



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

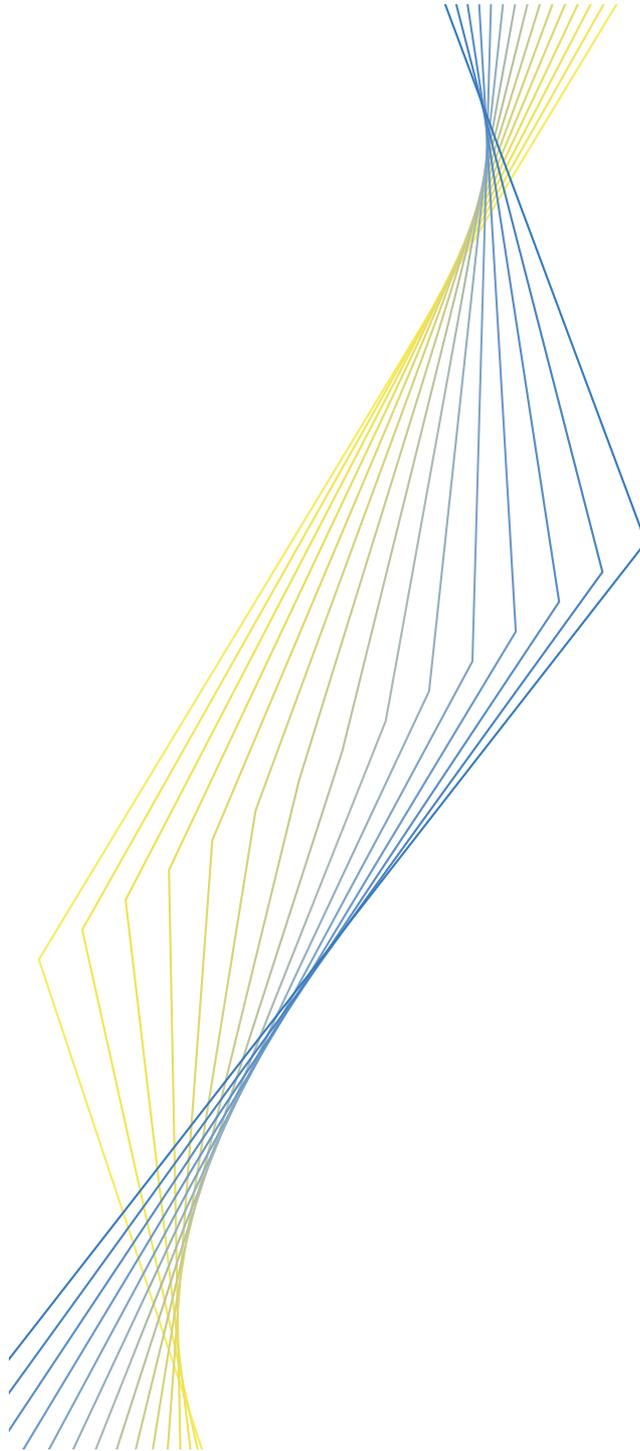
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

November 2001



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

November 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 7. November 2001.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	28
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	32
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	38
Kästen:	
1 Bereinigung der Geldmenge M3 um die von Ansässigen außerhalb des Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente	12
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Oktober 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	19
3 Längerfristige Entwicklung der nominalen und realen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet	23
Der Informationsgehalt von Gesamtindikatoren des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet	45
Der wirtschaftliche Rahmen der WWU	59
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	87*
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
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

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

Auf seiner Sitzung am 8. November 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems um 50 Basispunkte auf 3,25 % zu senken. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden ebenfalls um jeweils 50 Basispunkte auf 4,25 % bzw. 2,25 % gesenkt.

Dieser Beschluss spiegelte die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass der Inflationsdruck in den letzten Wochen weiter nachgelassen hat. Dies war insbesondere aus den Informationen im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB ersichtlich, aber auch die sich auf die erste Säule beziehenden Daten stehen nach Ansicht des EZB-Rats in Einklang mit dem Beschluss.

Was die erste Säule betrifft, so nahm die Geldmenge M3 im September 2001 beschleunigt zu, nachdem sie in den vergangenen Monaten bereits kräftig gewachsen war. Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 stieg für den Zeitraum von Juli bis September 2001 auf 6,9 %, nachdem er im Zeitraum von Juni bis August 6,5 % betragen hatte. Wie bereits in der Vergangenheit festgestellt wurde, sind die Zahlen für das M3-Wachstum aufgrund der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren nach oben verzerrt. Diese Verzerrung belief sich in den vergangenen Monaten weiterhin auf etwa einen $\frac{3}{4}$ Prozentpunkt. Die EZB wird mit der Veröffentlichung von M3-Daten für Oktober 2001 offizielle Zeitreihen für das um diese Verzerrung bereinigte Wachstum von M3 zur Verfügung stellen. Eine ausführliche Analyse dieser Abweichung ist in dem Abschnitt „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ in Kasten I zu finden.

Die besonders deutliche Zunahme der Geldmenge M3 im September spiegelte die gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten nach den Terroranschlägen vom 11. September wider. Die Zunahme folgte einem kräftigen Wachstum von M3 in den vergangenen Mo-

naten, was in engem Zusammenhang mit einer relativ flachen Zinsstrukturkurve und der Entwicklung an den Aktienmärkten stand. Der starke Anstieg von M3 scheint somit vor allem Portfolioumschichtungen von Aktien und anderen längerfristigen Finanzanlagen hin zu in M3 enthaltenen liquideren kurzfristigen Anlageformen seitens privater Anleger widerzuspiegeln. Diese Umschichtungen dürften lediglich vorübergehende Auswirkungen auf das M3-Wachstum haben. Unter Berücksichtigung des anhaltenden Rückgangs der Wachstumsrate der Kreditgewährung an den privaten Sektor zeigen die derzeitigen monetären Entwicklungen keine Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht an. Die dem Mengenwachstum zugrunde liegende Dynamik wird weiterhin genau beobachtet.

Was die zweite Säule angeht, so mehren sich in den letzten Wochen deutliche Anzeichen für ein weiteres Nachlassen des nachfragebedingten Preisauftriebs. Mehrere wirtschaftliche Indikatoren, die für den Euroraum und außerhalb vorliegen, deuten auf eine Abschwächung der Inlands- und Auslandsnachfrage hin. Dementsprechend und angesichts der Erwartung von weiteren ungünstigen Daten in der nahen Zukunft dürften die Prognosen und Projektionen höchstwahrscheinlich nach unten revidiert werden. Das gegenwärtige, von großer Unsicherheit geprägte Umfeld wird voraussichtlich zu Verschiebungen von Investitionen führen und in gewissem Maße auch die privaten Konsumausgaben im Eurogebiet beeinträchtigen. Dies hat zu der Erwartung ungünstiger Daten zum realen BIP-Wachstum im Euroraum in der zweiten Hälfte des Jahres 2001 geführt. Inzwischen wird auch erwartet, dass das reale BIP-Wachstum im kommenden Jahr teilweise hinter dem Produktionspotenzial zurückbleiben wird.

Was die Aussichten für die Preise im Eurogebiet betrifft, so haben die jüngsten Entwicklungen die Erwartung bestätigt, dass die jährlichen Inflationsraten unter anderem aufgrund der Rückbildung des vorangegangenen Energiepreisanstiegs und des Ausbleibens weiterer Preisschocks im Nahrungsmittelbereich allmählich sinken. Die Zahlen zu den Erzeu-

gerpreisen zeigen ebenfalls eine anhaltende Verlangsamung in allen Hauptgruppen der Industrie, was den Weg für einen weiteren Rückgang der Verbraucherpreisinflation ebnen dürfte. Darüber hinaus bekräftigen zwei Faktoren, die mittelfristig eine bedeutende Rolle spielen, die Einschätzung, dass die Lohnentwicklungen ein geringeres Risiko darstellen als zuvor. Zum einen dürfte die Konjunkturabschwächung zur Eindämmung des vom Arbeitsmarkt ausgehenden Inflationsdrucks beitragen. Zum anderen gibt es nun hinreichende Anzeichen dafür, dass der beschleunigte Anstieg der Verbraucherpreise vorübergehender Natur war, was die Inflationserwartungen wohl niedrig halten wird. In den nächsten Monaten werden die jährlichen Teuerungsraten von einer gewissen Volatilität geprägt sein, die aus Basiseffekten im Zusammenhang mit der vorangegangenen Preisentwicklung resultiert. Solche kurzfristigen Schwankungen sollten jedoch nicht über den mittelfristigen Trend hinwegtäuschen. Es wird nunmehr erwartet, dass die Preisstabilität im Jahr 2002 sicher wiederhergestellt sein wird.

Die Rahmenbedingungen für eine Erholung im Verlauf des kommenden Jahres und für eine Rückkehr zu einem zufriedenstellenden Wachstumspfad sind gegeben. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets sind solide, und es bestehen keine größeren Ungleichgewichte, die eine längerfristige Anpassung erfordern würden. Die Unsicherheit, die die Weltwirtschaft derzeit überschattet, dürfte mit der Zeit zurückgehen. Weitere positive Wachstumsimpulse dürften von der Erhöhung des real verfügbaren Einkommens ausgehen, die sich aus dem deutlichen Rückgang der Teuerung und den Auswirkungen der Steuersenkungen in mehreren Ländern des Euroraums ergibt. Darüber hinaus sind die Zinssätze jetzt über die gesamte Zinsstrukturkurve hinweg niedrig, was bedeutet, dass die derzeitigen Finanzierungsbedingungen das Wirtschaftswachstum deutlich stützen.

Vor dem Hintergrund des weiter nachlassenden Inflationsdrucks beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen der EZB zu senken. Dem sind

in diesem Jahr drei Zinssenkungen vorgegangen, womit sich die Rücknahme insgesamt auf 150 Basispunkte beläuft. Das neue Zinsniveau ist geeignet, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Dies wiederum wird ein Umfeld begünstigen, das der Wiederherstellung eines höheren Wirtschaftswachstums im Eurogebiet förderlich ist.

Was die Finanzpolitik betrifft, so bestätigte der EZB-Rat erneut seine Position im Hinblick auf die Auswirkung der konjunkturellen Verlangsamung auf die Haushaltspositionen der Länder des Euro-Währungsgebiets. Auch wenn eine konjunkturelle Verlangsamung naturgemäß negative Auswirkungen auf die nationalen Haushalte hat, so ist es doch wichtig, dass besonders die Länder mit einem immer noch nicht nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt und/oder mit hohen öffentlichen Schuldenquoten an ihren mittelfristigen Konsolidierungsplänen festhalten. Die derzeitige Abschwächung sollte den Spielraum für die Erfüllung der mittelfristigen Verpflichtungen aus den nationalen Stabilitätsprogrammen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts nicht wesentlich verändern. Eine mittelfristige Perspektive und eine anhaltende Konsolidierung sind für die Durchführung der Fiskalpolitik in allen Ländern des Eurogebiets entscheidend, um Anlegern und Verbrauchern ein deutliches Signal zu geben und somit das Vertrauen zu stärken und zu einer Konjunkturerholung beizutragen.

Im Zuge ihrer Bemühungen zur weiteren Ausweitung des Produktionspotenzials im Euroraum sollten die Regierungen auch verstärkt die Umsetzung von Strukturreformen vorantreiben. Finanzpolitische Reformen, auch in Bezug auf die Altersversorgungssysteme sowie die Höhe und Zusammensetzung der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben, werden stärkere Anreize für Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen bieten. Reformen der Arbeits- und Gütermärkte werden sich positiv auf das Beschäftigungswachstum im Euroraum auswirken und die Anfälligkeit der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet gegenüber zukünftigen negativen Schocks ver-

ringern. In einem Umfeld schwächerer Wirtschaftstätigkeit sollte die Notwendigkeit, strukturellen Rigiditäten entgegenzuwirken, noch augenfälliger sein als in Zeiten lebhaften Wachstums. Dies bedeutet, dass Reformen eher früher als später angegangen werden sollten.

Auf seiner Sitzung am 8. November 2001 beschloss der EZB-Rat außerdem, künftig den geldpolitischen Kurs der EZB – in der Regel – nur auf seiner ersten Sitzung im Monat festzulegen. Folglich werden Zinsbeschlüsse normalerweise auf dieser Sitzung gefasst wer-

den. Auf der zweiten Sitzung im Monat wird sich der EZB-Rat in erster Linie mit Fragen befassen, die mit den anderen Aufgaben und Verantwortlichkeiten der EZB und des Eurosystems zusammenhängen.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Artikel. Der erste Artikel untersucht den Informationsgehalt von Gesamtindikatoren des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet. Der zweite Beitrag gibt einen Überblick über den wirtschaftspolitischen Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 8. November beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 50 Basispunkte auf 3,25 % zu senken. Dies gilt erstmals für das am 14. November 2001 abzuwickelnde Geschäft. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden mit Wirkung vom 9. November ebenfalls um 50 Basispunkte gesenkt, und zwar auf 2,25 % bzw. 4,25 % (siehe Abbildung 1).

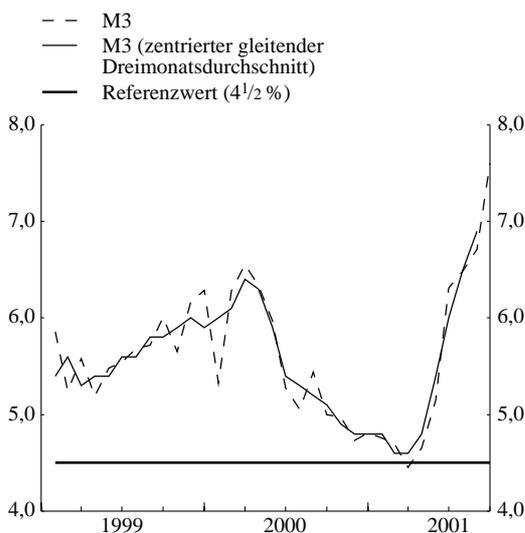
Starke kurzfristige Dynamik von M3 spiegelt erhöhte Unsicherheit an den Finanzmärkten wider

Im Zeitraum von Juli bis September 2001 erhöhte sich der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 weiter auf 6,9 %, nachdem er im Zeitraum von Juni bis August 6,5 % betragen hatte (siehe Abbildung 2). Die Vorjahrsrate von M3 stieg im

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

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



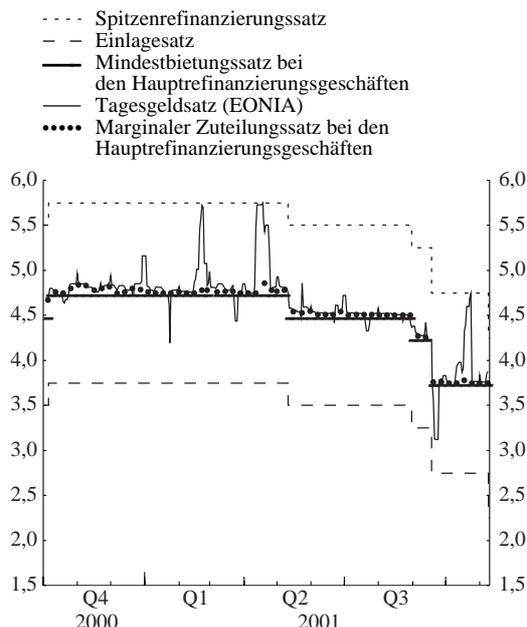
Quelle: EZB.

Anmerkung: Nicht bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren. In den vergangenen Monaten hätte die Bereinigung um diese Bestände eine Verringerung der Jahreswachstumsrate von M3 um etwa ¾ Prozentpunkte zur Folge gehabt.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

September deutlich auf 7,6 %, verglichen mit 6,7 % im August. Bei der Interpretation des jüngsten M3-Wachstums ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren weiterhin mit rund ¾ Prozentpunkten in der Jahreswachstumsrate von M3 niederschlugen. Beginnend mit der Veröffentlichung der Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet für Oktober 2001, die für den 28. November vorgesehen ist, wird die EZB eine neue M3-Zeitreihe veröffentlichen, die um diese Verzerrung bereinigt ist. In Kasten I wird diese Bereinigung erläutert.

Im Vormonatsvergleich stieg M3 im September um 1,0 %; dies ist der höchste Anstieg gegenüber einem Vormonat seit Januar 1999. Die Zunahme dürfte mit der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten im Gefolge

der Terroranschläge vom 11. September zusammenhängen. Dieser Anstieg folgte einem starken Wachstum von M3 in den vorangegangenen Monaten, das eng mit einer relativ flachen Zinsstrukturkurve und einer anhaltenden Schwäche an den Aktienmärkten zusammenhängt. Die in jüngster Vergangenheit verzeichnete starke Zunahme von M3 scheint damit hauptsächlich auf Portfolioumschichtungen privater Anleger von Aktien und sonstigen längerfristigen finanziellen Anlageformen in liquidere kurzfristige Anlageformen, die in M3 enthalten sind, zurückzuführen sein. Dies legt nahe, dass das in letzter Zeit zu beobachtende starke Geldmengenwachstum nicht überbewertet werden sollte. Allerdings müssen die Entwicklungen von M3 genau beobachtet werden, um festzustellen, ob die derzeitige starke Dynamik von M3 nur ein vorübergehendes Phänomen ist. Zurzeit gilt weiterhin, dass die Geldmengenentwicklung mittelfristig nicht auf Risiken für die Preisstabilität hinweist.

Die eng gefasste Geldmenge M1 nahm im September stark zu. Die Jahreswachstumsra-

te erhöhte sich von 3,7 % im August auf 5,2 % im September (siehe Tabelle I). Dies war ausschließlich auf das kräftige Wachstum der täglich fälligen Einlagen zurückzuführen. Die Tatsache, dass Anleger diese liquideste Form der Bankeinlagen deutlich bevorzugten, muss vor dem Hintergrund der ungewöhnlich hohen Unsicherheit an den Finanzmärkten in den Wochen nach den Terroranschlägen vom 11. September gesehen werden. Im Gegensatz dazu ging die Jahresänderungsrate des Bargeldumlaufs weiter von -8,3 % im August auf -11 % im Berichtsmonat zurück. Jüngsten Informationen zufolge scheint die Bargeldumstellung den Bargeldumlauf seit August stärker zu beeinflussen. In einigen Euro-Ländern gibt es Anhaltspunkte dafür, dass der Rückgang des Bargeldumlaufs sich nicht länger nur auf Banknoten mit hohem Nennwert beschränkt und dass der Rückfluss von Banknoten aus dem Ausland an Bedeutung gewonnen hat. Insgesamt sind die Auswirkungen der geringeren Bargeldnachfrage auf die weiter gefassten Geldmengenaggregate jedoch nach wie vor relativ gering, vor allem weil Gebietsansässige anscheinend ihre Bar-

Tabelle I
Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitt)

	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Juni	2001 Juli	2001 Aug.	2001 Sept.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	2,6	2,4	3,9	4,0	3,5	3,7	5,2
Bargeldumlauf	-1,3	-3,2	-7,5	-4,7	-6,4	-8,3	-11,0
Täglich fällige Einlagen	3,5	3,5	6,3	5,8	5,5	6,1	8,5
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	3,4	4,5	5,1	4,7	5,2	5,0	5,3
M2	3,1	3,5	4,5	4,3	4,4	4,4	5,3
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,7	14,5	19,6	18,0	18,6	20,4	21,3
M3	4,7	5,1	6,7	6,3	6,5	6,7	7,6
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)							
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	3,7	3,1	2,1	2,5	2,3	1,8	2,1
Kredite an öffentliche Haushalte	5,6	5,4	5,5	5,7	5,8	5,5	5,1
<i>darunter:</i> Buchkredite an öffentliche Haushalte	-7,4	-5,3	-1,9	-3,1	-2,0	-1,5	-1,2
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	-0,1	-1,3	-1,4	-1,7	-1,8	-1,3	-0,8
<i>darunter:</i> Buchkredite an den privaten Sektor	9,8	8,8	7,8	8,4	8,1	7,6	6,9
	9,1	8,3	7,4	7,9	7,7	7,2	6,7

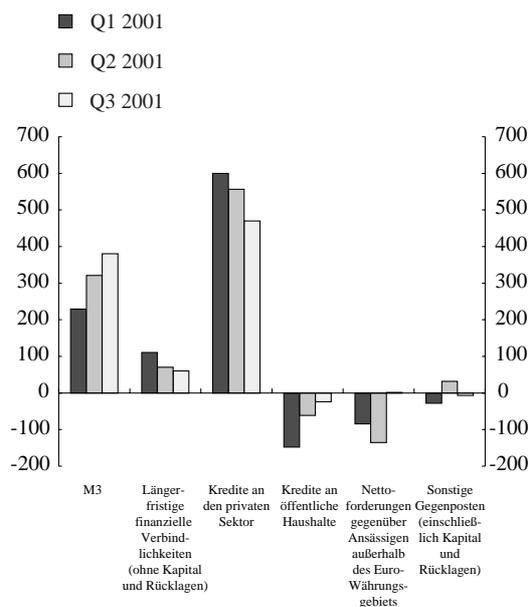
Quelle: EZB.

geldbestände hauptsächlich in kurzfristige Einlagen umschichten, die in M3 enthalten sind. Darüber hinaus stellt der Bargeldumlauf nur 6 % von M3 dar.

Betrachtet man die übrigen Komponenten von M3, so ist festzustellen, dass es bei den Nicht-MFIs weiterhin eine starke Nachfrage nach Anlageformen wie Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und marktfähigen Finanzinstrumenten gibt, die sowohl eine hohe Liquidität als auch eine dem Geldmarktsatz vergleichbare Verzinsung aufweisen. Die jährliche Wachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren war weiter hoch, wenngleich sie von 10,8 % im August auf 8,8 % im September zurückging. Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente setzte ihren Anstieg fort und belief sich im September auf 21,3 %, verglichen mit 20,4 % im Vormonat.

Abbildung 3 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr; Mrd €; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Nicht bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren.

Diese Entwicklungen fallen mit einem anhaltend schwachen Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) der MFIs zusammen. Dieses betrug im September 2,1 % im Vorjahresvergleich, gegenüber 1,8 % im August. Der Bestand der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten macht etwas mehr als 50 % der Geldmenge M3 aus. Die sehr schwache Nachfrage nach langfristigen Aktiva erhärtet die These, dass Portfolioumschichtungen derzeit zu einem Anstieg von M3 führen.

Weitere Verlangsamung der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Im Hinblick auf die Aktivseite der Bilanz der MFIs ist festzustellen, dass die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im September weiter auf 5,1 % zurückging; im Vormonat hatte sie noch 5,5 % betragen (siehe Tabelle 1 und Abbildung 3). Darin spiegelt sich ein Rückgang der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor (von 7,6 % im August auf 6,9 % im September) wider, während die jährliche Veränderungsrate der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte weiter anstieg (auf -1,2 % im Vergleich zu -1,5 % im August).

Der anhaltende Rückgang der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor, insbesondere bei den Buchkrediten, hängt wahrscheinlich mit dem derzeit schwachen Wirtschaftswachstum zusammen. Darüber hinaus spiegelt die niedrigere Vorjahrsrate teilweise einen Basiseffekt wider, der aus der starken Nachfrage nach Unternehmenskrediten im September 2000 zur Finanzierung der UMTS-Lizenzen resultiert. Außerdem schwächten sich einige Sonderfaktoren ab, die die Nachfrage nach Krediten in den vergangenen zwei Jahren angeheizt hatten. So haben etwa die Fusions- und Übernahmeaktivitäten, die im zweiten Halbjahr 2000 besonders ausgeprägt waren, seither deutlich abgenommen. Die jüngsten Entwicklungen auf den Märkten für Wohnimmobilien in einigen Ländern des Euro-raums dämpfen ebenfalls die Kreditnachfrage.

Kasten I

Bereinigung der Geldmenge M3 um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente

Die weit gefasste Geldmenge M3 enthält marktfähige Finanzinstrumente, wie etwa Geldmarktfondsanteile, Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren. Vor Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) gab es kaum Hinweise darauf, dass Ansässige außerhalb des Euroraums größere Mengen an von MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Instrumenten dieser Art halten. Aus diesem Grund und wegen der Schwierigkeit, die Inhaber solcher Instrumente zu identifizieren, wurde beschlossen, alle von MFIs des Eurogebiets begebenen kurzfristigen marktfähigen Finanzinstrumente in die Geldmenge M3 einzubeziehen, mit Ausnahme jener Finanzinstrumente, die die MFIs des Euroraums selbst halten. Seit Beginn der dritten Stufe der WWU nahmen jedoch die Käufe der in M3 enthaltenen und von MFIs des Euroraums begebenen marktfähigen Finanzinstrumente durch Gebietsfremde rasch zu und führten zu einer deutlichen Verzerrung der Geldmenge M3 nach oben (siehe Kasten „Berechnungsfragen im Zusammenhang mit der Einbeziehung von marktfähigen Finanzinstrumenten in die Geldmenge M3 im Eurogebiet“ auf Seite 9 ff. der Ausgabe des Monatsberichts vom Mai 2001).

Daher erstellte das Eurosystem ein Berichtssystem für von Gebietsfremden gehaltene marktfähige Finanzinstrumente. Bereits seit Mai 2001 ist M3 um die von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen Geldmarktfondsanteile bereinigt. In einem zweiten Schritt soll ab der Veröffentlichung der Geldmengenentwicklung für Oktober 2001 die Geldmenge M3 um kurzfristige Schuldtitel (d. h. Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren) bereinigt werden, die in den vergangenen Monaten zu einer Verzerrung der Jahreswachstumsrate von M3 um rund $\frac{3}{4}$ Prozentpunkte nach oben geführt haben. M3 wird dann keine von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente mehr enthalten und in einer bereinigten Zeitreihe verfügbar sein, die bis Januar 1999 zurückreicht.

Dieser Kasten soll zusätzliche Informationen über den ökonomischen Hintergrund dieser Bereinigung und über die verwendeten Datenquellen zur Verfügung stellen.

Von Gebietsfremden gehaltene Geldmarktfondsanteile

Anteil des Umlaufs an von den MFIs in Land x begebenen Geldmarktfondsanteilen am Gesamtabsatz im Euro-Währungsgebiet im September 2001

(in % des Umlaufs)

Land	Anteile in %
Belgien	0
Deutschland	6
Griechenland	0
Spanien	8
Frankreich	50
Irland	18
Italien	4
Luxemburg	13
Niederlande	0
Österreich	0
Portugal	0
Finnland	1

Quelle: EZB.

Geschäfte von Irland aus, und zwar wohl zum Großteil mit Kunden in ihren Heimatländern.

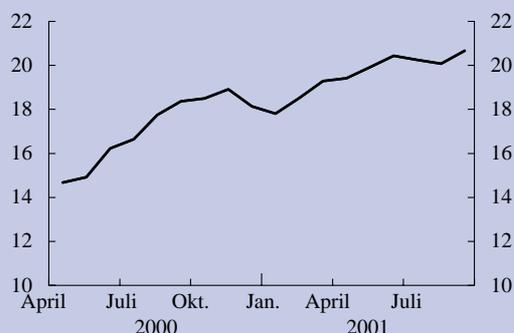
Geldmarktfondsanteile werden hauptsächlich in Frankreich ausgegeben, gefolgt von Irland, Luxemburg und Spanien (siehe nebenstehende Tabelle). In Frankreich und Spanien werden Geldmarktfondsanteile vor allem für den heimischen Markt emittiert. Im Gegensatz dazu spielen in Irland und – in geringerem Maße – auch in Luxemburg ausländische Investoren eine wichtige Rolle.

Der hohe Anteil an von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen Geldmarktfondsanteilen in Irland erklärt sich aus den besonderen Konditionen für Investmentfonds, die im International Financial Services Centre ansässig sind. Der irische Staat gewährt Steuervorteile, wenn Investmentfonds mit Gebietsfremden handeln. Vor allem amerikanische und britische Investmentfonds tätigen ihre

Nach Umsetzung der nationalen Gesetzgebung zur Identifizierung von Geldmarktfonds begann die Central Bank of Ireland im April 2000 damit, Daten über Geldmarktfonds zu sammeln. Im Laufe des Jahres 2000 und insbesondere im ersten Quartal 2001 nahm die Zahl der in Irland begebenen und von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen Geldmarktfondsanteile stark zu. Diese Entwicklung könnte mit der Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung an den internationalen Aktienmärkten und mit der Abflachung der Zinsstrukturkurve im Eurogebiet im Jahr 2000 zusammenhängen.

Abbildung A: Anteil der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile am Gesamtumlauf dieser Papiere

(in %)



Quelle: EZB.

Zahlreiche Finanzinstitute, die ihren Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets haben, haben Investmentfonds auch in Luxemburg eingerichtet. Dies erklärt die relativ hohe Beteiligung von Gebietsfremden an Luxemburger Geldmarktfonds. Allerdings hat sich dieser Bestand anders als in Irland zwischen Mitte 2000 und Mitte 2001 nicht deutlich erhöht.

Entsprechend der jeweiligen Struktur ihrer Märkte verwenden die nationalen Zentralbanken unterschiedliche Datenquellen zur Schätzung der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile. Informationen über die Endinhaber können in vielen Ländern des Euroraums, so auch in Irland, direkt von den Verwaltungsgesellschaften der Geldmarktfonds, bei denen es sich in den meisten Fällen um

Kreditinstitute handelt, bezogen werden. In einigen Ländern des Eurogebiets werden Daten verwendet, die aus Befragungen von Wertpapierverwahrern oder aus der Zahlungsbilanz stammen, um festzustellen, welcher Anteil an Geldmarktfondsanteilen von Gebietsfremden gehalten wird.

Steigende Bedeutung der von Gebietsfremden gehaltenen kurzfristigen Schuldtitel der MFIs

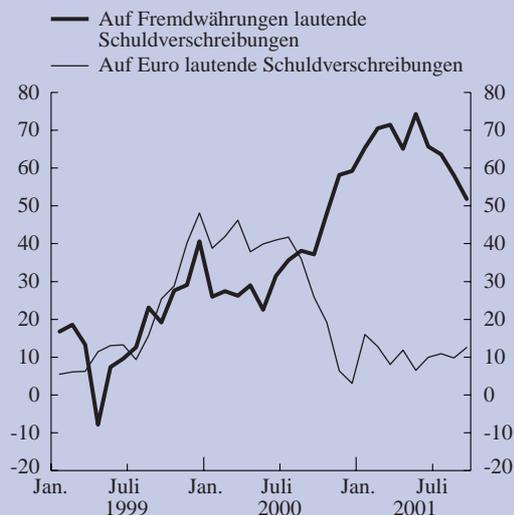
Die Emission kurzfristiger Schuldtitel durch MFIs des Euroraums hat seit Beginn der dritten Stufe der WWU stark zugenommen. Diese Zunahme rührt in erheblichem Maße von der Nachfrage von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets her. Im Jahr 1999 und im ersten Halbjahr 2000 kauften Gebietsfremde insbesondere kurzfristige Schuldtitel deutscher MFIs. In der Folgezeit nahm die Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen von MFIs in Frankreich, Irland, Luxemburg, den Niederlanden und Österreich ebenfalls deutlich zu, was hauptsächlich auf die Nachfrage von außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen ist.

Den vorliegenden Informationen zufolge kauften Ansässige außerhalb des Euroraums insbesondere auf Fremdwährung lautende Titel, die besonders seit Mitte 2000 stark zugenommen haben (siehe Abbildung B). Dies hängt wahrscheinlich mit dem Anstieg internationaler Anleiheemissionsprogramme von Kreditinstituten des Euroraums mit hervorragender Bonität zusammen. Diese Emissionsprogramme, bei denen „erstklassige Schuldtitel“ emittiert werden, zielen in erster Linie auf internationale Investoren ab, d. h. nicht nur auf Anleger aus dem Euroraum, sondern auch auf Investoren außerhalb des Eurogebiets. Diese Programme decken derzeit den Großteil der in Fremdwährung begebenen kurzfristigen Schuldtitel ab. Einige Anhaltspunkte deuten darauf hin, dass besonders Anleger aus Ostasien starkes Interesse an diesen Schuldverschreibungen haben.

Die Beschaffung von zuverlässigen Informationen über die Gebietsansässigkeit der Endinhaber von kurzfristigen Schuldtiteln ist ein schwieriges Unterfangen, da die Schuldtitel häufig über Institute, die ihren

Abbildung B: Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldtiteln nach Währungen

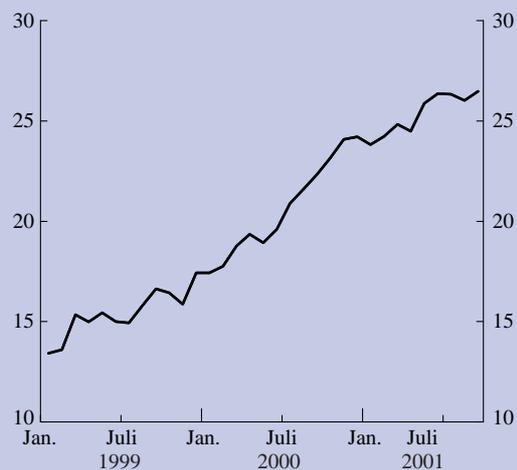
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Abbildung C: Anteil der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen kurzfristigen Schuldtitel am Gesamtumlauf dieser Papiere

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

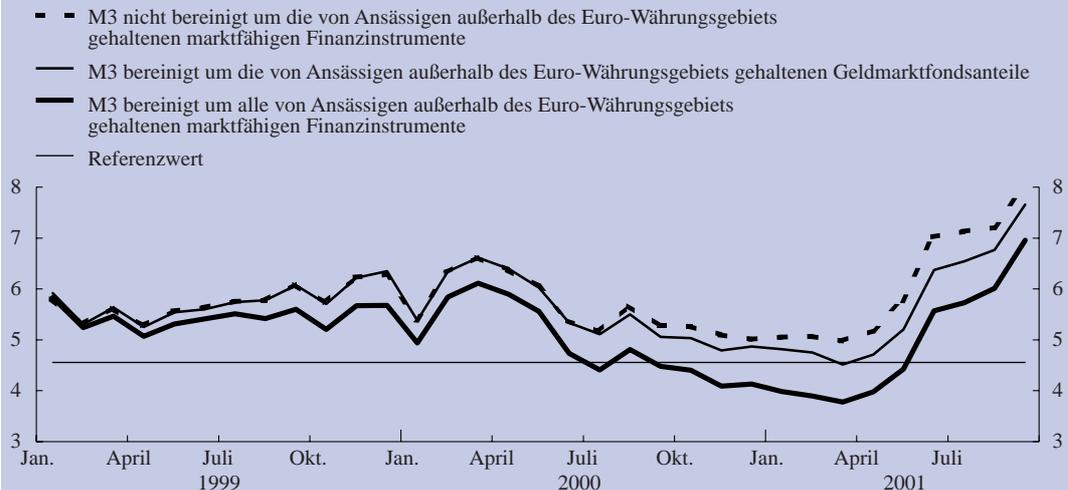
Sitz außerhalb des Euroraums (z. B. in London) haben, vermarktet werden und auf Sekundärmärkten gehandelt werden können.

Für Länder, in denen solche auf internationale Anleger zielende Instrumente begeben werden, sammelt das ESZB Informationen über den Sitz des Inhabers (innerhalb oder außerhalb des Euro-Währungsgebiets) über internationale Wertpapierabwicklungssysteme (Einrichtungen, die Wertpapiere halten und verwalten und die Übertragung von Wertpapieren durch Kontobuchungen ermöglichen). Diese Wertpapierabwicklungssysteme stellen monatlich aggregierte Daten über den Sitz von Kontoinhabern zur Verfügung. Der Großteil der Informationen über die von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen kurzfristigen Schuldtitel wird auf dieser Grundlage gewonnen. Qualitätsprüfungen dieser Daten, die in Zusammenarbeit mit Kreditinstituten durchgeführt wurden, haben deren hohe Qualität bestätigt. In Euro-Ländern, deren Markt für von MFIs begebene kurzfristige Schuldverschreibungen hauptsächlich national geprägt ist, werden die Informationen über den Sitz des Inhabers vor allem mittels Befragungen von Wertpapierverwahrern oder Daten der Zahlungsbilanz zusammengetragen. Insgesamt kann festgestellt werden, dass die Qualität der Daten über die von Gebietsfremden gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente mit der der Bilanzstatistiken der MFIs vergleichbar ist. Abbildung C zeigt den Anstieg der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Schuldtitel im Verhältnis zum gesamten Umlauf dieser Papiere seit Januar 1999.

Betrachtet man die Auswirkungen der von Gebietsfremden gehaltenen Papiere auf die Geldmengenentwicklung, so lässt sich aus Abbildung D ablesen, dass die jährliche Wachstumsrate von M3, die um alle von Gebietsfremden gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente bereinigt wurde, zwischen dem Frühjahr 2000 und Anfang 2001 eine deutlich stärkere Verlangsamung aufwies als die nicht bereinigte oder teilweise bereinigte Zeitreihe und einige Monate lang unter dem Referenzwert lag. Seither hat die vollständig bereinigte Geldmenge M3 weitgehend im Einklang mit den anderen Messgrößen beschleunigt zugenommen. Darin spiegeln sich die Auswirkungen der gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise auf die Kassenhaltung für Transaktionszwecke sowie die Portfoliumschichtungen wider, die von der anhaltenden Schwäche an den Aktienmärkten, von der vergleichsweise flachen Zinsstrukturkurve bis August und in jüngerer Zeit von der gestiegenen Unsicherheit an den Finanzmärkten nach den Ereignissen vom 11. September ausgelöst wurden.

Abbildung D: Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

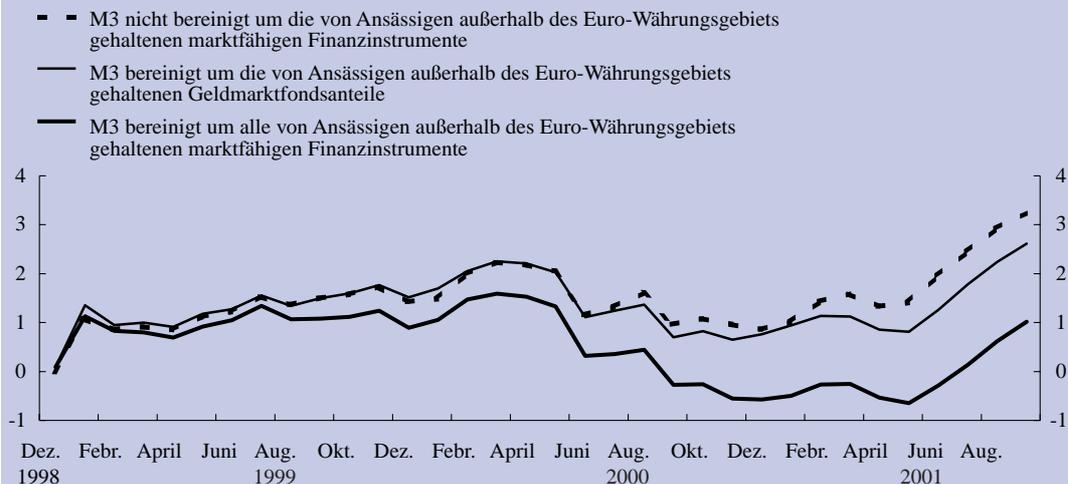


Quelle: EZB.

Die Auswirkungen der Bereinigung um die von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente sind deutlich stärker, wenn Messgrößen analysiert werden, die den kumulierten Effekt eines starken oder schwachen Geldmengenwachstums in der Vergangenheit berücksichtigen. Abbildung E verdeutlicht diese Unterschiede anhand einer Messgröße für die reale Geldlücke. Die reale Geldlücke wird berechnet aus der Differenz zwischen der tatsächlichen realen Geldmenge M3 (die nominale Geldmenge M3 deflationiert mit dem HVPI) und einem realen Geldbestand M3, der sich ergeben würde, wenn seit Dezember 1998 ein dem Referenzwert entsprechendes monetäres Wachstum und eine der Definition von Preisstabilität entsprechende Teuerung nach dem HVPI vorgelegen hätten. Bei der Interpretation dieser Abbildung sollten die Einschränkungen berücksichtigt werden, denen diese Messgröße unterliegt, z. B. die etwas willkürliche Wahl der Basisperiode. Die reale Geldlücke von M3, bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente, verringerte sich bis Ende 2000 deutlich, blieb in der Folgezeit leicht negativ und vergrößerte sich in jüngster Zeit wieder; darin spiegeln sich die oben erwähnten Portfolioumschichtungen wider.

Abbildung E: Messgrößen der realen Geldlücke

(in % des M3-Bestands)



Quelle: EZB.

Die EZB weist den Geldmengenaggregaten eine wichtige Rolle bei ihrer geldpolitischen Strategie zu. Mit der Umsetzung der in diesem Kasten beschriebenen Bereinigungen, wird die Abgrenzung von M3 eher der Definition entsprechen, die die EZB ursprünglich für dieses Geldmengenaggregat vorgesehen hatte. Laut dieser Definition sollte M3 nur die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltenen Geldbestände umfassen (siehe den Artikel „Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht von Februar 1999). Diese Definition, die sich auf die Geldbestände der Gebietsansässigen konzentriert, wurde deshalb gewählt, weil davon ausgegangen werden kann, dass die von Gebietsfremden bei MFI des Euroraums gehaltenen kurzfristigen Anlagewerte kaum in Beziehung mit der Kassenhaltung für Transaktionszwecke steht, die für den Konsum im Eurogebiet verwendet wird. Die Definition wird von empirischen Studien gestützt, die bestätigen, dass der Ausschluss dieser von Ansässigen außerhalb des Euroraums gehaltenen Bestände zur Stabilität der Nachfrage nach M3 und deren Eigenschaft als wichtigster Indikator für die zukünftige Preisentwicklung beiträgt. Die nun vorgenommene Bereinigung verbessert also den Informationsgehalt von M3 für die Geldpolitik.

Insgesamt dürfte die anhaltende Abschwächung der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor ein weiterer Hinweis darauf sein, dass die derzeitige Geldmengenentwicklung nicht dahingehend interpretiert werden sollte, dass sie Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität birgt.

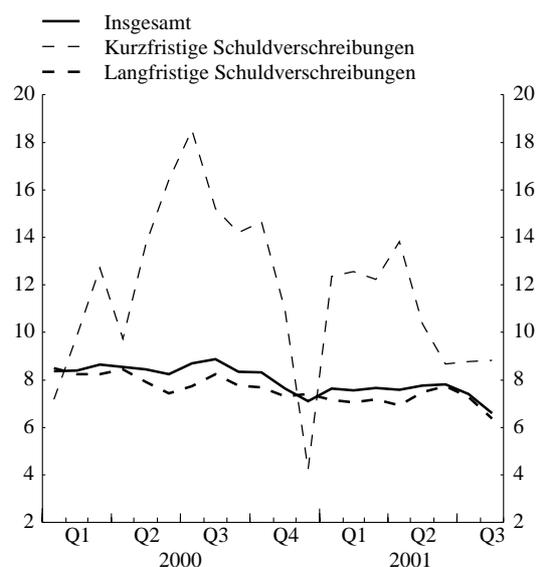
Im September erhöhten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums im vierten Monat in Folge, und zwar nicht saisonbereinigt um 44,3 Mrd €. Dies hatte zur Folge, dass für die über zwölf Monate kumulierten Bewegungen eine positive Bilanz von 1,8 Mrd € zu verzeichnen war, verglichen mit einem Stand von -67,3 Mrd € im August. Dies entspricht auch den Angaben der Zahlungsbilanz, aus der für das Euro-Währungsgebiet im Zeitraum von Juni bis August (Angaben für September sind noch nicht verfügbar) insgesamt Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und den Wertpapieranlagen hervorgehen, die hauptsächlich aus Netto-Kapitalzuflüssen bei den Dividendenwerten resultieren. Der erhebliche Anstieg der Nettoforderungen gegenüber Gebietsfremden im September könnte auf Portfolioumschichtungen aus dem Ausland in den Euroraum im Gefolge der Ereignisse vom 11. September zurückzuführen sein.

Weiterer Rückgang der Emission von Schuldverschreibungen im August

Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen ging von 7,4 % im Juli auf 6,6 % im August dieses Jahres zurück. Dahinter verbarg sich ein Rückgang des jährlichen Wachstums

Abbildung 4 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.

des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen von 7,3 % im Juli auf 6,4 % im Berichtsmonat. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen blieb hingegen im August unverändert bei 8,8 % (siehe Abbildung 4).

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen des Euroraums begebenen Euro-Schuldverschreibungen im August 2001 auf 6,0 % zurückging, verglichen mit 6,3 % im Vormonat. Der Anteil dieser Schuldverschreibungen am gesamten Bruttoabsatz stieg von 92,9 % im Juli auf 93,7 % im August.

Was die Aufgliederung nach Emittentengruppen betrifft, so war beim jährlichen Wachstum des Umlaufs an von MFIs begebenen Euro-Schuldverschreibungen ein Rückgang zu verzeichnen, und zwar von 6,2 % im Juli auf 5,4 % im August. Die Abschwächung der Emissionstätigkeit der MFIs dürfte teilweise auf die nachlassende Nachfrage des Unternehmenssektors nach Krediten und Buchkrediten zurückzuführen sein. Das jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen verringerte sich im August auf 31,5 %, verglichen mit 33,7 % im Vormonat, während das jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen von 20,8 % im Juli auf 21,5 % im August stieg.

Im öffentlichen Sektor war eine leichte Abnahme des jährlichen Wachstums des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen zu verzeichnen, und zwar von 2,8 % im Juli auf 2,6 % im August 2001, womit der in diesem Jahr zu beobachtende leichte Aufwärtstrend unterbrochen wurde. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich von 15,4 % im Juli auf 17,2 % im Berichtsmonat.

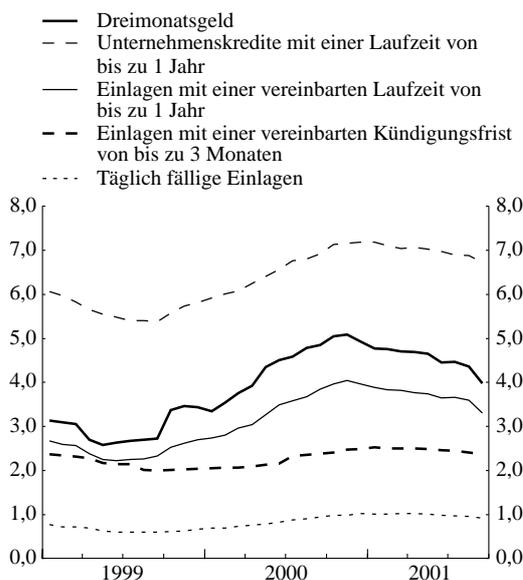
Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im September weiter rückläufig

Im September dieses Jahres fielen die kurzfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken weiter, was der Entwicklung am Geldmarkt während der letzten Monate entspricht (siehe Abbildung 5). Die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr fielen im September im Vergleich zum Vormonat um 29 Basispunkte, während die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und für täglich fällige Einlagen im selben Zeitraum um 5 Basispunkte abnahmen. Der durchschnittliche Zinssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr fiel von August bis September um 16 Basispunkte, während der durchschnittliche Satz für Dreimonatsgeld im selben Zeitraum um 37 Basispunkte zurückging.

Auch die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken waren im September die-

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)

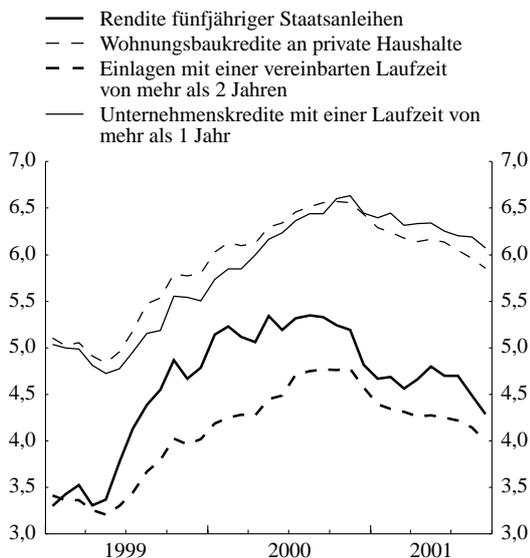


Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

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

Abbildung 6
Langfristzinsen im Kundengeschäft
der Banken und vergleichbarer
Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

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

ses Jahres weiter rückläufig (siehe Abbildung 6). Darin spiegelte sich der Abwärtstrend bei den Staatsanleiherenditen wider. Die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren gingen um 16 Basispunkte zurück. Die Zinsen für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte fielen zwischen August und September jeweils um rund 10 Basispunkte.

Geldmarktzinsen bei den meisten Laufzeiten im Oktober und Anfang November weiter rückläufig

Die meisten Geldmarktzinsen fielen im Oktober und Anfang November. Besonders ausgeprägt war der Rückgang der Geldmarktzinsen am längeren Ende der Zinsstrukturkurve. Infolgedessen verstärkte sich die negative Steigung der EURIBOR-Zinsstrukturkurve.

Am ganz kurzen Ende der Zinsstrukturkurve blieben die Geldmarktzinsen zwischen Ende September und dem 7. November meist weitgehend stabil. Der EONIA-Satz bewegte sich Anfang Oktober um den für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 3,75 %, stieg jedoch am 9. Oktober infolge des unzureichenden Bietungsvolumens bei dem an diesem Tag durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäft stark an. Der EONIA-Satz blieb bis zum Ende der am 23. Oktober abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf diesem hohen Niveau (siehe Kasten 2), worin sich die relativ knappen Liquiditätsbedingungen widerspiegelten. Im Anschluss daran stabilisierte sich der EONIA-Satz wieder weitgehend auf einem Stand nahe am Mindestbietungssatz. Bei den im Oktober und Anfang November abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz nicht mehr als 4 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR gingen zwischen Ende September und dem 7. November um 18 bzw. 28 Basispunkte zurück und lagen am 7. November bei 3,54 % bzw. 3,37 % (siehe Abbildung 7). Bei dem am 25. Oktober abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 3,50 % bzw. 3,52 % (diese Werte lagen 5 bzw. 6 Basispunkte unter den entsprechenden Sätzen des am 27. September abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts) und lagen damit nahe am Dreimonats-EURIBOR.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve verringerten sich der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR zwischen Ende September und dem 7. November um 34 bzw. 45 Basispunkte und lagen damit bei 3,21 % bzw. 3,04 %. Die negative Steigung der Zinsstrukturkurve des EURIBOR, die anhand der Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR ermittelt wird, erhöhte sich im Berichtszeitraum und betrug am 7. November 50 Basispunkte.

Kasten 2

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

In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. September bis zum 23. Oktober wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft ab, deren Ergebnisse in der folgenden Übersicht zusammengefasst sind.

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungs-tag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote : Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durch-schnitts-satz
HRG ¹⁾	26/09/2001	10/10/2001	111,9	81,0	1,38	347	3,75	3,76	3,77
HRG ¹⁾	03/10/2001	17/10/2001	76,4	56,0	1,36	266	3,75	3,75	3,76
HRG ¹⁾	10/10/2001	24/10/2001	60,5	60,5	1,00	248	3,75	3,75	3,75
HRG ¹⁾	17/10/2001	31/10/2001	143,8	82,0	1,76	372	3,75	3,78	3,79
LRG ²⁾	27/09/2001	21/12/2001	28,3	20,0	1,42	195	-	3,55	3,58

Quelle: EZB.

1) Hauptrefinanzierungsgeschäft.

2) Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft.

Beim dritten Hauptrefinanzierungsgeschäft mit einem Bietungsvolumen von insgesamt 60,5 Mrd € hat die EZB alle Gebote berücksichtigt. Diese Zuteilung lag jedoch deutlich unter der für eine reibungslose Erfüllung des Mindestreserve-Solls erforderlichen Höhe. Das sich in der folgenden Woche dadurch ergebende Liquiditätsdefizit wurde durch das vergleichsweise hohe Zuteilungsvolumen beim vierten Hauptrefinanzierungsgeschäft nur teilweise ausgeglichen, und die Geschäftspartner mussten schließlich auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität zurückgreifen. Dies belastete die Erträge der Banken aus Finanzgeschäften, und es zeigte sich wieder einmal, dass Unterbieten keine gewinnbringende Strategie für die Banken ist.

Während der ersten Tage der Mindestreserve-Erfüllungsperiode blieb der EONIA stabil und lag geringfügig über dem Mindestbietungssatz; wegen des Vierteljahresendes stieg er am 28. September zeitweilig auf 3,83 % an. In der ersten Oktoberwoche blieb der EONIA nahe am Mindestbietungssatz und wich um höchstens 3 Basispunkte davon ab, wobei die Tendenz leicht nach unten ging. Da sich die Liquiditätsbedingungen auf dem Geldmarkt aufgrund der unzureichenden Gebote vom 9. Oktober verschärften, begann der EONIA in der folgenden Woche leicht zu steigen. Weil die Marktteilnehmer mit einer knappen Liquiditätsversorgung bis zum Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode rechneten, näherte sich der EONIA während der letzten Woche der Erfüllungsperiode dem Spitzenrefinanzierungssatz. Am letzten Geschäftstag der Erfüllungsperiode lag der EONIA bei 4,74 %, also nur 1 Basispunkt unter dem Spitzenrefinanzierungssatz; die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurde mit netto 19 Mrd € in Anspruch genommen.

Die autonomen Faktoren (das heißt die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren) entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 72,5 Mrd € (Posten (b) in der Tabelle auf der nächsten Seite). Die tägliche Summe der autonomen Faktoren schwankte zwischen 56,9 Mrd € und 84,6 Mrd €. Die für die entsprechende Mindestreserve-Periode veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 62,3 Mrd € und 82,3 Mrd €. Diese Schätzungen wichen um -0,1 Mrd € bis 2,0 Mrd € von den tatsächlichen Zahlen ab.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. September bis 23. Oktober 2001

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	197,7	0,1	+ 197,6
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	136,7	-	+ 136,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+ 60,0
Ständige Fazilitäten	1,1	0,1	+ 0,9
Sonstige Geschäfte	-	-	-
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	389,9	462,4	- 72,5
Banknotenumlauf	-	325,2	- 325,2
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	43,6	- 43,6
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	389,9	-	+ 389,9
Sonstige Faktoren (netto)	-	93,6	- 93,6
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			125,1
(d) Mindestreserve-Soll			124,4

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Vereinbarung einer vorübergehenden Swap-Linie mit der Federal Reserve am 12. September 2001

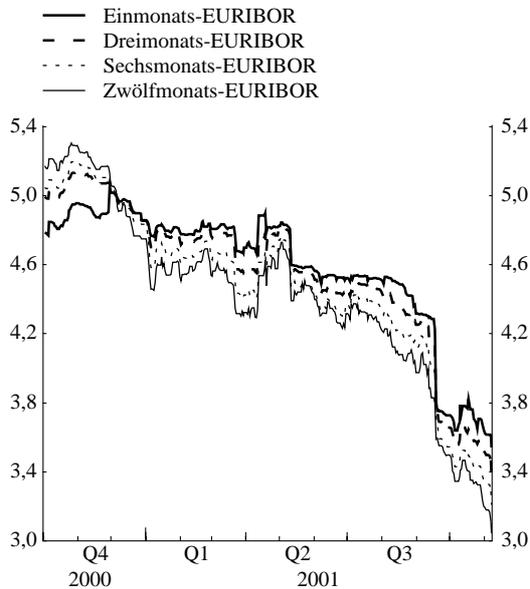
Um nach den tragischen Ereignissen vom 11. September 2001 das Funktionieren der Finanzmärkte zu gewährleisten und Liquidität in US-Dollar bereitzustellen, trafen die amerikanische Zentralbank und die EZB am 12. September 2001 eine Swap-Vereinbarung. Im Rahmen dieser Vereinbarung war die EZB berechtigt, auf der Grundlage einer bis zum 13. Oktober laufenden Swap-Linie bis zu 50 Mrd USD in Anspruch zu nehmen, die sie in Form von Guthaben bei der Federal Reserve Bank von New York erhalten hätte. Im Gegenzug hätte die Federal Reserve Bank von New York Euro-Guthaben in entsprechender Höhe bei der EZB erhalten.

Die EZB griff dreimal auf diese Swap-Fazilität zurück, und zwar am 12., 13. und 14. September. Am 12. September nahm sie einen Betrag in Höhe von insgesamt 5,4 Mrd USD in Anspruch, der am 17. September fällig wurde. An den beiden folgenden Tagen wurde die Swap-Linie erneut in Anspruch genommen, und zwar am 13. September mit 14,1 Mrd USD und am 14. September mit 3,9 Mrd USD, jeweils mit Fälligkeit am nächsten Tag.

Die Dollar-Guthaben wurden den nationalen Zentralbanken des Eurosystems zur Verfügung gestellt und von diesen dazu verwendet, den Dollar-Liquiditätsbedarf von Banken im Euro-Währungsgebiet, deren Geschäftsbetrieb durch die Ereignisse in den Vereinigten Staaten beeinträchtigt worden war, zu decken.

Abbildung 7 Kurzfristzinsen im Euro- Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2001, März 2002 und Juni 2002 zum Ausdruck kommen, gingen zwischen Ende September und dem 7. November zurück. Bei den längeren Laufzeiten war diese Entwicklung besonders ausgeprägt. Am 7. November lag der Dreimonats-EURIBOR, der in Terminkontrakten mit Fälligkeit im Dezember 2001, März 2002 und Juni 2002 zum Ausdruck kommt, bei 3,18 %, 2,81 % bzw. 2,72 % und damit 24, 50 bzw. 64 Basispunkte unter dem jeweiligen Stand von Ende September.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Oktober rückläufig

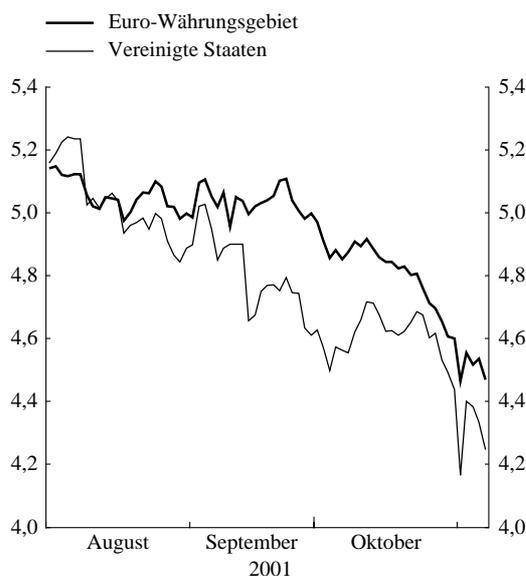
Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet fielen von Ende September bis zum 7. November um fast 55 Basispunkte auf knapp 4,5 % (siehe Abbildung 8). In den Vereinigten Staaten gingen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im selben Zeitraum um rund 35 Basispunkte zurück. Infol-

gedessen verringerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet von rund -40 Basispunkten Ende September auf etwa -20 Basispunkte am 7. November.

Der Rückgang der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten schien durch die Erwartung einer niedrigeren langfristigen Inflation zum einen und eines schwächeren Wirtschaftswachstums zum anderen bedingt zu sein. Diese Einschätzung dürfte durch das Ende Oktober von der amerikanischen Notenbank veröffentlichte *Beige Book* gestützt worden sein. Zwischen Ende September und dem 7. November ging die Breakeven-Inflationsrate – berechnet als Differenz zwischen den nominalen Renditen zehnjähriger Anleihen und zehnjähriger indexgebundener Staatsanleihen – um fast 30 Basispunkte zurück, während die Rendite zehnjähriger indexierter Anleihen im selben Zeit-

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkungen: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten. Seit dem 1. Januar 2001 enthalten die Angaben für das Euro-Währungsgebiet die Daten zu Griechenland.

raum um rund 10 Basispunkte fiel. Die Ankündigung des amerikanischen Schatzamts Ende Oktober, die Emission dreißigjähriger Anleihen einzustellen, die zu einem Rückgang der Renditen dieser Anleihen um 60 Basispunkte zwischen Ende September und dem 7. November beitrug, dürfte auch einen Abwärtsdruck auf die nominalen Renditen zehnjähriger Anleihen ausgeübt haben.

Die Rendite zweijähriger Staatsanleihen fiel in den Vereinigten Staaten zwischen Ende September und dem 7. November um 50 Basispunkte, was einen steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve im Laufzeitenbereich zwischen zwei und zehn Jahren zur Folge hatte. Der Rückgang der kurzfristigen Renditen schien die Erwartung der Marktteilnehmer widerzuspiegeln, dass die Kurzfristzinsen in den Vereinigten Staaten für einen längeren Zeitraum als zunächst erwartet auf einem niedrigen Niveau bleiben werden.

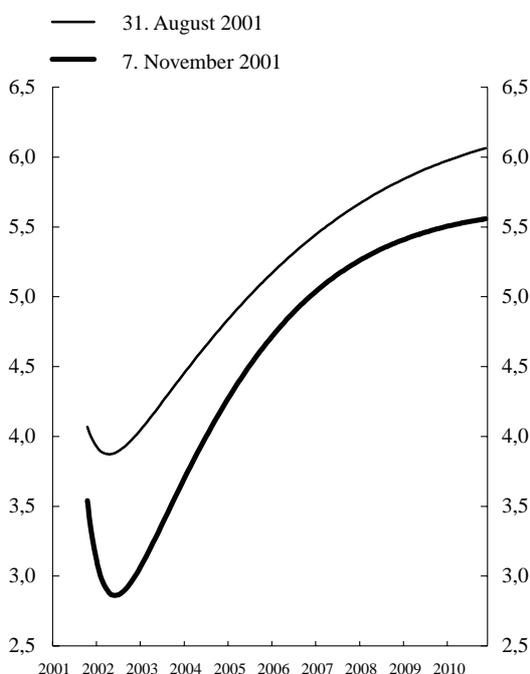
In Japan fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende September und dem 7. November um 10 Basispunkte auf rund 1,3 %. Die Erwartung eines kontinuierlich sinkenden Preisniveaus schien einen Abwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Staatsanleihen auszuüben. Diese Einschätzung wurde scheinbar von der Veröffentlichung der Prognosen für die japanische Wirtschaft durch die Bank von Japan Ende Oktober gestützt, aus denen hervorging, dass die Preise wohl noch bis ins Haushaltsjahr 2002 rückläufig sein werden.

Im Euro-Währungsgebiet war zwischen Ende September und dem 7. November bei den Renditen der mittel- und langfristigen Staatsanleihen ein stärkerer Rückgang zu verzeichnen als bei den Geldmarktsätzen. So verringerte sich der Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und den Dreimonatssätzen um 20 Basispunkte, während der Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger und zweijähriger Staatsanleihen weitgehend stabil bei 140 Basispunkten blieb. Folglich verstärkte sich der inverse Verlauf am kurzen Ende der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld zwischen Ende

September und dem 7. November und dehnte sich auch auf längere Laufzeiten aus. Die Entwicklung am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer mit einem Fortbestehen der niedrigen Kurzfristzinsen über einen längeren Zeitraum als bisher angenommen rechneten (siehe Abbildung 9).

Diese Entwicklungen am Anleihemarkt dürften zum Teil mit nach unten korrigierten Wachstumserwartungen für das Euro-Währungsgebiet seitens der Anleger im Zusammenhang stehen. Gesamtwirtschaftliche Daten wie die Vertrauensindikatoren schienen insgesamt auf eine schwache Konjunktur hinzuweisen. Der Rückgang der realen Rendite zehnjähriger indexgebundener französischer Anleihen um 20 Basispunkte zwischen Ende

Abbildung 9
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.

Kasten 3

Längerfristige Entwicklung der nominalen und realen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet

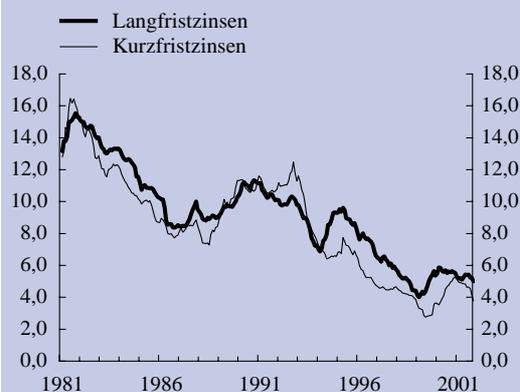
Die nominalen und realen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet bewegen sich seit Beginn der dritten Stufe der WWU im Vergleich zu den Durchschnittswerten in den vergangenen zwei Jahrzehnten auf sehr niedrigem Niveau. Solche strukturell niedrigen Nominal- und Realzinsen spiegeln die jeweiligen Wirkungen von Geld- und Finanzpolitiken wider, die auf ein stabiles gesamtwirtschaftliches Umfeld ausgerichtet sind. Das niedrige Niveau der aktuellen Zinsen verdeutlicht, dass die Finanzierungsbedingungen im Euroraum in den letzten Jahrzehnten selten günstiger waren als heute.

Die Messgrößen kurz- und langfristiger Nominalzinsen werden unten dargestellt. Als Grundlage für die Berechnung kurzfristiger Zinssätze dienen die durchschnittlichen Dreimonats-Interbankensätze im Euroraum. Das Maß für die langfristigen Nominalzinsen ist die durchschnittliche Nominalrendite zehnjähriger Staatsanleihen.

Das Niveau der Nominalzinsen im Euro-Währungsgebiet ist seit Beginn der dritten Stufe der WWU deutlich niedriger als in den Achtziger- und Neunzigerjahren (siehe Abbildung unten). Von 1981 bis 1998 lagen die kurzfristigen Nominalzinssätze im Euroraum durchschnittlich bei 9 %, verglichen mit durchschnittlich 3,9 % seit Beginn der dritten Stufe. Bei den langfristigen Nominalzinssätzen ist eine ähnliche Entwicklung festzustellen. Sie lagen zwischen 1991 und 1998 im Schnitt bei 7,9 %, gegenüber durchschnittlich 5,1 % seit Beginn der dritten Stufe der WWU.

Nominalzinsen

(in % p.a.; Monatswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Vor Januar 1999 wurden die kurzfristigen Zinssätze anhand des gewogenen Durchschnitts der nominalen Dreimonats-Interbankensätze der Länder des heutigen Euro-Währungsgebiets, danach anhand des Dreimonats-EURIBOR berechnet. Die langfristigen Zinssätze stellen den gewogenen Durchschnitt der nominalen Renditen zehnjähriger Anleihen der Länder des heutigen Euro-Währungsgebiets dar.

kursrisiko verzerrt, die anschließend wegfielen. Da diese Prämien für Deutschland im betreffenden Zeitraum gering ausfielen, dürften die historischen Durchschnittswerte in Deutschland für den Vergleich mit den Zinssätzen im Euroraum nach Beginn der dritten Stufe besser geeignet sein.

Die realen Zinssätze sollten im Prinzip so berechnet werden, dass die Nominalzinssätze um Messgrößen der erwarteten Inflation bereinigt werden. Bei der Betrachtung weit zurückreichender Datenreihen dürfte die realisierte Teuerungsrate nach dem HVPI einen guten Näherungswert der vergangenen Inflationserwartungen darstellen, da sich Inflationschocks in der Regel über längere Zeiträume hinweg tendenziell ausgleichen. Im Gegensatz dazu dürfte für die Beurteilung der aktuellen Realzinsen die jeweilige Inflationsrate als Maß für die aktuellen Inflationserwartungen nicht geeignet sein. Aus diesem Grund wird in der Tabelle auf der folgenden Seite auch eine direkte Messgröße der erwarteten Inflation zur Beurteilung der aktuellen Situation herangezogen.¹

Neben den Realzinssätzen im Euro-Währungsgebiet werden in der Tabelle auch Durchschnittswerte für Deutschland ausgewiesen. Die durchschnittlichen Zinssätze im Euroraum wurden nämlich vor Beginn der dritten Stufe durch Prämien für das Wechsel-

¹ Nähere Erläuterungen hierzu finden sich in dem Kasten „Jüngste Entwicklung der realen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet“ des Monatsberichts April 2001.

Messgrößen der realen Zinssätze

(in % p.a.; Monatswerte)

Zeitraum	Reale Kurzfristzinsen		Reale Langfristzinsen	
	Euro-Währungsgebiet	Deutschland	Euro-Währungsgebiet	Deutschland
1981–1998 ¹⁾	4,6	3,9	-	4,9
1981–1990 ¹⁾	4,7	4,2	-	5,2
1991–1998 ¹⁾	4,6	3,5	5,2	4,5
1999–Oktober 2001 ¹⁾	1,9	-	3,0	-
Derzeitige Zinsen (Bandbreite) ²⁾	1,1-1,8	-	2,3-3,0	-

Quelle: EZB.

1) Deflationiert mit dem durchschnittlichen jährlichen Verbraucherpreisanstieg im entsprechenden Zeitraum.

2) In der Bandbreite werden zwei Deflatoren berücksichtigt (jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI vom September 2001 und erwartete jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Jahr 2002 laut Consensus Forecasts vom September); nähere Informationen hierzu finden sich im Kasten „Jüngste Entwicklung der realen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet“ in der Ausgabe des Monatsberichts vom April 2001.

Die kurzfristigen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet lagen über den gesamten Zeitraum von 1981 bis 1998 bei durchschnittlich 4,6 %, in Deutschland hingegen bei 3,9 %. Seit Beginn der dritten Stufe der WWU war der Durchschnittswert im Euroraum mit 1,9 % erheblich niedriger. Die langfristigen Realzinsen haben sich ähnlich entwickelt. In Deutschland belief sich der durchschnittliche Zinssatz zwischen 1981 und 1990 auf 5,2 % und zwischen 1991 und 1998 auf 4,5 %. Im Euroraum betrug der Zinssatz im letztgenannten Zeitraum 5,2 %, gegenüber durchschnittlich 3 % seit Beginn der dritten Stufe. Das aktuelle Niveau der kurzfristigen und langfristigen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet liegt zwischen 1,1 % und 1,8 % bzw. 2,3 % und 3 %.

Das niedrige Niveau der langfristigen Nominalzinsen in der dritten Stufe der WWU ist in erster Linie auf die Fortschritte bei der Verringerung der Inflation im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen. Darin zeigt sich, dass eine auf die Gewährleistung von Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik zu niedrigen Inflationserwartungen und einer geringeren Inflationsunsicherheit geführt hat. Darüber hinaus spiegeln sich darin die seit Anfang der Neunzigerjahre erzielten Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wider. Solch niedrige Langfristzinsen dürften maßgeblich zum Wirtschaftswachstum im Eurogebiet beitragen, da Investitionsentscheidungen des privaten Sektors im Euroraum zu einem großen Teil von der Höhe der langfristigen Zinssätze abhängen.

Um im Euroraum auf längere Sicht günstige Finanzierungsbedingungen zu gewährleisten, ist es daher wichtig, die Glaubwürdigkeit des aktuellen geldpolitischen Handlungsrahmens zu wahren. Dabei hat die Finanzpolitik die Aufgabe, an ihren im Stabilitäts- und Wachstumspakt niedergelegten mittelfristigen Zielen festzuhalten. Jede Abweichung von dieser mittelfristigen Ausrichtung könnte sich nachteilig auf die derzeit günstigen Finanzierungsbedingungen auswirken.

Der beste Beitrag, den die Geldpolitik zur Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen leisten kann, ist die Wahrung ihrer Glaubwürdigkeit durch Gewährleistung von Preisstabilität. Die Geldpolitik hat nicht nur Auswirkungen auf die Inflationserwartungen (und mithin die Nominalzinsen), sondern auch auf die Risikoprämien und damit auch auf die Realzinsen. Unter dem Gesichtspunkt der Funktionsfähigkeit der Wirtschaft verursachen hohe Risikoprämien zusätzliche Finanzierungskosten für den privaten Sektor und beeinträchtigen somit das Wirtschaftswachstum. Um einen effizienten Beitrag zur Förderung der langfristigen Wachstumsperspektiven im Euroraum leisten zu können, empfiehlt sich ein geldpolitischer Kurs, der weiterhin eindeutig auf die Gewährleistung von Preisstabilität ausgerichtet ist und damit auch sicherstellt, dass die politisch bedingte Unsicherheit auch in Zukunft so gering gehalten wird wie bislang.

September und dem 7. November steht mit niedrigeren Wachstumserwartungen im Einklang. Im selben Zeitraum sank auch die Breakeven-Inflationsrate um 30 Basispunkte. Am 7. November lag sie bei 1,0 % und lässt damit den Schluss zu, dass eine nach unten gerichtete Anpassung an die langfristigen Inflationserwartungen zum Rückgang der nominalen Renditen beigetragen hat. Es sollte jedoch darauf hingewiesen werden, dass bei der Interpretation der jüngsten Renditeentwicklung indexierter französischer Anleihen besondere Vorsicht geboten ist, da das französische Schatzamt eine neue Anleihe begab, die an die Inflation nach dem HVPI im Eurogebiet unter Ausschluss von Tabakwaren gebunden ist. Ein Teil der neuen Emission bestand aus einem Umtausch existierender Anleihen, die an einen französischen Preisindex ohne Tabakwaren gebunden sind, was sich auf die Liquidität des letztgenannten Instruments ausgewirkt haben dürfte.

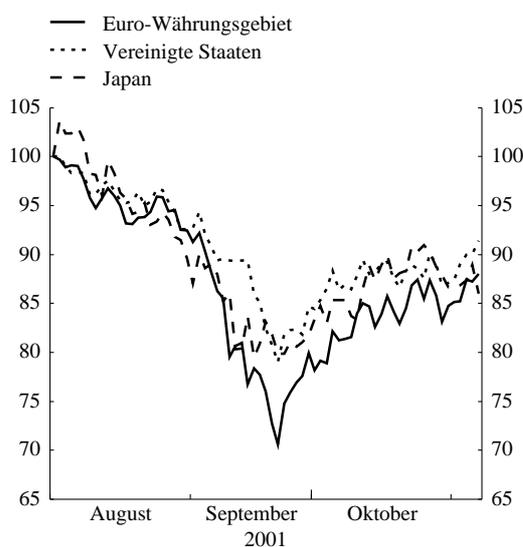
Der Renditeabstand zwischen den mit einem BBB-Rating versehenen langfristigen Unternehmensanleihen und vergleichbaren Regierungsanleihen verringerte sich zwischen Ende September und dem 7. November um rund 80 Basispunkte auf einen Stand, der dem Niveau in den Tagen vor den Terroranschlägen vom 11. September glich. Allerdings lag dieser Abstand weiterhin über dem in den letzten Jahren gewöhnlich zu beobachtenden Niveau.

Erholung der Aktienmärkte im Oktober

Die Entwicklung an den Aktienmärkten im Oktober und Anfang November war von einer anhaltenden Erholung der Aktienkurse und einem Rückgang der Unsicherheit an allen größeren Märkten gekennzeichnet, die dem Kursverfall und dem sprunghaften Anstieg der Unsicherheit nach den Terroranschlägen vom 11. September folgten. Zwischen Ende September und dem 7. November zogen die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und in Japan, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, dem Standard-&Poor's-500-

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

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



Quelle: Reuters.

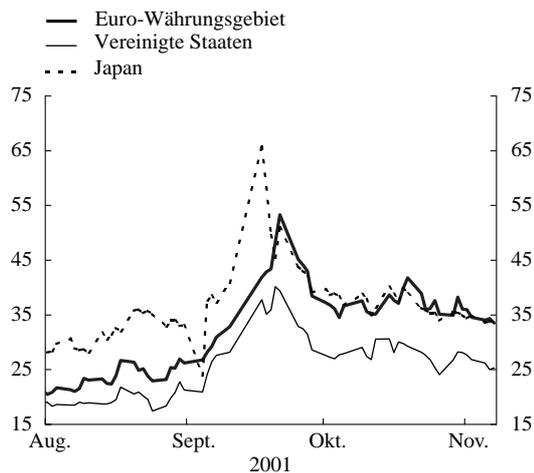
Anmerkungen: Dow-Jones-Euro-STOXX-(Aktienkurs-)Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan. Seit dem 1. Januar 2001 enthalten die Angaben für das Euro-Währungsgebiet die Daten zu Griechenland.

Index und dem Nikkei 225, wieder an (siehe Abbildung 10). Die implizite Volatilität, die die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung der Aktienkurse misst, ging bei allen genannten Indizes im Oktober und Anfang November im Vergleich zum Stand von Ende September zurück. Zwar erreichten die impliziten Volatilitäten damit annähernd das Niveau, das vor den Terroranschlägen vorherrschte, im historischen Vergleich allerdings war es immer noch recht hoch (siehe Abbildung 11).

In den Vereinigten Staaten nahm der Standard-&Poor's-500-Index zwischen Ende September und dem 7. November um 8 % zu. Am Ende dieses Zeitraums lag dieser Index 2 % über seinem Stand vom 10. September, also dem Stand vor den Anschlägen, und 16 % unter dem Niveau von Ende 2000. Die implizite Volatilität des Standard-&Poor's-500-Index lag am 7. November bei rund 25 %, das waren 15 Prozentpunkte weniger als der am 20. September erreichte zeitweilige Maximal-

Abbildung 1 Implizite Aktienkursvolatilität im Euro- Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

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

wert. Die Tatsache, dass sich die Aktienkurse ungeachtet weiterer Negativnachrichten über den Zustand der US-Wirtschaft erholten, dürfte auf eine anfängliche „Überreaktion“ der Marktteilnehmer auf die tragischen Geschehnisse hindeuten. Außerdem dürfte der von der Erwartung geringerer kurzfristiger Gewinne herrührende Abwärtsdruck auf die Aktienkurse durch den Rückgang der Zinssätze in den Vereinigten Staaten – der zu einer Abnahme der Sätze geführt haben könnte, mit denen zukünftige Gewinne abgezinst werden – mehr als ausgeglichen worden sein.

Der technologieelastige Nasdaq-Composite-Index legte zwischen Ende September und dem 7. November um 23 % zu. Der kräftigere Anstieg der Nasdaq-Aktien dürfte auf zwei Faktoren zurückzuführen sein. Erstens litten die Hochtechnologieaktien am stärksten unter den unmittelbaren Auswirkungen der Terroranschläge auf den Aktienmarkt und verfügten somit bei der Rückkehr der Aktienmärkte zu

normaleren Bedingungen über einen größeren Erholungsspielraum. Zweitens könnten die Anleger angesichts der düsteren kurzfristigen Konjunkturaussichten in den Vereinigten Staaten ihre Aufmerksamkeit wieder auf Unternehmen gerichtet haben, bei denen sie offenbar ein auf längere Sicht höheres Wachstumspotential ausmachen. Am 7. November lag der Nasdaq-Composite-Index 9 % über dem Stand vom 10. September.

In Japan erhöhten sich die Aktienkurse, gemessen am Nikkei 225, zwischen Ende September und dem 7. November um 5 %. Dieser Index lag am letztgenannten Datum 1 % über dem vor den Anschlägen verzeichneten Stand, jedoch 25 % unter dem Ende 2000 verzeichneten Niveau. Die implizite Volatilität des Nikkei 225 sank zwischen Ende September und dem 7. November um 5 Prozentpunkte auf 34 %. Offensichtlich profitierte der japanische Aktienmarkt von der weltweiten Erholung der Aktienkurse im Oktober, da der Nikkei 225 dem Druck, der von einer anhaltenden deutlichen Verschlechterung der Wachstumsaussichten für die japanische Wirtschaft und Zeichen sich verstärkender deflationärer Tendenzen ausging, Stand hielt. Zusätzliche Unterstützung erfuhr der Nikkei 225 durch den Rückgang der japanischen Langfristzinsen im Oktober und Anfang November.

Im Eurogebiet stieg der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index zwischen Ende September und dem 7. November um 10 %. Am Ende dieses Zeitraums lag der Index 3 % höher als am 10. September. Insgesamt gesehen belief sich der Rückgang seit Ende 2000 auf 24 %. Die von den Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleitete implizite Volatilität verringerte sich zwischen Ende September und dem 7. November um rund 5 Prozentpunkte auf 34 %. Obwohl die implizite Volatilität damit rund 20 Prozentpunkte unter ihrem zeitweiligen Maximalwert vom 11. September lag, befand sie sich dennoch etwa 10 Prozentpunkte über dem Durchschnittsniveau seit dem Beginn der dritten Stufe der WWU. Der Rückgang der impliziten Volatilität im Oktober und Anfang No-

vember scheint darauf hinzudeuten, dass die Marktteilnehmer weniger besorgt über die Risiken sind, die Investitionen am Aktienmarkt grundsätzlich in sich bergen. Dies dürfte wiederum zu einer Verringerung der Prämie für das Kursrisiko geführt haben, die die Anleger für das Halten von Aktien verlangen.

Zusätzlich zu den von den US-Aktienmärkten ausgehenden positiven Sogeffekten und der offensichtlich abnehmenden Risikoscheu sowie der Annahme eines geringeren Risikos seitens der Marktteilnehmer schienen im Oktober die Aktienkurse im Euroraum von dem über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg deutlichen Renditerückgang bei den Anleihen im Eurogebiet zu profitieren. So wie in den Vereinigten Staaten haben die Auswirkungen der rückläufigen Zinsen die Wirkungen auf die Aktienkurse infolge vermehrter Anzeichen für einen ausgeprägteren – die kurzfristigen Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Unternehmensgewinne in der Regel

tendenziell dämpfenden – Wirtschaftsabschwung im Euroraum offenbar mehr als ausgeglichen.

Die Aktienkurse im Euroraum stiegen im Oktober und Anfang November auf breiter Front an. Nur bei zwei der 18 Branchenindizes des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index waren Kursverluste zu verzeichnen. Die zwischen Ende September und dem 7. November mit Abstand stärksten Kurszuwächse waren – analog zur oben bereits erwähnten Entwicklung am US-Markt – im Technologiesektor zu beobachten (+38 %). Der Versicherungssektor, der unmittelbar nach den Terroranschlägen außergewöhnlich starke Kursverluste erlitten hatte, zog im Oktober und Anfang November wieder kräftig an. Der 13%ige Gesamtanstieg der Kurse zwischen Ende September und dem 7. November brachte den Kursindex dieser Branche auf einen Stand, der den vom 10. September um 4 % übertraf.

2 Preisentwicklung

Rückgang der Teuerungsrate im September 2001 aufgrund von Basiseffekten bei den Energiepreisen

Eurostat zufolge ging die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI (ohne Einbeziehung Griechenlands in die Basisperiode, für die die Jahresänderungsrate berechnet wird) von 2,7 % im August auf 2,5 % im September 2001 zurück. Bezieht man Griechenland in die Basisperiode mit ein, dann fiel der Rückgang der Teuerungsrate – von 2,8 % im August auf 2,5 % im September – etwas größer aus (siehe Tabelle 2); damit setzte sich der seit Mai zu beobachtende Abwärtstrend fort. Der Rückgang der Teuerungsrate in Höhe von 0,9 Prozentpunkten seit dem im Mai 2001

verzeichneten Höchststand von 3,4 % war fast vollständig durch den rückläufigen Beitrag der Energiepreise bedingt. Im Gegensatz dazu stieg die Jahreswachstumsrate des HVPI ohne die volatilen Komponenten „unverarbeitete Nahrungsmittel“ und „Energie“ und unter Einbeziehung Griechenlands in die Basisperiode im September weiter auf 2,4 % an, nachdem sie im August 2,3 % betragen hatte; dies ist auf die anhaltenden verzögerten indirekten Auswirkungen vorangegangener Preissteigerungen bei Öl und Nahrungsmitteln zurückzuführen.

Die Energiepreise nach dem HVPI gingen im September 2001 im Vergleich zum Vorjahr um 1,3 % zurück. Dies stellte den ersten

Tabelle 2
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	2000	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Mai	2001 Juni	2001 Juli	2001 Aug.	2001 Sept.	2001 Okt.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,2	1,1	2,4	2,7	2,6	3,2	2,7	3,4	3,1	2,8	2,8	2,5	.
<i>darunter:</i>													
Waren	0,7	0,9	2,7	3,3	2,8	3,5	2,8	3,8	3,4	3,1	2,9	2,4	.
Nahrungsmittel	1,7	0,6	1,4	2,2	3,2	5,0	5,3	5,2	5,4	5,5	5,2	5,2	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,5	1,0	1,2	1,4	2,0	2,8	3,4	2,8	3,1	3,3	3,4	3,5	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,1	0,1	1,7	3,4	5,2	8,4	8,1	8,9	9,1	8,8	7,8	7,8	.
Industrieerzeugnisse	0,2	1,0	3,4	3,8	2,6	2,8	1,5	3,2	2,4	1,9	1,7	1,0	.
(ohne Energie)	1,0	0,7	0,7	1,1	1,3	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,7	.
Energie	-2,6	2,3	13,4	13,8	7,3	7,3	1,2	8,6	5,4	2,9	2,1	-1,3	.
Dienstleistungen	2,0	1,6	1,7	1,9	2,3	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	2,7	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	-0,7	-0,4	5,4	6,2	4,5	3,7	1,5	3,7	3,2	2,1	1,7	0,7	.
Lohnstückkosten ²⁾	0,3	1,3	1,1	1,7	2,0	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,2	0,9	1,4	0,4	0,2	0,1	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	1,5	2,3	2,5	2,1	2,2	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ³⁾	1,7	2,2	3,4	3,1	3,1	2,8	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁴⁾	12,0	17,1	31,0	34,5	28,4	31,7	29,0	32,7	32,5	29,4	28,7	28,8	23,8
Rohstoffpreise ⁵⁾	-12,5	-3,1	18,1	16,4	1,4	-0,9	-9,4	-4,0	2,5	-1,0	-10,1	-16,7	-17,8

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Internationale Rohölbörse, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) und EZB-Berechnungen.

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

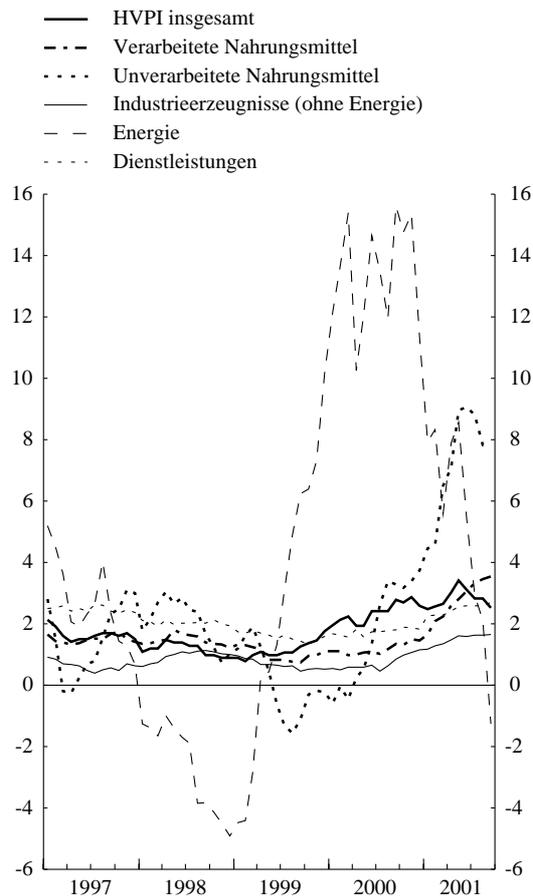
3) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen).

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

Rückgang des Preisniveaus im Vorjahresvergleich seit März 1999 dar; demgegenüber hatte die jährliche Steigerungsrate im August 2,1 % betragen (siehe Abbildung 12). Im Vergleich zum Vormonat erhöhte sich das Energiepreisniveau im September jedoch um 0,8 %, was auf einen vorübergehenden Anstieg der Ölpreise nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten zurückzuführen war. Der Rückgang der Jahresänderungsrate der Energiepreise im September war somit ausschließlich durch Basiseffekte bedingt.

Der Preisauftrieb infolge von BSE und der Maul- und Klauenseuche dürfte zwar zum

Stillstand gekommen sein, die Entwicklung bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel lässt jedoch bislang keine Anzeichen für eine Umkehrung der Tendenz erkennen. Die Jahreswachstumsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel verharrte im September 2001 unverändert bei 7,8 %. Im Gegensatz dazu stieg die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel im September weiter auf 3,5 % an, verglichen mit 3,4 % im August; dies war auf die verzögerten indirekten Auswirkungen vorangegangener Preissteigerungen bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln zurückzuführen.

Die Jahreswachstumsraten der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen zogen im September 2001 leicht an. Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) belief sich im September auf 1,7 %, nachdem sie im August 1,6 % betragen hatte. Eine ähnliche Entwicklung war bei der Jahreswachstumsrate der Dienstleistungspreise zu beobachten, die sich von 2,6 % im August auf 2,7 % im September erhöhte. Die allmähliche Aufwärtsbewegung bei den Jahreswachstumsraten der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen ist in erster Linie auf die indirekten Auswirkungen vorangegangener Ölpreis- und Wechselkursentwicklungen zurückzuführen, die sich in den kommenden Monaten abschwächen dürften.

Betrachtet man die kurzfristige Entwicklung, so belief sich die auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate des saisonbereinigten HVPI zwischen Juni und September 2001 auf 1,3 % und lag damit deutlich unter der im September verzeichneten Jahreswachstumsrate von 2,5 %; dies war auf das Nachlassen vorangegangener Energiepreisentwicklungen und auf die Verringerung des von den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel ausgehenden Aufwärtsdrucks im Gefolge von BSE und der Maul- und Klauenseuche zurückzuführen. Die auf Jahresrate hochgerechnete Dreimonatsrate des saisonbereinigten HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie betrug im September 2,2 % und lag damit etwas unter der Jahreswachstumsrate von 2,4 %;

dies deutet darauf hin, dass die von den oben genannten Schocks ausgehenden indirekten Auswirkungen sich nur langsam abschwächen. (Die Verwendung von saisonbereinigten Daten zur Analyse der jüngsten Preisentwicklungen wurde in Kasten 2 des Monatsberichts vom Januar 2001 erörtert).

Betrachtet man die Energiepreisentwicklung seit September 2001, so dürfte der Rückgang der auf Euro lautenden Ölpreise von 28,8 € je Barrel im September auf 23,8 € je Barrel im Oktober 2001 – sofern er sich fortsetzt – zu einer weiteren Abnahme des Beitrags der Energiepreise zur Teuerung nach dem HVPI insgesamt führen. Diese Schlussfolgerung wird durch eine von Eurostat veröffentlichte Vorausschätzung für die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI untermauert, die auf einen leichten Rückgang auf 2,4 % im Oktober nach 2,5 % im September hindeutet. Für die nähere Zukunft ist ein weiterer Rückgang der Teuerungsrate zu erwarten, wengleich deren Entwicklung im Vorjahrsvergleich aufgrund der von vorangegangenen Preisentwicklungen ausgehenden Basiseffekte und der angekündigten Veränderungen bei den indirekten Steuern in den kommenden Monaten etwas uneinheitlich sein dürfte.

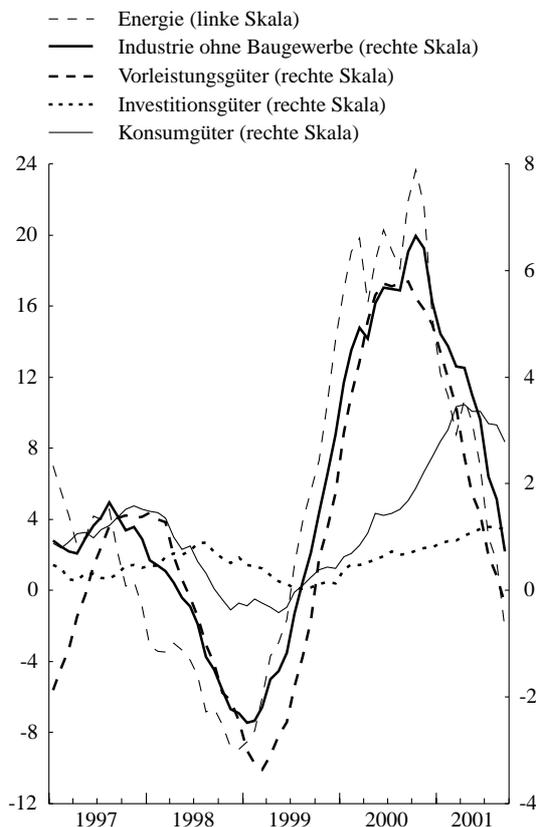
Weiter nachlassender Druck auf die Erzeugerpreise im September 2001

Die Jahreswachstumsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet ging nach 1,7 % im August weiter auf 0,7 % im September 2001 zurück. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise ist seit Oktober 2000 – als sie sich auf 6,7 % belief – kontinuierlich zurückgegangen.

Der jüngste Rückgang der Jahresrate war auf eine rückläufige Jahreswachstumsrate bei allen Teilkomponenten der Erzeugerpreise zurückzuführen (siehe Abbildung 13). Die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für Investitionsgüter ging im September 2001 zum ersten Mal seit Dezember 1999 zurück, und zwar von 1,2 % im August auf 1,1 %. Daraus geht hervor, dass der aufgrund vorangegan-

Abbildung 13 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

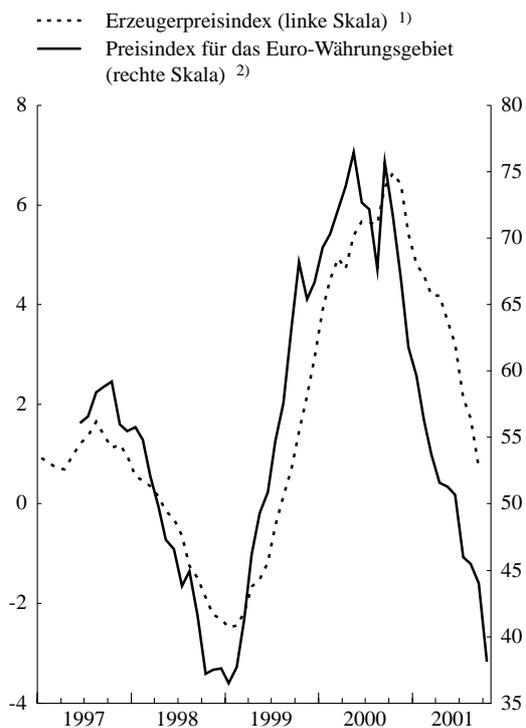


Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

gener Ölpreissteigerungen erfolgte Anstieg der Investitionsgüterpreise, der in seiner Reaktion auf die Preisschocks tendenziell hinter den anderen Teilkomponenten zurückblieb, offenbar nachgelassen hat. Der Rückgang der Jahreswachstumsraten bei den verschiedenen Teilkomponenten der Erzeugerpreise, insbesondere in der Vorleistungsgüter- und Konsumgüterbranche, dürfte den Druck auf die Konsumgüterpreise über die Produktionskette weiter abschwächen.

Im Hinblick auf die aus Umfragen gewonnenen Indikatoren der Erzeugerpreisentwicklung weist der jüngste Verlauf des Preisindex für das Euro-Währungsgebiet, der die Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe auf der Grundlage der Angaben für Oktober

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



Quellen: Eurostat und Reuters.

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

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

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

misst, darauf hin, dass weitere Abwärtsbewegungen bei den Erzeugerpreisen zu erwarten sein dürften (siehe Abbildung 14). Die jüngsten Ergebnisse für die auf den Branchenumfragen der Europäischen Kommission beruhenden Verkaufspreiserwartungen (Angaben für Oktober) bestätigen dies. Der seit Mitte September 2001 beobachtete Rückgang der auf Euro lautenden Öl- und anderen Rohstoffpreise dürfte, sofern er sich fortsetzt, den Abwärtstrend bei den Erzeugerpreisen verstärken.

Lohnentwicklung weiterhin gemäßigt, aber aufgrund geringeren Produktionswachstums Aufwärtsdruck auf die Lohnstückkosten

Erste Schätzungen der Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten im zweiten Quartal 2001 zeigen, dass diese ihre neuerliche Aufwärtsbewegung von 2,0 % im ersten Quartal auf 2,3 % ausgedehnt hat und damit deutlich über der durchschnittlichen Wachstumsrate des Jahres 2000 von 1,1 % liegt. Diese Aufwärtsentwicklung ist größtenteils auf die konjunkturbedingte Entwicklung der Arbeitsproduktivität zurückzuführen und nicht auf die Veränderungen des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Die Jahreswachstumsrate der Arbeitsproduktivität ging von 0,2 % im ersten Quartal auf 0,1 % im zweiten Quartal 2001 zurück, verglichen mit einem Durchschnittswert von 1,4 % im Jahr 2000. Im Gegensatz dazu belief sich die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im zweiten Quartal auf 2,4 %, gegenüber 2,2 % im ersten Quartal; damit lag sie jedoch unter dem Durchschnittswert von 2,5 % im Jahr 2000.

Die jüngsten Informationen über die vereinbarten Tariflöhne deuten auf eine anhaltende Lohnzurückhaltung hin, wenngleich eine leichte Aufwärtsbewegung erkennbar ist. Der erwartete Rückgang der Gesamtinflation dürfte ein Anhalten der Lohnzurückhaltung jedoch unterstützen.

Insgesamt gesehen dürften die aus vorangegangenen Preisschocks resultierenden direkten Auswirkungen weiter nachlassen. Betrachtet man die nähere Zukunft, so dürften die Teuerungsraten in den kommenden Monaten, hauptsächlich infolge der Basiseffekte, eine gewisse Volatilität aufweisen. Die zum gegenwärtigen Zeitpunkt verfügbaren Informationen lassen jedoch darauf schließen, dass die Teuerungsraten im ersten Halbjahr des Jahres 2002 zu einem mit Preisstabilität vereinbaren Niveau zurückkehren dürften.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Konjunktur bis zu den Sommermonaten schwach

Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge stieg das reale Bruttoinlandsprodukt des Euroraums im zweiten Quartal 2001 unrevidiert um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit 0,5 % im ersten Vierteljahr (siehe Tabelle 3). Im Vorjahrsvergleich sank die Rate ebenfalls, und zwar von 2,4 % im ersten Vierteljahr auf 1,7 % im zweiten Quartal. Die Ergebnisse zu den einzelnen BIP-Komponenten stimmten im Wesentlichen mit denen der ersten Schätzung überein. Das Wachstum der inländischen Endnachfrage schwächte sich im zweiten Quartal insgesamt ab und betrug im Vorquartalsvergleich 0,2 % gegenüber 0,6 % im ersten Quartal. Der Rückgang war beim Außenhandel ausgeprägter; der Außenbeitrag zum realen BIP-Wachstum belief sich im zwei-

ten Vierteljahr 2001 auf -0,2 Prozentpunkte, nachdem er im ersten Quartal noch +0,5 Prozentpunkte betragen hatte.

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet stieg im August des laufenden Jahres um 1,2 % gegenüber dem Vormonat, während sie im Juli um 1,4 % zurückgegangen war (siehe Tabelle 4). Allerdings sind sowohl die August- als auch die Juli-Daten teilweise durch gegenläufige Kalendereffekte verzerrt. Auf Basis gleitender Dreimonatsdurchschnitte sank die Industrieproduktion im Zeitraum bis August um 0,2 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum, während sich die Abnahme im zweiten Quartal auf 0,9 % belaufen hatte. Dies deutet darauf hin, dass die Industrieproduktion zwar immer noch rückläufig ist, jedoch wohl schon vor den Terroranschlägen

Tabelle 3

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	1998	1999	2000	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,9	2,6	3,4	3,9	3,2	2,9	2,4	1,7	0,8	0,5	0,6	0,5	0,1
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,6	3,2	2,8	3,5	2,8	2,3	1,6	1,0	0,9	0,2	0,5	0,0	0,3
Private Konsumausgaben	3,0	3,2	2,6	3,3	2,5	1,9	2,0	1,6	0,8	0,1	0,2	0,8	0,4
Konsumausgaben des Staats	1,2	2,1	1,9	2,2	1,6	1,6	1,7	1,5	0,3	0,1	0,7	0,6	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	5,2	5,5	4,5	5,0	4,3	3,2	1,8	0,4	1,0	1,0	-0,3	0,1	-0,4
Vorratsveränderungen ³⁾⁴⁾	0,5	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,2	-0,3	-0,4	0,2	-0,2	0,2	-0,6	0,2
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	-0,5	0,6	0,5	0,5	0,6	0,9	0,7	-0,1	0,3	0,2	0,5	-0,2
Exporte ⁵⁾	7,2	5,2	12,1	12,2	12,1	11,6	8,7	5,1	2,7	3,1	2,6	0,2	-0,8
Importe ⁵⁾	9,9	7,2	10,8	11,3	11,2	10,5	6,6	3,2	3,0	2,4	2,3	-1,2	-0,2
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	1,4	2,2	0,2	0,0	0,7	-0,4	0,3	0,0	0,1	1,4	0,0	-1,2	-0,3
Industrie	2,6	1,1	4,1	4,5	3,9	3,5	2,6	0,7	0,6	0,6	0,5	0,9	-1,3
Dienstleistungen	3,1	3,1	3,5	3,8	3,3	3,3	2,9	2,5	0,9	0,6	0,8	0,6	0,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

5) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen 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.

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

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001	2001
			Juni	Juli	Aug.	Juni	Juli	Aug.	März	April	Mai	Juni	Juli
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	2,0	5,4	1,8	-1,3	0,4	0,8	-1,4	1,2	-0,5	-1,0	-0,9	-0,9	-0,2
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie ¹⁾	1,8	5,6	1,5	-2,0	0,2	0,8	-1,4	2,7	-0,9	-1,8	-1,3	-1,2	0,2
Vorleistungsgüter	1,5	5,8	0,3	-2,5	-2,2	0,6	-1,1	0,5	-1,6	-2,2	-1,6	-1,2	-0,4
Investitionsgüter	2,4	8,4	3,1	-2,2	2,5	0,8	-1,7	2,4	-0,3	-1,2	-1,1	-0,8	0,2
Konsumgüter	1,7	2,3	1,4	-1,0	1,3	0,2	-0,6	0,7	-0,1	-0,5	-0,3	-0,5	-0,1
Gebrauchsgüter	1,4	5,8	0,4	-6,5	1,3	0,2	-2,8	3,6	-1,4	-1,8	-1,3	-2,0	-1,2
Verbrauchsgüter	1,7	1,6	1,6	0,1	1,3	0,3	-0,1	0,1	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,1
Energie	1,6	1,5	2,4	1,4	2,4	-0,1	-0,1	-0,3	0,9	0,8	1,6	1,1	0,7
Verarbeitendes Gewerbe	2,0	5,8	1,8	-2,0	0,3	1,1	-1,8	1,3	-0,5	-1,3	-1,1	-1,2	-0,3

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

in den Vereinigten Staaten ihren Tiefpunkt nahezu erreicht hatte.

Eine ähnliche Entwicklung ist im verarbeitenden Gewerbe zu beobachten; dort sank die Produktion im Dreimonatszeitraum bis August dieses Jahres um 0,3 %, nachdem sie im zweiten Quartal um 1,1 % zurückgegangen war. Was die Entwicklung in den Hauptgruppen des verarbeitenden Gewerbes im Vergleich zum vorangegangenen Dreimonatszeitraum angeht, so war im Investitionsgütersektor in den drei Monaten bis August zum ersten Mal seit Februar dieses Jahres mit 0,2 % wieder eine Zunahme der Produktion zu verzeichnen. Im gleichen Zeitraum sank die Erzeugung im Vorleistungsgütersektor und in der Konsumgüterindustrie um 0,4 % bzw. 0,1 %, allerdings langsamer als im zweiten Quartal, als die Produktion in diesen beiden Sektoren um 1,6 % bzw. 0,3 % zurückgegangen war.

Rückgang des Vertrauens aufgrund der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten

Nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten sanken die Vertrauensindikatoren für das verarbeitende Gewerbe drastisch. Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission nahm das Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet im Oktober 2001 stark ab, womit sich der bereits im September verzeichnete Rückgang nochmals beschleunigte (siehe Tabelle 5). Diese Ergebnisse müssen angesichts der Schwierigkeiten der Unternehmen, die Auswirkungen der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten auf die Wirtschaft im Euroraum so kurz nach den Geschehnissen einzuschätzen, mit besonderer Vorsicht interpretiert werden. Betrachtet man die Umfrageergebnisse, die sich auf die tatsächlichen Entwicklungen – und nicht auf die Erwartungen – beziehen (insbesondere die negativere Einschätzung der Auftragslage), so scheint die Konjunktur in der Industrie des Euro-Währungsgebiets in den letzten Wochen gelitten zu haben. Darauf deutet auch der drastische Rückgang

des Purchasing Mangers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euroraum im Oktober des laufenden Jahres hin, der nach dem bereits starken Einbruch im September zu verzeichnen war (siehe Abbildung 15). Die Fragen in dieser Erhebung beziehen sich auf einen Vergleich der tatsächlichen Situation im laufenden Monat mit der Situation im vorangegangenen Monat und nicht auf die erwarteten Entwicklungen. Die Ergebnisse dürften daher von der großen Unsicherheit nach den Anschlägen weniger betroffen sein. Es bleibt abzuwarten, ob ein Nachlassen der großen Unsicherheit auch zu einer allmählichen Rückkehr des Unternehmensvertrauens führen wird oder ob die Wirtschaftstätigkeit tatsächlich über einen längeren Zeitraum hinweg negativ beeinflusst bleibt.

Bei den schwankungsanfälligeren Vertrauensindikatoren für das Baugewerbe und den Einzelhandel lässt sich die Entwicklung am besten auf der Basis von Dreimonatsdurchschnitten verfolgen. Das Stimmungsbarometer im Baugewerbe sank im Dreimonatszeitraum bis Oktober 2001 gegenüber dem dritten Quartal, was im Wesentlichen auf die pessimisti-

schere Einschätzung der Auftragslage und der aktuellen Konjunktorentwicklung zurückzuführen war. Die Erwartungen hinsichtlich der Geschäftslage im Einzelhandel fielen im Dreimonatszeitraum bis Oktober gegenüber dem dritten Quartal etwas geringer aus, was in erster Linie den Konjunkturerwartungen der Unternehmen in dieser Branche zuzuschreiben war. Allerdings wurde diese Entwicklung teilweise durch eine Verbesserung der Beschäftigungserwartungen im Einzelhandel kompensiert.

Das von der Europäischen Kommission ermittelte Verbrauchervertrauen sank im Oktober weiter, wenn auch in geringerem Maße als das Vertrauen der Industrie. Der Rückgang ist vollständig auf die Indikatoren zurückzuführen, die sich auf die allgemeine Situation beziehen, d. h. die Erwartungen bezüglich der allgemeinen Wirtschaftslage und der Arbeitslosigkeit. Dagegen nahm die Zuversicht der privaten Haushalte hinsichtlich ihrer finanziellen Situation und ihrer Sparfähigkeit leicht zu. In der Vergangenheit wiesen die Fragen, die sich auf die finanzielle Situation der Verbraucher beziehen, im Allgemei-

Tabelle 5

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

(saisonbereinigte Daten)

	1998	1999	2000	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Mai	2001 Juni	2001 Juli	2001 Aug.	2001 Sept.	2001 Okt.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,3	-0,2	2,6	0,0	-0,5	-1,3	-1,3	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,1	-1,0
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	6	7	12	12	12	9	3	9	8	5	3	2	1
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	6	-1	11	12	8	2	-2	2	0	-1	-2	-4	-9
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	0	12	18	20	19	17	14	18	16	14	13	15	12
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	3	0	5	2	3	-1	-1	-2	-2	1	-3	-1	-4
Geschäftsklimaindikator ³⁾	0,7	-0,1	1,3	1,3	0,9	0,1	-0,5	0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,6	-1,1
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	83,4	82,5	84,3	84,5	84,1	83,3	82,5	-	-	83,0	-	-	81,9

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

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

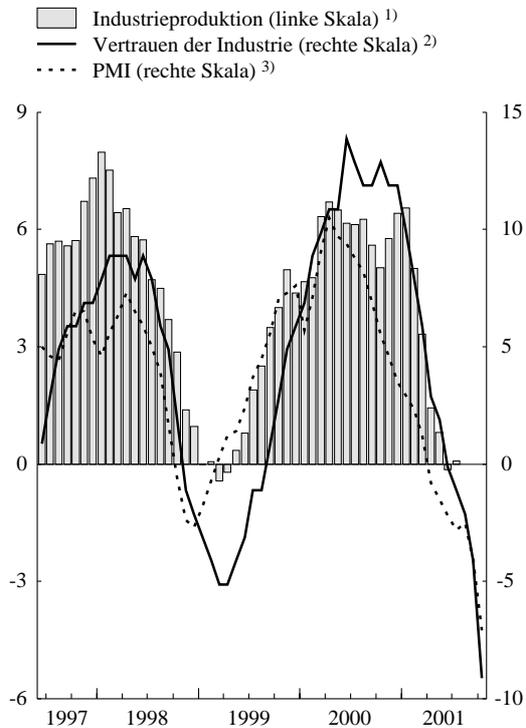
1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit 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 15
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
 (Monatswerte)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbrauchenumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Soweit verfügbar, beziehen sich die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) auf die zwölf Euro-Länder.

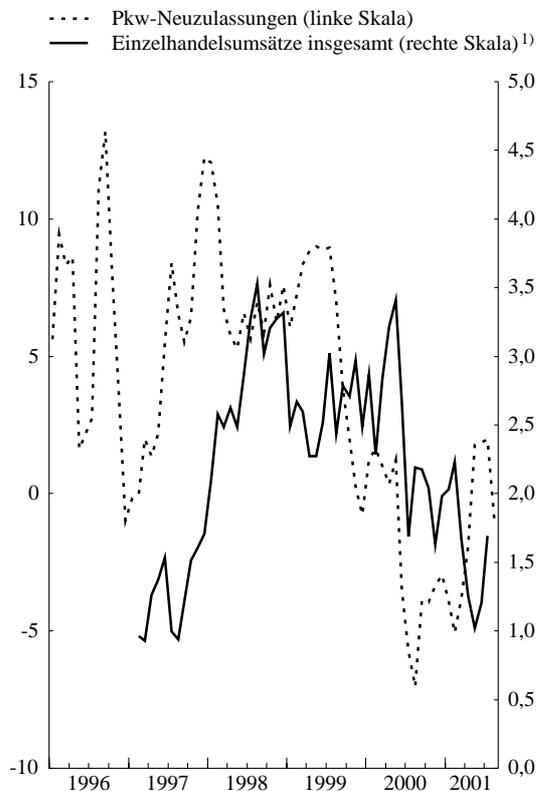
- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeits-tätiglich bereinigt.
- 2) Salden in %; Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten;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

nen eine stärkere Korrelation mit dem Wachstum der Konsumausgaben auf als die Fragen bezüglich der allgemeinen Wirtschaftslage.

Die Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen legen die Vermutung nahe, dass das Wachstum der realen privaten Konsumausgaben im Sommer relativ robust war. Dem Volumen nach stiegen die Einzelhandelsumsätze im August gegenüber dem Vormonat um 0,3 % und blieben damit gegenüber der Zunahme im Juli unverändert. Im Dreimonatszeitraum bis August war ein Umsatzwachstum von 0,4 % gegenüber dem

Dreimonatszeitraum bis Mai zu verzeichnen. Im zweiten Quartal hatte die vierteljährliche Wachstumsrate bei 0,1 % gelegen. Im Vorjahrsvergleich nahm das Volumen der Einzelhandelsumsätze in den drei Monaten bis August um 1,6 % zu, verglichen mit 1,0 % im zweiten Quartal und 2,3 % im ersten Quartal (siehe Abbildung 16). Im September 2001 blieb die Zahl der Pkw-Neuzulassungen gegenüber dem Vormonat nahezu unverändert; somit waren hier bislang keine Auswirkungen der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten auf den Verbrauch im Euroraum zu erkennen. Im dritten Quartal gingen die Pkw-Neuzulassungen im Eurogebiet im Vorquartalsvergleich um 5,9 % zurück, nachdem sie im zweiten Quartal um 6,5 % gestiegen waren.

Abbildung 16
Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet
 (Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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

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

- 1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

Im Vorjahrsvergleich nahmen die Pkw-Neuzulassungen im dritten Quartal um 1,2 % ab.

Kurzfristige Aussichten mit großer Unsicherheit behaftet

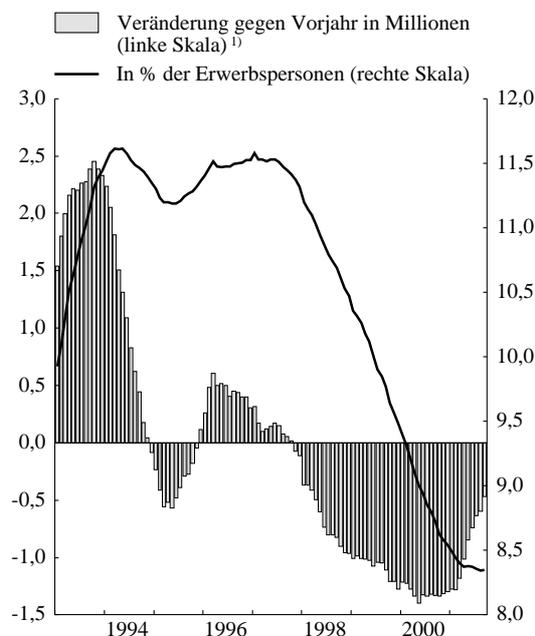
Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist festzustellen, dass die Auswirkungen der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten im September und die sich daraus ergebenden internationalen Entwicklungen die Unsicherheit erheblich erhöht haben. Damit besteht ein deutliches Risiko, dass die Konjunktur zumindest im vierten Quartal 2001 negativ beeinflusst wird und sich infolgedessen die Erholung des BIP-Wachstums verzögern wird. Allerdings lassen der zu erwartende weitere Rückgang der Inflation, die Auswirkungen der Steuersenkungen in einigen Ländern des Euroraums und die günstigen Finanzierungsbedingungen vermuten, dass im Laufe des nächsten Jahres eine Erholung im Euroraum stattfinden wird. Die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Eurogebiets sind solide, und es gibt keine größeren Ungleichgewichte, die eine längere Anpassungsperiode erforderlich machen würden.

Arbeitslosigkeit im September unverändert bei 8,3 %

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet lag im September unverändert bei 8,3 % (siehe Tabelle 6). Die Zahl der Arbeitslosen stieg leicht um knapp 4 000. Im Gefolge der jüngsten Abschwächung des BIP-Wachstums stabilisierte sich die Ar-

Abbildung 17 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.

beitslosenquote in den ersten drei Quartalen des laufenden Jahres, nachdem sie seit 1997 stetig zurückgegangen war (siehe Abbildung 17). Während die Zahl der Arbeitslosen im zweiten Quartal 2000 noch um durchschnittlich 124 000 pro Monat gesunken war, hat sich der Rückgang seither kontinuierlich verlangsamt (auf durchschnittlich 11 000 pro Monat im dritten Quartal dieses Jahres).

Tabelle 6

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1998	1999	2000	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 April	2001 Mai	2001 Juni	2001 Juli	2001 Aug.	2001 Sept.
Insgesamt	10,8	10,0	8,9	8,6	8,4	8,4	8,3	8,4	8,4	8,4	8,4	8,3	8,3
Unter 25 Jahren ¹⁾	21,5	19,5	17,5	16,8	16,5	16,5	16,4	16,5	16,5	16,5	16,5	16,4	16,4
25 Jahre und älter	9,3	8,6	7,8	7,5	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3	7,3

Quelle: Eurostat.

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

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

Auch in den einzelnen Altersgruppen sind die Arbeitslosenquoten im September unverändert geblieben. Bei den unter 25-Jährigen betrug die Quote 16,4 % und bei den über 25-Jährigen 7,3 %. Absolut gesehen nahm die Zahl der Arbeitslosen unter 25 Jahren im September weiter ab, während bei den über 25-Jährigen ein Anstieg um 12 000 zu verzeichnen war.

Deutliche Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im Dienstleistungssektor in der ersten Jahreshälfte 2001

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Beschäftigung bestätigen die vorherigen Erwartungen eines geringeren Wachstums der Gesamtbeschäftigung im Euro-Währungsgebiet; im Vorquartalsvergleich sank die Rate von 0,4 % im ersten Vierteljahr 2001 auf 0,2 % im zweiten Vierteljahr (siehe Tabelle 7). Dies ist der niedrigste Zuwachs seit dem ersten Quartal 1997. Der Rückgang des Beschäftigungswachstums spiegelt sich auch in der Jahreswachstumsrate wider, die von durchschnittlich 2,1 % im Zeit-

raum vom ersten Quartal 2000 bis zum ersten Vierteljahr 2001 auf 1,5 % im zweiten Quartal dieses Jahres sank.

Die Verlangsamung des Gesamtbeschäftigungswachstums in der ersten Jahreshälfte 2001 scheint etwas stärker ausgefallen zu sein als im Jahresverlauf 1999. Ausschlaggebend hierfür war vor allem der relativ starke Rückgang des Beschäftigungszuwachses im Dienstleistungssektor, in dem zwischen 1998 und 2000 durchweg eine dynamische Zunahme verzeichnet worden war. Gestützt durch das anhaltend kräftige Wachstum der privaten Konsumausgaben war die Beschäftigungsentwicklung im Dienstleistungssektor, die eine gewisse Wirkungsverzögerung aufweist, nur geringfügig durch die konjunkturelle Verlangsamung in den Jahren 1998 und 1999 in Mitleidenschaft gezogen worden; im Jahr 1999 hatte der Zuwachs noch bei durchschnittlich über 0,6 % im Quartalsvergleich gelegen. Im Laufe des ersten Halbjahrs 2001 jedoch sank das Beschäftigungswachstum im Dienstleistungssektor von durchschnittlich 0,7 % im Jahr 2000 auf 0,3 % im zweiten Quartal des laufenden Jahres. Dieser Rückgang lässt dar-

Tabelle 7

Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2001	2001	2000	2000	2000	2001	2001
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	1,6	1,7	2,1	2,1	2,1	2,2	2,0	1,5	0,6	0,4	0,6	0,4	0,2
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-1,4	-3,0	-1,4	-1,7	-1,6	-0,7	0,0	-0,6	-0,2	-0,4	0,2	0,4	-0,8
Industrie	1,0	0,3	1,0	1,1	1,0	1,3	1,3	0,8	0,4	0,3	0,4	0,2	-0,1
Ohne Baugewerbe	1,1	0,0	0,8	0,8	1,0	1,3	1,3	0,6	0,5	0,3	0,4	0,2	-0,2
Baugewerbe	0,3	1,0	1,5	1,4	0,9	1,4	1,1	1,3	0,0	0,2	0,8	0,1	0,2
Dienstleistungen	2,2	2,6	2,8	2,9	2,8	2,8	2,5	2,0	0,8	0,6	0,6	0,4	0,3
Handel und Verkehr ³⁾	1,7	2,3	2,8	3,1	2,7	2,7	2,1	1,5	0,6	0,6	0,6	0,2	0,1
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,0	5,5	5,9	6,1	6,1	5,5	5,0	4,1	1,6	1,2	1,0	1,1	0,8
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3	1,6	1,7	1,4	0,6	0,2	0,5	0,4	0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

2) Umfasst auch Forstwirtschaft.

3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.

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

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

auf schließen, dass sich das schwache Wachstum der privaten Konsumausgaben, insbesondere im zweiten Halbjahr 2000, auf die Beschäftigungsentwicklung in der ersten Jahreshälfte 2001 ausgewirkt hat.

Innerhalb des Dienstleistungssektors scheint der Teilssektor Handel, Verkehr und Nachrichtenübermittlung für das geringere Beschäftigungswachstum in der ersten Hälfte dieses Jahres hauptverantwortlich gewesen zu sein. Der Beschäftigungszuwachs im Teilssektor Finanzierung und Unternehmensdienstleister wies im selben Zeitraum zwar ebenfalls eine erhebliche Verlangsamung auf, doch blieben die Wachstumsraten hier deutlich höher als die durchschnittlichen Zuwachsraten im Dienstleistungssektor.

In der Industrie insgesamt kam es im zweiten Quartal des laufenden Jahres erstmals seit

zwei Jahren zu einem leichten Rückgang der Beschäftigung im Quartalsvergleich; ausschlaggebend hierfür war der Beschäftigungsabbau in der Industrie ohne Baugewerbe. Diese Entwicklung deckt sich mit den geringeren Beschäftigungserwartungen, die aus den Branchenumfragen im verarbeitenden Gewerbe abzulesen sind, und steht im Einklang mit der erwarteten verzögerten Reaktion des Beschäftigungswachstums im verarbeitenden Gewerbe auf die konjunkturelle Entwicklung. Im Baugewerbe war demgegenüber weiterhin ein Beschäftigungszuwachs im Quartalsvergleich zu verzeichnen, der den negativen Trend im verarbeitenden Gewerbe teilweise ausglich. Die Ergebnisse der jüngsten Umfragen deuten insgesamt auf eine anhaltende Verlangsamung des Gesamtbeschäftigungswachstums in den kommenden Monaten hin.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Ruhige Devisenmarktentwicklung im Oktober und Anfang November

Im Oktober und Anfang November wurden die Devisenmärkte nur teilweise von der Veröffentlichung von Daten beeinflusst, die auf eine Konjunkturuntrübung in allen großen Wirtschaftsregionen hindeuteten. Zwar blieb ungewiss, inwieweit einzelne Regionen betroffen sein würden, doch gab es Anzeichen dafür, dass sich die zunehmende Risikoaversion, die den US-Dollar im Gefolge der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten belastet hatte, wieder vermindert hatte.

In den ersten drei Wochen im Oktober stieg der US-Dollar vor dem Hintergrund der nachlassenden Marktunsicherheit wieder an. Nach der Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten, die den Marktteilnehmern die Hoffnung auf eine schnelle Erholung der US-Wirtschaft genommen haben dürften, gab er im späteren Monatsverlauf allerdings wieder nach. Insgesamt ging der Euro im Oktober gegenüber dem US-Dollar fast stetig zurück. Am Monatsende und Anfang November notierte

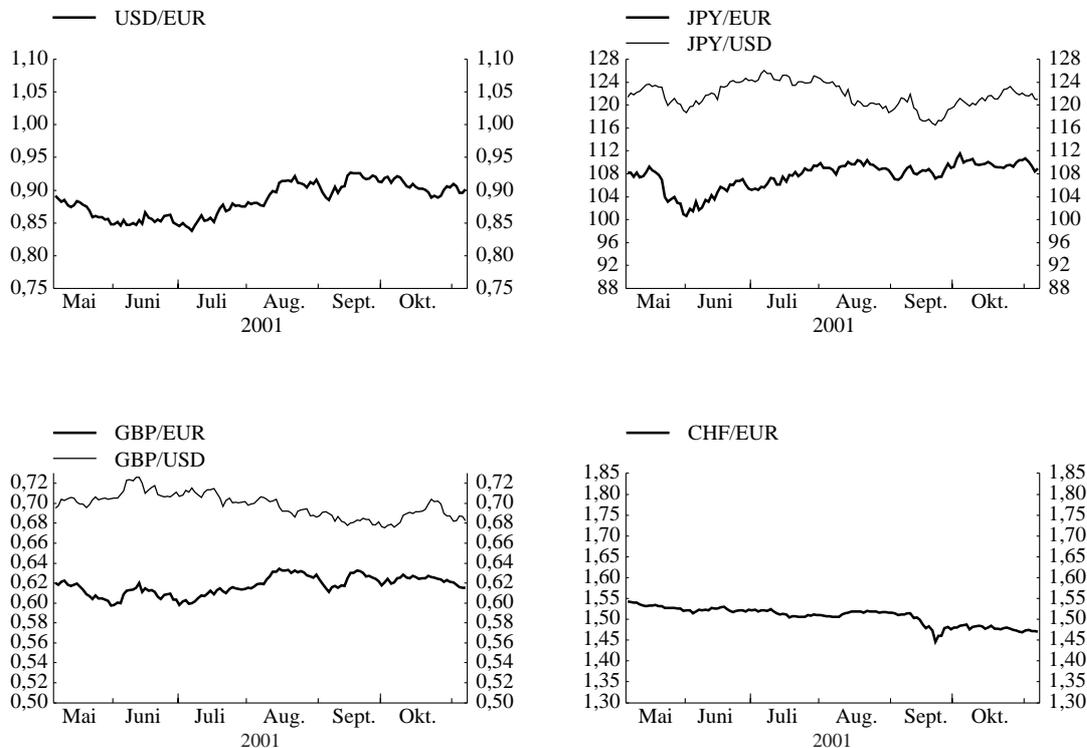
er wieder etwas fester und stabilisierte sich, nachdem ungünstige Daten zum Verbraucher- und Industrievertrauen und ein Rückgang des realen BIP im dritten Quartal 2001 in den Vereinigten Staaten bekannt geworden waren. Angesichts weiterer Anzeichen eines Konjunkturabschwungs in den Vereinigten Staaten beschloss die amerikanische Notenbank in der turnusmäßigen Sitzung des Offenmarktausschusses am 6. November, ihren Zielzinssatz für Tagesgeld um 50 Basispunkte auf 2 % zu senken. Diese allgemein erwartete Entscheidung hatte keine größere Auswirkung auf die Devisenmärkte. Am 7. November notierte der Euro bei 0,90 USD (siehe Abbildung 18) und damit 1 % niedriger als Ende September und fast 2 ½ % unter seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr.

Vor dem Hintergrund einer weiteren Konjunkturverschlechterung in Japan, die durch den Anstieg der Arbeitslosigkeit und die Veröffentlichung pessimistischer Prognosen zum BIP-Wachstum belegt wird, wertete der japanische Yen im Oktober gegenüber dem US-Dollar fast durchgehend ab. Dagegen

Abbildung 18

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

konnte er sich gegenüber dem Euro und anderen wichtigen Währungen insgesamt behaupten. Mit 120,9 JPY zum US-Dollar notierte der Yen am 7. November mehr als 1 % unter seinem Stand von Ende September. Der Wechselkurs des Euro zum Yen blieb gegenüber seinem Stand von Ende September fast unverändert. Am 7. November betrug er 109 JPY, womit er sein Durchschnittsniveau im Jahr 2000 um 9 ½ % übertraf.

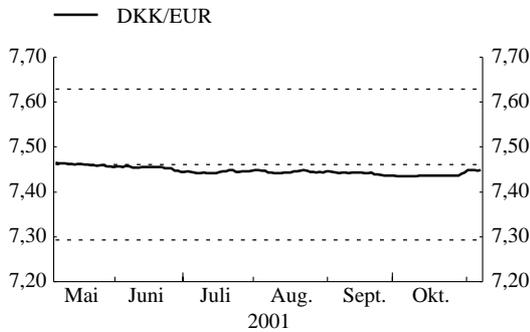
Das Pfund Sterling zeigte sich gegenüber dem Euro insgesamt wenig verändert, während es gegenüber dem US-Dollar zunächst an Wert verlor, sich in der letzten Oktoberwoche dann aber wieder erholte. Die allgemeine Stabilität der britischen Währung wurde vor allem durch die Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten unterstützt, die ein robusteres Wachstum im Vereinigten Königreich als in den übrigen Ländern der G 7 anzeigten. Diese Daten wurden als Zeichen dafür gewertet, dass die britische Wirtschaft trotz des rück-

läufigen Unternehmervertuens und der sich verschlechternden Beschäftigungssituation im Exportsektor möglicherweise weniger als die anderen großen Volkswirtschaften von der weltweiten Konjunkturabschwächung in Mitleidenschaft gezogen wird. Am 7. November wurde der Euro mit 0,62 GBP gehandelt, das heißt etwa 1 % niedriger als Ende September, aber rund 1 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2000.

Was andere europäische Währungen angeht, so schwankte die dänische Krone weiter in einem engen Band unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 19). Seit Ende September wertete der Euro um mehr als 2 ½ % gegenüber der schwedischen Krone ab, wurde aber am 7. November gegenüber der schwedischen Währung noch immer rund 12 % über seinem Durchschnitt des vergangenen Jahres gehandelt. Der Schweizer Franken musste aufgrund der sich abschwächenden weltweiten Risikoaversion und des folg-

Abbildung 19
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



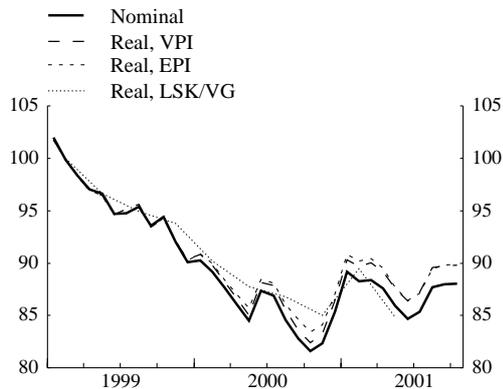
Quelle: EZB.

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

Abbildung 20
Effektive Euro-Wechselkurse

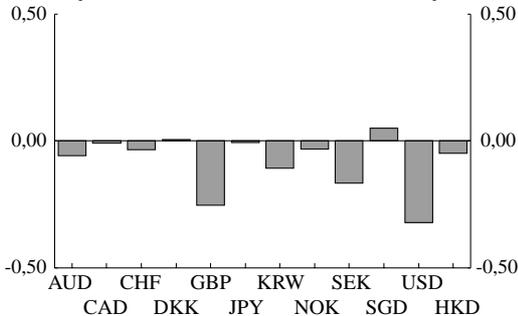
Nominale und reale effektive Wechselkurse ¹⁾

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



Beiträge zu den Veränderungen der nominalen effektiven Wechselkurse ²⁾

(28. September 2001 bis 7. November 2001; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

- Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Oktober 2001 und für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das zweite Quartal 2001.
- Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

lich nachlassenden Drangs in „sichere Häfen“ einen Teil seiner Gewinne vom September wieder abgeben. Am 7. November notierte der Euro bei 1,47 CHF, was ungefähr dem Niveau von Ende September entsprach.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, lag am 7. November 1 % unter seinem Stand von Ende September und knapp 2 % über seinem Durchschnitt im vergangenen Jahr. In realer Rechnung verlief die Entwicklung der mit den Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes sowie den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe deflationierten effektiven Wechselkurse auch weiterhin nahezu parallel zum nominalen Index (siehe Abbildung 20).

Leistungsbilanzüberschuss im August 2001

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im August 2001 einen Überschuss in Höhe von 4,2 Mrd € auf, verglichen mit einem Defizit von 6,3 Mrd € im entsprechenden Vorjahrsmonat. Dies war in erster Linie auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 0,2 Mrd € auf 6,0 Mrd €) in Verbindung mit einem Umschwung bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (von einem Defizit in Höhe von 1,5 Mrd € hin zu einem Überschuss von 0,3 Mrd €) und einem Rückgang des Defizits bei den laufenden Übertragungen (von 5,5 Mrd € auf 2,9 Mrd €) zurückzuführen. Gleichzeitig blieb der Überschuss bei den Dienstleistungen faktisch unverändert. In den ersten acht Monaten des Jahres 2001 ging das kumulierte Leistungsbilanzdefizit auf 21,8 Mrd € zurück, verglichen mit einem Defizit in Höhe von 45,6 Mrd € im gleichen Zeitraum ein Jahr zuvor.

Die saisonbereinigten Angaben zeigen, dass sich der kumulierte Zwölfmonatssaldo der Leistungsbilanz bis Jahresende 1999 von einem Überschuss in ein Defizit umkehrte und seither im negativen Bereich geblieben ist (sie-

he Abbildung 21). Seit Beginn des laufenden Jahres allerdings hat sich das Leistungsbilanzdefizit im Einklang mit dem Anstieg des kumulierten Warenhandelsüberschusses wieder verringert. Der höhere Überschuss im Warenhandel ist vor allem dem Rückgang der Importwerte seit Ende letzten Jahres zuzuschreiben, während die Exportwerte im gleichen Zeitraum nahezu unverändert blieben. Die beträchtliche Ausweitung des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen, die weitgehend durch den langsameren Anstieg der Einnahmen in diesem Bereich seit Anfang dieses Jahres bedingt war (dies wiederum hängt vermutlich mit der weltweiten Konjunkturabschwächung zusammen), wurde durch den Anstieg des Warenhandelsüberschusses nur teilweise kompensiert.

Aus den saisonbereinigten Indizes der Durchschnittswerte und Volumen der Wareneinfuhren (siehe Tabelle 9 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“) geht hervor, dass für den Rückgang der Einfuhrwerte gegenüber dem Jahresende 2000 sowohl die niedrigeren Einfuhr-Durchschnittswerte als

auch ein geringeres Einfuhrvolumen maßgeblich waren. Die zuerst genannte Entwicklung ist in erster Linie auf den Rückgang der Ölpreise zurückzuführen, während Letztere aus der schwächeren Nachfrage im Eurogebiet im bisherigen Jahresverlauf resultiert.

Weiterhin Nettozuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen im August 2001

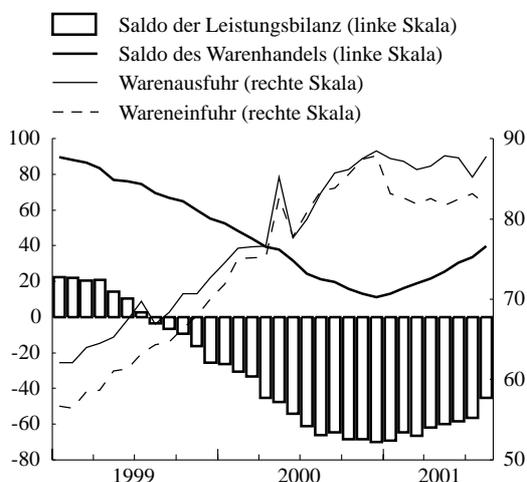
Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets zusammengekommen waren im August 2001 – im dritten Monat in Folge – Nettozuflüsse zu verzeichnen, und zwar in Höhe von insgesamt 11,9 Mrd €. Ausschlaggebend hierfür war, dass die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen in Höhe von 17,8 Mrd € die Nettoabflüsse von 6,0 Mrd € bei den Direktinvestitionen mehr als ausgeglichen haben.

Die Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen gingen hauptsächlich auf Nettozuflüsse bei den Dividendenwerten in Höhe von 12,7 Mrd € zurück. Aber auch bei den Schuldverschreibungen kam es per Saldo zu einem Mittelzufluss von 5,1 Mrd €, der wiederum Nettozuflüsse sowohl bei den Anleihen als auch bei den Geldmarktpapieren widerspiegelte. Bei den Direktinvestitionen gingen die Netto-Kapitalabflüsse hauptsächlich auf das Konto des Postens „Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen“, bei dem sich die Nettoabflüsse auf 4,9 Mrd € beliefen, während in der Position „Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne“ per Saldo ein Mittelabfluss von 1,1 Mrd € zu verzeichnen war.

Eine detailliertere Betrachtung zeigt, dass die zusammengefassten Netto-Kapitalzuflüsse in der Kapitalbilanz im August auf Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen Gebietsfremder zurückzuführen waren; hier wurden Nettozuflüsse in Höhe von 6,2 Mrd € bzw. 35,9 Mrd € verzeichnet. Parallel dazu hielten sich die Investitionen Gebietsansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets verglichen

Abbildung 21
Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels und Ausfuhr und Einfuhr von Waren im Euro-Währungsgebiet ¹⁾

(Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

1) Die Angaben beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Salden über zwölf Monate kumuliert.

mit den vorangegangenen Monaten in Grenzen. Durch Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen von Ansässigen des Eurogebiets kam es noch zu Netto-Kapitalabflüssen von 12,2 Mrd € bzw. 18,0 Mrd €.

In den ersten acht Monaten dieses Jahres verzeichnete das Euro-Währungsgebiet bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen mit 81,2 Mrd € einen höheren Netto-Kapitalabfluss als im gleichen

Tabelle 8
Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	2000 Jan.–Aug.	2000 Aug.	2001 Jan.–Aug.	2001 Juni	2001 Juli	2001 Aug.
Saldo der Leistungsbilanz	-45,6	-6,3	-21,8	-1,6	-4,1	4,2
Einnahmen	1024,8	127,6	1137,4	147,3	147,9	133,4
Ausgaben	1070,4	133,9	1159,2	148,9	152,0	129,2
Saldo des Warenhandels	7,8	0,2	35,0	8,1	8,5	6,0
Ausfuhr	619,1	76,7	686,6	89,5	90,0	80,9
Einfuhr	611,3	76,5	651,6	81,4	81,6	74,9
Saldo der Dienstleistungen	-2,1	0,5	2,9	1,9	0,9	0,8
Einnahmen	188,7	26,6	207,2	28,1	28,6	27,7
Ausgaben	190,8	26,1	204,4	26,2	27,7	26,9
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-21,7	-1,5	-32,5	-4,4	-8,1	0,3
Saldo der laufenden Übertragungen	-29,6	-5,5	-27,2	-7,3	-5,4	-2,9
Saldo der Vermögensübertragungen	7,3	0,3	7,5	0,9	0,4	0,6
Saldo der Kapitalbilanz	79,8	6,2	8,6	-14,0	-12,0	0,3
Direktinvestitionen	61,8	-37,1	-89,9	-10,4	7,2	-6,0
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-244,0	-52,2	-161,8	-20,3	-6,0	-12,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-191,3	-57,9	-103,8	-9,3	-11,8	-5,6
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-52,6	5,7	-58,0	-11,1	5,8	-6,6
Im Euro-Währungsgebiet	305,8	15,0	71,9	10,0	13,2	6,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	258,2	4,8	56,0	3,4	5,4	4,5
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	47,6	10,2	15,9	6,5	7,8	1,7
Wertpapieranlagen	-113,7	17,4	8,7	32,2	1,6	17,8
Dividendenwerte	-217,9	4,2	78,8	30,1	4,4	12,7
Aktiva	-217,9	-20,7	-76,9	-10,8	-8,4	-2,6
Passiva	0,0	24,8	155,8	40,9	12,8	15,3
Schuldverschreibungen	104,2	13,3	-70,1	2,1	-2,8	5,1
Aktiva	-72,6	-5,1	-107,9	-15,0	-4,0	-15,4
Passiva	176,7	18,3	37,8	17,1	1,2	20,5
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-51,9	-19,7	-81,2	21,8	8,8	11,9
Finanzderivate	5,2	-0,4	-9,9	-5,0	-4,8	-3,1
Übriger Kapitalverkehr	123,2	25,4	83,6	-29,9	-16,0	-12,6
Währungsreserven	3,3	0,9	16,1	-0,8	-0,0	4,1
Restposten	-41,5	-0,1	5,7	14,8	15,7	-5,1

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere Tabellen zu Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder 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.

Zeitraum ein Jahr zuvor (51,9 Mrd €). Die Angaben für August 2001 bestätigen jedoch die Veränderung in der Zusammensetzung der Kapitalströme im Jahr 2001. Die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen in Höhe von 61,8 Mrd € zwischen Januar und August 2000 haben sich im entsprechenden Zeitraum des laufenden Jahres in Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 89,9 Mrd € umgewandelt. Dagegen waren bei den Wertpapieranlagen nach Netto-Kapitalabflüssen von 113,7 Mrd € in den ersten acht Monaten des letzten Jahres im gleichen Zeitraum dieses Jahres Netto-Kapitalzuflüsse von 8,7 Mrd € zu verzeichnen. Dabei sei jedoch daran erinnert, dass die beträchtlichen Nettozuflüsse bei den Direktinvestitionen und die umfangreichen Nettoabflüsse bei den Wertpapieranlagen in den ersten acht Monaten des Jahres 2000 maßgeblich von einer über Aktien-tausch abgewickelten Unternehmensfusion beeinflusst worden waren. Diese Transaktion war als Direktinvestition im Euro-Währungsgebiet und als Kapitalabfluss aus dem Euro-Währungsgebiet bei den Anlagen in Dividendenwerten verbucht worden. Eine weitere wichtige Entwicklung in den Kapitalbilanzangaben für die ersten acht Monate dieses Jahres ist, dass bei den Anlagen in Dividendenwerten seit Mai 2001 wieder Netto-Kapitalzuflüsse zu verzeichnen sind, nachdem es über weite Strecken des Vorjahres zu Netto-Kapitalabflüssen gekommen war.

Revidierte Angaben zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets für 1997 bis 2000 und das erste Halbjahr 2001

Aufgrund einiger Verbesserungen in den Aufbereitungsmethoden und zusätzlicher Informationen von den Meldepflichtigen wurde die Zahlungsbilanzstatistik des Euro-Währungsgebiets für die Jahre 1997 bis 2000 und für das erste Halbjahr 2001 revidiert.

Infolge der Revisionen erhöhte sich das Leistungsbilanzdefizit für 1999 um 12,5 Mrd €, für 2000 um 25,1 Mrd € und für das erste Halbjahr 2001 um 10,7 Mrd €. Das höhere Leistungsbilanzdefizit resultiert in erster Linie aus einem niedrigeren Warenhandelsüberschuss und einem höheren Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen als bisher ausgewiesen. Der Warenhandelsüberschuss wurde für das Jahr 1999 um 7,8 Mrd €, für das Jahr 2000 um 16,6 Mrd € und für das erste Halbjahr 2001 um 5,7 Mrd € nach unten korrigiert. Demgegenüber wurde das Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen für 1999 um 3,3 Mrd €, für 2000 um 6,5 Mrd € und für das erste Halbjahr 2001 um 7,4 Mrd € nach oben revidiert. Insgesamt beläuft sich das Leistungsbilanzdefizit nach den Revisionen für 1999 auf 26,3 Mrd €, für 2000 auf 70,1 Mrd € und für das erste Halbjahr 2001 auf 21,8 Mrd €. Einige geringfügige Korrekturen wurden auch in der Leistungsbilanz für die Jahre 1997 und 1998 vorgenommen.

Die Revisionen der Angaben zur Kapitalbilanz des Eurogebiets brachten erhebliche Korrekturen im Bereich der Direktinvestitionen für das Jahr 2000 mit sich. Anstelle der zuvor ausgewiesenen Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 25,2 Mrd € verzeichnete das Eurogebiet im Jahr 2000 bei diesem Posten Nettozuflüsse von 15,2 Mrd €. Für das letzte Quartal 2000 wurden die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen von 58,9 Mrd € auf 14,1 Mrd € nach unten korrigiert. Im Gegensatz dazu wurden für das erste und zweite Quartal dieses Jahres keine größeren Revisionen der Angaben zur Kapitalbilanz vorgenommen, mit Ausnahme des Monats Mai 2001, für den der Nettozufluss bei den Wertpapieranlagen von 24,9 Mrd € auf 16,0 Mrd € nach unten revidiert wurde.

Der Informationsgehalt von Gesamtindikatoren des Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet

Eine Reihe öffentlicher und privater Institutionen haben Gesamtindikatoren des Konjunkturzyklus im Euroraum erstellt. Dabei werden eine Vielzahl ökonomischer Variablen zu einem einzigen Indikator zusammengefasst. Diese zusammengesetzten Indikatoren dienen dazu, aus unterschiedlichen Quellen stammende Informationen über den allgemeinen Konjunkturverlauf zu aggregieren, Wendepunkte im Konjunkturzyklus auszumachen und mitunter kurzfristige Prognosen über das Wirtschaftswachstum zu erstellen. Im vorliegenden Aufsatz werden die gängigen Verfahren zur Konstruktion von Gesamtindikatoren kurz vorgestellt und insbesondere der Informationsgehalt dieser Indikatoren im Hinblick auf den Konjunkturverlauf im Euro-Währungsgebiet beurteilt. Der Artikel kommt zu dem Schluss, dass Gesamtindikatoren zwar als zusätzliches Instrument der Konjunkturanalyse herangezogen werden, eine eingehende Beurteilung der Einzelindikatoren des Konjunkturverlaufs jedoch nicht ersetzen können. Vor allem verschleiern sie aufgrund ihrer Konstruktionsweise das Verlaufsmuster einzelner Variablen, die wichtige Informationen über die ausschlaggebenden Faktoren der Konjunktur-entwicklung liefern. Daher ist für eine eingehende Beurteilung der aktuellen Konjunktur-entwicklung und der kurzfristigen Aussichten für die Konjunktur eine detaillierte Analyse der Einzelindikatoren erforderlich.

I Einleitung

Zur Beurteilung der Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung analysiert die EZB im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie eine breite Palette von Indikatoren. Die Analyse der konjunkturellen Entwicklung spielt dabei eine wichtige Rolle. In diesem Zusammenhang wäre es vielleicht auch sinnvoll, Gesamtindikatoren des Konjunkturzyklus im Eurogebiet als zusätzlichen Beitrag zur Analyse mit einzubeziehen. Solche Indikatoren wurden von einer Reihe öffentlicher und privater Institutionen entwickelt. Sie erfüllen drei unterschiedliche Zwecke: Erstens als zusammenfassende Indikatoren des allgemeinen Konjunkturverlaufs, zweitens als Instrument zur Erkennung von Wendepunkten in der Konjunktur-entwicklung und drittens als Hilfsmittel zur Erstellung kurzfristiger Prognosen über das Wirtschaftswachstum.

Gesamtindikatoren können jedoch konstruktionsbedingt eine eingehendere Analyse einzelner Indikatoren der Konjunktur-entwicklung nicht ersetzen. Im Gegensatz zu makro-

ökonomischen Modellen lassen sie sich nur schwer auf theoretische Zusammenhänge zurückführen und sind daher für die Szenario-Analyse und die Beurteilung der mittel- bis langfristigen Perspektiven ungeeignet. Darüber hinaus überdecken sie als zusammenfassende Indikatoren den spezifischen Verlauf einzelner Variablen, die analysiert werden müssen, um genauere Erkenntnisse über die Triebkräfte aktueller und kurzfristiger Veränderungen des Konjunkturverlaufs und somit über die voraussichtliche Entwicklung in einer eher mittelfristigen Betrachtung zu gewinnen.

Angesichts dieser Überlegungen werden im vorliegenden Beitrag zunächst die von öffentlichen und privaten Institutionen angewandten Verfahren zur Konstruktion von Gesamtindikatoren beschrieben. Anschließend wird der potenzielle Informationsgehalt von Gesamtindikatoren im Hinblick auf den Konjunkturzyklus im Euroraum untersucht.

2 Definition des Konjunkturzyklus

Gesamtindikatoren zeigen Entwicklungen innerhalb eines Konjunkturzyklus an. Im Allgemeinen wird ein Referenzzyklus zugrunde ge-

legt, um die Eigenschaften eines bestimmten Gesamtindicators beurteilen zu können. Es gibt jedoch unterschiedliche Auffassungen

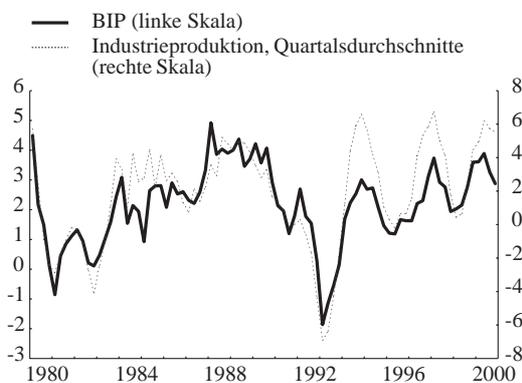
darüber, welche Zeitreihen für eine repräsentative Darstellung des Konjunkturzyklus ausgewählt werden sollen. Somit stellt sich zunächst die Frage: Wie lässt sich der Referenzzyklus bestimmen?

Konjunkturzyklen können als breit angelegte wiederkehrende mittelfristige Schwankungen der wirtschaftlichen Aktivität definiert werden. Grundsätzlich können zur Ermittlung des Konjunkturzyklus eine Reihe von Indikatoren herangezogen werden, darunter Variablen wie etwa Beschäftigung, Einkommen und Außenhandel sowie die Produktion. Bei der Analyse von Gesamtindikatoren beschränkt man sich jedoch in der Regel auf die Industrieproduktion oder das reale BIP als Referenzreihen. Daten zur Industrieproduktion haben den Vorteil, dass sie monatlich und nicht nur vierteljährlich zur Verfügung stehen. Die Industrieproduktion macht allerdings nur rund ein Viertel der gesamtwirtschaftlichen Aktivität im Euro-Währungsgebiet aus. Das BIP ist dagegen als Variable umfassender und daher für die Analyse von Schwankungen in der gesamten Volkswirtschaft letztendlich von größerer Relevanz. Wie im Folgenden dargelegt, ist die Wahl zwischen Industrieproduktion und BIP im Euro-Währungsgebiet möglicherweise gar nicht entscheidend, da sich die konjunkturellen Verlaufsmuster der beiden Datenreihen sehr stark ähneln. Im Rahmen dieses Aufsatzes wurden sowohl Daten zum BIP als auch zur Industrieproduktion ohne Baugewerbe (nachfolgend als „Industrieproduktion“ bezeichnet) für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes herangezogen. Der Beobachtungszeitraum ist auf die Jahre 1980 bis 2000 beschränkt, da Statistiken für die Jahre davor nicht durchweg verfügbar sind.

In der Praxis werden bei Gesamtindikatoren zumeist die tatsächlichen jährlichen Wachstumsraten in den Referenzreihen und nicht statistisch-ökonomische Schätzungen des

Abbildung I BIP und Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

(Wachstum gegenüber dem Vorjahr)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Konjunkturverlaufs zugrunde gelegt, um Rückschlüsse auf die aktuelle Konjunktrentwicklung zu ziehen. Vierteljährliche Wachstumsraten zeigen Veränderungen im Konjunkturzyklus in der Regel frühzeitiger an als Jahreswachstumsraten. Wegen ihrer höheren Volatilität sind vierteljährliche Wachstumsraten allerdings schwerer von Gesamtindikatoren nachzuvollziehen; dies erklärt vielleicht, warum den Jahreswachstumsraten der Vorzug gegeben wird. Infolgedessen ist eine genauere Analyse erforderlich, um Veränderungen im Konjunkturzyklus zeitnäher beurteilen zu können. Für die Datierung von (historischen) Wendepunkten werden in der Regel strengere Verfahren zur Bestimmung des Konjunkturzyklus angewandt (siehe auch Kasten I „Bestimmung des Referenzzyklus“). Aus Abbildung I ist ersichtlich, dass die Entwicklungen des BIP und der Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet offenbar sehr synchron verlaufen. Die jeweiligen Hoch- bzw. Tiefpunkte des BIP und der Industrieproduktion waren jedoch in der Vergangenheit unterschiedlich und insbesondere von der Art des für die konjunkturelle Entwicklung ursächlichen Schocks abhängig.

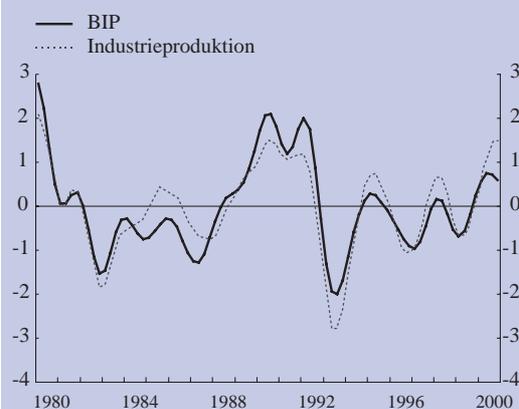
Kasten I

Bestimmung des Referenzzyklus

„Der“ Konjunkturzyklus ist ein theoretisches Konzept und unterliegt keinem fest vereinbarten empirischen Bestimmungsverfahren. Zeitreihen der aggregierten Wirtschaftsaktivität lassen sich in vier Komponenten zerlegen, nämlich einen Trend, einen Zyklus, saisonale Schwankungen sowie eine irreguläre Komponente. Der Zyklus wird durch Ausschaltung der saisonalen Komponente, des Trends und der irregulären Komponente ermittelt. Da diese verschiedenen Komponenten nicht direkt beobachtbar sind, variieren sie je nach verwendeter Zerlegungsmethode. Dabei ist jedoch oft festzustellen, dass das gewählte Verfahren zur Bestimmung des Konjunkturzyklus in den Referenzreihen für das Ergebnis der Analyse eines Gesamtindikators nicht entscheidend ist.

Schwankungen im Konjunkturzyklus des Euro-Währungsgebiets

(trendbereinigte Reihen, normierte Werte)



Quellen: Eurostat and EZB-Berechnungen.

Wendepunkte

(anhand des Bry-Boschan-Algorithmus ermittelt)

	Industrie- produktion	BIP
Tiefpunkt:	Dezember 1982	1982 Q4
Hochpunkt:	-	1984 Q1
Tiefpunkt:	-	1984 Q4
Hochpunkt:	August 1985	1985 Q4
Tiefpunkt:	Oktober 1987	1987 Q2
Hochpunkt:	August 1990	1990 Q3
Tiefpunkt:	-	1991 Q2
Hochpunkt:	-	1992 Q1
Tiefpunkt:	Juni 1993	1993 Q3
Hochpunkt:	April 1995	1995 Q1
Tiefpunkt:	November 1996	1997 Q1
Hochpunkt:	Februar 1998	1998 Q1
Tiefpunkt:	März 1999	1999 Q1
Hochpunkt:	August 2000	2000 Q2

Unter den verschiedenen möglichen Zerlegungsverfahren kommt im vorliegenden Kasten der von Baxter und King vorgeschlagene „band-pass filter“ zur Anwendung.¹ Damit werden sehr glatte Trendkomponenten sowie (irreguläre und saisonale) Hochfrequenzkomponenten ausgeschaltet, d. h., es werden nur Schwankungen innerhalb eines bestimmten Frequenzbands als Ausdruck der konjunkturellen Entwicklung berücksichtigt. Nach dem Standardansatz wird die Bandbreite wie folgt festgelegt: Die erforderliche Mindestdauer des Konjunkturzyklus beträgt 18 Monate (sechs Quartale), um so irreguläre und saisonale Faktoren auszuschalten, während länger als 96 Monate (32 Quartale) andauernde Schwankungen auf langfristige Trendveränderungen zurückgeführt werden. Die Wendepunkte im Konjunkturverlauf des Referenzindex werden anhand der von Bry und Boschan entwickelten allgemein angewandten Methode ermittelt.² Dieses Verfahren wurde ursprünglich für Monatswerte konzipiert und für die vierteljährlichen BIP-Reihen entsprechend abgeändert. Dabei werden im Wesentlichen die zyklische Komponente einer Zeitreihe geglättet und Scheinzyklen auf der Grundlage von Regeln über die Mindestdauer eines Konjunkturzyklus herausgerechnet. Aus der Abbildung und Tabelle oben werden die Konjunkturschwankungen und die zugehörigen, anhand der oben genannten Verfahren ermittelten Wendepunkte ersichtlich.

Die Verwendung trendbereinigter Zeitreihen als Referenzreihen hat jedoch einen gravierenden Nachteil. Die Schätzung der zyklischen Komponente ist unabhängig vom gewählten technischen Verfahren am aktuellen Rand weniger genau. Für die Schätzung der Komponenten zu einem gegebenen Zeitpunkt sind sowohl Daten

1 Baxter, M. und R. G. King (1999), „Measuring business cycles: approximate band-pass filters for economic time series“, *The Review of Economics and Statistics*, 81 (4), S. 575–593.

2 Bry, G. und C. Boschan (1971), „Cyclical analysis of time series: selected procedures and computer programs“, NBER, Technical Paper Nr. 20.

für den Zeitraum davor als auch danach erforderlich, was am Anfang und am Ende einer Zeitreihe problematisch ist. Eine mögliche Lösung wäre der Verzicht auf eine Schätzung des Konjunkturzyklus zu Beginn und am Ende des Referenzzeitraums. Analysten sind jedoch in der Regel an ganz aktuellen Entwicklungen interessiert. Diesem Problem wird im Allgemeinen dadurch begegnet, dass man die ursprünglichen Zeitreihen mittels Schätzung und Prognose weiter in die Vergangenheit bzw. in die Zukunft ausdehnt. Dies hat jedoch zur Folge, dass der geschätzte Konjunkturzyklus am Ende der Zeitreihe revisionsbedürftig ist, wenn neue Informationen verfügbar werden, die sich von den Prognosewerten unterscheiden können. Aus praktischer Sicht stellt dies einen gravierenden Nachteil dar. Daher eignen sich trendbereinigte Verfahren am besten für die Analyse zurückliegender Konjunktorentwicklungen. Bei Gesamtindikatoren, die in erster Linie auf die jüngste Entwicklung abstellen, werden häufig die tatsächlichen Wachstumsraten zugrunde gelegt, um den aufwärts gerichteten Trendverlauf auszublenken und konjunkturelle Schwankungen herauszufiltern. Dahinter steckt die Grundannahme, dass die Trendkomponente mit konstanter Rate wächst.

3 Konstruktion von Gesamtindikatoren

Gesamtindikatoren erhält man, indem man mehrere Datenreihen zu einem einzigen Indikator zusammenfasst. Von „Frühindikatoren“ spricht man dabei, wenn sie Informationen über die zukünftige Konjunktorentwicklung liefern. Spiegeln sie die aktuelle Lage wider, so bezeichnet man sie als „gleichlaufende“ Indikatoren. Gemeinhin werden verschiedene Argumente für die Verwendung von Gesamtindikatoren zusätzlich zur Analyse ihrer einzelnen Bestandteile angeführt. Erstens liefern unterschiedliche ökonomische Variablen bisweilen unterschiedliche Signale im Hinblick auf den aktuellen oder zukünftigen Wachstumsverlauf. Verschiedene Arten von Schocks können solche divergierenden Entwicklungen verursachen, da sie die verschiedenen Wirtschaftssektoren in unterschiedlichem Maße und zu unterschiedlichen Zeitpunkten beeinflussen. Daher können mehrere Einzelreihen, die verschiedene Aspekte der Volkswirtschaft umfassen, zu einem Gesamtindikator kombiniert werden und ergeben so einen zusammenfassenden Indikator. Ein zweites Argument zielt auf die Tatsache ab, dass statistische Einflüsse wie etwa Messfehler, Kalender- oder Basiseffekte dafür verantwortlich sein können, dass aktuelle Daten zu verschiedenen Zeitreihen unterschiedliche Entwicklungen anzeigen, was eine Gesamtbeurteilung schwieriger macht. Soweit diese Schwankungen und Fehler voneinander unabhängig sind, würden sie sich in einem Gesamtindex gegenseitig neutralisieren, sodass dessen Verlauf

weniger erratisch und leichter ablesbar wäre. Gesamtindikatoren mögen daher auf den ersten Blick als ein geeignetes Instrument erscheinen. Zu beachten ist dabei allerdings, dass sie, nachdem sie einmal konstruiert sind, Daten in fest vorgegebener Weise aggregieren. Dies beeinträchtigt ihren praktischen Nutzen und kann zu falschen Schlussfolgerungen führen, da für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung der spezifische Verlauf verschiedener ökonomischer Variablen zu unterschiedlichen Zeitpunkten maßgeblich ist. Daher können Gesamtindikatoren eine gründliche Prüfung der zugrunde liegenden Entwicklungen nicht ersetzen, und die Analyse von Einzelindikatoren bleibt für eine treffende Beurteilung der aktuellen und kurzfristigen Entwicklungen unabdingbar.

Zur Konstruktion von Gesamtindikatoren wählen öffentliche und private Institutionen im Allgemeinen eine geringe Anzahl einzelner Zeitreihen anhand statistischer wie auch ökonomischer Kriterien aus.¹ Was die statisti-

¹ In zwei aktuellen Beiträgen zur Fachliteratur über Gesamtindikatoren schlagen Forni et al. (2000, 2001) eine neue Berechnungsmethode für gleichlaufende bzw. vorlaufende Indikatoren der Konjunktorentwicklung auf Basis einer großen Anzahl einzelner Zeitreihen vor. Dieses Verfahren ist allerdings von öffentlichen und privaten Institutionen bei den von ihnen veröffentlichten Indikatoren bislang noch nicht angewandt worden. Forni, M., M. Hallin, M. Lippi und L. Reichlin (2000), „The generalised factor model: identification and estimation“, *The Review of Economics and Statistics* 82 (4), S. 540–554, und (2001), „The generalised factor model: one-sided estimation and forecast“.

schen Kriterien betrifft, so sind erstens hinreichend lange Zeitreihen notwendig, um verlässliche Aussagen über den Zusammenhang zwischen einer bestimmten Variablen und dem Konjunkturzyklus treffen zu können. Zweitens sollten die Zeitreihen möglichst geringen Revisionen unterliegen. Größere Revisionen sind für Indikatoren von Nachteil, da erste Schätzungen damit an Aussagekraft verlieren. Drittens ist eine geringe Volatilität wichtig, damit von den aktuellen Daten keine falschen Signale ausgehen. Viertens ist im Hinblick auf die frühzeitige Bereitstellung von Informationen die Aktualität der Daten von größter Bedeutung. Die in Frage kommenden Indikatoren müssen eine „Vorlaufeigenschaft“ in Bezug auf die Referenzreihen besitzen, und zwar sowohl eine ökonometrische Vorlaufeigenschaft als auch einen Vorlauf aufgrund des Publikationszeitpunkts. Einige Zeitreihen werden weit vor den Referenzreihen veröffentlicht und gewinnen somit an Aktualität.

Was die ökonomischen Kriterien anbelangt, so ist darauf hinzuweisen, dass die einzelnen Zeitreihen, die einen Gesamtindikator bilden, in erster Linie auf empirischer Grundlage, d. h. auf Basis ihres beobachteten Verhaltens gegenüber der Referenzreihe, und nicht nach wirtschaftstheoretischen Gesichtspunkten ausgewählt werden. Die Vorlaufeigenschaften von Variablen müssen jedoch in der Regel ökonomisch plausibel sein, d. h., es werden nur diejenigen Variablen ausgewählt, deren beobachteter Zusammenhang mit dem Konjunkturzyklus der volkswirtschaftlichen Theorie entspricht. Einzelne Zeitreihen können aus verschiedenen Gründen Vorlaufeigenschaften besitzen. Erstens können die in Frage kommenden Datenreihen die Entwicklung von Faktoren anzeigen, die in der Vergangenheit einen Konjunkturaufschwung bzw. -abschwung verursacht oder diese beeinflusst haben. So hatten beispielsweise starke und lang anhaltende Ölpreisschwankungen in der Vergangenheit tendenziell erhebliche Auswirkungen auf die Konjunktur. In diesem Sinne spiegelt der Indikatoransatz zum Teil die Zusammenhänge zwischen ökonomischen Zeitreihen

wider, die in makroökonomischen Modellen verankert sind. Zweitens beziehen sich einige ökonomische Zeitreihen wie etwa die Auftragseingänge auf die Situation zu einem frühen Zeitpunkt des Produktionsprozesses im entsprechenden Wirtschaftssektor. Drittens können sich in anderen Variablen auch die Erwartungen im Hinblick auf die konjunkturelle Entwicklung niederschlagen. So spiegeln beispielsweise die Aktienkurse nach allgemeiner Überzeugung die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Gewinne und in gewissem Maße auch hinsichtlich der weiteren Konjunkturentwicklung wider.

Bei der Konstruktion von Gesamtindikatoren greifen öffentliche und private Institutionen in der Regel auf Datenmaterial wie beispielsweise Umfragedaten zum Unternehmer- und Verbrauchervertrauen, Indikatoren der Binnen- und Auslandskonjunktur sowie monetäre und finanzielle Variablen zurück.

Gewöhnlich werden die ausgewählten Einzelreihen normiert und synchronisiert. Die Normierung trägt der Tatsache Rechnung, dass nicht alle Basisindikatoren zyklische Schwankungen gleicher Amplitude aufweisen. Sie verhindert damit, dass die Zeitreihen mit stärkeren Schwankungen den Gesamtindikator zu stark dominieren. Durch die Synchronisation erfolgt dann eine Bereinigung der unterschiedlichen Vorläufe dieser Zeitreihen. Dies führt dazu, dass die Indikatoren im Durchschnitt einen Gleichlauf aufweisen, sodass das konjunkturelle Verlaufsmuster des Gesamtindikators deutlicher hervortritt als ohne Synchronisation. Der Vorlauf des Gesamtindikators beschränkt sich auf den Vorlauf der ihm zugrunde liegenden Zeitreihen mit dem kürzesten Vorlauf. Es kommen verschiedene Möglichkeiten der Messung der relativen Vorläufe dieser Zeitreihen in Betracht, wobei keine den anderen in jedem Fall überlegen ist. Die gemessenen Vorlaufzeiten sind zudem möglicherweise im Zeitablauf nicht stabil. Die Art der Synchronisation dieser Zeitreihen wird daher bis zu einem gewissen Grade willkürlich gewählt.

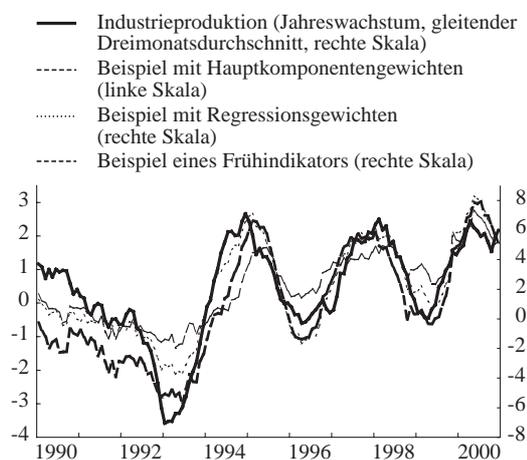
Die Bestimmung der Gewichte, mit denen die Zeitreihen in Gesamtindikatoren versehen werden, gründet nicht auf der Wirtschaftstheorie. Die Gewichte können entweder willkürlich oder statistisch bestimmt werden. Zwei häufig verwendete statistische Methoden werden im Folgenden beschrieben. Dem einen Verfahren, der Hauptkomponentenanalyse, liegt der Gedanke zugrunde, dass die Schwankungen der Einzelreihen zwei Elemente widerspiegeln, nämlich einerseits Schwankungen, die allen Variablen der Gruppe gemein sind, und andererseits variablen-spezifische Entwicklungen. Der erste Teil, die so genannte erste „Hauptkomponente“, gibt die konjunkturellen Entwicklungstendenzen wieder. Je kleiner die variablen-spezifische Komponente, desto höher das Gewicht, das einer Einzelreihe zugemessen wird. Bei dieser Methode werden die Gewichte auf der Grundlage des Verhaltens jeder einzelnen Variablen gegenüber der Gruppe der den Gesamtindikator bildenden Zeitreihen unabhängig von der gewählten Referenzreihe zuge-teilt. Ein zweites Verfahren, die so genannte Regressionsanalyse, betrachtet dagegen das Verhalten einer einzelnen Variablen sowohl gegenüber der Gruppe der verwendeten Zeitreihen als auch gegenüber der gewählten Referenzreihe. Bei dieser Methode erhält eine Einzelreihe ein größeres Gewicht, wenn ihre

Entwicklung den Verlauf des Referenzzyklus genauer widerspiegelt. Insofern basiert die Regressionsanalyse auf wirtschaftlichen Zusammenhängen zwischen den Referenzzyklen und den verwendeten Zeitreihen. Diese Beziehungen spiegelt sie wider, soweit sie durch die Daten bestätigt werden. Die Hauptkomponentenanalyse ist dagegen ein rein statistisches Verfahren.

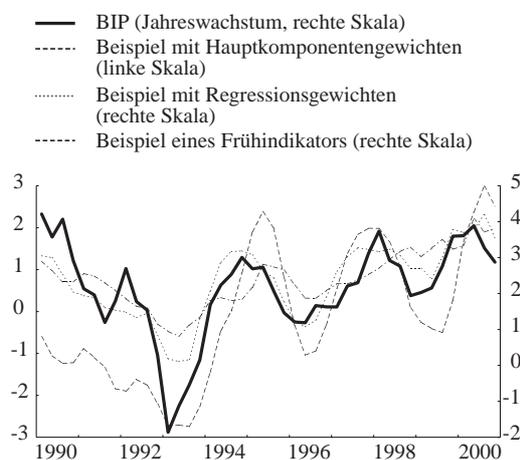
Um Aufschluss darüber zu erhalten, welchen Beitrag die verfügbaren Gesamtindikatoren zur Analyse des Konjunkturzyklus im Euro-raum leisten könnten, werden in diesem Aufsatz verschiedene Gesamtindikatoren mit Hilfe der bereits beschriebenen Standardverfahren beispielhaft konstruiert. Sie basieren auf verschiedenen Einzelreihen, unter anderem solchen, die häufig von öffentlichen und privaten Institutionen verwendet werden. Zwar werden häufig auch Angaben zu einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets genutzt, da sie ein breiteres Spektrum von Variablen abdecken, aber die hier verwendeten Daten beziehen sich auf das Eurogebiet als Ganzes. Hier sind dies die folgenden Einzelreihen: Daten der Branchenumfrage der Europäischen Kommission zum Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet, die Industrieproduktion in OECD-Ländern außerhalb des Euroraums, der von der OECD für die

Abbildung 2 Beispielhafte Gesamtindikatoren

Im Vergleich zur Wachstumsrate der Industrieproduktion gegenüber Vorjahr



Im Vergleich zur Wachstumsrate des BIP gegenüber Vorjahr



Quellen: Eurostat, OECD und EZB-Berechnungen.

OECD-Länder außerhalb des Euroraums veröffentlichte Frühindikator, ein reales Geldmengenaggregat für das Eurogebiet und eine Kennziffer für die Renditekurve im Euroraum. Das Vertrauen der Industrie hat einen kürzeren Vorlauf als die anderen Zeitreihen und schränkt damit den Vorlauf aller Indikatoren ein, die diese Größe berücksichtigen. Deshalb werden auch einige Gesamtindikatoren

konstruiert, die das Vertrauen der Industrie nicht enthalten. Diese Kombinationen werden als Frühindikatoren bezeichnet, während die Gesamtindikatoren, die das Vertrauen der Industrie enthalten, als Beispiele für gleichlaufende Indikatoren dienen. Einige von ihnen sind nach Synchronisation mit den entsprechenden Referenzreihen in Abbildung 2 beispielhaft dargestellt.

4 Tauglichkeit als zusammenfassender Indikator

Der Hauptzweck eines Gesamtindikators besteht gewöhnlich darin, die Informationen aus Einzelindikatoren zusammenzufassen und somit die allgemeine Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität widerzuspiegeln. Inwieweit eine Variable die konjunkturelle Entwicklung der Referenzreihe wiedergibt, wird im vorliegenden Beitrag auf zweierlei Weise untersucht, und zwar mit Hilfe von so genannten maximalen Korrelationen und von Granger-Kausalitätstests. Die Ergebnisse zeigt Tabelle 1.

Der maximale Korrelationskoeffizient kennzeichnet die Korrelation zwischen der Referenzreihe und dem Gesamtindikator während der gesamten Beobachtungsperiode, wobei der Gesamtindikator um mehrere Monate oder Quartale verzögert ist, um den Korrelationskoeffizienten zu maximieren. Die Höhe

des Korrelationskoeffizienten zeigt an, wie genau der betreffende Gesamtindikator der konjunkturellen Entwicklung des Referenzindex folgt. Die mit Regressionsgewichten konstruierten Indikatoren schneiden in diesem Test besser ab als die Indikatoren mit Hauptkomponentengewichten, insbesondere wenn das BIP als Referenzzyklus verwendet wird. Die Vorlaufzeit bezieht sich auf den „effektiven Vorlauf“, d. h. unter Berücksichtigung von Veröffentlichungsterminen sowie der Ergebnisse von Korrelationsanalysen. Die entsprechenden Reihen werden nämlich im Allgemeinen zeitnäher als die Daten der Industrieproduktion und des BIP veröffentlicht. Der Wert eines Gesamtindikators in einem bestimmten Monat oder Vierteljahr kann daher berechnet werden, bevor die Daten zur Industrieproduktion und zum BIP für den jeweiligen Zeitraum vorliegen. Bei den hier vorgestellten

Tabelle 1
Korrelationen und Granger-Kausalität

	Maximale Korrelation während des gesamten Beobachtungszeitraums	Effektiver Vorlauf	Granger-Kausalität
<i>Gegenüber Jahreswachstum der Industrieproduktion</i>			
Gleichlauf	0,8	1 bis 3 Monate	Eine Richtung
Vorlauf	0,7	8 Monate	Eine Richtung
<i>Gegenüber Jahreswachstum des BIP</i>			
Gleichlauf	0,6–0,8	0 bis 1 Quartal	Eine Richtung oder nicht signifikant
Vorlauf	0,7	5 Quartale	Eine Richtung

Quelle: EZB-Berechnungen.

Beispielen ist zumindest ein Gleichlauf gegeben. Die Ergebnisse zeigen, dass die gleichlaufenden Indikatoren den Vorlaufindikatoren in Bezug auf die maximalen Korrelationskoeffizienten überlegen sind. Dies unterstreicht, wie wichtig es zur Bestätigung der von Frühindikatoren ausgehenden Signale ist, gleichlaufende Indikatoren zu betrachten.

Wichtig ist nicht nur die Aussagekraft für den gesamten Beobachtungszeitraum, sondern auch die Stabilität des Zusammenhangs. Diese kann mit Hilfe einer rollenden Korrelation getestet werden, das heißt, es wird eine Korrelation für ein bestimmtes Zeitfenster (hier ein Fünfjahreszeitraum) statt für den gesamten Beobachtungszeitraum errechnet, wobei der Beginn des Zeitfensters jeweils um einen Monat oder ein Quartal verschoben wird. Die Stabilität der für diese Fünfjahresperioden berechneten Korrelation ist ein Indiz für die Stabilität des Zusammenhangs zwischen dem Gesamtindikator und den Referenzreihen. Die Resultate für die hier beispielhaft verwendeten Gesamtindikatoren zeigt Abbildung 3. Um das Jahr 1990 ist eine deutliche Delle bei den gleitenden Korrelationen erkennbar. Während der Neunzigerjahre insgesamt waren die Indikatoren jedoch zumeist relativ stabil, was allerdings mehr noch für die Industrieproduktion als für das BIP gilt. Darüber hinaus

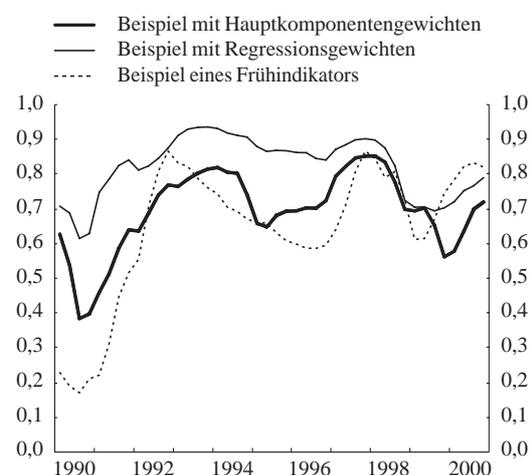
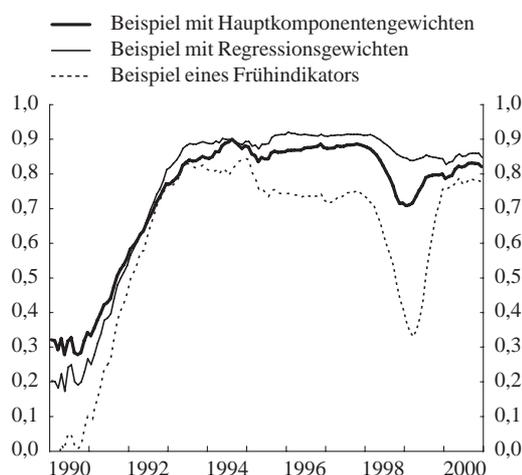
schneiden die gleitenden Korrelationen der gleichlaufenden Indikatoren besser ab als diejenigen der Frühindikatoren, was die bereits angesprochene Bedeutung der Betrachtung gleichlaufender Indikatoren unterstreicht.

Eine Vielzahl von Wirtschaftsvariablen bewegt sich im Allgemeinen relativ langsam. Dies bedeutet, dass die aktuelle und kurzfristige Entwicklung einer Zeitreihe zumindest teilweise von ihren jüngsten Entwicklungstendenzen abgeleitet werden kann. Mit dem Granger-Kausalitätstest kann beurteilt werden, ob neben den Vergangenheitswerten einer Referenzreihe auch die zurückliegenden Werte eines Gesamtindikators die Prognose des aktuellen Referenzreihenwerts verbessern können. Dieser Test wird in zwei Richtungen vorgenommen, d. h., es wird auch berechnet, ob die Referenzreihen zur Erklärung des Verhaltens der Gesamtindikatoren beitragen. Im Idealfall würde ein Gesamtindikator Prognosefähigkeiten in Bezug auf die Referenzreihen besitzen und nicht umgekehrt. Ist dies der Fall, so kann festgehalten werden, dass Veränderungen eines Gesamtindikators den Veränderungen der Referenzreihen vorlaufen. Häufig kommen allerdings wechselseitige Beziehungen vor. Anzumerken ist, dass die Granger-Kausalität keinen wirklichen Kausalitätsnachweis liefert. Ein Gleichlauf von Referenz- und

Abbildung 3 Gleitende Korrelation der Gesamtindikatoren über Fünfjahresfenster

Im Vergleich zur Wachstumsrate der Industrieproduktion gegenüber Vorjahr

Im Vergleich zur Wachstumsrate des BIP gegenüber Vorjahr



Indikatorreihe wird nämlich oft durch gemeinsame Faktoren verursacht. Die meisten hier verwendeten Gesamtindikatoren tragen offenbar zur Erklärung des Verhaltens der Referenzreihen bei, wohingegen die Referenzreihen keinen Beitrag zur Erklärung der aktuellen Entwicklungen der Gesamtindikatoren leisten können.

5 Erkennung von Wendepunkten

Als zweites sollen Gesamtindikatoren im Allgemeinen konjunkturelle Wendepunkte – im Voraus – signalisieren. Um ihren Informationswert in dieser Hinsicht beurteilen zu können, sollte daher untersucht werden, ob erstens in der Vergangenheit Wendepunkte angezeigt wurden, bevor sie in der Referenzreihe tatsächlich auftraten, und zweitens, ob sie alle Wendepunkte in den Referenzreihen wiedergegeben und keine zusätzlichen Zyklen angezeigt haben. Bei den hier als Beispiel dienenden Gesamtindikatoren wurden die Wendepunkte nach der gleichen Methode wie bei den Referenzreihen ermittelt. Zu erwähnen ist, dass dieses Verfahren zwar hilfreich ist, um zurückliegende Wendepunkte zu erkennen, aber gegen Ende des Beobachtungszeitraums gewisse Unsicherheiten auftreten. Dies bedeutet, dass man bei der Echtzeitanalyse nicht in erster Linie mit Hilfe dieses Verfahrens aus den jüngsten Daten ableiten kann, ob gerade ein Wendepunkt erreicht wurde. Dazu bedarf es, auch wenn Gesamtindikatoren erste Anhaltspunkte liefern können, nach wie vor einer eingehenderen wirtschaftlichen Analyse und wirtschaftlichen Sachverstands. Aus dieser Einschränkung ergibt sich, dass Wendepunkte des Konjunkturverlaufs im Allgemeinen erst geraume Zeit nach ihrem tatsächlichen Auftreten zuverlässig erkannt werden können.

Ein Ansatz zur Bestimmung der Vorläufe an Wendepunkten könnte darin bestehen, sich den durchschnittlichen Vorlauf an den Hochpunkten und Tiefpunkten anzusehen. Wegen der nur begrenzten Anzahl von Wendepunkten und der im Allgemeinen großen Varianz

Insgesamt scheinen die Gesamtindikatoren den allgemeinen Konjunkturverlauf in der Vergangenheit widerspiegeln zu können. Die Stabilität des Zusammenhangs der beispielhaft vorgestellten Indikatoren mit den Referenzzyklen war jedoch im Zeitablauf starken Schwankungen unterworfen, sodass der praktische Nutzen solcher Indikatoren bezweifelt werden kann.

des Vorlaufs bei den einzelnen Wendepunkten ergibt sich aus dem beobachteten durchschnittlichen Vorlauf in der Regel aber keine gesicherte Schätzung. Alternativ kann daher ein „lead profile test“¹ durchgeführt werden. In diesem Test wird die Wahrscheinlichkeit berechnet, mit der ein Indikator dem Konjunkturzyklus an Wendepunkten mindestens um eine bestimmte Anzahl von Monaten oder Quartalen vorausläuft. Das Verfahren kann getrennt bei oberen und unteren Wendepunkten angewandt werden, um etwaige Differenzen bei den Vorläufen an diesen Punkten zu erkennen. Die Vorläufe der als Beispiel dienenden Indikatoren in Tabelle 2 erreichen ausnahmslos ein Signifikanzniveau von 10 %, d. h., nach historischen Beobachtungen besteht eine 90%ige Wahrscheinlichkeit, dass der Indikator Wendepunkte mit einem Vorlauf anzeigt, der mindestens der Anzahl der angegebenen Monate oder Quartale entspricht.

Die hier zur Veranschaulichung vorgestellten Gesamtindikatoren haben eine beträchtliche Anzahl von Wendepunkten vor denjenigen der Referenzreihen angezeigt. Die auf Hauptkomponentengewichten basierenden Gesamtindikatoren waren dabei offenbar noch etwas erfolgreicher. Mitte der Achtziger- und Anfang der Neunzigerjahre wurden allerdings auch einige Wendepunkte der BIP-Indikatoren nicht bzw. zu viel angezeigt. Dies zeigt, dass Gesamtindikatoren auch irreführende Signale liefern können, und unterstreicht die

¹ Banerji, A., „The lead profile and other non-parametric tools to evaluate survey series as leading indicators“, 1999, CIRET Conference.

Tabelle 2
Signalisierung von Wendepunkten

	Effektiver Vorlauf an Wendepunkten (in Monaten/Quartalen)		Zu viel bzw. nicht angezeigte Wendepunkte
	Untere Wendepunkte	Obere Wendepunkte	
<i>Gegenüber Industrieproduktion</i>			
Gleichlauf	0–4	2–5	In der Regel keine
Vorlauf	10	8	Keine
<i>Gegenüber BIP</i>			
Gleichlauf	0–1	0–1	Einige fehlende und einige falsche Signale Mitte
Vorlauf	5	5	der Achtziger- und Anfang der Neunzigerjahre

Quelle: EZB-Berechnungen.

Notwendigkeit zusätzlicher und genauerer Analysen.

Sowohl bei der Industrieproduktion als auch beim BIP haben die als Beispiel dienenden Frühindikatoren die Wendepunkte früher als die anderen Indikatoren erreicht. In Abschnitt 4 wurde jedoch auf das Risiko hingewiesen, dass von Frühindikatoren falsche Signale ausgehen können. Dies trifft auch für den beispielhaft angeführten Frühindikator des BIP zu, der mehr falsche Signale geliefert hat. Außerdem weisen die Indikatoren der Industrieproduktion in den Achtzigerjahren signifikant längere Vorläufe als in den Neunzigerjahren auf.

Gesamtindikatoren können also als Instrument zur Bestimmung bevorstehender Wendepunkte herangezogen werden, doch sind sie nur von begrenztem praktischen Nutzen. Erstens schwankten ihre Vorlaufzeiten in der Vergangenheit stark, sodass sie keine genaue Datierung von Wendepunkten erlauben. Außerdem lassen sich – wie bereits erläutert – Wendepunkte am Ende des Beobachtungszeitraums weniger genau bestimmen, was die praktische Anwendung der Indikatoren beeinträchtigt. Gesamtindikatoren sollten daher nicht als Ersatz für andere Analysemitel, sondern höchstens als ergänzende Information in Bezug auf Wendepunkte betrachtet werden.

6 Ergebnisse bei der Erstellung kurzfristiger Prognosen

Gesamtindikatoren werden häufig auch mit Blick auf die Größenordnung konjunkturzyklischer Schwankungen, d. h. die Nachhaltigkeit eines Aufschwungs bzw. die Tiefe eines Abschwungs, interpretiert. In diesem Zusammenhang lassen sich zur Prüfung ihres Informationsgehalts mehrere Tests durchführen. Dazu wurde zunächst die Veränderung des Indikators in den Perioden, die den konjunkturellen Wendepunkten vorausgingen, ermittelt und mit der Veränderung in den Referenzreihen verglichen. Dabei hat sich gezeigt, dass die Intensität eines Wendepunkts in den

Referenzreihen nur näherungsweise im Umfang der Veränderung der Gesamtindikatoren zum Ausdruck kommt, sodass keine zuverlässigen quantitativen Einschätzungen möglich waren. Bei einem zweiten, ähnlichen Test wurden anstelle der Veränderungen im Niveau die Veränderungsgeschwindigkeit der Indikatoren und Referenzreihen gemessen. Doch auch hier stimmte der von den Indikatoren beschriebene Verlauf nicht genau mit dem Verlauf der Referenzreihen überein. Daher darf man beispielsweise aus einem Indikator, der rasch nach oben ansteigt, nicht auto-

matisch den Schluss ziehen, dass der bevorstehende konjunkturelle Höhepunkt ein besonders hohes Niveau erreichen wird. Schließlich lässt sich auch die „Wendepunkt-Signifikanz“ der Gesamtindikatoren errechnen. Mit dieser Messgröße wird die Veränderungsgeschwindigkeit im Indikator ermittelt; sie ist daher nahezu identisch mit dem zuvor erwähnten Test. Die Veränderung wird über einen bestimmten Zeithorizont (z. B. sechs Monate bzw. zwei oder drei Quartale) – und nicht ab dem vorangegangenen Wendepunkt – errechnet. Die Ergebnisse entsprechen den Ergebnissen des zweiten Tests insofern, als dass offenbar kein sehr enger Zusammenhang zwischen der Wendepunkt-Signifikanz der Gesamtindikatoren und der Referenzreihen besteht. Diese Tests scheinen nahe zu legen, dass Gesamtindikatoren zur Ableitung genauer Werte für das Niveau eines künftigen Hoch- oder Tiefpunktes nicht geeignet sind.

Im allgemeineren Sinne werden Gesamtindikatoren bisweilen zur Ableitung von kurzfristigen Prognosen des Wirtschaftswachstums herangezogen. Inwiefern sie zu diesem Zweck von Nutzen sind, lässt sich feststellen, indem man auf der Basis der geschätzten Relation zwischen dem Wachstum des BIP bzw. der Industrieproduktion und dem Gesamtindikator in einem bestimmten Bezugszeitraum Prognosen für eine jenseits des Bezugszeitraums liegende Periode, so genannte „Out-of-sample-Prognosen“, erstellt. Da hierfür nur auf Daten aus der Zeit vor der Prognoseperiode – unter Berücksichtigung von Veröffentlichungsfristen – zurückgegriffen wird, ist dieser Ansatz als eine Simulation von „Echtzeit-Prognosen“ anzusehen. Ein wesentlicher Unterschied zwischen diesem Experiment und der tatsächlichen Praxis besteht jedoch darin, dass in der Simulation nur die endgültigen Schätzergebnisse der Einzelreihen verwendet werden, während der Prognostiker in „Echtzeit“ mit Daten arbeiten muss, die anschließend revidiert werden können. Die zur Prognoseerstellung verwendeten Modelle wurden rekursiv geschätzt. Dabei wurde beispielsweise das BIP-Wachstum auf den Gesamtindikator und die verzögerten Werte des BIP-

Wachstums im Zeitraum von 1980 bis 1996 regressiert und die daraus geschätzte Beziehung zur Ableitung der Prognosen für das BIP-Wachstum der ersten drei Quartale 1997 verwendet. Sodann wird das Modell einer nochmaligen Schätzung unter Einbeziehung von Daten bis zum ersten Quartal 1997 unterzogen, um die Prognosen für das zweite bis vierte Quartal 1997 – und so weiter bis zum Ende des Bezugszeitraums – abzuleiten. Die in der Simulation erstellten Prognosen werden mit den effektiven Ergebnissen verglichen; danach wird die Wurzel des mittleren quadrierten Prognosefehlers (root mean square error – RMSE) ermittelt. Bei dem RMSE handelt es sich um eine Prüfgröße für die Prognosegüte. Dabei gilt: Je kleiner der Fehler, umso besser die Prognose. Die Prognosegüte lässt sich zusätzlich mittels eines Vergleichs mit den Prognosen eines Referenzmodells – das gewöhnlich als ein „naives“ Modell verstanden wird – bewerten. Dabei werden – wie auch in der Fachliteratur üblich – Prognosen der Industrieproduktion und des BIP als Orientierungsgröße herangezogen, die auf univariaten autoregressiven Modellen beruhen.

Tabelle 3 zeigt die Ergebnisse der Prognosen zum Wachstum der Industrieproduktion und des BIP im laufenden Monat/Quartal (vor der Bekanntgabe amtlicher Zahlen) sowie für eine bzw. zwei darauf folgende Perioden. Der RMSE wird mit der durchschnittlichen Wachstumsrate der Referenzreihen der Prognoseperiode verglichen. Im Falle des Referenzmodells für die Industrieproduktion beispielsweise ergibt sich ein Fehler von 1,1 Prozentpunkten, gegenüber einer beobachteten durchschnittlichen Wachstumsrate der Industrieproduktion von 2,9 %. Diese Abweichung wird dann in Tabelle 3 als ein prozentualer Prognosefehler von 28 % dargestellt. Allerdings reicht der Vergleich der prozentualen Abweichungen zur Beurteilung, ob Gesamtindikatoren wertvolle Zusatzinformationen liefern, nicht aus. Angesichts der begrenzten Anzahl der durchgeführten Prognosen können Unterschiede beim Prognosefehler wohl kaum als repräsentativ gelten, und ihre tatsächliche Signifikanz sollte anhand statisti-

Tabelle 3**Ergebnisse der Out-of-sample-Prognosen unter Verwendung von Gesamtindikatoren***Wurzel der mittleren quadrierten Prognosefehler in % der durchschnittlichen Wachstumsrate der Referenzreihen*

	Aktuelle Periode	Prognosehorizont Eine Periode im Voraus	Zwei Perioden im Voraus
<i>Im Vergleich zur Wachstumsrate der Industrieproduktion gegenüber Vorjahr</i>			
Referenzmodell: Prognosen auf der Basis vergangener Werte der Industrieproduktion	28	31	36
Prognosen unter Verwendung von Gesamtindikatoren			
Gleichlaufend	26*	26–28**	26–28***
Vorlaufend	28	28	31
<i>Im Vergleich zur BIP-Wachstumsrate gegenüber Vorjahr</i>			
Referenzmodell: Prognosen auf der Basis vergangener BIP-Werte	13	20	27
Prognosen unter Verwendung von Gesamtindikatoren			
Gleichlaufend	10–15	15	20
Vorlaufend	12	17	20

*(**/***) bezeichnet Signifikanz auf dem 10 % (5 %/1 %) -Niveau.
Quelle: EZB-Berechnungen.

scher Tests bewertet werden.⁵ Tabelle 3 gibt an, ob die Unterschiede gegenüber dem naiven Referenzmodell signifikant sind. So bedeutet beispielsweise Signifikanz auf dem 5%-Niveau, dass eine 95%ige Wahrscheinlichkeit besteht, dass die Fehler aus den Prognosen auf der Basis von Gesamtindikatoren kleiner sind als die Fehler aus den Prognosen, die auf dem Referenzmodell beruhen, d. h. ausschließlich aus vergangenen Werten der Industrieproduktion oder des BIP abgeleitet sind.

Bei der Industrieproduktion bewirken die exemplarisch verwendeten Gesamtindikatoren – durch Reduzierung der Out-of-sample-Prognosefehler – zumeist eine erhebliche Verbesserung der Prognosegüte des Referenzmodells. Dessen ungeachtet fallen die Fehler gegenüber der mittleren Wachstumsrate der Industrieproduktion aber nach wie vor relativ groß aus. Auch beim BIP wird der mittlere Out-of-sample-Prognosefehler durch Einbeziehung der beispielhaft genannten Gesamtindikatoren nicht signifikant reduziert. Dennoch sind die Prognosefehler für das BIP-Wachs-

tum – die zwischen 10 % und 20 % der beobachteten durchschnittlichen BIP-Wachstumsrate liegen – kleiner als die Prognosefehler bei den Wachstumsraten der Industrieproduktion. Der Grund hierfür ist, dass das BIP-Wachstum eine vergleichsweise geringe Volatilität aufweist und daher leichter zu prognostizieren ist als die Entwicklung der Industrieproduktion. Dies zeigt sich auch in der Tatsache, dass schon das naive Referenzmodell beim BIP-Wachstum relativ gut abschneidet.

Insgesamt ist festzustellen, dass es nicht sehr sinnvoll erscheint, Gesamtindikatoren zusätzlich zu einem naiven Referenzmodell zu verwenden, um zuverlässige Schätzergebnisse der Wachstumsrate der Industrieproduktion oder des BIP zu erhalten.

⁵ Der hier durchgeführte Test wird vorgeschlagen in: Diebold, F. X. und R. S. Mariano (1995), *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 13, S. 253–265. Dieser Test wird im Allgemeinen zu diesem Zweck verwendet.

7 Schlussbemerkungen

Gesamtindikatoren werden normalerweise mit dem Ziel entwickelt, einen Indikator zur Hand zu haben, der Informationen aus unterschiedlichen Quellen und zu verschiedenen Aspekten der Wirtschaft mit Blick auf die aktuelle Entwicklung und kurzfristigen Aussichten für die Konjunktur zusammenfassend darstellt. Häufig ist ihre Konstruktion auch auf die Erfassung konjunktureller Wendepunkte und in einigen Fällen auf die Ableitung kurzfristiger Prognosen des Wirtschaftswachstums abgestellt. Vor dem Hintergrund dieser drei Anwendungsmöglichkeiten wurden im vorliegenden Aufsatz einige nach gängigen Verfahren konstruierte Gesamtindikatoren mit Blick auf ihren Informationsgehalt für den Konjunkturzyklus im Euro-Währungsgebiet untersucht. Die Analyse deutete darauf hin, dass Gesamtindikatoren ex post über weite Strecken einen ähnlichen Verlauf wie die konjunkturelle Entwicklung aufzuweisen scheinen. Die für die Beispielrechnung verwendeten Indikatoren zeigten aber auch, dass der Zusammenhang zwischen Gesamtindikatoren und Konjunkturzyklus im Zeitablauf Schwankungen unterliegen kann, was offenkundig die Interpretation der aktuellsten Daten solcher Indikatoren erschwert. Was die Wendepunkt datierung angeht, so wiesen die als Beispiel dienenden Gesamtindikatoren ähnliche Hoch- und Tiefpunkte zeitlich vor den im Referenzzyklus beobachteten histori-

schen Hoch- und Tiefpunkten auf. Dies impliziert jedoch nicht, dass der genaue Zeitpunkt und die Intensität eines bevorstehenden konjunkturellen Wendepunkts aus den aktuellsten Werten solcher Indikatoren ablesbar sind. Vielmehr fielen die Vorlaufzeiten in der Vergangenheit recht unterschiedlich aus, und normalerweise sind Wendepunkte erst geraume Zeit nach ihrem tatsächlichen Auftreten zu erkennen. Zudem scheint der Informationsgehalt von Gesamtindikatoren in Bezug auf genaue kurzfristige Wachstumsprognosen eher begrenzt zu sein. Außerdem – und dies ist für die wirtschaftspolitische Entscheidungsfindung besonders wichtig – verschleiern sie konstruktionsbedingt die für die aktuellen und kurzfristigen Veränderungen des Konjunkturverlaufs maßgeblichen Faktoren. Um die Art der auf die Wirtschaft einwirkenden Schocks genau bestimmen zu können, werden statt Gesamtindikatoren vor allem Einzelindikatoren für die eingehende Analyse, Bewertung und Beurteilung des Wirtschaftsgeschehens benötigt. Insgesamt gesehen sollten zwar die laufenden Bemühungen öffentlicher und privater Institutionen, Gesamtindikatoren zu konstruieren, aufmerksam verfolgt werden, doch können solche Indikatoren eine umfassende Wirtschaftsanalyse, die auf einer breiten Palette von Einzelindikatoren beruht, nicht ersetzen.

Der wirtschaftspolitische Rahmen der WWU

Die Einführung des Euro und die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik durch die unabhängige Europäische Zentralbank (EZB) haben den wirtschaftspolitischen Rahmen der Europäischen Gemeinschaft und ihrer Mitgliedstaaten von Grund auf verändert. Aufbauend auf den bestehenden Regelungen für den einheitlichen Binnenmarkt ist gemäß der im Vertrag von Maastricht verankerten konkreten Gestalt der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) die Zuständigkeit für die Geld- und Wechselkurspolitik auf die Gemeinschaft übertragen worden, während die Finanz-, Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik sowie viele mikroökonomische und strukturelle Politikbereiche weiterhin Aufgabe der nationalen Gebietskörperschaften sind. Dieser Artikel erörtert die Verteilung der politischen Zuständigkeiten auf den verschiedenen wirtschaftspolitischen Ebenen der Gemeinschaft und zieht eine Zwischenbilanz. Der Schwerpunkt liegt dabei auf den bestehenden Vereinbarungen über die organisierte Zusammenarbeit der politischen Entscheidungsträger, angefangen von den mehr oder weniger einschränkenden Formen der politischen Koordinierung bis hin zum uneingeschränkten Nebeneinander konkurrierender Politikentwürfe. Alles in allem ist der wirtschaftspolitische Rahmen der WWU – trotz seiner Besonderheiten und seiner erheblichen Komplexität – funktionsfähig und führt zu kohärenten politischen Ergebnissen für das Euro-Währungsgebiet insgesamt, sofern alle politischen Entscheidungsträger ihrer Verantwortung in vollem Umfang gerecht werden, die bestehenden Regelungen und eingegangenen Verpflichtungen einhalten und die Anforderungen der WWU bei ihren politischen Entscheidungen „verinnerlicht“ haben.

I Einleitung

Die Euro-Einführung und die Übertragung der Zuständigkeit für die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik und damit verbundener Aufgaben auf das Eurosystem bedeuteten für die Politik in der Europäischen Gemeinschaft einen Vorstoß in vollkommen neue Dimensionen. Außerdem wurde damit ein bereits umfassender politischer Rahmen, der im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegt worden war, ergänzt. Die politischen Strukturen auf Gemeinschaftsebene decken fast alle Politikbereiche ab, wobei sich die Gemeinschaft hauptsächlich auf die Wirtschaftspolitik im weiteren Sinne konzentriert, die sowohl die Marktregulierung als auch den Wettbewerb, die regionale Entwicklung, die Landwirtschaft und den Welthandel umfasst. Dabei reicht die Beteiligung der Gemeinschaftsinstitutionen und -organe an der Politikgestaltung von der ausschließlichen Zuständigkeit (z. B. in der Landwirtschaft) bis zu ergänzenden Maßnahmen (z. B. im Bereich sozialer Schutz). Der wirtschaftspolitische Rahmen der WWU – der sich in diesem Beitrag auf die makroökonomische Politik und Strukturpolitik bezieht – ist ein Kernstück des mehrstufigen politischen Systems der Gemeinschaft. Während die Zuständigkeit für die Geld- und Wechselkurspolitik und die Re-

gelungsbefugnis für den Binnenmarkt bei den Gemeinschaftsorganen liegt, obliegen die Finanz- und Beschäftigungspolitik sowie der überwiegende Teil der Strukturpolitik im Bereich der nationalen Güter-, Arbeits- und Kapitalmärkte weiterhin den Mitgliedstaaten oder ggf. anderen Gebietskörperschaften oder sonstigen Stellen.

Dieser Beitrag erörtert die wirtschaftspolitische Zuständigkeitsverteilung innerhalb des bestehenden Rahmens und das Zusammenspiel der unterschiedlichen Akteure auf den verschiedenen politischen Ebenen. Er ergänzt den im Monatsbericht vom Oktober 2000 erschienenen Artikel über die Beziehungen der EZB zu den Organen und Einrichtungen der Europäischen Gemeinschaft, indem er diese Beziehungen im Gesamtzusammenhang des politischen Rahmens der Gemeinschaft analysiert.

Die EZB ist trotz ihrer Unabhängigkeit in das institutionelle und politische System der Europäischen Gemeinschaft eingebunden und muss den wirtschaftspolitischen Rahmen, innerhalb dessen sie agiert, berücksichtigen. Die Funktionsfähigkeit dieses Rahmens ist eine der Determinanten der allgemeinen Wirtschafts-

lage und somit auch des Preisbildungsmechanismus im Euroraum. Daher wirkt sie sich auch auf die Aussichten für die Preisstabilität aus. Ferner beeinflusst ein in politischer und institutioneller Hinsicht effizienter und transparenter wirtschaftspolitischer Rahmen die Außenwahrnehmung des Euroraums als eigenständige Einheit und kann so dazu beitra-

gen, das Vertrauen der Öffentlichkeit in die einheitliche Währung zu stärken. Aus diesen Gründen liegt ein stimmiger wirtschaftspolitischer Rahmen für das Euro-Währungsgebiet sehr im Interesse der EZB, die die Diskussion über seine weitere Entwicklung aufmerksam verfolgt.

2 Die vertraglichen Grundlagen

Der Vertrag von Maastricht legte ein neues Fundament für die Durchführung der Wirtschaftspolitik. Zu den vertraglichen Grundpfeilern zählen dabei die eindeutige Verteilung der politischen Zuständigkeiten, eine Reihe von gemeinsamen Zielen, richtungweisende Grundsätze für die Durchführung politischer Maßnahmen und ein mit einem angemessenen politischen Instrumentarium versehener institutioneller Rahmen.

Der EG-Vertrag überträgt die Zuständigkeit für die einheitliche Geldpolitik und damit verbundene Aufgaben eindeutig dem Eurosystem, während die übrigen wirtschaftspolitischen Felder wie etwa die Finanz-, Struktur- und Arbeitsmarktpolitik weiterhin Aufgabe der Mitgliedstaaten bleiben, wenngleich diese den mehr oder weniger bindenden Regelungen im Bereich der multilateralen Überwachung und politischen Koordinierung verpflichtet sind. Der erste Entwurf zur WWU, der Werner-Bericht von 1970 („Bericht an den Rat und die Kommission über die stufenweise Verwirklichung der Wirtschafts- und Währungsunion in der Gemeinschaft“), sah ein wirtschaftspolitisches Entscheidungszentrum mit maßgeblichem Einfluss auf die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft vor. Dagegen beließ der Maastricht-Vertrag die Wirtschaftspolitik ausdrücklich in der Hand der Mitgliedstaaten und legte fest, dass die Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft „auf einer engen Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten“ beruhen soll (Artikel 4 Absatz 1, siehe Kasten 1). Die klare Zuständigkeitsverteilung in Verbindung mit der Respektierung der Unabhängigkeit der verschiedenen politischen Entscheidungsträger ist ein

wichtiges Charakteristikum der Beziehungen zwischen den wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern in Europa. Dies bedeutet nicht nur, dass die jeweiligen Befugnisse jedes politischen Akteurs von den anderen zu achten sind, sondern auch, dass jede dieser Stellen in ihrem Zuständigkeitsbereich die volle Verantwortung für die erfolgreiche Umsetzung der Politik nach Maßgabe der festgelegten Regelungen und Ziele trägt.

Der Maastrichter Vertrag machte ferner deutlich, dass die Errichtung der WWU (sowie die Schaffung des einheitlichen Binnenmarkts und die Durchführung gemeinsamer politischer Maßnahmen) kein Selbstzweck, sondern ein Mittel zur Erreichung der grundlegenden Ziele der Gemeinschaft ist, zu denen „eine harmonische, ausgewogene und nachhaltige Entwicklung des Wirtschaftslebens, ein hohes Beschäftigungsniveau [...], ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum [sowie] ein hoher Grad von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen [...]“ zählen (Artikel 2 des EG-Vertrags, siehe auch Kasten 1).

Von besonderer Bedeutung ist auch, dass der Vertrag von Maastricht richtungweisende Grundsätze für die Durchführung der Wirtschaftspolitik aufstellte und damit die Ziele „stabile Preise, gesunde öffentliche Finanzen und monetäre Rahmenbedingungen sowie eine dauerhaft finanzierbare Zahlungsbilanz“ und der „Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb“ (Artikel 4 des EG-Vertrags, siehe auch Kasten 1) Vertragsrang erhielten.

Kasten I

Die vertraglichen Grundlagen des wirtschaftspolitischen Rahmens

Auszüge aus dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft

Artikel 2

[Ziele der Gemeinschaft]

Aufgabe der Gemeinschaft ist es, durch die Errichtung eines Gemeinsamen Marktes und einer Wirtschafts- und Währungsunion sowie durch die Durchführung der in den Artikeln 3 und 4 genannten gemeinsamen Politiken und Maßnahmen in der ganzen Gemeinschaft eine harmonische, ausgewogene und nachhaltige Entwicklung des Wirtschaftslebens, ein hohes Beschäftigungsniveau und ein hohes Maß an sozialem Schutz, die Gleichstellung von Männern und Frauen, ein beständiges, nichtinflationäres Wachstum, einen hohen Grad von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, ein hohes Maß an Umweltschutz und Verbesserung der Umweltqualität, die Hebung der Lebenshaltung und der Lebensqualität, den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern.

Artikel 4

[Allgemeine Wirtschaftspolitik]

1. Die Tätigkeit der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft im Sinne des Artikels 2 umfaßt nach Maßgabe dieses Vertrags und der darin vorgesehenen Zeitfolge die Einführung einer Wirtschaftspolitik, die auf einer engen Koordinierung der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten, dem Binnenmarkt und der Festlegung gemeinsamer Ziele beruht und dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb verpflichtet ist.

[Geld- und Wechselkurspolitik]

2. Parallel dazu umfaßt diese Tätigkeit nach Maßgabe dieses Vertrags und der darin vorgesehenen Zeitfolge und Verfahren die unwiderrufliche Festlegung der Wechselkurse im Hinblick auf die Einführung einer einheitlichen Währung, der ECU, sowie die Festlegung und Durchführung einer einheitlichen Geld- sowie Wechselkurspolitik, die beide vorrangig das Ziel der Preisstabilität verfolgen und unbeschadet dieses Zieles die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft unter Beachtung des Grundsatzes einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb unterstützen sollen.

[Richtungweisende Grundsätze]

3. Diese Tätigkeit der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft setzt die Einhaltung der folgenden richtungweisenden Grundsätze voraus: stabile Preise, gesunde öffentliche Finanzen und monetäre Rahmenbedingungen sowie eine dauerhaft finanzierbare Zahlungsbilanz.

Durch die Vertragsabschnitte „Die Wirtschaftspolitik“ (Titel VII, Kapitel 1), „Die Währungspolitik“ (Titel VII, Kapitel 2) und „Beschäftigung“ (Titel VIII) gewinnen diese allgemeinen Grundsätze und Bestimmungen Gestalt, und sie bilden die Rechtsgrundlage für die jeweiligen institutionellen Vorkehrungen und das entsprechende politische Instrumentarium auf Gemeinschaftsebene. Die vertrag-

lichen Grundlagen des wirtschaftspolitischen Rahmens der WWU insbesondere der politischen Zuständigkeitsverteilung, der Ziele und Vorrechte könnten – sollten jedoch nicht – zu einer statischen Wahrnehmung der aus dem EG-Vertrag abgeleiteten praktischen Regelungen zur Politikgestaltung und Koordinierung führen. Diese Regelungen werden laufend anhand der gewonnenen Erfahrung wei-

terentwickelt. So sind zwar die Grundlagen für den wirtschaftspolitischen Rahmen im EG-Vertrag verankert, es wäre allerdings verfrüht, daraus zu schließen, dass die praktischen politischen Regelungen daher endgültig sind.

Abschnitt 3 erläutert einige grundlegende strukturelle und organisatorische Merkmale

3 Der wirtschaftspolitische Rahmen

Obwohl der wirtschaftspolitische Rahmen der Europäischen Union (EU) im Allgemeinen und des Euro-Währungsgebiets im Besonderen den Mitgliedstaaten in wichtigen Politikfeldern ein hohes Maß an Unabhängigkeit gewährt, ist er keinesfalls mit einer losen internationalen Zusammenarbeit (wie etwa in Form der G 7) zu vergleichen. Vielmehr weist der wirtschaftspolitische Rahmen des Euro-Währungsgebiets einige Kernelemente auf, die eher nationalen Systemen zugeschrieben werden. Wie in einem Lehrbuch-Modell einer heimischen Wirtschaft verfügt die Wirtschaft des Euroraums über einen Binnenmarkt, auf dem ein freier Verkehr von Gütern, Dienstleistungen, Kapital und Arbeit möglich ist und auf dem es bewährte Verfahren und Institutionen gibt, die eine gemeinsame Regelungsbefugnis und wirksame Mittel zur Durchsetzung besitzen. Darüber hinaus wurde eine einheitliche Währung und damit auch ein einheitlicher Wechselkurs eingeführt, und eine gemeinsame Zentralbank führt die einheitliche Geldpolitik durch. Des Weiteren schuf der EG-Vertrag eine verbindliche Rechtsgrundlage für die Wirtschaftspolitik, die die Mitgliedstaaten verpflichtet, „ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ zu betrachten und die nationalen Wirtschaftspolitiken einer umfassenden multilateralen Überwachung und Koordinierung unterwirft.

Der neue und einzigartige wirtschaftspolitische Rahmen der WWU hat manchmal zu vorschnellen Zweifeln an seiner Transparenz oder gar seiner Funktionsfähigkeit geführt. Diese Einschätzung könnte durch die komplexen Regelungen zur Außenvertretung und das Fehlen eines deutlich erkennbaren Außen-

des wirtschaftspolitischen Rahmens. In Abschnitt 4 werden die unterschiedlichen Regelungen für die Durchführung der einzelnen Wirtschaftspolitiken untersucht, und Abschnitt 5 zeigt auf, wie die Wirtschaftspolitik sich schlüssig in das Gesamtbild fügt.

auftritts noch verschärft worden sein. Dass den Mitgliedstaaten jedoch bei Entscheidungen in bedeutenden wirtschaftspolitischen Bereichen, wie etwa in der Steuer-, Ausgaben- und Sozialpolitik, ein hohes Maß an Eigenständigkeit eingeräumt wird, ist durchaus nicht nur im Euroraum üblich. So können etwa die verschiedenen US-Bundesstaaten wichtige Steuersätze selbstständig festlegen und über den Umfang der Bereitstellung bestimmter öffentlicher Dienstleistungen entscheiden, ohne dass sie an gemeinsame Regelungen oder umfassende und einschränkende Koordinierungsmechanismen gebunden wären. Die Komplexität des föderativen US-Regierungssystems und sogar ein gewisses Maß an politischem Wettbewerb der Bundesstaaten untereinander schaden weder dem reibungslosen Funktionieren noch der Außenwahrnehmung der Vereinigten Staaten als einer integrierten Volkswirtschaft mit einem in sich stimmigen politischen Rahmen. Entsprechend sollte auch die dezentrale Gestaltung der Wirtschaftspolitik in der WWU nicht – wie manchmal vorgebracht – als „Konstruktionsfehler“, sondern vielmehr als Stärke betrachtet werden, und zwar aus folgenden Gründen:

Das ausgewogene Verhältnis zwischen zentralen und dezentralen Elementen im wirtschaftspolitischen Rahmen des Euro-Währungsgebiets ergibt sich aus der Anwendung des Subsidiaritätsprinzips. Dieses Prinzip ist im EG-Vertrag verankert und beruht auf der Einsicht, dass die Übertragung der politischen Zuständigkeiten auf eine höhere Ebene (d. h. an die Gemeinschaft) nur dann gerechtfertigt ist, wenn die Mitgliedstaaten die Zielsetzun-

gen nicht selbst erfüllen können oder wenn die Gemeinschaft aufgrund ihrer Größe und ihres Einflusses zu ihrer Erfüllung besser in der Lage ist (wenn also zentral getroffene politische Entscheidungen einen zusätzlichen Nutzen bringen). Angewandt auf die Wirtschaftspolitik im Euroraum bedeutet das Subsidiaritätsprinzip daher, dass eine weiterhin dezentrale Festlegung der Geldpolitik aufgrund der erforderlichen Einheitlichkeit und wegen der Unteilbarkeit der Geldpolitik nicht sinnvoll ist. Deshalb wurde diese Aufgabe dem Eurosystem übertragen. Dasselbe Zentralisierungskonzept gilt auch für die Binnenmarktregelungen, denn ein gemeinsamer Markt erfordert gemeinsame Regeln sowie eine glaubwürdige Durchsetzung derselben oder zumindest eine gemeinsame Vereinbarung über die gegenseitige Anerkennung der nationalen Bestimmungen und Normen.

Dagegen sind die Finanzpolitik, die mikroökonomische Politik und die Strukturpolitik sowie die Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik weiterhin in nationaler Hand, da es derzeit keine zwingenden Gründe für eine vollständige Übertragung dieser Zuständigkeiten an die Gemeinschaft gibt. Die sich aus der politischen Dezentralisierung ergebende Flexibilität lässt den nationalen Stellen den erforderlichen Gestaltungsspielraum. Außerdem können sich durch eine Dezentralisierung die positiven Wirkungen eines gesunden Politikwettbewerbs entfalten. Diese beiden grundlegenden Vorteile werden nun im Folgenden näher beleuchtet.

Dezentralisierung bedeutet Flexibilität und ermöglicht den Politikwettbewerb

Trotz der fortgeschrittenen Integration der Mitgliedstaaten des Euroraums haben sich die nationalen wirtschaftlichen Strukturen und Präferenzen einander nicht vollständig angeglichen und werden dies wohl auch in absehbarer Zukunft nicht tun. Die in diesen Bereichen bestehenden Unterschiede erfordern politische Strukturen, die flexibel genug sind, um diesen Unterschieden gerecht zu werden, und die den nationalen politischen Entscheidungsträgern unter dem Dach der Währungs-

union viel Spielraum zur Anpassung an länderspezifische Entwicklungen (wie etwa wirtschaftliche Schocks) lassen.

Der dezentrale Charakter des wirtschaftspolitischen Rahmens der WWU ermöglicht ferner einen gesunden Politikwettbewerb zwischen den Mitgliedstaaten. Die Erkenntnis, dass ein freier Wettbewerb der beste Anreiz für Verbesserungen und fortlaufende Innovationen ist, lässt sich nicht nur auf Unternehmen und Branchen, sondern auch auf den Bereich der öffentlichen Politik anwenden. Im internationalen Umfeld, in dem es oft keine von allen respektierte „Marktregelungen“ gibt, kann der Politikwettbewerb konkurrierende Kräfte verstärken, was sich negativ auf alle Beteiligten auswirken könnte. Dagegen bietet die Gemeinschaft einen grundsätzlich kooperativen und auf Regeln beruhenden politischen Rahmen, innerhalb dessen der freie Wettbewerb zwischen unterschiedlichen Politikentwürfen als normaler und förderlicher Bestandteil einer binnenwirtschaftlichen Politik in einem dezentralen System angesehen wird. Auf diese Weise wurde ein Wettbewerbselement in die nationale Politikgestaltung eingeführt, während den länderspezifischen Bedingungen und Präferenzen in vollem Umfang Rechnung getragen wird. Bereits jetzt werden nationale wirtschaftspolitische Entscheidungen einem kritischen länderübergreifenden Vergleich unterzogen, weil Politiker, Unternehmen und die Öffentlichkeit zunehmend besser über die wirtschaftliche Entwicklung und die politischen Erfolge in anderen Mitgliedstaaten der Gemeinschaft informiert sind.

Um die Vorteile eines konstruktiven Politikwettbewerbs voll ausschöpfen zu können, haben die Mitgliedstaaten einen Erfahrungsaustausch vereinbart. Er soll dazu dienen, dass sich die besten Verfahrensweisen herausbilden und dass man gemeinsam aus politischen Fehlern oder Misserfolgen lernt. Durch den dezentralen wirtschaftspolitischen Rahmen des Euro-Währungsgebiets entsteht somit ein Pool an wertvollen Informationen für die Mitgliedstaaten, und er kann Synergie-Effekte hervorrufen, die es in einem vollständig zentralisierten politischen System nicht gäbe. Gleich-

zeitig sind dem Politikwettbewerb durch den kooperativen Charakter der Gemeinschaft Grenzen gesetzt, damit ein Verdrängungswettbewerb oder schädlicher Wettbewerb in bestimmten wirtschaftspolitischen Bereichen wie etwa im Hinblick auf Arbeitsstandards, die Gewährung staatlicher Subventionen oder bestimmte Steuermaßnahmen verhindert wird.

Ansteckungsgefahr erfordert politische Koordinierung

Eigenständige Beschlüsse auf den verschiedenen Regierungsebenen durch ansonsten interdependente Entscheidungsträger können auch Außenwirkungen (d. h. Ansteckungseffekte) haben. Verfügbare Schätzungen deuten darauf hin, dass solche Ansteckungsgefahren zwar gering, jedoch nicht vernachlässigbar sind. Ferner können sich dezentrale und unkoordinierte Reaktionen auf neue Entwicklungen am Markt (z. B. die Gründung länderübergreifender Finanzkonglomerate) als suboptimal erweisen. Vollkommen unabhängige Entscheidungen könnten möglicherweise auch nicht ausreichend sein, um wirtschaftliche Schocks (wie einen drastischen Ölpreisanstieg), die alle politischen Entscheidungsträger gleichermaßen treffen, aufzufangen.

Mit Blick auf die spezifische Verteilung der politischen Zuständigkeiten in der WWU lassen sich zwei Ansteckungsgefahren erkennen. Zum einen ist eine *länderübergreifende* Ansteckung möglich. Angesichts des hohen Verflechtungsgrads der Währungsunion könnten z. B. lockere finanzpolitische Zügel in einem Land negative Auswirkungen auf andere Länder in Form einer Beeinträchtigung des Kapitalmarkts und der Entstehung eines Aufwärtsdrucks auf die Langfristzinsen im gesamten Euroraum haben. Zum anderen bestehen *politikübergreifende* Ansteckungsgefahren. So können Entscheidungen im Bereich des Steuer- und Sozialleistungssystems die Funktionsweise der Arbeitsmärkte in Mitleidenschaft ziehen und sich damit auf die Wirksamkeit von Maßnahmen in anderen Politikbereichen, hier in der Beschäftigungspolitik, auswirken.

Eine angemessene politische Zusammenarbeit wie etwa in Form von Vereinbarungen über gemeinsame Regeln und Ziele, die als Orientierungshilfe für die jeweiligen Politikfelder dienen, kann mögliche ungünstige Außenwirkungen begrenzen. Es dürften positive Wohlfahrtseffekte zu erwarten sein, wenn die Möglichkeit besteht, die politischen Beschlüsse der einzelnen Entscheidungsträger vor ihrer Umsetzung zu modifizieren. In diesem Fall stellt eine durchdachte Koordinierung ansonsten unabhängiger Politikbereiche einen Schritt in die richtige Richtung dar. Weitere Vorteile einer Zusammenarbeit ergeben sich aus der Gewinnung von wertvollen Informationen aus erster Hand, was das gegenseitige Verständnis für die einzelnen politischen Entscheidungen fördert sowie zu einem Vertrauensklima und zum Reputationsaufbau beiträgt, wobei auch der „Gruppenzwang“ eine Rolle spielt. Durch den Austausch über gute und schlechte Erfahrungen können die Kosten für eine angemessene Politikgestaltung verringert und politische Fehler vermieden werden.

Damit die politische Zusammenarbeit wünschenswert erscheint und überhaupt erst möglich wird, müssen jedoch zunächst einige Voraussetzungen erfüllt sein. Erstens ist der durch die politische Koordinierung wahrscheinlich zu erwartende Nutzen gegenüber den damit verbundenen Kosten abzuwägen. Diese Kosten können sich bereits aus dem mit der Zusammenarbeit einhergehenden Verhandlungsprozess selbst ergeben. Zweitens sieht sich eine solche politische Koordinierung auch operationalen Schwierigkeiten gegenüber. Die allgemeine Wirtschaftstheorie betont mit Blick auf die Politikkoordinierung, dass alle Beteiligten gemeinsame politische Ziele verfolgen und sich auf ein gemeinsames Modell verständigen müssen, d. h. sie sollten ein einheitliches Verständnis der Wirkung verschiedener politischer Instrumente auf die wirtschaftlichen Variablen und deren Wechselwirkungen haben. Die Zusammenarbeit hängt darüber hinaus von der Fähigkeit ab, die von den Beteiligten gelieferten Informationen aggregieren und verarbeiten zu können sowie ausreichende Anreize für die

dauerhafte Bindung der einzelnen politischen Entscheidungsträger an diese Koordinierungsmechanismen schaffen zu können.

Trotz dieser Einschränkungen wurde die enge Koordinierung der Mitgliedstaaten als Grundprinzip des wirtschaftspolitischen Rahmens im EG-Vertrag verankert (siehe Kasten I). Die Ausgestaltung der verschiedenen Koordinierungsverfahren musste flexibel genug sein, um in vollem Umfang von der Zusammenarbeit profitieren zu können und um gleichzeitig den genannten Kostenüberlegungen und operationalen Problemen Rechnung zu tragen. Unter den verschiedenen Formen der politischen Koordinierung sind die größten Einschränkungen mit den Vereinbarungen über „gemeinsame Regeln“ für die Durchführung ansonsten unabhängiger politischer Entscheidungen verbunden, die potenziell negative politische Ansteckungseffekte verringern oder vermeiden sollen. Die Verbindlichkeit der gemeinsamen Regeln leitet sich aus den bestehenden glaub-

würdigen Durchsetzungsmechanismen ab. Weniger verbindliche Formen der Koordinierung umfassen die Gründung „gemeinsamer Foren“, die die enge und regelmäßige Zusammenarbeit der politischen Entscheidungsträger ermöglichen und so das Bewusstsein für die Wechselwirkungen ihrer Beschlüsse schärfen. Diese Zusammenarbeit erfolgt in Form eines politischen Dialogs, eines Informationsaustausches oder gemeinsamer Analysen. Trotz ihres unverbindlichen Charakters ist es auch bei dieser „weichen“ Form der Koordinierung manchmal möglich, dass sich politische Akteure auf einen gemeinsamen Kurs festlegen. Allerdings mangelt es der „weichen“ Koordinierung, die sich ausschließlich auf „Gruppenzwang“, Überzeugungskraft und die Abgabe von Grundsatzempfehlungen stützt, an den Disziplinierungsmitteln, die zur Gewährleistung der tatsächlichen Umsetzung von für nötig oder wünschenswert erachteten politischen Maßnahmen erforderlich sein könnten.

4 Die Durchführung einzelner Wirtschaftspolitiken

Als Ergänzung zum bisher dargelegten systembezogenen Ansatz wird in diesem Abschnitt näher darauf eingegangen, wie die verschiedenen Wirtschaftspolitiken innerhalb des gesamten wirtschaftspolitischen Handlungsrahmens durchgeführt werden. Dabei wird jeder wirtschaftspolitische Themenbereich (d. h. Geldpolitik, Wechselkurspolitik, Finanzpolitik, Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik, mikroökonomische Politik und Strukturpolitik) gesondert behandelt; der Schwerpunkt liegt hierbei auf der Verteilung der jeweiligen politischen Zuständigkeiten und den Gründen für diese Aufgliederung, auf der tatsächlichen Ausgestaltung der jeweiligen Politikbereiche und gegebenenfalls auf der *länderübergreifenden* Koordinierung der spezifischen Politikfelder. Abschnitt 5 veranschaulicht, wie diese spezifischen Regelungen für die einzelnen Politikfelder in einen insgesamt kohärenten Handlungsrahmen für die wirtschaftspolitische Koordinierung zwischen den Mitgliedstaaten integriert werden, und es werden außerdem die bestehenden *politikübergreifenden* Koordinierungspraktiken erörtert.

Geldpolitik

Die Bedeutung der Preisstabilität für das reibungslose Funktionieren des Marktmechanismus impliziert, dass eine stabilitätsorientierte Geldpolitik innerhalb eines einheitlichen Binnenmarkts ein gemeinsames öffentliches Gut ist, das von einer unabhängigen und zentralen Institution in einheitlicher Form vorgegeben werden sollte. Der institutionelle Handlungsrahmen für die Geldpolitik in der WWU spiegelt diese Notwendigkeit eindeutig wider. Der EG-Vertrag hat das Eurosystem mit der EZB als Herzstück geschaffen, die mit der notwendigen Unabhängigkeit von politischen Eingriffen ausgestattet wurde und der der klare Auftrag erteilt wurde, die Preisstabilität innerhalb des Euro-Währungsgebiets zu gewährleisten. Der institutionelle Handlungsrahmen dient daher dazu sicherzustellen, dass die Geldpolitik so gut wie möglich zur Erreichung der allgemeinen Ziele der Wirtschaftspolitiken der Gemeinschaft beiträgt.

Um das reibungslose Funktionieren der einheitlichen Geldpolitik zu unterstützen und der Unabhängigkeit der EZB Nachdruck zu verleihen, verbietet der EG-Vertrag auch die monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite durch die Zentralbank (Artikel 101) und den bevorrechtigten Zugang öffentlich-rechtlicher Körperschaften zu den Finanzinstituten (Artikel 102).

Wechselkurspolitik

Eine einheitliche Währung impliziert notwendigerweise einen einheitlichen Wechselkurs. Daher wird die Wechselkurspolitik auch auf Gemeinschaftsebene durchgeführt. Es ist darauf hinzuweisen, dass es im Euro-Währungsgebiet keine „aktive“ Wechselkurspolitik gibt. Angesichts der Größe der Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets verfolgt die EZB kein Wechselkursziel. Im EG-Vertrag ist festgelegt, dass die Wechselkurspolitik mit dem vorrangigen Ziel der Geldpolitik der EZB, nämlich der Gewährleistung der Preisstabilität, im Einklang stehen sollte. Im Hinblick auf die Durchführung der Wechselkurspolitik sieht der EG-Vertrag eine enge Zusammenarbeit zwischen dem EU-Rat und der EZB vor. In Fällen, in denen dies für notwendig erachtet wird, ist es dem EU-Rat nach Artikel 111 des EG-Vertrags gestattet, und zwar im Anschluss an spezifische und strenge Verfahren, förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für den Euro gegenüber Drittländwährungen zu treffen oder allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik aufzustellen. Sowohl die Vereinbarungen als auch die allgemeinen Orientierungen müssen im Einklang mit dem Ziel der EZB stehen, die Preisstabilität zu gewährleisten.

Die Bestimmungen des EG-Vertrags und der Satzung des EZB und der EZB sowie aktuelle institutionelle Regelungen gewährleisten, dass ein regelmäßiger Informations- und Gedankenaustausch zwischen dem EU-Rat und der EZB stattfindet. Dies stimmt mit der Tatsache überein, dass Wechselkursentwicklungen im gemeinsamen Interesse beider Institutionen liegen. Die EZB besitzt jedoch die al-

leinige Entscheidungsbefugnis darüber, ob und wann sie Devisenmarktinterventionen durchführt, wobei sie ihre Unabhängigkeit bewahrt, die ihr durch den EG-Vertrag und die Satzung zugewiesenen Aufgaben erfüllt und das vorrangige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität verfolgt. Die institutionellen und praktischen Regelungen des Euro-Währungsgebiets auf dem Gebiet der Wechselkurspolitik begünstigen damit trotz ihrer Besonderheiten (wie beispielsweise der eigenständigen Rolle der Zentralbank und des Fehlens eines „Finanzministeriums für das Euro-Währungsgebiet“) die Entwicklung einer konsistenten Wirtschaftspolitik, die die Kommunikation erleichtert und gegebenenfalls eine effektive Kooperation mit den wichtigsten internationalen Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets ermöglicht.

Finanzpolitik

Die Finanzpolitik wird auf der Ebene der Mitgliedstaaten in Übereinstimmung mit den Regelungen des EG-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts durchgeführt, die einen großen Gestaltungsspielraum für die Zusammensetzung der Staatsausgaben und -einnahmen entsprechend den nationalen politischen Präferenzen lassen. Die Verantwortung der einzelnen Mitgliedstaaten auf dem Gebiet der Haushaltspolitik wird durch die „no bail out“-Klausel (Artikel 103) des EG-Vertrags nachdrücklich unterstrichen, die festlegt, dass weder die Gemeinschaft noch die Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaats haften. Es gibt eine Reihe von Argumenten für diesen dezentralen finanzpolitischen Ansatz.

Erstens überwiegen hinsichtlich der Staatsausgaben und -einnahmen immer noch die nationalen politischen Präferenzen im Euro-Währungsgebiet. Die Größe der Haushalte sowie Steuerpolitik und Ausgabeprioritäten unterscheiden sich bei den verschiedenen Mitgliedstaaten in einigen Fällen beträchtlich. Dies ist darauf zurückzuführen, dass wichtige „öffentliche Güter“ wie beispielsweise soziale Sicherheit, Erziehung, Gesundheitsleistungen

oder Verteidigung auf nationaler Ebene zur Verfügung gestellt werden. Da die politischen Debatten über diese wichtigen Komponenten der Staatsausgaben immer noch ein länderspezifisches Anliegen darstellen, müssen die jeweiligen wirtschaftspolitischen Entscheidungen – und zwar nicht nur aus Gründen der politischen Legitimität – weiterhin auf nationaler Ebene getroffen werden.

Zweitens bleiben darüber hinaus trotz der deutlichen Fortschritte auf dem Weg zu einer konjunkturellen Annäherung bei den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets gewisse Unterschiede im Hinblick auf die Konjunktur bestehen. Da das Eurosystem seine Geldpolitik für das gesamte Euro-Währungsgebiet durchführt und daher die besonderen Anforderungen der einzelnen Volkswirtschaften nicht berücksichtigen kann, müssen die Mitgliedstaaten den geldpolitischen Kurs des Euro-Währungsgebiets als von außen vorgegeben akzeptieren. Folglich müssen die nationalen Regierungen mit den ihnen zur Verfügung stehenden wirtschaftspolitischen Instrumenten – besonders mithilfe der Finanzpolitik – auf die besondere konjunkturelle Lage ihrer heimischen Wirtschaften auf unterschiedliche und flexible Art und Weise reagieren können. Indem nationale Regierungen das mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts verfolgen, sollten sie in der Lage sein, die wirtschaftlichen Effekte konjunktureller Schwankungen durch das Wirken der automatischen Stabilisatoren und, falls erforderlich, durch weitere Maßnahmen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu glätten. Außerdem dürften strukturelle Reformen die Anpassungsfähigkeit der Volkswirtschaften an wirtschaftliche Schocks erhöhen und selbststabilisierend wirken.

Wie bereits in Abschnitt 3 erläutert, müssen die dezentralisierten Finanzpolitiken innerhalb der WWU mögliche Ansteckungseffekte berücksichtigen, die sich durch politische Entscheidungen in einem Mitgliedstaat auf die anderen Staaten auswirken können. Schon vor der WWU hatte die Notwendigkeit, Verzerrungen des einheitlichen Binnenmarkts zu ver-

meiden, eine Einschränkung des Gestaltungsspielraums der Mitgliedstaaten im Hinblick auf gewisse Arten der Besteuerung (z. B. Mindestsätze bei der Mehrwertsteuer) zur Folge. Darüber hinaus ist der aktuelle Handlungsrahmen für die Durchführung der Finanzpolitiken darauf ausgerichtet worden, das Risiko von negativen, aus unangemessenen Finanzpolitiken resultierenden Auswirkungen zu verringern. Er schafft auf der Basis der Regelungen des EG-Vertrags und der Sekundärgesetzgebung Rahmenbedingungen, die man am besten als „eingeschränkte Flexibilität“ beschreiben kann. In erster Linie sind „gesunde öffentliche Finanzen“ ein Leitprinzip der Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft (Artikel 4 Absatz 3, siehe Kasten I). Außerdem stellt das oben erwähnte Verbot der monetären Finanzierung öffentlicher Defizite und des bevorrechtigten Zugangs öffentlich-rechtlicher Körperschaften zu den Finanzinstituten eine weitere wesentliche und verbindliche Einschränkung für die Durchführung nationalstaatlicher Finanzpolitiken dar. Durch die Verbesserung der disziplinierenden Wirkung des Marktmechanismus auf die Finanzpolitiken wird ein Beitrag zum ordnungsgemäßen Funktionieren der WWU geleistet.

Besonders erwähnenswert ist, dass der EG-Vertrag eine Verpflichtung zur Vermeidung „übermäßiger Defizite“ (Artikel 104) enthält. Diese Einschränkung ist zusammen mit den Verfahren für eine multilaterale Überprüfung nationaler Finanzpolitiken durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt weiter spezifiziert worden. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt schreibt quantifizierbare Defizitregeln vor, die den Haushaltsbehörden der Mitgliedstaaten eine klare wirtschaftspolitische Orientierung geben. (Nähere Informationen sind dem Artikel „Die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“ im Monatsbericht vom Mai 1999 zu entnehmen.) Gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt sind die Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets dazu verpflichtet, jährliche Stabilitätsprogramme vorzulegen, in denen sie ihre Haushaltspläne erläutern, und zwar in Übereinstimmung mit dem mittelfristigen Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisen-

den Haushalts. Die beachtlichen Fortschritte, die bei der Reduzierung der Haushaltsdefizite und der Schuldenstände seit Mitte der Neunzigerjahre gemacht wurden, weisen darauf hin, dass die Rahmenbedingungen insgesamt für die Finanzpolitiken positive Wirkung gezeigt haben.

Das bedeutet jedoch nicht, dass praktische Verbesserungen mit zunehmender Erfahrung nicht mehr möglich sind. Tatsächlich sind bereits sinnvolle Verbesserungen an den bestehenden Rahmenbedingungen vorgenommen worden. Beispielsweise haben sich die Finanzminister des Euro-Währungsgebiets darauf geeinigt, vorab Informationen auszutauschen und gegebenenfalls geplante wichtige Änderungen der zukünftigen Steuer- und Ausgabenpläne innerhalb der Eurogruppe zu erörtern. (Eine genauere Darstellung der Rolle und Funktionsweise der Eurogruppe findet sich im Jahresbericht 2000.) Außerdem wurde vor kurzem mit einer gemeinsamen Analyse zur Beurteilung der „Qualität“ der öffentlichen Finanzen, d. h. der Strukturmerkmale der nationalen Haushalte, begonnen. Dies ermöglicht einen wechselseitigen Lernprozess, der dazu beiträgt, längerfristigen Herausforderungen für die Finanzpolitik, wie beispielsweise den haushaltspolitischen Auswirkungen einer alternden Bevölkerung, zu begegnen. Diese Formen finanzpolitischer Koordination, die über den Stabilitäts- und Wachstumspakt hinausgehen, sind informeller Art und ohne verbindlichen Charakter. Ihre Glaubwürdigkeit und Effektivität werden daher von der Entschlossenheit der Entscheidungsträger abhängen, die eingegangenen Verpflichtungen auch einzulösen.

Im Laufe der Zeit dürften sich die Koordinierungspraktiken weiterentwickeln. Eine insgesamt einheitliche Ausrichtung der Finanzpolitik auf der Grundlage freiwilliger Vereinbarungen der Finanzminister des Euro-Währungsgebiets dürfte sich allmählich herauskristallisieren und damit die Durchführung der nationalen Haushaltspolitiken beeinflussen. Als Teil einer solchen Entwicklung könnte die nationale Finanzpolitik ebenfalls im Hinblick auf die Gesamtauswirkungen auf das Euro-

Währungsgebiet festgelegt werden und damit die Verinnerlichung der spezifischen Bedingungen der Währungsunion seitens der nationalen Entscheidungsträger fördern.

Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik

Die Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik bezieht sich auf Maßnahmen der Regierungen, Arbeitgeber und Gewerkschaften bei der Schaffung eines Handlungsrahmens für funktionierende Arbeitsmärkte und bei der Aushandlung von Tarifvereinbarungen. Um zur Erreichung der wirtschaftlichen Ziele der Gemeinschaft beizutragen, sollten die Lohnentwicklungen in hohem Maße beschäftigungsfreundlich und mit der Preisstabilität vereinbar sein. Zu diesem Zweck sollten die Lohnniveaus so weit wie möglich die Nachfrage nach und das Angebot von Arbeit in den verschiedenen Branchen, Sektoren und Regionen widerspiegeln und sich entsprechend anpassen, und zwar in Anlehnung an Gesamtnachfrage und -angebot sowie an die Unterschiede bei der Arbeitsproduktivität.

Die Tarifrunden werden auf nationaler, subnationaler, Branchen- oder betrieblicher Ebene durchgeführt und liegen im Allgemeinen in den Händen der Sozialpartner. Die Verantwortung für die allgemeinen Rahmenparameter der nationalen Arbeitsmärkte wird von den Regierungen der Mitgliedstaaten übernommen. Dieser Grad der Dezentralisierung der Arbeitsmarkt- und Beschäftigungspolitik wird weitgehend als erforderlich angesehen, da es innerhalb des Euro-Währungsgebiets wesentliche Unterschiede bei den Industrie- und Arbeitsmarktstrukturen sowie bei den Produktivitätsniveaus der verschiedenen Branchen, Sektoren und Regionen gibt. Eine größere Arbeitsmarktflexibilität und gegebenenfalls Reformen hin zu Lohnbildungssystemen, die die lokale Produktivität und die Arbeitsmarktbedingungen besser widerspiegeln, wären wichtige Schritte zum Abbau der in einigen Mitgliedstaaten immer noch zu verzeichnenden hohen strukturellen Arbeitslosigkeit. Auf diesen Gebieten sind zwar zweifellos Fortschritte erzielt worden, aber die

Einführung der einheitlichen Währung machte die Beseitigung von Rigiditäten und falschen Anreizen auf den Arbeitsmärkten noch dringender erforderlich, nicht zuletzt weil die Mobilität sowohl zwischen den einzelnen Ländern als auch innerhalb der Länder weiterhin sehr eingeschränkt ist.

Da jedoch alle Mitgliedstaaten das gemeinsame Ziel eines „hohen Beschäftigungsniveaus“ (Artikel 2 des EG-Vertrags, siehe Kasten 1) verfolgen und besorgt über die derzeitige hohe Arbeitslosenzahl sind, ist von ihnen auf Gemeinschaftsebene ein Abstimmungs- und Koordinierungsprozess in Gang gesetzt worden. Titel VIII des EG-Vertrags, der sich dem Thema „Beschäftigung“ widmet und durch den 1997 geschlossenen Vertrag von Amsterdam eingeführt wurde, unterwirft die bisher ausschließlich nationalstaatliche Beschäftigungspolitik einem formalen Koordinierungsverfahren, das allgemein als „Luxemburg-Prozess“ bekannt ist. Das wichtigste Instrument dafür sind die jährlichen beschäftigungspolitischen Leitlinien, deren Billigung durch die Staats- und Regierungschefs ihre politische Bedeutung unterstreicht. In den Leitlinien werden Empfehlungen und wichtige Maßnahmenbereiche festgelegt, und zwar insbesondere im Hinblick auf Ausbildung, Bildung und Arbeitsmarktreformen. Nationale Beschäftigungsaktionspläne setzen diese Leitlinien auf nationaler Ebene in wirtschaftspolitische Vorschläge um, wobei die speziellen Bedingungen in den Mitgliedstaaten berücksichtigt werden. Wie bereits oben erwähnt, können die Früchte der Koordinierungs- und Beratungsprozesse auf Gemeinschaftsebene nur dann vollständig geerntet werden, wenn die Leitlinien und Empfehlungen tatsächlich auf nationaler Ebene befolgt werden und die in den nationalen Aktionsplänen enthaltenen detaillierten wirtschaftspolitischen Maßnahmen ordnungsgemäß umgesetzt werden.

Mikroökonomische Politik und Strukturpolitik

Die mikroökonomische Politik und die Strukturpolitik umfassen im Allgemeinen politische

Maßnahmen, die das Funktionieren der Märkte und damit die Ressourcenallokation beeinflussen. Die jeweiligen wirtschaftspolitischen Zuständigkeiten sind zwischen der Gemeinschaft und den einzelnen Staaten aufgeteilt. Wie bereits oben erwähnt, stellt ein funktionierender einheitlicher Binnenmarkt eine tragende Säule des wirtschaftspolitischen Handlungsrahmens in der WWU dar. Zur Erreichung des im EG-Vertrag niedergelegten Ziels der Errichtung eines Binnenmarkts, „der durch die Beseitigung der Hindernisse für den freien Waren-, Personen-, Dienstleistungs- und Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedstaaten gekennzeichnet ist“ (Artikel 3.1 (c)), hat die Gemeinschaft ein umfangreiches Gesetzespaket verabschiedet, das das Funktionieren der Märkte regelt. Dieses umfassende Regelwerk in Form von Rechtsakten der Gemeinschaft, insbesondere Verordnungen und Richtlinien, deren Verbindlichkeit auf dem Vorhandensein funktionierender Umsetzungsmechanismen (Wettbewerbspolitik, Urteile der Gerichte der Europäischen Gemeinschaft) beruht, deckt viele Aspekte des Wirtschaftslebens ab und beeinflusst einen Großteil der von Wirtschaftsakteuren und Entscheidungsträgern getroffenen Entscheidungen. Fortschritte hinsichtlich des gemeinsamen Ziels der Schaffung von Wettbewerbsgleichheit im gesamten einheitlichen Binnenmarkt haben im Verlauf der Jahre bereits zu bedeutenden strukturellen Veränderungen in den europäischen Volkswirtschaften geführt; durch den zunehmenden Wettbewerbsdruck und dadurch, dass zuvor geschützte und monopolistische Wirtschaftssektoren für den Wettbewerb geöffnet wurden, verbesserten sich das Wachstum, die Wettbewerbsfähigkeit und die Beschäftigungsentwicklung der Gemeinschaft.

Im Rahmen des einheitlichen Binnenmarkts behalten die nationalen Regierungen jedoch die Verantwortung für eine Reihe wichtiger Strukturpolitiken (beispielsweise für die Regelungen der Arbeitsmärkte, der Informations- und Kommunikationssektoren, der Forschung und Entwicklung etc.). Diese Dezentralisierung ist nicht nur aufgrund der unterschiedlichen wirtschaftlichen Strukturen

und politischen Prioritäten in den Mitgliedstaaten gerechtfertigt. Gemäß dem Subsidiaritätsprinzip sollten wirtschaftspolitische Maßnahmen in Bezug auf mikroökonomische und strukturpolitische Fragen (beispielsweise bezüglich der Modalitäten für die Arbeitnehmermitbestimmung am Arbeitsplatz oder hinsichtlich des sozialen Netzes und des Sozialleistungssystems) in der Regel auf nationaler – oder sogar auf subnationaler – Ebene getroffen werden. Gemeinsame Regelungen auf Gemeinschaftsebene sind nur dann gerechtfertigt, wenn sie aufgrund von Skaleneffekten einen zusätzlichen Nutzen bringen oder für das reibungslose Funktionieren des einheitlichen Binnenmarkts notwendig werden. In dieser Hinsicht dürften abweichende Rahmenbedingungen und ein unterschiedliches ordnungspolitisches Umfeld gemeinsame Ansätze erforderlich machen, wenn sie das Funktionieren des einheitlichen Binnenmarkts erschweren, beispielsweise auf dem Gebiet der Finanzmärkte oder im Hinblick auf den Zugang zu den Informations- und Kommunikationsindustrien.

Wettbewerbsfördernde Maßnahmen an den Waren- und Dienstleistungsmärkten und weitere Schritte zur Öffnung von zuvor wettbewerbsgeschützten Wirtschaftssektoren werden vor allem den Ländern zugute kommen, die sie umsetzen. Es ist zu erwarten, dass stärkerer Wettbewerb zu Kostensenkungen, niedrigeren Gewinnmargen und Produktivitätszuwächsen führt, was wiederum vorübergehend einen dämpfenden Effekt auf die Entwicklung der Verbraucherpreise haben dürfte. Niedrigere Preise und eine bessere Qualität werden im Zeitverlauf zu einer erhöhten Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen führen. Darüber hinaus können durch eine Strukturreform die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft und die Flexibilität, mit der sie auf Schocks reagiert, verbessert werden; dies ist vor allem für ein Land von Bedeutung, das Teil einer Währungsunion ist, in der länderspezifische Interessen und Wechselkurse per Definition nicht als Instrumente für wirtschaftspolitische Korrekturen zur Verfügung stehen (siehe auch den Beitrag „Gütermarktreformen im Euro-

Währungsgebiet“ im Monatsbericht August 2001).

Neben den Vorteilen einer Strukturreform für die eigenen Volkswirtschaften haben die Länder des Euroraums auch ein gemeinsames Interesse an den in anderen Mitgliedstaaten der Währungsunion erzielten Fortschritten bei Strukturreformen. Dieses Interesse ist auf den bereits genannten günstigen Einfluss der Strukturreformen auf eine Reihe wichtiger Größen des Euroraums insgesamt zurückzuführen. Durch Fortschritte bei den Strukturreformen im gesamten Euroraum und die daraus resultierende größere Wettbewerbsfähigkeit und Flexibilität können das Wachstumspotenzial gesteigert und die Beschäftigungsmöglichkeiten im Euro-Währungsgebiet verbessert werden. Dies wiederum kann die Außenwahrnehmung des Euroraums als funktionsfähigen und dynamischen Wirtschaftsraum deutlich fördern. Eine Reduzierung struktureller Verkrustungen in den Volkswirtschaften des Euroraums kann sich auch positiv auf die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik auswirken, da durch größere Flexibilität der Preisdruck bei einem bestimmten Wachstum verringert werden kann, was sich wiederum in einem mit Preisstabilität in Einklang stehenden Anstieg des potenziellen Produktions- und Beschäftigungswachstums niederschlagen kann.

In Anerkennung der euroraumweiten Bedeutung struktureller Reformen haben sich die Mitgliedstaaten auf die Institutionalisierung eines Systems zur verstärkten Kontrolle und gegenseitigen Bewertung durch Experten der Mitgliedstaaten in einem als „Cardiff-Prozess“ bekannten Verfahren geeinigt. Im Rahmen dieses Verfahrens erstatten die Mitgliedstaaten und die Europäische Kommission einmal jährlich über die Funktionsweise der Güter- und Kapitalmärkte und über den Fortschritt der Wirtschaftsreformen Bericht. Diese Maßnahme wird durch eine ausführlichere „multilaterale Überprüfung der Wirtschaftsreformen“ durch den Wirtschaftspolitischen Ausschuss der Europäischen Gemeinschaft ergänzt. Mittels einer länderspezifischen Überprüfung der geplanten und bereits durchgeführten struk-

turellen Reformen wird durch die Beurteilung erheblicher Druck seitens der anderen Mitgliedstaaten ausgeübt. Die Tatsache, dass die Eurogruppe mittlerweile auch über Strukturreformen diskutiert, zeugt davon, dass man die Vorteile dieses gegenseitigen Lernprozesses erkannt hat. Ein regelmäßiger Austausch zwischen den politischen Entscheidungsträgern, gemeinsame Einschätzungen der in der Vergangenheit gemachten Erfahrungen und offene Diskussionen über die Vor- und Nachteile konkurrierender Politikentwürfe können auch die „philosophische Konvergenz“ mit Blick auf die zu ergreifenden Maßnahmen fördern. Sobald ein grundlegender Konsens hinsichtlich eines einheitlichen Ansatzes geschaffen ist, können gemeinsame wirtschaftspolitische Maßnahmen beschlossen werden, sofern dies wünschenswert erscheint. Dazu könnte auf das gemeinschaftliche Rechtsetzungsverfahren zurückgegriffen werden, durch das für die gesamte Gemeinschaft verbindliche und anwendbare Regelungen geschaffen werden können.

Im Jahr 2000 hat der Europäische Rat auf seinem Gipfel in Lissabon eine zusätzliche politische Initiative auf Gemeinschaftsebene für weitere Fortschritte bei der Strukturreform ergriffen. Mit der „Lissabonner Strategie“ wurde ein umfassender Reformplan festgelegt, durch den unter anderem die Funktionsweise des Binnenmarkts verbessert und die in den unterschiedlichsten Bereichen – so etwa bei den Wertpapiermärkten, dem Zugang zu Risikokapital oder der Flugsicherung – bestehende Fragmentierung und Ineffizienzen behoben werden sollen (eine ausführliche Beschreibung der Lissabonner Strategie findet sich im Jahresbericht 2000). Wie sich bei der ersten Überprüfung der Fortschritte anlässlich des Europäischen Rats von Stockholm in diesem Jahr gezeigt hat, wird sich das tatsächliche Engagement der Mitgliedstaaten bei der Erreichung des in Lissabon festgelegten strategischen Ziels, nämlich die EU „zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen“, daran zeigen, inwiefern sie die gemeinsam festgelegten Zeitpläne einhalten und die vereinbarten Maßnahmen umsetzen.

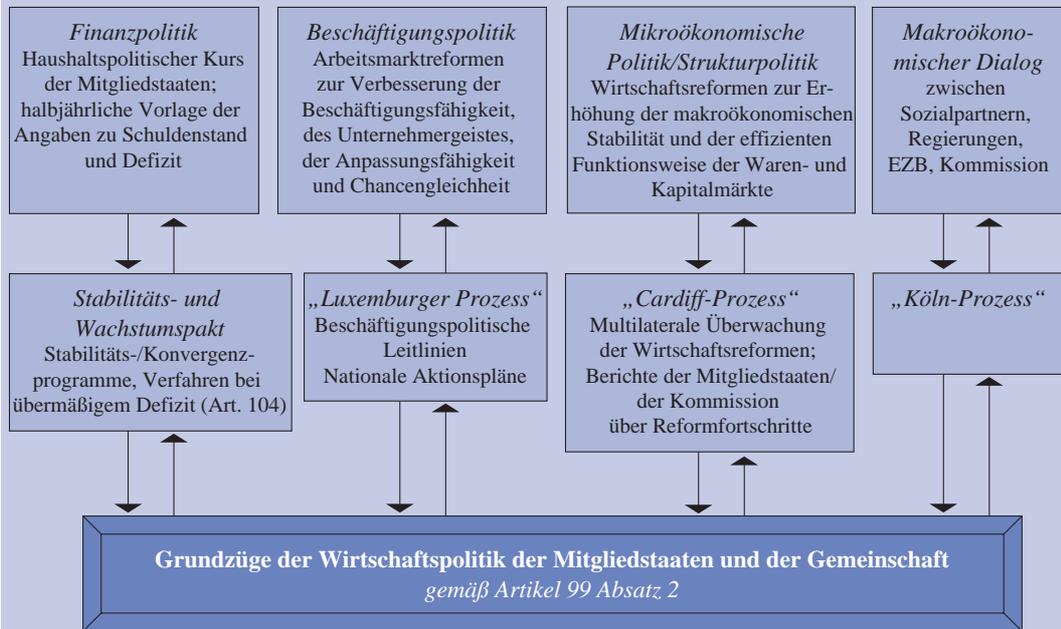
5 Länderübergreifende Koordinierung und politikübergreifende Zusammenarbeit

Wie im vorangegangenen Abschnitt dargelegt, beruht der dezentrale Ansatz der Wirtschaftspolitik in den Bereichen Finanz-, Beschäftigungs- und Strukturpolitik auf soliden wirtschaftlichen Überlegungen und reflektiert den Gedanken des Subsidiaritätsprinzips. Ungeachtet dessen und in klarer Kenntnis der Vor- und Nachteile der politischen Koordinierung haben die Mitgliedstaaten ein dichtes Netzwerk multilateraler Verfahren entwickelt und nutzen gemeinsam eine Reihe wichtiger politischer Instrumente. Um die Kohärenz des wirtschaftspolitischen Rahmens insgesamt zu sichern, legt der EG-Vertrag die jährlichen Grundzüge der Wirtschaftspolitik als das maßgebliche Instrument für die wirtschaftspolitische Koordinierung auf Gemeinschaftsebene fest. Mithilfe dieser Grundzüge, die – in voller Anerkennung der Unabhängigkeit und des gesetzlichen Mandats der EZB – nicht

für die Geldpolitik gelten, kann der Grundsatz einer engen Zusammenarbeit (Artikel 4 Absatz 1, siehe Kasten 1) umgesetzt werden. Sie sind richtungweisend für die allgemeine Durchführung der Wirtschaftspolitik und enthalten gezielte Empfehlungen für einzelne Mitgliedstaaten und die Gemeinschaft. Indem die Grundzüge der Wirtschaftspolitik die erforderlichen Maßnahmen in den verschiedenen politischen Bereichen, wie öffentliche Finanzen, Strukturreformen, Besteuerung, regulierter Arbeitsmarkt oder Bildung und Ausbildung, darlegen, setzen sie den Maßstab, an dem nachfolgende politische Entscheidungen sowohl auf Länder- als auch auf Gemeinschaftsebene gemessen und hinsichtlich dessen sie gerechtfertigt werden müssen. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik sind ein Instrument der „weichen“ Koordinierung, da sie nicht durch zwingende Mechanismen zur

Kasten 2

Koordinierung der Wirtschaftspolitik zwischen Mitgliedsstaaten – Grundzüge der Wirtschaftspolitik (Artikel 99)



Quelle: Europäische Kommission, DG ECFIN.

Durchsetzung der Vorgaben ergänzt werden, sondern auf Überzeugung – z. B. durch die Herausgabe von Empfehlungen und Stellungnahmen – und dem Druck der anderen Mitgliedstaaten beruhen, wodurch die Regierungen dazu veranlasst werden sollen, umgehend angemessene Maßnahmen zu ergreifen. Durch die Billigung der Staats- und Regierungschefs erhalten sie jedoch erhebliches politisches Gewicht.

Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik tragen dank ihrer übergeordneten Stellung auch zur Förderung von *politikübergreifender* Kohärenz im Euroraum bei. Wie in Abschnitt 3 erläutert, können eigenständige Beschlüsse von politischen Entscheidungsträgern, zwischen denen Interdependenzen bestehen, unabhängig von der politischen Ebene politikübergreifende Auswirkungen haben. Im Lehrbuch-Modell der heimischen Wirtschaft jedoch können alle externen Effekte, die möglicherweise in diesem Zusammenhang entstehen, völlig internalisiert werden, da die Entscheidungen des Finanzministers (z. B. in Bezug auf die Steuer-

und Sozialsysteme) und die des Arbeitsministers (z. B. im Hinblick auf Beschäftigungsmaßnahmen) normalerweise ausnahmslos in ein kohärentes Politikprogramm der nationalen Regierung integriert sind. Entsprechend sollen die Grundzüge der Wirtschaftspolitik dazu beitragen, Widersprüche zwischen den verschiedenen Politikbereichen zu vermeiden, indem sie auf Informationen des Rats der Europäischen Union in seinen unterschiedlichen Zusammensetzungen (z. B. Wirtschaft und Finanzen, Beschäftigung und Sozialpolitik, Binnenmarkt) sowie auf Erkenntnisse anderer spezialisierter europäischer Einrichtungen zurückgreifen.

Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik sind also das Schlüsselement der spezielleren Koordinierungs- und Konsultationsprozesse (für Finanzpolitik, Beschäftigungspolitik, Strukturreformen), fassen diese im Rahmen einer einheitlichen übergeordneten Struktur zusammen und richten sie an einem einheitlichen Zeitplan aus (siehe Kasten 2). Während die grundlegende Orientierung der wirtschafts-

politischen Grundzüge die wichtigsten politischen Aussagen enthält, die auch in die spezielleren Koordinierungsprozesse einfließen, erlauben Letztere eine ausführlichere Behandlung und Analyse bestimmter Themen und eine effektive Überwachung der Umsetzung der jeweiligen Grundsatzempfehlungen durch die Mitgliedstaaten. Die aus den spezielleren Prozessen gewonnenen Erkenntnisse fließen wiederum in die Grundzüge der Wirtschaftspolitik für das nächste Jahr ein. Darüber hinaus gibt die Europäische Kommission jährlich einen Bericht über die Umsetzung der in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik ausgesprochenen Empfehlungen heraus, um die ansonsten rein zukunftsorientierte grundlegende Orientierung durch eine effektive Bewertung des aktuellen Stands zu ergänzen.

Aufbauend auf den wirtschaftspolitischen Instrumenten des EG-Vertrags und mit dem Ziel, deren Effizienz zu steigern, haben die Mitgliedstaaten auf dem Gipfel des Europäischen Rats in Lissabon im März 2000 eine neue „offene Methode der Koordinierung“ beschlossen, um die Verbreitung bewährter wirtschaftspolitischer Praktiken zu fördern und die wichtigsten Ziele der Gemeinschaft zu erreichen. Die offene Methode der Koordinierung, in der sich eine neue Verpflichtung manifestiert, die Wirtschaftsreformen weiter voranzutreiben, umfasst (i) die Festlegung von Leitlinien mit einem jeweils genauen Zeitplan für die Umsetzung, (ii) gegebenenfalls die Festlegung globaler Indikatoren und Benchmarks zur Beurteilung des Fortschritts, (iii) die Vorgabe konkreter Ziele für die Umsetzung dieser europäischen Leitlinien auf nationaler und regionaler Ebene und (iv) die regelmäßige Überwachung und Bewertung der Ergebnisse. Durch die Anwendung des offenen Koordinierungsverfahrens in den verschiedensten politischen Bereichen wie den Rentenversicherungssystemen oder der Förderung der sozialen Integration müssen nicht nur zwischen den Einrichtungen der EU und den nationalen Regierungen, sondern auch den regionalen und lokalen Behörden, Sozialpartnern und Vertretern der Bürgergesellschaft unterschiedliche Formen von Partnerschaften entwickelt werden.

Die Mitgliedstaaten haben also eine Wirtschaftspolitik geschaffen, die die Vorteile eines teilweise zentralisierten Systems – wie die Festlegung gemeinsamer Leitlinien, Zeitpläne, Benchmarks und Indikatoren – mit einem Grad an Dezentralität verbindet, den die unterschiedlichen Wirtschaftsstrukturen und Präferenzen der Mitgliedstaaten erfordern. Darüber hinaus hat der Beschluss, das jährliche Frühjahrstreffen des Europäischen Rats dem Thema Wirtschaftsreform zu widmen, den notwendigen politischen Impuls für eine effektive Überprüfung der erzielten Fortschritte und für mögliche Ergänzungen zum gemeinsamen Reformplan gegeben.

Die Rolle der Geldpolitik im wirtschaftspolitischen Gesamtrahmen

Wie bereits erwähnt ist die einheitliche Geldpolitik eine tragende Säule des wirtschaftspolitischen Systems im Euro-Währungsgebiet. Da die EZB Teil des wirtschaftspolitischen Gesamtrahmens ist, sind angemessene Kanäle für einen strukturierten Informations- und Meinungsaustausch mit anderen politischen Entscheidungsträgern geschaffen worden. Dies entspricht der bewährten Praxis in modernen nationalen Strukturen, in denen eine unabhängige Zentralbank und das Finanzministerium informelle Kontakte zum Austausch von Informationen über wirtschaftliche Entwicklungen und Aussichten pflegen und sich gegenseitig Einsicht in ihre Analysen und Einschätzungen der künftigen wirtschaftspolitischen Herausforderungen gewähren. Diese Verbindungen dürfen keinesfalls als Ex-ante-Koordinierung der geld- und finanzpolitischen Linie missverstanden werden. Entsprechend schließt der regelmäßige und strukturierte Dialog zwischen der EZB und den Mitgliedstaaten klar jede Form einer Ex-ante-Abstimmung der Geldpolitik oder gemeinsame Vereinbarungen zur Erreichung eines vorgegebenen Policy-Mix aus. In voller Anerkennung der Unabhängigkeit der EZB finden diese Kontakte in Form von unverbindlichen wirtschaftspolitischen Dialogen innerhalb der Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft statt (siehe den Beitrag „Die Beziehungen der EZB

zu den Organen und Einrichtungen der Europäischen Union“ im Monatsbericht Oktober 2000). So lässt zum Beispiel die Teilnahme der EZB an Treffen der Eurogruppe, des Wirtschafts- und Finanzausschusses oder am

makroökonomischen Dialog einen offenen Dialog und Meinungsaustausch sowie eine gemeinsame Beurteilung zu, wobei den Zuständigkeiten und Vorrechten aller Teilnehmer uneingeschränkt Rechnung getragen wird.

6 Schlussbemerkungen

Der Vertrag von Maastricht hat eine umfassende vertragliche Grundlage für die Wirtschaftspolitik in der Europäischen Gemeinschaft geschaffen, die der Gemeinschaft zusammen mit einem funktionsfähigen Binnenmarkt und der erfolgreichen Einführung einer gemeinsamen Währung einen lückenlosen wirtschaftspolitischen Rahmen gibt. Der Rahmen weist in wichtigen Bereichen der Wirtschaftspolitik ein hohes Maß an Dezentralisierung auf, womit der Vielfalt der wirtschaftspolitischen Strukturen und Präferenzen in den Mitgliedstaaten des Euroraums Rechnung getragen wird. Der wirtschaftspolitische Rahmen führt jedoch trotzdem zu einer kohärenten Politik für das gesamte Euro-Währungsgebiet, da er auf einer eindeutigen Zuweisung der politischen Zuständigkeiten basiert sowie auf der Definition der politischen Ziele und richtungweisenden Grundsätze – darunter vor allem stabile Preise, gesunde öffentliche Finanzen und freier Wettbewerb – und einem Netzwerk der Zusammenarbeit zwischen politischen Entscheidungsträgern, angefangen von mehr oder weniger einschränkenden Formen der politischen Koordinierung bis hin zu einem uneingeschränkten Nebeneinander konkurrierender Politikentwürfe. Trotz seiner besonderen Merkmale hat der wirtschaftspolitische Rahmen eine Reihe wichtiger Elemente mit dem Lehrbuch-Modell der heimischen Wirtschaft gemein und unterscheidet sich nicht allzu sehr von bestehenden Strukturen föderaler Einheiten wie den Vereinigten Staaten.

Die in den ersten drei Jahren der WWU gesammelten Erfahrungen deuten darauf hin, dass der bestehende Rahmen angemessen an die besonderen Gegebenheiten der derzeitigen Entwicklungsstufe der Gemeinschaft angepasst ist. Der auf der Solidität der zugrunde

liegenden wirtschaftlichen Überlegungen basierende wirtschaftspolitische Rahmen hat sich als funktionsfähig erwiesen. Die zahlreichen Kommunikationskanäle zwischen den politischen Entscheidungsträgern führen auch zu einer stärkeren Sensibilisierung hinsichtlich der durch die Währungsunion geschaffenen Wechselwirkungen und tragen so zur Verinnerlichung der Anforderungen der WWU bei den Entscheidungsträgern bei. Die jüngste „philosophische Konvergenz“ hinsichtlich der Notwendigkeit struktureller Reformen und die neue politische Dynamik hinter der zügigen Umsetzung der Lissabonner Reformpläne zeigen außerdem, dass innerhalb des derzeitigen Rahmes wichtige politische Herausforderungen bewältigt werden können.

Trotz der obigen Ausführungen können in der Zukunft – unter voller Berücksichtigung der vertraglichen Grundlagen – bestimmte operationale Anpassungen des bestehenden Rahmens gefordert werden, sobald die Auswirkungen der WWU vollends zum Tragen gekommen und weitere Erfahrungen im Hinblick auf die Verwendung von multilateralen Verfahren und des einheitlichen politischen Instrumentariums gemacht worden sind. Die derzeitigen Praktiken und Verfahrensweisen müssen auch weiterhin ständig überprüft werden, wodurch eine kontinuierliche Reflexion über eine Verbesserung der Architektur und Effizienz des wirtschaftspolitischen Rahmens gewährleistet ist. Die Funktionsfähigkeit und Glaubwürdigkeit des wirtschaftspolitischen Rahmens des Euro-Währungsgebiets basieren insgesamt jedoch vor allem auf der Effizienz des bestehenden zwischenstaatlichen Koordinierungsprozesses. Die Mitgliedstaaten können einen wesentlichen Beitrag zum Erfolg der WWU und zur Verbesserung der Außenwahrnehmung des wirtschaftspolitischen Sys-

tems des Euroraums leisten, indem sie ihre politische Energie auf ihre jeweiligen Zuständigkeiten konzentrieren und den Verpflichtungen, die sie im Rahmen der derzeitigen Mechanismen übernommen haben, nachkommen. Auf mittlere und längere Sicht wird die

künftige Entwicklung des vertraglichen Rahmens der gesamten Europäischen Union jedoch auch Auswirkungen auf die Weiterentwicklung des wirtschaftspolitischen Rahmens der WWU haben.

