die für die Jahre 2001 und 2002 vorliegenden Prognosen bestätigen das bereits an den Haushaltsergebnissen für 2000 ablesbare Nachlassen der Konsolidierungsbestrebungen. Es ist davon auszugehen, dass eine Reihe von Ländern das Ziel solider Finanzierungssalden im Jahr 2001 oder sogar 2002 nicht erreichen wird. Die konjunkturbereinigten Defizite werden im Jahr 2002 in vier EWU-Staaten noch immer 1 % des BIP oder mehr betragen (Deutschland, Frankreich, Italien und Portugal). Die Finanzpolitik in Ländern mit einem erheblichen Defizit sollte daher weiterhin vorrangig auf eine Stärkung der öffentlichen Finanzen und das Erreichen der nominalen Ziele, wie sie in den jeweils aktualisierten Stabilitätsprogrammen vorgesehen sind, ausgerichtet sein.

Bei einigen Ländern besteht die Gefahr, dass sie nicht einmal die wenig ehrgeizigen Ziele für 2001 erreichen. Italien hat bereits die Revision seiner Ziele für dieses Jahr angekündigt, und die schwindenden Wachstumserwartungen könnten weitere Länder dazu veranlassen, dasselbe zu tun. Bei Ländern mit einem signifikanten Defizit könnte dadurch

die Entschlossenheit, mit der sie das im Stabilitäts- und Wachstumspakt geforderte Ziel verfolgen, solide Finanzierungssalden zu erreichen, ernsthaft in Zweifel gezogen werden. Ein Festhalten an den Vorgaben ihrer Stabilitätsprogramme würde es diesen Ländern ermöglichen, sich dem im Stabilitäts- und Wachstumspakt gesetzten Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder überschüssigen Haushalts zu nähern. Darüber hinaus kann trotz einer gewissen Abschwächung davon ausgegangen werden, dass das Produktionswachstum dieses Jahr nahe am Trend-Wachstum liegen wird und die finanzpolitischen Auswirkungen der Verlangsamung, die in erster Linie durch Ausfuhren und Unternehmensinvestitionen begründet ist, wohl begrenzt sein werden. In einigen Ländern hätte die Beibehaltung der ursprünglichen Ziele für 2001 eine begrüßenswerte – zumindest teilweise – Umkehr der für dieses Jahr geplanten finanzpolitischen Lockerung zur Folge.

Überdies würde ein Land, das seine finanzpolitischen Ziele verfehlt, den in seinem Stabilitätsprogramm verankerten mittelfristigen Konsolidierungspfad verlassen. Die Regierungen sollten daher eine sorgfältige Umsetzung der Haushaltsziele sowie Notmaßnahmen für das Jahr 2001 planen. Bei ihren Haushaltsvorbereitungen für 2002 sollten sie sich als Minimalziel an den mittelfristigen Plänen entsprechend den Vorgaben ihres Stabilitätsprogramms orientieren.

Langfristige Herausforderungen erfordern weitere Reformen

Um die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu verbessern, sollten die Regierungen den Stand der Staatsverschuldung stets genau im Auge behalten. Ende 2002 werden drei Länder – mit etwa 100 % – eine noch immer sehr hohe Schuldenquote aufweisen, während sie in allen übrigen Staaten auf unter 60 % gefallen sein wird. Länder mit einer noch sehr hohen Schuldenquote müssten dann konjunkturbereinigte Haushaltsüberschüsse verzeichnen, um zu einer raschen

Schuldenstandsänderung zu gelangen. Darüber hinaus sollten die Länder ihre Strukturreformen durchführen, ohne dabei die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zu beeinträchtigen. Zeitplan und Umfang der Reformen sind diesbezüglich von zentraler Bedeutung. Steuerreformen könnten das Potenzialwachstum und das Beschäftigungswachstum im Eurogebiet zwar stärken, doch vergeht in der Regel einige Zeit, bis die Auswirkungen spürbar werden. Aus diesem Grunde sollte den Steuersenkungen eine angemessene Ausgabenzurückhaltung in Verbindung mit verbesserten Ausgaben-Kontrollmechanismen gegenübergestellt werden. Weitere Verbesserungen der Steuersysteme (Senkung der Steuersätze, Vereinfachung der Steuergesetze oder der Regelungen für Steuergutschriften und -befreiungen) würden zu einer Verringerung von steuerbedingten Verzerrungen beitragen. Die möglichen positiven Effekte von Steuerreformen auf der Angebotsseite könnten noch gesteigert werden, wenn sie von einer umfassenden Reform der Staatsausgaben und Sozialleistungssysteme begleitet würden. Dies wäre insbesondere dann der Fall, wenn die letztgenannte Reform die Rationalisierung und Effizienz der staatlichen Aktivitäten und das Funktionieren der Arbeitsmärkte fördern würde.

Die Länder benötigen zudem eine effektive Strategie für den Umgang mit den finanzpolitischen Herausforderungen, die aus der Alterung der Bevölkerung erwachsen. Frühzeitiges Handeln ist gefragt, will man den Druck auf Gesundheits- und Rentenbudgets verringern. Viele Staaten haben Rentenreformen auf den Weg gebracht, die in die richtige Richtung weisen (z. B. geringere Anreize für den Eintritt in den vorzeitigen Ruhestand und eine bessere Ausrichtung von Beiträgen und Leistungen). Die Reformen sind jedoch nach wie vor auf einzelne Punkte begrenzt und lassen ehrgeizige Schritte hin zu überwiegend kapitalgedeckten Systemen weitgehend vermissen. Die Maßnahmen sind daher bislang nicht ausreichend, um in Zukunft beträchtliche Erhöhungen der Ausgabenquoten verhindern zu können.

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

Auf der Grundlage der bis zum 17. Mai 2001 verfügbaren Daten haben die Experten des Eurosystems Projektionen zu den makroökonomischen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet ausgearbeitet. Diese Projektionen wurden gemeinsam von den Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets erstellt. Weitere Informationen zu den bei der Erstellung der Projektionen verwendeten Verfahren und Techniken finden Sie in der kürzlich von der EZB veröffentlichten Publikation „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projections exercises“.¹ Die Projektionen liefern zweimal jährlich einen Beitrag zu der vom EZB-Rat vorgenommenen Beurteilung der wirtschaftlichen Entwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB.

Wie bereits in der vorangegangenen Veröffentlichung von Projektionen (siehe den EZB-Monatsbericht vom Dezember 2000) dargelegt, basieren die von Experten erstellten Projektionen auf einer Reihe von Annahmen, unter anderem im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse, Ölpreise und den Welthandel außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Insbesondere wird von der technischen Annahme ausgegangen, dass die kurzfristigen Marktzinssätze über den Projektionszeitraum konstant bleiben. Diese Annahme soll die Erörterungen im EZB-Rat vereinfachen, indem sie die möglichen Auswirkungen unveränderter EZB-Leitzinsen auf die Inflation über den Projektionshorizont hinweg aufzeigt. Aus diesem Grund sind die von Experten erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen in der Regel jedoch nicht die beste unbedingte Voraussage der zukünftigen Entwicklungen, insbesondere nicht über längere Zeiträume, da die Geldpolitik immer handeln wird, wenn dies zur Gewährleistung der Preisstabilität erforderlich ist. Zusätzlich zu der Annahme hinsichtlich der kurzfristigen Zinssätze wird von der technischen Annahme ausgegangen, dass die bilateralen Euro-Wechselkurse unverändert bleiben. Die technischen Annahmen im

Hinblick auf langfristige Zinssätze basieren auf Einschätzungen der Märkte und bleiben über den Projektionszeitraum hinweg auf etwa unverändertem Niveau.

Im Hinblick auf die erhebliche Unsicherheit der Projektionen werden Bandbreiten zur Darstellung jeder Variablen verwendet. Die Bandbreiten basieren auf den Differenzen zwischen den tatsächlichen Entwicklungen und früheren Projektionen, die von den Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets bereits über eine Reihe von Jahren durchgeführt wurden. Die Bandbreiten entsprechen dem Doppelten des Durchschnitts der absoluten Werte dieser Differenzen. Im Allgemeinen unterscheiden sich die Bandbreiten je nach den Variablen und den betrachteten Zeithorizonten. Sie spiegeln sowohl den unterschiedlichen Schwierigkeitsgrad bei der Projektion einzelner Variablen zu unterschiedlichen Zeithorizonten als auch die Auswirkungen von Diskrepanzen zwischen den für Zinssätze, Wechselkurse usw. gemachten Annahmen und ihren tatsächlichen Werten wider. Die Tendenz der meisten Bandbreiten, sich im Verlauf des Projektionszeitraums auszuweiten, reflektiert die höhere Unsicherheit der Projektionen für spätere Jahre.

Annahmen hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds

In Übereinstimmung mit Prognosen anderer internationaler Institutionen lassen die für das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets gemachten Annahmen auf eine Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums im Jahr 2001 schließen, allerdings mit einer allmählichen Erholung im Jahr 2002. Es wird jedoch darauf hingewiesen, dass die Prognosen internationaler Organisationen in jüngster Zeit wiederholt nach unten korrigiert worden sind. Somit ist nicht auszuschließen,

¹ Derzeit in englischer Sprache auf der Website der EZB (www.ecb.int) verfügbar.

Ben, dass sich das außenwirtschaftliche Umfeld weniger günstig als erwartet entwickeln könnte, mit möglichen Auswirkungen auf das Wachstum und die Inflation im Euro-Währungsgebiet.

Es wird davon ausgegangen, dass sich das Wachstum des *weltweiten realen BIP außerhalb des Euro-Währungsgebiets* von 5 % im Vorjahr auf $3\frac{1}{4}$ % im Jahr 2001 verringern und im Jahr 2002 wieder $3\frac{3}{4}$ % betragen wird. Für die Vereinigten Staaten wird 2001 eine relativ kurz andauernde Verlangsamung des realen BIP-Wachstums unterstellt, mit einer allmählichen Erholung im Jahr 2002. Für Japan wird ein über den Projektionszeitraum weiterhin relativ niedriges Wachstum angenommen. Andere Industrieländer dürften 2001 ebenfalls ein geringeres Wachstum verzeichnen als im Vorjahr, jedoch im Jahr 2002 im Allgemeinen ein kräftigeres Wirtschaftswachstum erzielen. In Verbindung mit der Abschwächung in den Vereinigten Staaten wird angenommen, dass die Schwellenländer im Jahr 2001 ein deutlich geringeres Wachstum verzeichnen als im Vorjahr. Asien (ohne Japan) dürfte vom rückläufigen Wachstum der Märkte für Informationstechnologien besonders stark betroffen sein. Die Schwellenländer dürften im Jahr 2002 jedoch wieder ein kräftigeres Wirtschaftswachstum erzielen.

Vor dem Hintergrund der Annahmen zum weltweiten realen BIP-Wachstum wird ein Rückgang des Wachstums der *externen Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets* von etwa 12 % im Vorjahr auf $5\frac{3}{4}$ % im Jahr 2001 projiziert, mit einem leichten Anstieg auf 6 % im Jahr 2002.

Auf der Grundlage der von den Futures-Märkten implizierten Entwicklung dürften die Weltölpreise im Projektionszeitraum etwas zurückgehen. Es wird davon ausgegangen, dass sie in US-Dollar-Preisen im Jahr 2001 im Durchschnitt um rund $6\frac{1}{2}$ % sinken und im Jahr 2002 um durchschnittlich etwa 9 % weiter fallen werden. Des Weiteren wird ein mäßiger Anstieg der *Rohstoffpreise (außer Energie)* im Projektionszeitraum unterstellt.

In den meisten Industrieländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets – mit der bemerkenswerten Ausnahme Japans – stiegen die *Inflationsraten* im Jahr 2000 infolge eines kräftigen Wirtschaftswachstums und höherer Ölpreise. Es wird allerdings angenommen, dass der weltweite Inflationsdruck in den Jahren 2001 und 2002 auf Grund einer angenommenen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums und des angenommenen Rückgangs der Ölpreise etwas nachlässt. Vor diesem Hintergrund dürften die weltweiten Inflationserwartungen moderat bleiben.

Projektionen zum realen Wachstum des BIP

Den Projektionen zufolge wird das Wachstum des *realen BIP* im Euro-Währungsgebiet von 3,4 % im Jahr 2000 auf eine Bandbreite von 2,2 % bis 2,8 % im Jahr 2001 zurückgehen und sich im Jahr 2002 innerhalb der Bandbreite von 2,1 % bis 3,1 % bewegen. Dies spiegelt teilweise die starke Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums wider. Der Beitrag des Außenhandels zum Wachstum im Euro-Währungsgebiet dürfte sich im Jahr 2001 deutlich abschwächen und in den Jahren 2001 und 2002 weitgehend neutral sein. Es wird erwartet, dass sich auch die Inlandsnachfrage nach der kräftigen Wachstumsrate im Vorjahr leicht abschwächen wird, sie sollte jedoch von den anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen für Investitionen und Konsum profitieren und durch Senkungen der direkten Steuern im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2001 gestützt werden. Während der Beitrag der Inlandsnachfrage zum BIP-Wachstum im Jahr 2001 zurückgehen dürfte, wird für das Jahr 2002 eine leichte Erholung erwartet.

Bei den inländischen Verwendungskomponenten wird projiziert, dass das Wachstum der *privaten Konsumausgaben* von 2,7 % im Jahr 2000 auf 2,2 % bis 2,6 % im Jahr 2001 zurückgeht und sich im Jahr 2002 auf 2,0 % bis 3,3 % beläuft. Insgesamt dürften die Konsumausgaben den größten und stabilsten Beitrag zum realen BIP-Wachstum im Pro-

jektionszeitraum leisten. Die Projektionen für das Wachstum der Konsumausgaben spiegeln das anhaltend kräftige Wachstum der real verfügbaren Einkommen wider, das allerdings teilweise durch einen Anstieg der Sparquote kompensiert wird. Die Zunahme der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte, die vom Anstieg der Ölpreise gebremst wurde, belief sich im Jahr 2000 auf 2,5 %. Im Jahr 2001 sollte sich das real verfügbare Einkommen – trotz einer Abschwächung der Wirtschaftsaktivität – infolge der Umsetzung von Steuersenkungen in einigen Ländern verstärken. Das real verfügbare Einkommen dürfte auch im Jahr 2002 weiterhin kräftig zunehmen, was auf geringere Kaufkraftverluste infolge eines projizierten Rückgangs der Inflationsrate zurückzuführen ist. Dagegen zeigen die Projektionen für 2001 einen Anstieg der Sparquote an, hauptsächlich als Resultat einer anhaltenden Anpassung der Konsumausgaben an die Ende 2000 und Anfang 2001 eingeführten Steuersenkungen. In der Folge ist davon auszugehen, dass andere Faktoren, wie z. B. eine größere Unsicherheit im Zusammenhang mit weniger günstigen Beschäftigungsaussichten, die Sparquote auf einem höheren Niveau halten werden.

Auf der Grundlage der aktuellen Haushaltspläne wird angenommen, dass die Zunahme der *realen Konsumausgaben des Staats*, deren Wachstumsrate sich im Jahr 2000 auf 2 % belief, etwas zurückgeht. Die Anzahl der Beschäftigten im öffentlichen Sektor dürfte im Euro-Währungsgebiet im Projektionszeitraum weitgehend stabil bleiben oder sogar leicht zurückgehen. Der Anstieg der realen Staatsausgaben wird daher in erster Linie den Erwerb von Gütern und Dienstleistungen widerspiegeln.

Für die *Investitionen insgesamt* wird ein Rückgang von 4,6 % im Jahr 2000 auf 2,3 % bis 4,5 % im Jahr 2001 projiziert; im Jahr 2002 dürften sie bei 2,2 % bis 5,4 % liegen. Das rückläufige Investitionswachstum insgesamt im Jahr 2001 spiegelt eine Abschwächung bei allen Komponenten wider. Die Unternehmen dürften im Jahr 2001 vor allem infolge des geringeren Anstiegs der Exporterlöse Inves-

tionen und Neueinstellungen etwas weniger stark ausweiten. Daher wird sich den Projektionen zufolge das Wachstum der Unternehmensinvestitionen, das sich im Jahr 2000 auf 6 ¾ % belief, etwas abschwächen, was der üblichen Reaktion von Investitionen auf die niedrigere Wachstumsrate sowohl der Inlands- als auch der Auslandsnachfrage entspricht. Es wird jedoch davon ausgegangen, dass eine Reihe von Faktoren die Unternehmensinvestitionen im Jahr 2002 stützen werden, einschließlich der angenommenen gemäßigten Erholung der weltweiten Nachfrage, anhaltend hoher Unternehmensgewinne und günstiger finanzieller Rahmenbedingungen. Die Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen dürfte im Projektionszeitraum sehr niedrig ausfallen, auf Grund von Kürzungen steuerlicher Anreize und des Überangebots an Wohneinheiten in verschiedenen Ländern und trotz einer Zunahme des real verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte sowie günstiger Finanzierungsbedingungen. Für die öffentlichen Investitionen ergibt sich ein leichter Rückgang gegenüber der Wachstumsrate von 2 ¼ % im Vorjahr als Folge der verschlechterten Finanzlage auf Gemeindeebene in einigen Ländern.

Der Anteil des *Außenbeitrags* am BIP-Wachstum dürfte im Projektionszeitraum weitgehend neutral sein, im Vergleich mit einem positiven Beitrag in Höhe von 0,6 Prozentpunkten im Jahr 2000, und dürfte somit wesentlich zu dem Rückgang des BIP-Wachstums im Jahr 2001 beitragen. Für das Exportwachstum – einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets – ergeben die Projektionen einen Rückgang von 12,2 % im Jahr 2000 auf eine Bandbreite von 5,0 % bis 7,9 % im Jahr 2001; im Jahr 2002 dürfte es bei 4,1 % bis 7,3 % liegen. Dies spiegelt das verlangsamte Wachstum der Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets wider; die Exportmarktanteile des Euroraums dürften im Projektionszeitraum weitgehend unverändert bleiben. Beim Importwachstum – einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets – wird ein Rückgang von 10,9 % im Jahr 2000 auf 4,9 % bis 8,3 % im Jahr 2001 und auf 4,3 % bis 7,7 % im Jahr

2002 erwartet, worin sich weitgehend das Profil der Gesamtausgaben im Euro-Währungsgebiet niederschlägt.

Für das Beschäftigungswachstum insgesamt ergeben die Projektionen einen leichten Rückgang gegenüber dem Höchststand von 2,0 % im Jahr 2000. Neben zyklischen Faktoren spiegelt der Rückgang des Beschäftigungswachstums die teilweise nachlassenden Auswirkungen verschiedener Faktoren wider. Zu diesen Faktoren, die in jüngster Vergangenheit zu hohem Beschäftigungswachstum geführt haben, gehören beispielsweise öffentliche Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen und die Ausweitung der Teilzeitarbeit. Der Rückgang im Beschäftigungswachstum ist verbunden mit einem projizierten Anstieg der Arbeitsproduktivität, der sich bis zum Jahr 2002 historischen Wachstumstrends wieder annähert, sie aber nicht ganz erreicht. Das Angebot an Arbeitskräften wird als Folge steigender Erwerbsquoten voraussichtlich weiterhin zunehmen. Dennoch dürfte die Arbeitslosenquote im Projektionszeitraum weiter zurückgehen.

Aussichten für Preise und Kosten

Auf der Basis der den Projektionen zu Grunde liegenden Annahmen ergibt sich, dass sich die durchschnittliche Zuwachsrates des *Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt* im Jahr 2001 weiterhin in der Bandbreite von 2,3 % bis 2,7 % bewegen dürfte,

ehe sie im Jahr 2002 auf eine Bandbreite von 1,2 % bis 2,4 % zurückgeht. Das projizierte Anhalten der hohen Inflation im Jahr 2001 erklärt sich aus dem Anstieg der Inlandspreise, der den projizierten drastischen Rückgang der Importpreise ausgleicht. Der beschleunigte Anstieg der Inlandspreise spiegelt das Wachstum der Lohnstückkosten wider wie auch einen gewissen temporären Aufwärtsdruck auf die Preise, der sowohl von einer verzögerten Weitergabe der hohen Importpreise im Jahr 2000 als auch von den Auswirkungen der Tierseuchen auf die Nahrungsmittelpreise ausgeht. Im Jahr 2002, wenn die Wirkung dieser temporären Preisfaktoren allmählich abklingt, dürfte die gesamte HVPI-Inflation zurückgehen. Vor dem Hintergrund des im Projektionszeitraum erwarteten Wachstums des realen BIP – das weitgehend mit der trendmäßigen Entwicklung des Potenzialwachstums übereinstimmt – dürfte der inländische Kostendruck moderat bleiben.

Auf der Basis der den Projektionen zu Grunde liegenden Annahmen wird erwartet, dass der von den *Einfuhrpreisen im Euro-Währungsgebiet* ausgehende Inflationsdruck im Projektionszeitraum nachlassen wird. Für den Anstieg der Importpreise, der die für die Ölpreise, den Euro-Wechselkurs und die weltweite Inflation gemachten Annahmen widerspiegelt, wird ein signifikanter Rückgang von 8,2 % im Jahr 2000 auf unter 2,5 % im Jahr 2001 projiziert. Den Projektionen zufolge wird eine gemäßigte weltweite Inflation

Tabelle I I

Makroökonomische Projektionen *

(Durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2000	2001	2002
HVPI	2,4	2,3-2,7	1,2-2,4
Reales BIP	3,4	2,2-2,8	2,1-3,1
Private Konsumausgaben	2,7	2,2-2,6	2,0-3,3
Konsumausgaben des Staates	2,0	1,2-2,1	0,9-1,9
Bruttoanlageinvestitionen	4,6	2,3-4,5	2,2-5,4
Exporte (Waren und Dienstleistungen)	12,2	5,0-7,9	4,1-7,3
Importe (Waren und Dienstleistungen)	10,9	4,9-8,3	4,3-7,7

* Im Hinblick auf jede Variable und jeden Zeithorizont basieren die Bandbreiten auf dem Durchschnitt der absoluten Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren Projektionen durch die Zentralbanken des Euro-Währungsgebietes.

zusammen mit technischen Annahmen hinsichtlich eines konstanten Euro-Wechselkurses und eines weiteren Rückgangs der Ölpreise im Jahr 2002 zu einem noch niedrigeren Preisauftrieb bei den Einfuhrpreisen führen.

Die Entwicklung der *Preise für Energie und Nahrungsmittel* dürfte in der nahen Zukunft einen starken Einfluss auf die gesamte HVPI-Inflation haben. Für den Beitrag der Energie-

preise zur jährlichen Preissteigerungsrate insgesamt, der die für den Euro-Wechselkurs und die Ölpreise gemachten Annahmen widerspiegelt, wird ein deutlicher Rückgang von 1 ¼ Prozentpunkten im Jahr 2000 auf weniger als einen halben Prozentpunkt im Jahr 2001 projiziert, mit einem Wert nahe null im Jahr 2002. Im Jahr 2001 dürfte der von den Energiepreisen ausgehende Abwärtsdruck auf die Teuerung nach dem HVPI durch einen Anstieg der Nahrungsmittelpreise als Folge

Kasten 8

Vergleich mit den Projektionen vom Dezember 2000

Die wesentlichen Änderungen der den Projektionen zu Grunde liegenden Annahmen gegenüber den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die im Monatsbericht vom Dezember 2000 veröffentlicht wurden, stehen im Zusammenhang mit den nach unten revidierten Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum. Insbesondere das Wachstum der externen Exportmärkte des Eurogebiets ist auf 5 ¾ % für das Jahr 2001 und 6 % für das Jahr 2002 nach unten revidiert worden, verglichen mit den vorherigen Annahmen von 8 % bzw. 7 ½ % für die Jahre 2001 und 2002. Weitere wichtige Änderungen der Annahmen betreffen die Ölpreise, die 2001 niedriger sind als zuvor angenommen, und die kurzfristigen und langfristigen Zinssätze, die etwas niedriger sind.

Das Ergebnis für das reale BIP-Wachstum im Jahr 2000 lag in der Mitte der im Monatsbericht vom Dezember 2000 geschätzten Bandbreiten. Die Bandbreiten für das reale BIP-Wachstum über den Projektionszeitraum sind jedoch nun vor allem infolge der nach unten gerichteten Revision des Welthandelwachstums nach unten korrigiert worden. Für das Jahr 2001 befindet sich die Bandbreite für das reale BIP-Wachstum nunmehr am unteren Ende der früheren Projektionsbandbreite, während die gesamte Projektionsbandbreite für das Jahr 2002 nun 0,4 Prozentpunkte niedriger ist als im Monatsbericht vom Dezember 2000.

Was die Projektionen für die gesamte Preissteigerung gemessen am HVPI betrifft, so lag das Ergebnis für das letzte Jahr in der Mitte der geschätzten Bandbreite von Dezember 2000. Trotz des angenommenen Rückgangs der Ölpreise befindet sich die Bandbreite für die HVPI-Inflation im Jahr 2001 inzwischen im oberen Teil der früheren Bandbreite für die Inflation. Dies ist zu einem großem Teil auf den zuvor nicht erwarteten Anstieg der Nahrungsmittelpreise infolge von Tierseuchen zurückzuführen. Die HVPI-Bandbreite für das Jahr 2002 hingegen entspricht nun fast genau der im Dezember 2000 angegebenen Bandbreite. Trotz einiger Nachwirkungen der Nahrungsmittelpreise auf die Inflationsraten für das Jahr 2002 dürfte die projizierte Verlangsamung des realen BIP-Wachstums zu einem etwas schwächeren inländischen Inflationsdruck im Jahr 2002 führen.

Vergleich der makroökonomischen Projektionen

(Durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

Bandbreiten basieren auf dem Durchschnitt der absoluten Abweichungen von früheren Projektionen

	2000	2001	2002
HVPI – Juni 2001	2,4	2,3-2,7	1,2-2,4
HVPI – Dezember 2000	2,3-2,5	1,8-2,8	1,3-2,5
Reales BIP – Juni 2001	3,4	2,2-2,8	2,1-3,1
Reales BIP – Dezember 2000	3,2-3,6	2,6-3,6	2,5-3,5

Kasten 9

Prognosen anderer Institutionen

Von verschiedenen Institutionen liegt eine Reihe von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet bis zum Jahr 2002 vor. Diese umfassen die Prognosen internationaler und privatwirtschaftlicher Organisationen und die Ergebnisse des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Prognosen untereinander bzw. mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht vollständig vergleichbar sind, da sie auf verschiedenen Annahmen basieren und zu unterschiedlichen Zeitpunkten mit unterschiedlicher Datenbasis fertig gestellt wurden. Was die Annahmen betrifft, so gehen Prognosen, anders als die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, normalerweise nicht von der technischen Annahme konstanter kurzfristiger Zinssätze aus und können daher geldpolitische Reaktionen auf die Wirtschaftsaussichten in die Prognose einschließen. Darüber hinaus können sich die Prognosen in ihren Annahmen bezüglich der finanziellen und externen Variablen unterscheiden. Schließlich ist auch zu erwähnen, dass eine Vielzahl nicht spezifizierter Annahmen in den Prognosen von Consensus Economics und dem Survey of Professional Forecasters der EZB verwendet wird.

Vergleich der Prognosen zum realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2000	2001	2002
Europäische Kommission	April 2001	3,4	2,8	2,9
IWF	April 2001	3,4	2,4	2,8
OECD	April 2001	3,4	2,6	2,7
Prognosen von Consensus Economics	Mai 2001	3,4	2,5	2,7
Survey of Professional Forecasters	Mai 2001	3,4	2,5	2,6

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission; IMF World Economic Outlook; OECD Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB.

Trotz der unterschiedlichen Annahmen deutet ein Vergleich der von anderen Institutionen vorliegenden Prognosen darauf hin, dass sich das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2001 deutlich auf 2 ½ % bis 2 ¾ % verlangsamen und im folgenden Jahr leicht ansteigen dürfte. Es herrscht weitgehend Übereinstimmung darüber, dass die Abschwächung im Jahr 2001 teilweise – vor dem Hintergrund der Aussichten für einen schwächeren Welthandel – auf einen niedrigeren Außenbeitrag sowie teilweise auf eine schwächere Inlandsnachfrage zurückzuführen ist. Insgesamt gesehen wird davon ausgegangen, dass die Inlandsnachfrage die wesentliche Triebfeder des Wachstums sein wird, gestützt durch einen anhaltenden Zuwachs an Arbeitsplätzen, günstige finanzielle Rahmenbedingungen und Steuersenkungen im Jahr 2001.

Was die Aussichten für Preise betrifft, so stimmen die verfügbaren Prognosen überein, dass die Inflation im Euroraum im Jahr 2001 im Vergleich zum letzten Jahr mehr oder weniger unverändert sein wird, während die Inflation im Jahr 2002 zurückgehen dürfte. Es wird somit prognostiziert, dass der Verbraucherpreisanstieg in diesem Jahr weiterhin durchschnittlich über 2 % liegen wird, um anschließend auf durchschnittlich unter 2 % zurückzufallen.

Vergleich der Prognosen zum Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	2000	2001	2002
Europäische Kommission	April 2001	2,3	2,2	1,8
IWF	April 2001	2,4	2,3	1,7
OECD	April 2001	2,2	2,2	1,9
Prognosen von Consensus Economics	Mai 2001	2,2	2,3	1,8
Survey of Professional Forecasters	Mai 2001	2,4	2,3	1,8

Quellen: Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission; IMF World Economic Outlook; OECD Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB.

1) Teuerung nach dem HVPI insgesamt für Europäische Kommission und Survey of Professional Forecasters der EZB; Teuerung nach dem VPI für IWF und die Prognosen von Consensus Economics; Deflator für den privaten Verbrauch für die OECD.

gesundheitlicher Bedenken in Bezug auf den Fleischverzehr im Zusammenhang mit BSE und der Maul- und Klauenseuche jedoch mehr als ausgeglichen werden. Diese betreffen die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und – in geringerem Maße – die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel. Der Beitrag der Nahrungsmittelteuerung zur HVPI-Inflation insgesamt dürfte sich im Jahr 2001 gegenüber dem Jahr 2000 um etwa $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt erhöhen. Es wird allerdings angenommen, dass dieser Einfluss temporärer Natur ist und 2002 weitgehend wegfallen wird.

Es wird davon ausgegangen, dass der *BIP-Deflator zu Marktpreisen*, der die Entwicklung der Lohnstückkosten, Gewinnmargen und indirekten Steuern widerspiegelt, von 1,3 % im Jahr 2000 auf eine Bandbreite von 1,9 % bis 2,2 % im Jahr 2001 steigt. Im Jahr 2002 wird er wahrscheinlich wieder auf 1,3 % bis 2,2 % sinken. Der für das Jahr 2001 projizierte Anstieg der Inflation gemessen am BIP-Deflator spiegelt sowohl die Lohnstückkosten wider als auch eine gewisse vorübergehende Erhöhung der Gewinnmargen im Zusammenhang mit der Weitergabe der vorangegangenen Erhöhungen der Importpreise sowie den – voraussichtlich vorübergehenden – Auswirkungen der Tierseuchen auf die Nahrungsmittelpreise. Es wird angenommen, dass letztere Faktoren im Jahr 2002 allmählich an Wirkung verlieren, sodass die Inflation gemessen am BIP-Deflator voraussichtlich zurückgehen wird.

Die Arbeitslosenquote dürfte allmählich sinken, doch es wird angenommen, dass sich der in den letzten Jahren generell begrenzte *Anstieg der Löhne* im Projektionszeitraum weitgehend fortsetzen wird, wenngleich in geringerem Umfang als in der Vergangenheit. Auf der Grundlage von bestehenden Tarifverträgen und Informationen über die Lohndriftentwicklung ergibt die Projektion, dass sich die Reaktion des Lohnwachstums auf den vorübergehenden Anstieg der Inflation in Grenzen halten dürfte. Dies ist trotz einiger Expost- und Teilanpassungen der Löhne, die in diesem Jahr in einigen Ländern vorgenommen wurden, zu erwarten. Bereits umgesetzt-

te Senkungen der direkten Steuern werden 2001 die Kaufkraft der Verbraucher stärken und dürften somit in einigen Ländern einen dämpfenden Einfluss auf Lohnforderungen ausüben, während Senkungen der Sozialversicherungsbeiträge eine ähnliche Wirkung auf die Lohnentwicklung in den Jahren 2001 und 2002 haben dürften. Insgesamt wird erwartet, dass das Lohnwachstum 2001 und 2002 zwar stärker als im Vorjahr ausfallen wird, aber dennoch relativ verhalten bleibt.

Im Verhältnis zu dem im Vorjahr beobachteten äußerst geringen Zuwachs ergibt sich 2001 für die *Lohnstückkosten* ein moderater Anstieg als Folge höherer Löhne und eines durch konjunkturelle Faktoren bedingten vorübergehend niedrigeren Produktivitätswachstums. Danach dürfte die Zunahme der Lohnstückkosten 2002 leicht zurückgehen; geringfügig höhere Lohnsteigerungen würden durch die projizierte Erholung des Produktivitätswachstums mehr als ausgeglichen. Unterdessen wird erwartet, dass die Ausweitung der *Gewinnmargen* durch moderaten Nachfragedruck im Zusammenhang mit einer BIP-Wachstumsrate, die weitgehend mit der trendmäßigen Entwicklung des Potenzialwachstums übereinstimmen dürfte, begrenzt wird. Während in diesem Jahr ein leichter Anstieg der Gewinnmargen infolge der Überwälzung der vorangegangenen Importkostensteigerungen auf die Preise (außer Energie) erwartet wird, dürfte diese Ausweitung im Jahr 2002 geringfügig zurückgehen. Im gesamten Euro-Währungsgebiet werden *indirekte Steuern* im Jahr 2002 einen geringen Aufwärtsdruck auf die Preise ausüben, als Folge geplanter Erhöhungen der indirekten Steuern (außer Mehrwertsteuer), insbesondere der Energiesteuern. Angesichts des intensiven Wettbewerbs im Einzelhandel im Eurogebiet sowie der umfassenden öffentlichen Kontrolle wird davon ausgegangen, dass sich die Euro-Bargeldumstellung nicht signifikant auf die Inflationsprojektionen auswirken wird.

Es wird erwartet, dass die Entwicklung der Komponenten des HVPI (außer Energie und Nahrungsmittel) weitgehend die allgemeine Entwicklung des BIP-Deflators nachvollzieht.

Die Teuerungsrate bei den *Preisen für Industrieerzeugnisse (außer Energie)* dürfte 2001 infolge der gegenwärtig hohen Kapazitätsauslastung und der verzögerten Auswirkung des Anstiegs der Einfuhrpreise im Jahr 2000 allmählich steigen. Ihre Inflationsrate sollte anschließend leicht zurückgehen, wenn der von den Einfuhrpreisen ausgehende Preisauftrieb nachlässt. Trotz eines gewissen Abwärtsdrucks, der von der weiteren Deregulierung im Telekommunikationssektor aus-

geht, wird für die Inflation der *Dienstleistungspreise* im Jahr 2001 infolge eines Anstiegs der administrierten Preise und indirekten Steuern sowie auch höherer Lohnstückkosten ebenfalls eine Zunahme projiziert. Die Projektionen ergeben einen leichten Rückgang der Preissteigerung bei Dienstleistungen im Jahr 2002, vor allem weil frühere Anhebungen administrierter Preise bei der Berechnung der jährlichen Inflationsrate wegfallen.

6 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Perspektiven für die Weltwirtschaft bleiben ungewiss

Seit der Veröffentlichung der letzten Quartalsausgabe des Monatsberichts im März 2001 besteht erhebliche Ungewissheit hinsichtlich der Perspektiven für die Weltwirtschaft, wobei die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und in Japan nach wie vor im Mittelpunkt des Interesses stehen. In den meisten Schwellenländern ist ebenfalls eine konjunkturelle Abkühlung eingetreten, insbesondere in den Volkswirtschaften Südost- und Ostasiens, die den Rückgang im IT-Sektor unmittelbar zu spüren bekommen. Außerdem gaben die Entwicklungen in Argentinien und der Türkei immer wieder Anlass zur Besorgnis. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt lassen die wirtschaftliche Lage in den Vereinigten Staaten und der anhaltende Deflationsdruck in Japan, zusammen mit den Auswirkungen dieser Entwicklungen auf die Schwellenländer, immer noch den Schluss zu, dass die Abwärtsrisiken für das weltwirtschaftliche Wachstum weiterbestehen.

In den Vereinigten Staaten bestätigen die jüngsten Tendenzen, dass sich das Wirtschaftswachstum weiter abschwächt. Im ersten Quartal 2001 nahm das reale BIP um 1,3 % zu (im Quartalsvergleich, auf Jahresrate umgerechnet), da eine drastische Korrektur der Lagerbestände durch das kräftige Wachstum des Konsums (2,9 % im Quartalsvergleich, auf Jahresrate umgerechnet) sowie

durch eine leichte Erholung bei den Anlageinvestitionen der Unternehmen (1,1 % im Quartalsvergleich, auf Jahresrate umgerechnet) mehr als ausgeglichen wurde. Dies deutet darauf hin, dass sich der Unternehmenssektor möglicherweise rasch an ein Umfeld mit niedrigerem Wachstum anpasst. Außerdem leisteten auf Grund des starken Rückgangs der realen Importe (-9,1 % im Quartalsvergleich, auf Jahresrate umgerechnet) die Nettoexporte zum ersten Mal seit mehr als vier Jahren einen positiven Beitrag zum realen BIP-Wachstum.

In wichtigen Bereichen der amerikanischen Wirtschaft ist die Konjunktur weiterhin schwach, was die kurzfristigen Perspektiven äußerst ungewiss macht. Der anhaltende Rückgang der Industrieproduktion in Verbindung mit den schwachen Auftragseingängen im Gebrauchsgütersektor zu Beginn des zweiten Quartals 2001 legt die Vermutung nahe, dass die Investitionstätigkeit in diesem Quartal weiter zurückgegangen ist. Andererseits scheinen die Bauausgaben und, was noch wichtiger ist, die privaten Konsumausgaben das Wachstum im zweiten Quartal weiterhin gestützt zu haben. Außerdem scheint sich das Verbrauchervertrauen nach einem starken Rückgang in den ersten zwei Monaten des Jahres in der jüngsten Zeit trotz einer gewissen Verschlechterung der Arbeitsmarktlage stabilisiert zu haben. Im Mai lag die Arbeitslosenquote bei 4,4 %, gegenüber 4,0 % Ende 2000.

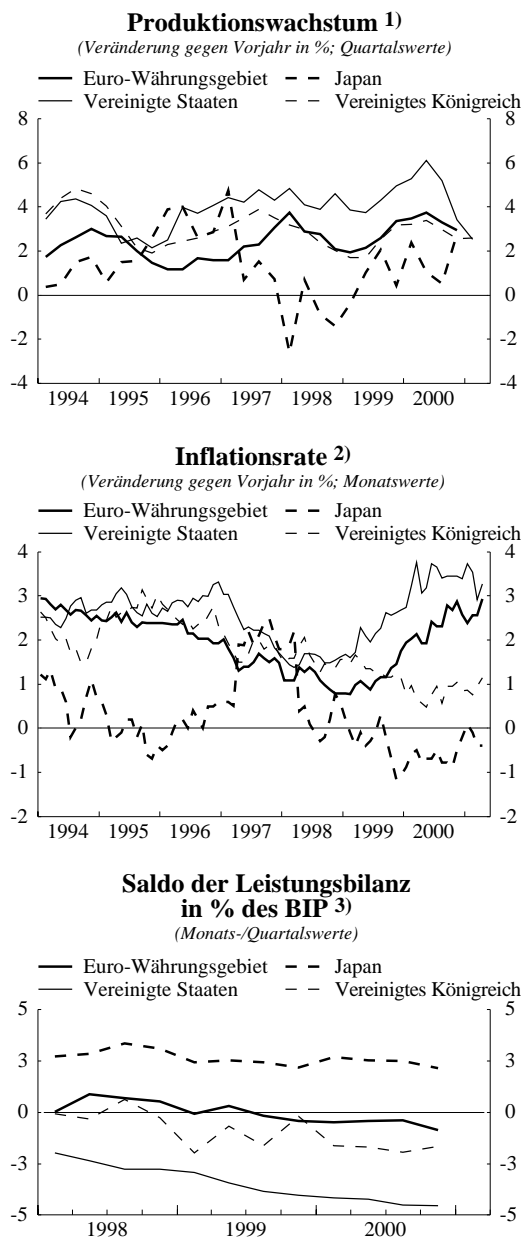
Auf mittlere Sicht dürfte der Abschluss des Anpassungsprozesses im Unternehmenssektor zur allmählichen Erholung des realen BIP-Wachstums beitragen. Allerdings stellen die hohe Verschuldung und die negative Sparquote der privaten Haushalte erhebliche Abwärtsrisiken für die privaten Konsumausgaben dar, wenn auch das vor kurzem verabschiedete, auf mehrere Jahre angelegte Steuersenkungsprogramm (1,35 Billionen USD) diese Risiken abschwächen dürfte.

Was die Inflation betrifft, so haben sich die Jahresänderungsraten des Verbraucherpreisindex und des Erzeugerpreisindex nach einem Anstieg zum Jahresbeginn weitgehend stabilisiert. Im April betragen sie 3,3 % bzw. 3,7 %, gegenüber 3,7 % bzw. 4,9 % im Januar. Allerdings verdeutlicht der rasche Anstieg der Lohnstückkosten im nicht landwirtschaftlichen Gewerbe und der Arbeitskosten in der Privatwirtschaft im ersten Quartal 2001 um 6,3 % bzw. 4,5 % (im Quartalsvergleich, auf Jahresrate umgerechnet), dass die Unternehmen einem zunehmenden Kostendruck ausgesetzt sind.

Vor diesem Hintergrund hat der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank seine Geldpolitik in den ersten fünf Monaten 2001 gelockert und den Zielzinssatz für Tagesgeld bis zum 15. Mai 2001 um insgesamt 250 Basispunkte auf 4 % gesenkt.

In Japan ist der Erholungsprozess anscheinend zum Stillstand gekommen, und die Deflationsängste nehmen zu. Zwar wuchs das reale BIP im vierten Quartal 2000 mit 2,8 % auf Jahresrate umgerechnet relativ kräftig, aber die wirtschaftliche Tätigkeit wurde hauptsächlich durch die umfangreichen privaten Investitionen getragen (+26,8 %, im Quartalsvergleich, auf Jahresrate umgerechnet), während sowohl die privaten Konsumausgaben als auch die Nettoexporte das Wachstum insgesamt negativ beeinflussten. Ein weiterer Rückgang der Ausfuhren, der bei den Erzeugnissen aus dem IT-Bereich besonders ausgeprägt war, trug anschließend zu einer deutlichen Verlangsamung der Industrieproduktion und einer Verschlechte-

Abbildung 3 I
Grundlegende Entwicklungen in
wichtigen Industrieländern



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

- 1) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten.
- 2) Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet bis 1995 sind für den HVPI auf Basis nationaler VPI-Werte geschätzt; nach 1995: HVPI-Werte.
- 3) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden EZB- und Eurostat-Angaben verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Angaben. Bei den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Japan beziehen sich die Ergebnisse sowohl für das BIP als auch für die Leistungsbilanz auf saisonbereinigte Angaben; für das Euro-Währungsgebiet sind die BIP-Werte saisonbereinigt, während es sich bei den Angaben zur Leistungsbilanz um nicht saisonbereinigte Werte handelt.

rung der Geschäftslage insgesamt bei. Gleichzeitig haben die Unternehmen auch begonnen, ihre Investitionspläne für das laufende Geschäftsjahr nach unten zu korrigieren, was sich bereits in dem jüngsten Rückgang der Auftragseingänge im Maschinenbau niederschlägt.

Was die Zukunft betrifft, so sind die mittelfristigen Wachstumsaussichten für den japanischen Unternehmenssektor relativ gedämpft. Zeitpunkt und Ausmaß eines möglichen Wiederanziehens der Konjunktur hängen entscheidend von der Entwicklung der Auslandsnachfrage und der Umsetzung von Strukturreformen durch die Regierung ab. Die Pläne zur Beschleunigung des Abbaus Notleidender Kredite in den Bankbilanzen, die zu diesen Maßnahmen zählen, könnten die kurzfristigen Wachstumsaussichten weiter dämpfen, aber zu einem Anstieg der langfristigen Potenzialwachstumsrate beitragen. Da die jüngste Abschwächung allmählich auf den Arbeitsmarkt übergreift, dürften auch die privaten Konsumausgaben auf kurze Sicht moderat bleiben, obgleich die Erwartung von Reformmaßnahmen sich positiv auf das Vertrauen auswirken und mit der Zeit die Ausgaben der privaten Haushalte beflügeln könnte. Angesichts dieser Lage dürften die derzeit zu verzeichnenden deflationären Tendenzen nur langsam abnehmen.

Vor diesem Hintergrund beschloss die Bank von Japan Mitte März 2001, ihr operatives Ziel zu ändern und von einem Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld auf den ausstehenden Saldo der Girokonten bei der Zentralbank überzugehen, wobei dieses Ziel zunächst auf 5 Billionen JPY festgesetzt wurde. Sie beschloss außerdem, die neue operative Strategie beizubehalten, bis die Jahresänderungsrate des Verbraucherpreisindex (ohne leicht verderbliche Waren) sich bei 0 % oder darüber stabilisiert haben wird, sowie die Outright-Käufe langfristiger Staatsanleihen zu erhöhen, sollte sich dies für die reibungslose Bereitstellung von Liquidität als erforderlich erweisen. Diese Änderung der Strategie führte zu einem Rückgang des Zinssatzes für unbesichertes Tagesgeld auf nahezu Null.

Die Signale hinsichtlich des Zustands der Wirtschaft im Vereinigten Königreich sind weiterhin uneinheitlich. Die privaten Konsumausgaben bleiben relativ kräftig, während die Auslandsnachfrage in jüngster Zeit Zeichen einer Abschwächung erkennen ließ und das reale BIP-Wachstum sich im letzten Quartal 2000 und im ersten Quartal 2001 auf 1,7 % (im Quartalsvergleich, auf Jahresrate umgerechnet) verlangsamte.

Das niedrigere Wachstum ist hauptsächlich auf die Schwäche des industriellen Sektors zurückzuführen, in dem die Produktion seit dem letzten Quartal 2000 rückläufig ist. Jüngste Umfragedaten zeigen, dass im Verarbeitenden Gewerbe, das bereits unter dem Gewinneinbruch des letzten Jahres leidet, mit zurückgehenden Auftragseingängen im Exportgeschäft gerechnet werden muss. Im Dienstleistungssektor beschleunigte sich allerdings das Wachstum im ersten Quartal dieses Jahres im Vergleich zum letzten Quartal 2000. Die Gesamtbeschäftigung erhöhte sich in den drei Monaten bis März weiter, und die Arbeitslosenquote fiel gegenüber dem letzten Quartal 2000 um 0,2 Prozentpunkte auf 5,1 %. Auf der Nachfrageseite wurde das Wachstum der privaten Konsumausgaben durch die gute Beschäftigungslage gestützt. Die Bruttoanlageinvestitionen, die sich in der zweiten Hälfte 2000 deutlich erholt hatten, schwächten sich zu Beginn dieses Jahres ab, und der Staatsverbrauch nahm nur wenig zu. Im ersten Quartal 2000 übertraf das Wachstum der Einfuhren mengenmäßig erneut das der Ausfuhren.

Betrachtet man die nähere Zukunft, so hängt die Erholung im industriellen Sektor weitgehend von der Entwicklung der Auslandsnachfrage und des Wechselkurses des Pfund Sterling ab. Der Dienstleistungssektor dürfte von dem relativ starken Wachstum der inländischen Endnachfrage gestützt werden. Ein möglicher Rückgang der privaten Konsumausgaben, unter anderem infolge der jüngsten Schwäche der Aktienmärkte, könnte durch die geplante Ausweitung der staatlichen Ausgaben kompensiert werden. Allerdings bestehen wegen der Möglichkeit einer anhalten-

den Schwäche der Weltwirtschaft und einer sich daraus ergebenden weiteren Abnahme des Vertrauens der Industrie auch Abwärtsrisiken, die die Anlageinvestitionen negativ beeinflussen könnten.

Im ersten Quartal beschleunigte sich die Jahreswachstumsrate der nominalen Durchschnittsverdienste auf Grund von Sonderzahlungen zum Jahresbeginn. Ohne diese Sonderzahlungen gerechnet ging die Wachstumsrate von rund 4,6 % (Ende 2000) auf 4,2 % zurück. Der Verbraucherpreisanstieg blieb moderat. Im April betrug der Anstieg des Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen 2,0 %, gegenüber 1,9 % im Vormonat. Die Teuerung nach dem HVPI belief sich auf 1,1 %, nach 1,0 % im März. Vor dem Hintergrund dieser niedrigen Inflationsraten hat die Bank von England den Repo-Satz in diesem Jahr bereits dreimal gesenkt, und zwar um insgesamt 0,75 Prozentpunkte auf 5,25 %.

In den Schwellenländern Asiens hat die Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums zu einer Polarisierung der Aussichten für das BIP-Wachstum geführt; auf der einen Seite stehen dabei die meisten Länder Südost- und Ostasiens und auf der anderen Seite die stärker isolierten Volkswirtschaften Chinas und Indiens. Der weltweite Wachstumsrückgang, insbesondere im IT-Sektor, wirkte sich in den technologielastrigen Volkswirtschaften der Schwellenländer Asiens sehr negativ auf die Konjunktur aus, was sich vor allem in einem Rückgang der Ausfuhren niederschlug. Infolgedessen dürfte sich das BIP-Wachstum in Hongkong, Korea, Malaysia und Singapur im Jahr 2001 im Vergleich zu 2000 nahezu halbieren. Dieser Rückgang steht in deutlichem Gegensatz zu den freundlicheren wirtschaftlichen Perspektiven für die beiden größten Volkswirtschaften in der Region, die weniger anfällig gegenüber Entwicklungen der Weltwirtschaft sind. Getragen von einer starken Inlandsnachfrage dürften die BIP-Wachstumsraten für China und Indien 2001 ähnlich hoch sein wie im vergangenen Jahr. Auf der finanziellen Seite hatten die in den meisten Ländern der Region niedrigeren Zinsspreads gegenüber den Vereinigten Staaten bisher kei-

nen großen Einfluss auf die Wertpapierströme. Außerdem gibt es kaum Hinweise auf neue Ströme von Direktinvestitionen nach Asien, außer im Falle von China, wo die ausländischen Direktinvestitionen von der Aussicht des Landes auf Mitgliedschaft in der Welthandelsorganisation beflügelt werden. Da in den meisten Volkswirtschaften Asiens alles auf eine Abkühlung der Konjunktur hindeutet, würden weitere Reformanstrengungen im Unternehmens- und im Finanzsektor die Aussichten mittelfristig verbessern.

In den größten Ländern, die der Europäischen Union beitreten wollen, scheinen die wirtschaftlichen Aussichten insgesamt etwas weniger günstig zu sein als im vergangenen Jahr, was teilweise auf Unsicherheiten hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Entwicklung zurückzuführen ist. In Polen ging die Inflation infolge einer leichten Abschwächung der Nachfrage bis März 2001 rasch zurück, nahm dann aber im April wieder etwas zu. Obwohl die mittelfristigen Aussichten positiv bleiben, dürfte die Wirtschaft dieses Jahr etwas langsamer wachsen als in der jüngsten Vergangenheit. In Ungarn sind die Aussichten für die Inlandskonjunktur immer noch gut, obwohl die Inflation im Februar und März 2001 – angefacht durch einen steilen Anstieg der Lebensmittelpreise – relativ hoch blieb. Auf Grund dieser Entwicklungen kündigte die Zentralbank am 3. Mai 2001 eine Ausweitung der Schwankungsbandbreite des Forint von $\pm 2,25\%$ auf $\pm 15\%$ an, die zu einer leichten Aufwertung der Währung führte. In der Tschechischen Republik sind die Inflationserwartungen infolge der nachlassenden Nachfrage anscheinend zurückgegangen. Das größte Risiko für die Perspektiven stellen die Ungleichgewichte im Staatshaushalt dar, die in diesem Jahr weiter anhalten dürften.

Die Situation in der Türkei ist nach wie vor instabil. Allerdings haben sich die Aussichten möglicherweise verbessert, nachdem eine Erhöhung des drei Jahre laufenden IWF-Bereitschaftskreditabkommens um 8 Mrd USD bewilligt wurde. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt gelten die größten Sorgen dem raschen Anstieg der Inflationsrate (die auf

Jahresrate gerechnet im April 2001 fast 50 % erreichte), der mit einem Rückgang der Industrieproduktion einhergeht.

Nach den bemerkenswert guten Ergebnissen im letzten Jahr dürfte angesichts etwas niedrigerer Ölpreisprognosen, eines stärkeren Wechselkurses und des Rückgangs des Weltwirtschaftswachstums das Produktionswachstum in Russland im Jahr 2001 nachlassen. Positiv ist zu vermerken, dass sich infolge der einmaligen Mehreinnahmen durch Ölverkäufe im letzten Jahr die öffentlichen Finanzen deutlich verbessert haben.

Die Entwicklung in den lateinamerikanischen Ländern wird weiterhin stark von der weltweiten Wachstumsschwäche sowie der Wirtschaftskrise in Argentinien beeinflusst. Neueste Informationen deuten auf eine gewisse Verbesserung der finanziellen Bedingungen für Argentinien hin; diese Hoffnung wird von der Erwartung gestützt, dass die Regierung einen Anleihenwap durchführen wird, mit dem die Fälligkeiten der Auslandsschulden verlängert werden sollen. Außerdem kündigten die Behörden im Gefolge der jüngsten Neuverhandlungen der Vereinbarungen des Landes mit dem IWF einige Soforthilfemaßnahmen an, mit denen das wachsende Haushaltsdefizit eingedämmt werden soll. Argentinien anhaltende Rezession hat auch zur Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten in Brasilien beigetragen, wobei dieses Land außerdem von einem heftigen Angebotschock auf Grund von Engpässen bei der Stromversorgung betroffen ist. Ferner sind die Ströme ausländischer Direktinvestitionen nach Brasilien im Vergleich zum Höchststand im letzten Jahr stark zurückgegangen, was die Anfälligkeit des Landes gegenüber externen Schocks verdeutlicht. Auch in Mexiko geht infolge der Entwicklung in den Vereinigten Staaten das Wirtschaftswachstum weiter zurück. Dazu tragen auch die aktuellen Rohölpreise – die unter dem hohen Niveau vom vergangenen Jahr liegen – sowie die Kürzungen der öffentlichen Ausgaben bei, die erforderlich sind, um das für das Haushaltsdefizit im Jahr 2001 gesteckte Ziel zu erreichen.

Euro schwächte sich im Mai 2001 ab

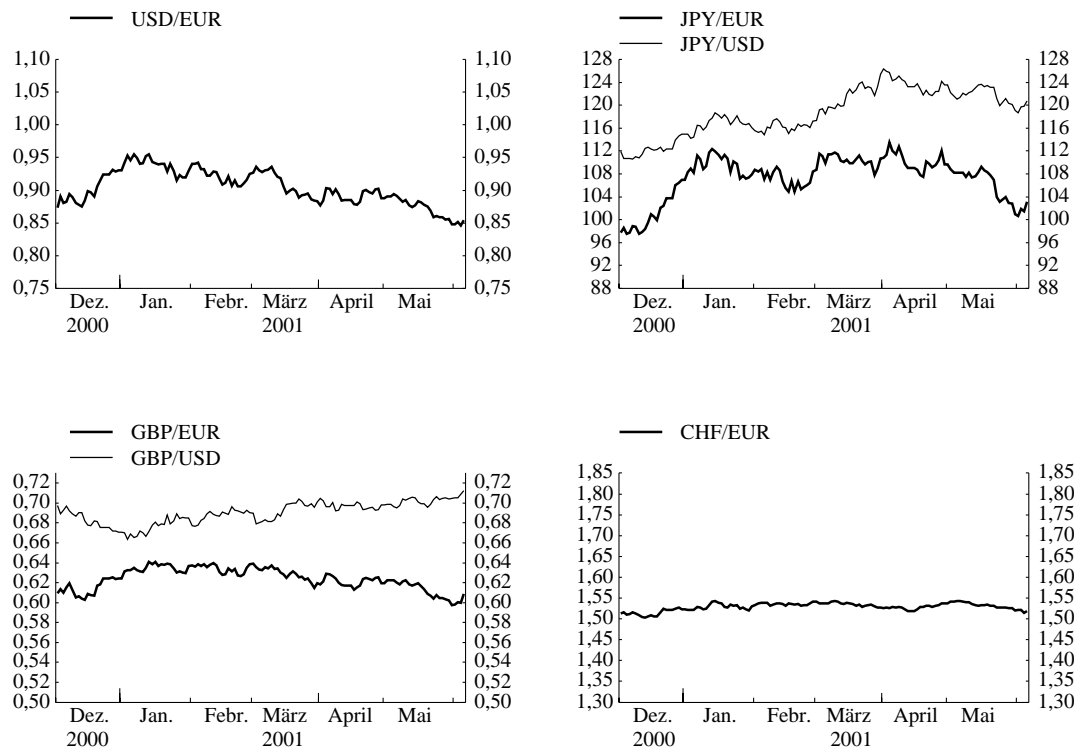
Nach einer Periode relativer Ruhe war das Geschehen an den Devisenmärkten im Mai und Anfang Juni 2001 von einer allgemeinen Abwertung des Euro und einer Aufwertung des japanischen Yen gegenüber allen wichtigen Währungen gekennzeichnet.

Gegenüber dem US-Dollar wertete sich der Euro im Mai zunächst leicht auf, verlor dann aber gegen Ende des Berichtszeitraums kontinuierlich an Wert und erreichte Anfang Juni seinen tiefsten Stand seit November 2000 (siehe Abbildung 32). Obwohl die kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten infolge des Beschlusses der Federal Reserve vom 15. Mai, die Zinsen um weitere 50 Basispunkte zu senken, unter das Niveau der entsprechenden Zinsen im Eurogebiet fielen, hing die erneute Abwertung der Gemeinschaftswährung vor allem mit jüngsten Datenveröffentlichungen für das Euro-Währungsgebiet zusammen, darunter Angaben zum BIP-Wachstum in einigen großen EWU-Ländern und zum Vertrauen der Industrie sowie Wachstumsprognosen für 2001. Gleichzeitig hatte die für das BIP-Wachstum der US-Wirtschaft im ersten Quartal vorgenommene beträchtliche Revision nach unten anscheinend keine merklichen Auswirkungen auf den Dollarkurs; der Effekt dürfte durch andere Datenveröffentlichungen, die von den Marktteilnehmern als Anzeichen für eine früher als erwartet eintretende Erholung der US-Wirtschaft gedeutet wurden, teilweise ausgeglichen worden sein. Ein weiterer Faktor, der sich stützend auf den Dollar ausgewirkt haben mag, war die Ankündigung der bevorstehenden Neugewichtung eines maßgeblichen Aktienindex, bei dem das relative Gewicht von Dividendenwerten des Eurogebiets stärker als erwartet reduziert und das Gewicht amerikanischer Dividendenwerte erhöht wurde. Am 6. Juni notierte der Euro bei 0,85 USD und damit um 3,8 % niedriger als Ende April und um 7,5 % unter seinem Durchschnittswert im Jahr 2000.

Abbildung 32

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Gegenüber dem Yen wertete sich der Euro in der gesamten zweiten Maihälfte vergleichsweise kräftig ab, gewann aber Anfang Juni wieder etwas an Boden zurück. Vor dem Hintergrund der nach wie vor eingetrübten wirtschaftlichen Perspektiven Japans und mangels bedeutsamer Wirtschaftsnachrichten war die Aufwertung des Yen möglicherweise das Ergebnis technischer Käufe durch Investoren und erneuter Kursicherungsgeschäfte seitens der japanischen Exporteure, die zur allgemeinen Stärkung der japanischen Währung, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, mit beigetragen haben. Am 6. Juni notierte der Euro bei 103,1 JPY und lag damit rund 6 % unter seinem Wert von Ende April und 3,7 % über seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr.

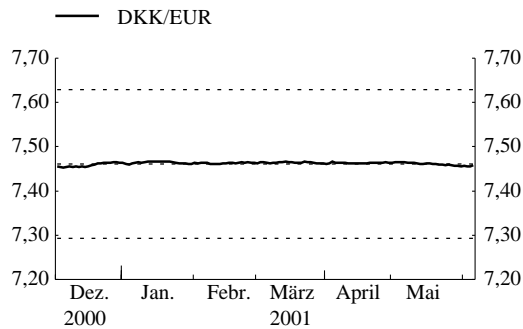
Auch gegenüber dem Pfund Sterling verlor der Euro im Mai an Wert, konnte aber Anfang Juni einen Teil seiner vorangegangenen Kursverluste wieder wettmachen. Dagegen

hat sich die britische Währung gegenüber dem US-Dollar im Berichtszeitraum abgewertet. Die Aufwertung des Pfund Sterling gegenüber dem Euro scheint teilweise mit der bereits erwähnten Ankündigung der Neugewichtung eines maßgeblichen Aktienindex im Zusammenhang gestanden zu haben, durch die auch den britischen Dividendenwerte ein größeres Gewicht zukommen wird. Am 6. Juni notierte der Euro bei 0,61 GBP, d. h. 1,7 % unter seinem Wert von Ende April und in etwa bei seinem Durchschnittswert im Jahr 2000.

Im WKM II bewegte sich die dänische Krone im Mai und Anfang Juni nach wie vor in einem engen Band um ihren Leitkurs zum Euro (siehe Abbildung 33). Was die sonstigen europäischen Währungen betrifft, so blieb der Euro im Berichtszeitraum auch gegenüber der schwedischen Krone weitgehend stabil. Gegenüber dem Schweizer Franken verlor er im Mai und Anfang Juni nach einer zeitweiligen

Abbildung 33 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



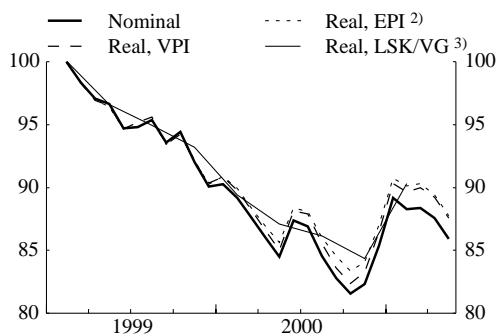
Quelle: EZB.

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

Abbildung 34 Effektive Euro-Wechselkurse

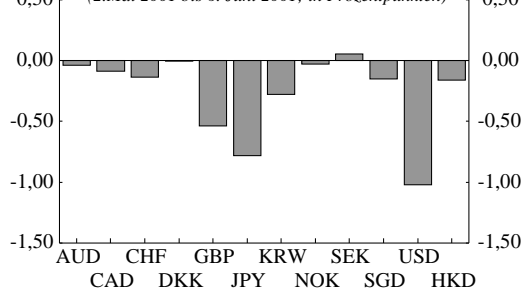
Nominale und reale effektive Wechselkurse ¹⁾

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



Beiträge zu den Veränderungen der nominalen effektiven Wechselkurse ⁴⁾

(2. Mai 2001 bis 6. Juni 2001; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Mai 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.

Aufwertung im April an Wert und gab damit seine vorherigen Kursgewinne größtenteils wieder ab.

In nominaler effektiver Rechnung, d. h. im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, wertete sich der Euro von Ende April bis zum 6. Juni um 3,1 % ab. Damit lag der nominale effektive Wechselkursindex des Euro am 6. Juni 1,3 % unter dem Durchschnitt des vergangenen Jahres. In realer Rechnung wiesen die mit dem VPI, Erzeugerpreisindex und den Lohnstückkosten deflationierten effektiven Wechselkursindizes des Euro im Verlauf dieses Jahres einen etwas geringeren Rückgang als in nominaler effektiver Rechnung auf, bewegten sich aber weiterhin nahezu im Gleichlauf mit dem nominalen Index (siehe Abbildung 34).

Defizit in der Leistungsbilanz im März 2001

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im März 2001 ein Defizit in Höhe von 2,8 Mrd € auf, nachdem im gleichen Monat des Vorjahres ein ausgeglichener Saldo erzielt worden war (alle Angaben beziehen sich auf die zwölf EWU-Staaten). Ausschlaggebend hierfür war ein Anstieg des Defizits bei den Dienstleistungen (von 0,3 Mrd € im März 2000 auf 2,8 Mrd € im März 2001), den laufenden Übertragungen (von 2,7 Mrd € im März 2000 auf 4,6 Mrd € im März 2001) und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen, das den gestiegenen Warenhandelsüberschuss (5,3 Mrd € im März 2001, gegenüber 3,3 Mrd € im März 2000) mehr als ausgeglichen hat.

Im ersten Quartal 2001 belief sich das Defizit in der Leistungsbilanz auf 9,2 Mrd €, verglichen mit einem Defizit in Höhe von 11,5 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum (siehe Tabelle 12). Diese Verringerung ist vor allem auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses (um 3,6 Mrd € im Vergleich zum ersten Quartal 2000) sowie ein geringeres Defizit bei den laufenden Übertragungen

(das im gleichen Zeitraum um 1,5 Mrd € sank) zurückzuführen, womit die höheren Defizite bei den Dienstleistungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (die um 2,4 Mrd € bzw. 0,3 Mrd € zunahmen) mehr als ausgeglichen wurden. Die im ersten Quartal des laufenden Jahres verzeichnete Ver-

besserung beim Saldo des Warenhandels ist auf einen kräftigeren Anstieg der Wareneinfuhren (um 15,7 % gegenüber dem ersten Quartal 2000) im Vergleich zum Anstieg der Wareneinfuhren (um 14,3 %) zurückzuführen, was wiederum auf eine zeitlich verzögerte Wirkung der durch die vorherige lang anhal-

Tabelle 12

Zahlungsbilanz der zwölf EWU-Staaten

(Mrd €, nicht saisonbereinigt)

	2000 Jan.–März	2000 März	2001 Jan.–März	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März
Saldo der Leistungsbilanz	-11,5	-0,0	-9,2	-8,5	2,1	-2,8
Einnahmen	360,5	132,3	413,9	138,2	133,0	142,8
Ausgaben	372,0	132,4	423,2	146,8	130,9	145,5
Saldo des Warenhandels	3,1	3,3	6,7	-1,9	3,3	5,3
Ausfuhr	218,4	82,7	252,6	79,4	81,5	91,6
Einfuhr	215,2	79,4	245,9	81,3	78,3	86,3
Saldo der Dienstleistungen	-3,9	-0,3	-6,3	-2,5	-1,1	-2,8
Einnahmen	61,2	22,9	63,7	21,2	20,9	21,6
Ausgaben	65,1	23,2	70,1	23,7	22,0	24,4
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-6,6	-0,4	-6,9	-6,7	0,5	-0,7
Saldo der Laufenden Übertragungen	-4,2	-2,7	-2,7	2,5	-0,6	-4,6
Saldo der Vermögensübertragungen	3,9	1,5	3,5	1,4	1,6	0,5
Saldo der Kapitalbilanz	.	.	18,0	-4,7	2,1	20,6
Direktinvestitionen	147,5	1,1	-47,5	-4,5	-0,8	-42,3
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-63,6	-36,2	-59,6	-13,0	-17,1	-29,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-33,5	-13,1	-28,0	-9,0	-7,7	-11,3
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-30,1	-23,1	-31,6	-4,0	-9,5	-18,1
Im Euro-Währungsgebiet	211,1	37,3	12,1	8,5	16,4	-12,8
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	191,2	24,7	26,7	6,2	13,9	6,6
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	19,9	12,6	-14,5	2,3	2,5	-19,4
Wertpapieranlagen	-190,4	-34,4	-38,5	-45,5	0,9	6,1
Dividendenwerte	-223,6	-47,2	-6,5	-19,9	2,5	10,9
Aktiva	-117,0	-26,6	-23,1	-17,8	-11,0	5,7
Passiva	-106,6	-20,6	16,6	-2,1	13,5	5,2
Schuldverschreibungen	33,2	12,8	-32,0	-25,6	-1,6	-4,8
Aktiva	-33,3	-15,6	-55,3	-16,5	-18,3	-20,5
Passiva	66,5	28,4	23,3	-9,1	16,8	15,6
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-42,9	-33,4	-86,0	-50,0	0,2	-36,2
Finanzderivate	2,7	1,6	-2,2	-5,1	-1,0	3,9
Übriger Kapitalverkehr	91,6	61,6	95,1	47,9	-3,2	50,3
Währungsreserven	.	.	11,1	2,4	6,1	2,6
Restposten	.	.	-12,2	11,9	-5,7	-18,3

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.

tende Abschwächungsphase des Euro bedingten Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen sein dürfte.

Seit dem ersten Quartal 1999 sind die Einfuhrwerte vor allem von steigenden Einfuhrpreisen in die Höhe getrieben worden, während die Ausfuhrwerte vorwiegend auf Grund höherer Exportvolumina gestiegen sind. Aus Statistiken der elf EWU-Staaten, für die Angaben zum Handelsvolumen vorliegen, geht hervor, dass sich die volumenmäßigen Einfuhren des Eurogebiets aus Drittländern vom ersten Quartal 1999 bis zum vierten Quartal 2000 um 9,4 % erhöhten, während die Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer dem Volumen nach um 22,2 % stiegen. Ein Vergleich mit den volumenmäßigen Einfuhren des Eurogebiets aus EWU-Staaten, die im gleichen Zeitraum um 15,5 % stiegen, scheint zu bestätigen, dass sich das Wachstum der Einfuhren aus Drittländern in Folge der Abwertung der Gemeinschaftswährung leicht abgeschwächt hat. Der anhaltende Anstieg der volumenmäßigen Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer ist auf die lebhaftere Auslandsnachfrage zurückzuführen, die – gemessen am gewogenen Durchschnitt der Einfuhrvolumen der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets – in diesem Zeitraum um 19,0 % zu-

nahm, sowie auf die verbesserte Wettbewerbsposition auf Grund der Abwertung des Euro seit seiner Einführung.

Offensichtlich haben sich die Gewinnspannen der Exporteure vergrößert, denn die Abwertung des Euro hat sich nur bedingt in einer Zunahme von Marktanteilen niedergeschlagen. Zieht man die in Abbildung 35 dargestellten Erzeugerpreise der EWU-Staaten als Ersatzindikator für die Kosten der Exporteure heran, so wird deutlich, dass die Preise der Ausfuhren des Eurogebiets in Drittländer – gemessen an den Indizes der Ausfuhrdurchschnittswerte – in den Jahren 1999 und 2000 stärker gestiegen sind als die Kosten. Dagegen haben sich die Ausfuhren in Länder innerhalb des Euroraums im gleichen Zeitraum mehr oder weniger parallel zu den Erzeugerpreisen verteuert.

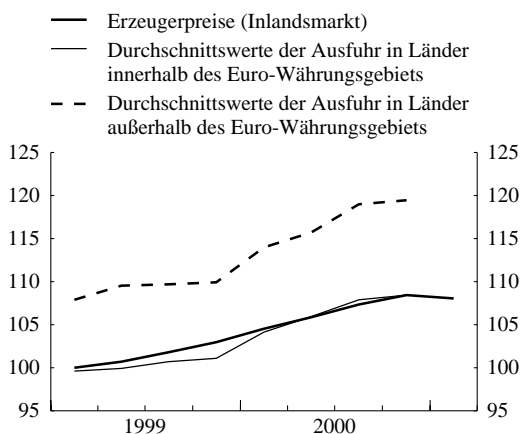
Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen führen im März 2001 zu Netto-Kapitalabflüssen

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kam es im März 2001 zu einem Netto-Kapitalabfluss in Höhe von 36,2 Mrd €; dieser Betrag ist auf einen Nettoabfluss von 42,3 Mrd € bei den Direktinvestitionen und einen Nettozufluss von 6,1 Mrd € bei den Wertpapieranlagen zurückzuführen (siehe Tabelle 12).

Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen standen weitgehend im Zusammenhang mit Transaktionen zwischen Unternehmen außerhalb des Eurogebiets und ihren im Eurogebiet ansässigen Tochterunternehmen, die in der Bilanz der Direktinvestitionen unter „Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen“ mit Nettoabflüssen in Höhe 37,5 Mrd € zu Buche schlugen. Dagegen wies der Bereich der Wertpapieranlagen geringe Netto-Kapitalzuflüsse auf. Hier ergab sich bei den Dividendenwerten in Verbindung mit bestimmten Transaktionen eines im Eurogebiet ansässigen Unternehmens ein Mittelzufluss von 10,9 Mrd €, durch den die Netto-Kapital-

Abbildung 35
Ausfuhrdurchschnittswerte und Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe der 11 EWU-Staaten

(Index: 1995 = 100)



Quellen: EZB und Eurostat.

abflüsse von 4,8 Mrd € bei den Schuldverschreibungen mehr als ausgeglichen wurden.

Im ersten Quartal 2001 betrug die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen 86,0 Mrd €, verglichen mit 42,9 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Der größte Teil der Abflüsse war bei den Direktinvestitionen unter der Position „Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen“ zu verzeichnen. Transaktionen ähnlicher Natur waren auch für nahezu alle bei den Direktinvestitionen im ersten Quartal 2001 zu verzeichnenden Nettoabflüsse verantwortlich; auf diese entfielen 46,1 Mrd € des Gesamtbetrags von 47,5 Mrd €. Infolge der Globalisierung von Besitzstrukturen und insbesondere auf Grund der umfangreichen

internationalen Übernahme- und Fusionsaktivitäten fast im gesamten Verlauf der Jahre 1999 und 2000 können sich Transaktionen innerhalb multinationaler Unternehmen – je nachdem, wie groß die zwischen den wichtigen Wirtschaftsräumen bestehenden Unterschiede z. B. beim Cash Flow der Unternehmen und den Kreditkonditionen sind – mitunter verstärkt auf die Zahlungsbilanz auswirken.

Der Netto-Kapitalabfluss bei den Wertpapieranlagen in Höhe von 38,5 Mrd € im ersten Quartal 2001 hing überwiegend mit Schuldverschreibungen (32,0 Mrd €) zusammen, während die Nettoabflüsse bei den Dividendenwerten begrenzt blieben (6,5 Mrd €).

