

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT Februar 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

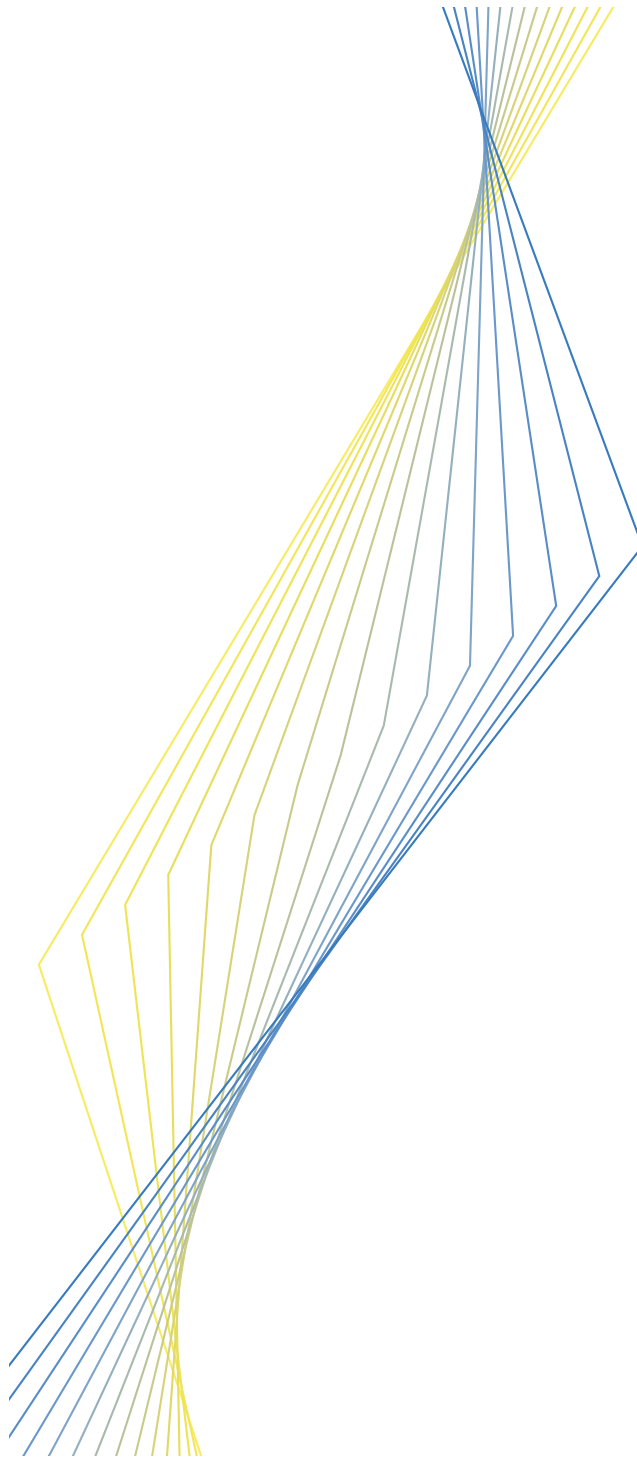
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Februar 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Februar 2003

© Europäische Zentralbank, 2003

Anschrift	Kaiserstraße 29 D-60311 Frankfurt am Main
Postanschrift	Postfach 16 03 19 D-60066 Frankfurt am Main
Telefon	+49 69 1344 0
Internet	http://www.ecb.int
Fax	+49 69 1344 6000
Telex	411 144 ecb d

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 5. Februar 2003.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	21
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	29
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	35
Kästen	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Januar 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	15
2 Die Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom ersten Quartal 2003 und sonstige verfügbare Indikatoren	25
Der Zusammenhang zwischen Geld- und Finanzpolitik im Euro- Währungsgebiet	41
Wechselkurssysteme in Schwellenländern	57
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	93*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	97*

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
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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

Auf seiner Sitzung am 6. Februar 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,75 % bzw. 1,75 %.

Diese Entscheidungen stützten sich auf eine umfassende Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen, die im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB durchgeführt wurde. Insgesamt hielt der EZB-Rat den eingeschlagenen geldpolitischen Kurs nach wie vor für angemessen, um die günstigen Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht aufrechtzuerhalten. Das gegenwärtig niedrige Niveau der EZB-Leitzinsen dürfte dazu beitragen, die von der hohen weltweiten Unsicherheit ausgehenden negativen Auswirkungen auf die Wirtschaftstätigkeit auszugleichen, und dadurch zu einer nachhaltigen wirtschaftlichen Erholung im Lauf des Jahres 2003 beizutragen. Der EZB-Rat ging weiterhin davon aus, dass das hohe Maß an Unsicherheit im Lauf dieses Jahres zurückgehen wird, stellte aber fest, dass es zum gegenwärtigen Zeitpunkt sehr schwierig, wenn nicht unmöglich sei, eine abschließende Beurteilung über die Auswirkungen der geopolitischen Entwicklungen auf die Weltwirtschaft im Allgemeinen und auf das Euro-Währungsgebiet im Besonderen abzugeben.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule betrifft, so verringerte sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 von 7,1 % im Zeitraum von September bis November 2002 auf 6,9 % im Zeitraum von Oktober bis Dezember 2002. Das anhaltend starke Geldmengenwachstum spiegelt in einem Umfeld, das von großer Unsicherheit an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft sowie von geopolitischen Spannungen geprägt ist, eine deutliche Liquiditätspräferenz wider. Doch auch das niedrige Niveau der kurzfristigen wie auch der langfristigen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet findet hier seinen Niederschlag.

Auch wenn Liquidität weiterhin reichlich vorhanden bleibt, ist es angesichts des gegenwärtigen konjunkturellen Umfelds und der Erwartung, dass die vorgenommenen Portfolioumschichtungen nach Abklingen der Unsicherheit an den Finanzmärkten zum Teil wieder rückgängig gemacht werden, derzeit allerdings unwahrscheinlich, dass dies zu Inflationsdruck führen wird. Der nach wie vormäßige Anstieg der Kreditvergabe an den privaten Sektor untermauert diese Einschätzung.

Was die Informationen zur zweiten Säule betrifft, so deuten in jüngster Zeit veröffentlichte Daten und Umfrageergebnisse auf eine zur Jahreswende weiter verhaltene Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet hin. Dies deckt sich weitgehend mit den bisherigen Erwartungen. Gegenwärtig ist das wahrscheinlichste Szenario, dass die Wachstumsraten des realen BIP ab der zweiten Jahreshälfte langsam auf ein Niveau ansteigen werden, das in etwa dem Potenzialwachstum entspricht. Die Aufwertung des Euro-Wechselkurses in den letzten Monaten könnte zwar zu einer gewissen Dämpfung des Exportwachstums beitragen, doch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen des Eurogebiets ist, mittelfristig betrachtet, weiterhin günstig, und das Ausfuhrwachstum dürfte von der erwarteten Erholung der Weltwirtschaft profitieren.

Gleichzeitig sind einige Faktoren, die zur allgemeinen Unsicherheit beitragen, noch immer vorhanden. Insbesondere sind die Anleger vor dem Hintergrund anhaltender geopolitischer Spannungen nach wie vor risikoscheu. Weitere Turbulenzen an den Ölmärkten könnten sich negativ auf die weltweite Wirtschaftstätigkeit und somit auch auf die Beschäftigung im Euroraum auswirken. Diese Bedenken belasten auch das Verbrauchervertrauen. Schließlich verursachen in anderen großen Volkswirtschaften aufgebaute gesamtwirtschaftliche Ungleichgewichte Unsicherheit in Bezug auf das Ausmaß der weltweiten Konjunktererholung. Zusammengefasst bestehen weiterhin Abwärtsrisiken für die Wirtschaftsaussichten im Euro-Währungsgebiet.

Was die Preisentwicklung betrifft, so ging die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Januar 2003 auf 2,1 % zurück, verglichen mit 2,3 % im Vormonat. Diese Vorausschätzung ist wie üblich mit Unsicherheit behaftet, und eine detaillierte Aufgliederung liegt bislang nicht vor. Anscheinend spielten im Januar Faktoren eine Rolle, die sich gegenseitig kompensierten: Einerseits war ein Aufwärtsdruck zu verzeichnen, der von den Ölpreisen und verschiedenen Erhöhungen bei den indirekten Steuern und administrierten Preisen ausging; andererseits trugen die Stärkung des Euro und Basiseffekte dazu bei, dass sich der Anstieg bei den Verbraucherpreisen im Vorjahresvergleich in Grenzen hielt. Die beiden letzten Faktoren dürften auch im Lauf der kommenden Monate zu einer weiteren Senkung der jährlichen Teuerungsrate gemessen am HVPI beitragen. Allerdings sind die kurzfristigen Prognosen für die Preissteigerung nach dem HVPI aufgrund der erheblichen Volatilität an den Ölmärkten gegenwärtig mit einem besonders hohen Maß an Unsicherheit behaftet.

Blickt man über die unmittelbare Zukunft hinaus, so dürfte aufgrund der Aussichten für ein mäßiges Wirtschaftswachstum das allmähliche Durchschlagen der Euro-Aufwertung zur Dämpfung des Inflationsdrucks beitragen. Es bleibt am wahrscheinlichsten, dass die Preissteigerung zurückgehen und sich im Lauf dieses Jahres schließlich auf einem Niveau unterhalb von 2 % stabilisieren wird.

Eine wichtige Voraussetzung dafür, dass auf mittlere Sicht Preisstabilität bestehen bleibt, ist eine moderate Lohnentwicklung. Lohnzurückhaltung würde darüber hinaus dazu beitragen, die Aussichten für das Wirtschaftswachstum und für die Schaffung weiterer Arbeitsplätze zu verbessern. Daher ist es von besonderer Bedeutung, dass der Aufwärtstrend bei der Lohnentwicklung endlich zum Stillstand kommt. Die Anzeichen hierfür sind allerdings, trotz der schwachen Konjunkturentwicklung im gesamten letzten Jahr, nach wie vor uneinheitlich.

Was die Finanzpolitik betrifft, so begrenzt der im EG-Vertrag sowie im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankerte Handlungsrahmen das Risiko des Auftretens von Haushaltsungleichgewichten und trägt damit entscheidend zu günstigen Finanzierungsbedingungen für den privaten Sektor bei. Gleichzeitig ermöglicht er eine angemessene mittelfristige Ausrichtung der Finanzpolitik, was das Vertrauen und dadurch das Wirtschaftswachstum fördert. Damit die Vorzüge dieses Handlungsrahmens vollständig ausgeschöpft werden können, ist es entscheidend, dass die Länder seine Zielsetzungen beachten und, sofern erforderlich, geeignete Konsolidierungspläne umsetzen. Daher müssen die in den Stabilitätsprogrammen eingegangenen Verpflichtungen sowie die Forderungen nach einer weiteren Verbesserung der Haushaltssalden – wie anschließend im ECOFIN-Rat vereinbart – in vollem Umfang erfüllt werden. Um den Nutzen einer Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zu maximieren, ist es wichtig, dass die zugrunde liegenden politischen Maßnahmen Teil einer umfassenden Reformstrategie zur Stützung des Wirtschaftswachstums sind.

Es ist in der Tat die Umsetzung von Strukturereformen auf Mikroebene, die letztendlich das Produktionspotenzial steigern, die Flexibilität in der Wirtschaft verbessern und den Euroraum widerstandsfähiger gegenüber externen Schocks machen wird. Mangelnde Fortschritte bei Strukturereformen gehören zu den Hauptfaktoren, die gegenwärtig einer Erholung des Vertrauens entgegenstehen. Daher begrüßt der EZB-Rat die kürzlich veröffentlichte Mitteilung der Kommission über die Umsetzung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik. Darin wird betont, dass es dringend nötig ist, die Arbeitsmarktreforemen zu beschleunigen, um die Ziele von Lissabon zu erreichen, die Binnenmarktvorschriften in vollem Umfang umzusetzen, den Wettbewerb an den Produktmärkten zu verbessern und das Zusammenwachsen der Kapitalmärkte, die unternehmerische Initiative, eine wissensbasierte Wirtschaft sowie Forschung und Entwicklung zu fördern. Der EZB-Rat teilt in vollem Umfang die Einschätzung der Kom-

mission, dass politische Trägheit und ein Abrücken von den eingegangenen Verpflichtungen weit verbreitet sind. Vor diesem Hintergrund wird es entscheidend darauf ankommen, dem Prozess der Strukturreformen neuen Schwung zu verleihen, um das Vertrauen der Verbraucher und Anleger zu fördern.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Aufsätze. Der erste beleuchtet die Wechselwirkungen zwischen der einheitlichen Geldpolitik und der Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet. Der zweite erörtert Fragen im Zusammenhang mit der Wahl der Wechselkurssysteme für Schwellenländer.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 6. Februar 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 2,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,75 % bzw. 1,75 % (siehe Abbildung 1).

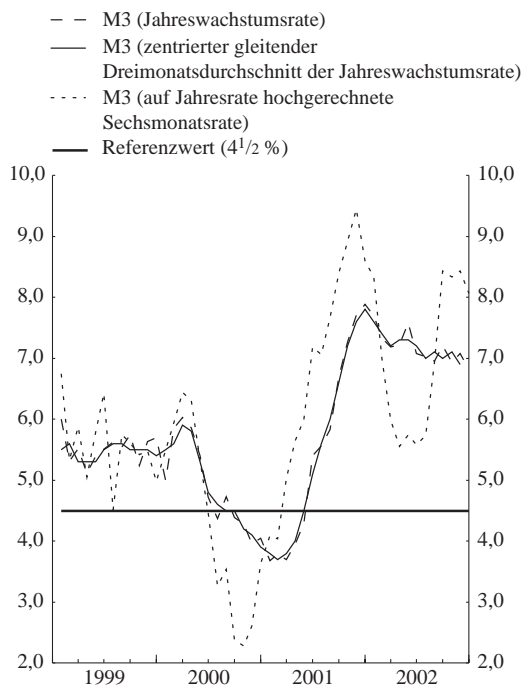
M3-Wachstum im Dezember leicht rückläufig

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 fiel von 7,1 % im November 2002 auf 6,8 % im Dezember (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsrate von M3 ging im Zeitraum von Oktober bis Dezember leicht auf 6,9 % zurück, verglichen mit 7,1 % in der Zeit von September bis November 2002. Auch die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate von M3 war im Dezem-

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)

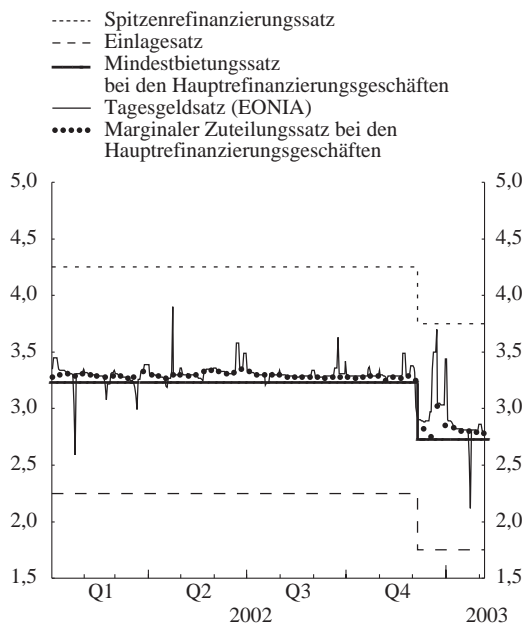


Quelle: EZB.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

ber rückläufig und belief sich auf 8,1 % gegenüber 8,4 % im Vormonat. Allerdings wurde das Wachstum von M3 in den letzten zwei Monaten durch einen Sonderfaktor beeinflusst, nämlich die Verschiebung von Steuerzahlungen von November auf Dezember in Italien. Dieser Faktor bewirkte im November ein Wachstum und im Dezember eine Verringerung der Geldmenge M3 im Vormonatsvergleich.

Das anhaltend starke M3-Wachstum scheint angesichts der großen Unsicherheit an den Finanzmärkten und der wirtschaftlichen und geopolitischen Unwägbarkeiten hauptsächlich auf die deutliche Präferenz der Anleger für in M3 enthaltene sichere und liquide Anlageformen zurückzuführen sein. Ein weiterer Grund für die deutliche Zunahme des weit gefassten Geldmengenaggregats in den vergangenen Monaten waren die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung liquider Mittel. Das kontinuierlich hohe M3-Wachs-

tum hat zur Folge, dass im Euro-Währungsgebiet reichlich Überschussliquidität vorhanden ist. Wenngleich diese hohe Liquidität – sofern sie nicht korrigiert wird – zu Bedenken hinsichtlich der Preisstabilität auf mittlere Sicht führen könnte, ist es derzeit angesichts des verhaltenen Wirtschaftswachstums unwahrscheinlich, dass es dadurch zu einem Inflationsdruck kommen wird. Aufgrund der starken Auswirkungen, die Portfolioumschichtungen auf die Geldmengenentwicklung haben, könnte ein Teil dieser Überschussliquidität auch ein vorübergehendes Phänomen sein.

Bei den Hauptkomponenten von M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 im Dezember auf 9,8 % gegenüber 9,2 % im Vormonat (siehe Tabelle I). Der Anstieg rührte von einem deutlichen Wiederanziehen des Euro-Bargeldumlaufs her, der sich weiterhin stark erholte: Saisonbereinigt stieg er um monatlich 14 Mrd €. Dieser Aufwärtstrend, der Anfang 2002 einsetzte, spiegelt den allmählichen Wiederaufbau von Bargeldbeständen durch Ansässige innerhalb und außerhalb des

Euroraums wider, nachdem diese im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung stark abgenommen hatten. Im vergangenen Jahr erhöhte sich der Bargeldumlauf um insgesamt mehr als 40 %, was einem Monatsdurchschnitt von 8 Mrd € entspricht, und lag schließlich geringfügig unter seinem Stand vom Dezember 2000.

Der Anstieg des Bargeldumlaufs im Dezember 2002 ist teilweise auf die Substitution von täglich fälligen Einlagen zurückzuführen, deren Jahreswachstumsrate merklich von 8,3 % im November auf 5,8 % im Dezember fiel. Betrachtet man den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen zusammen, so lässt sich die in den vergangenen Monaten anhaltend hohe Nachfrage nach diesen liquidesten in M3 enthaltenen Anlageformen sowohl durch die Portfolioumschichtungen aufgrund der großen Unsicherheit an den Finanzmärkten als auch durch die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung dieser Vermögenswerte erklären.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging im

Tabelle I
Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2002 Sept.	2002 Okt.	2002 Nov.	2002 Dez.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	6,6	7,6	8,8	8,2	8,3	9,2	9,8
<i>darunter: Bargeldumlauf</i>	-19,9	-7,7	12,9	-0,5	6,2	14,8	42,7
<i>darunter: Täglich fällige Einlagen</i>	11,7	10,3	8,2	9,6	8,6	8,3	5,8
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	6,4	5,5	4,9	5,2	5,5	4,9	3,6
M2	6,5	6,5	6,7	6,6	6,8	6,9	6,5
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	12,5	10,4	8,5	10,9	7,8	8,2	8,6
M3	7,3	7,0	7,0	7,2	6,9	7,1	6,8
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	4,0	5,0	5,0	5,1	5,0	5,1	4,6
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	4,5	4,2	4,1	4,3	4,3	3,9	4,0
<i>Kredite an öffentliche Haushalte</i>	1,8	1,1	1,9	1,7	2,2	1,7	1,6
<i>darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte</i>	-0,9	-0,9	-1,2	-1,1	-0,9	-1,7	-1,2
<i>Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	5,2	5,0	4,8	5,0	4,9	4,6	4,7
<i>darunter: Buchkredite an den privaten Sektor</i>	5,6	5,3	4,8	5,1	5,0	4,5	4,6

Quelle: EZB.

Dezember 2002 auf 3,6 % zurück, verglichen mit 4,9 % im Vormonat. Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente erhöhte sich im Berichtsmonat auf 8,6 % gegenüber 8,2 % im November. Insbesondere die Geldmarktfondsanteile nahmen weiterhin stark zu. Darin bestätigt sich, dass Nicht-MFIs liquide und sichere Anlageformen bevorzugten.

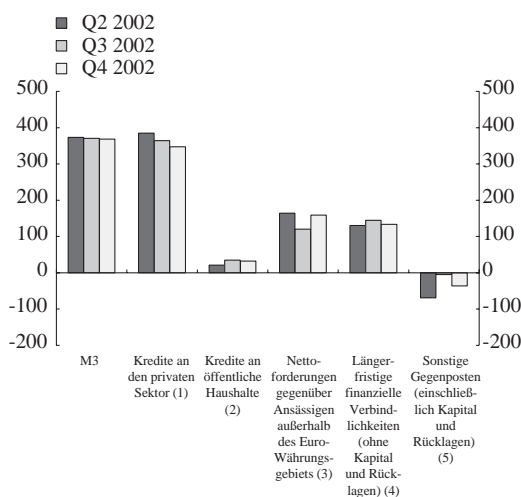
Bei den in der MFI-Bilanz enthaltenen Gegenposten zu M3 sank die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) auf 4,6 % im Vergleich zu 5,1 % im November. Grund hierfür könnte neben den niedrigen Langfristzinsen wohl auch die recht hohe Volatilität an den Anleihemärkten sein.

Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin stabil

Auf der Aktivseite der MFI-Bilanz belief sich die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im Dezember auf 4,0 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat (3,9 %) nahezu unverändert. Darin spiegeln sich die weitgehend stabilen Jahreswachstumsraten der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte (1,6 % im Dezember gegenüber 1,7 % im November) und an den privaten Sektor (4,7 % verglichen mit 4,6 % im Vormonat) wider. Beim privaten Sektor erhöhte sich die Vorjahrsrate der Buchkredite im Dezember leicht auf 4,6 % gegenüber 4,5 % im November. Das kurzfristige Wachstum bei den Buchkrediten war angesichts des gedämpften Wirtschaftswachstums und des schwachen Vertrauens weiterhin verhalten. Was die anderen Komponenten der Kreditvergabe angeht, so erhöhte sich das Wachstum der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien auf 9,3 %, verglichen mit 6,7 % im November. Die Jahresrate der MFI-Bestände an Aktien sowie sonstigen Dividendenwerten und Beteiligungen sank von 4,4 % im November auf 2,6 %. Dieser Rückgang ist allerdings hauptsächlich auf Basiseffekte zurückzuführen, denn die kurzfristige Dynamik der Haltung dieser Papiere war in den letzten Monaten relativ hoch, und

Abbildung 3 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr, Stand am Ende des Berichtszeitraums; Mrd €; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

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

hängt teilweise mit der Zurückhaltung der Nicht-MFIs bei der Anlage in Dividendenwerte und Beteiligungen zusammen.

Im Dezember 2002 erhöhten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Euroraums in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 18 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis Dezember stiegen diese Forderungen um 159 Mrd €, verglichen mit einem Anstieg um 133 Mrd € in den zwölf Monaten bis November (siehe Abbildung 3).

Im November stabiles Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen

Im November 2002 betrug die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen wie schon im Vormonat 7,3 % (siehe Abbildung 4). Dies war auf einen Anstieg der Jahreswachstumsrate des Umlaufs kurzfristiger Schuldverschreibungen um 3,5 Prozentpunkte auf 10,9 % im November zurückzuführen. Im Gegensatz dazu sank die Vorjahrsrate des Umlaufs lang-

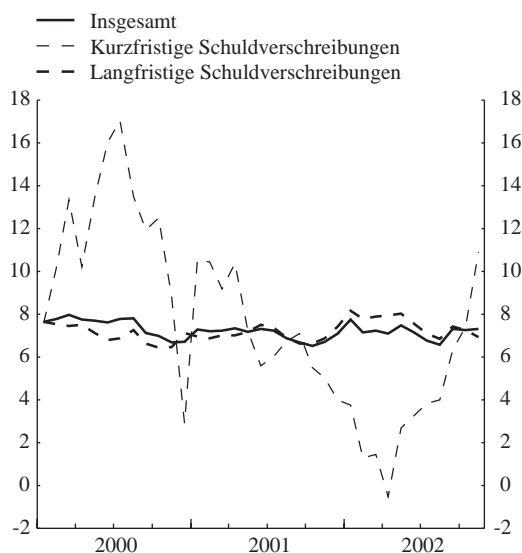
fristiger Schuldverschreibungen um 0,4 Prozentpunkte auf 6,9 %. Was die einzelnen Sektoren betrifft, war ein Anstieg der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen sowohl des MFI-Sektors als auch – wenngleich in geringerem Maße – der Zentralstaaten zu verzeichnen, der durch eine rückläufige Jahreswachstumsrate bei den von Kapitalgesellschaften (ohne MFIs) begebenen Schuldverschreibungen ausgeglichen wurde.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen von 6,5 % im Oktober auf 6,9 % im November erhöhte. Gleichzeitig verringerte sich das jährliche Wachstum der von dieser Emittentengruppe begebenen, auf Fremdwährung lautenden Schuldverschreibungen von 15,2 % im Oktober auf 11,7 % im November.

Aus der Aufschlüsselung der Begebung von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen, die den größten Teil der umlaufenden nicht-staatlichen Emissionen ausmachen, von 4,4 % im Oktober auf 5,6 % im November erhöhte. Bei den Kapitalgesellschaften ohne MFIs, die sowohl nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften als auch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften umfassen, verringerte sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an Schuldverschreibungen von 16,5 % im Oktober auf 14,9 % im November. Beim Umlauf an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen war im selben Zeitraum ein Rückgang der Jahresrate von 5,9 % auf 3,2 % zu beobachten. Dieser Rückgang war offenbar weitgehend auf den angesichts der geschwächten Konjunktur geringeren Finanzierungsbedarf der Kapitalgesellschaften zurückzuführen.

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften war die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen im November nach wie vor hoch (30,3 %) und hatte sich gegenüber dem Vormonat

Abbildung 4
Jährliches Wachstum der
Schuldverschreibungen von Ansässigen
im Euro-Währungsgebiet
 (Veränderung in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Jahreswachstumsraten basieren auf Finanztransaktionen und sind um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigt.

kaum verändert. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass diese rege Emissionstätigkeit teilweise auf ein Umschwenken der Kapitalgesellschaften von direkten Anleiheemissionen am Markt auf indirekte Emissionen z. B. über Zweckgesellschaften zurückzuführen ist. Insbesondere bei Unternehmen, die im zyklischen Konsumgüterbereich und der Automobilbranche tätig sind, war im November eine hohe Emissionstätigkeit über ihre zum nichtmonetären Finanzsektor zählenden Tochtergesellschaften zu beobachten.

Das jährliche Wachstum des Umlaufs an von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen beschleunigte sich weiter von 5,9 % im Oktober auf 6,1 % im November. Beim Umlauf der von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen war insgesamt ein Zuwachs um 0,3 Prozentpunkte auf 5,3 % im November zu verzeichnen. Im Berichtszeitraum war die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschrei-

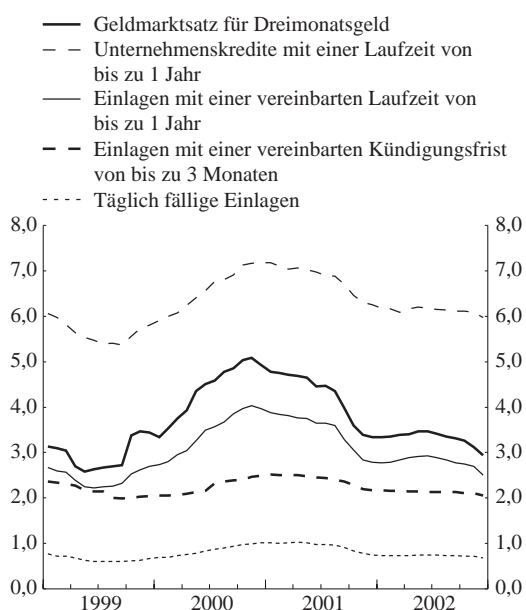
bungen trotz eines leichten Rückgangs nach wie vor hoch; sie belief sich im November auf 27,8 %. Diese Entwicklungen spiegelten die Verschlechterung der Finanzlage der öffentlichen Haushalte wider.

Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Dezember rückläufig

Nach der Senkung der EZB-Leitzinsen Anfang Dezember und dem damit verbundenen Rückgang der Geldmarktsätze gaben auch die kurzfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken in diesem Monat nach. Die Einlagenzinsen sanken stärker als die Kreditzinsen: Der Zinssatz für Einlagen mit einjähriger Laufzeit fiel um 20 Basispunkte, während die Zinsen für Unternehmenskredite von bis zu einem Jahr im Berichtsmonat um etwa 10 Basispunkte zurückgingen. Dies stand weitgehend mit der vergangenen Entwicklung im Einklang, wonach sich die Entwicklung der EZB- und

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

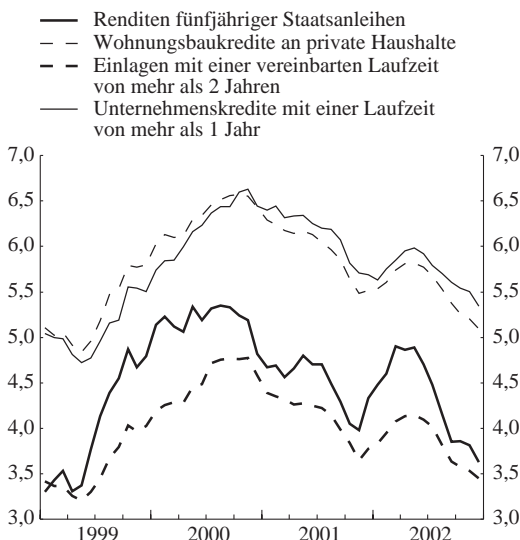
(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.
Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.
Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

der Geldmarktzinsen im ersten Monat in der Regel lediglich teilweise in den kurzfristigen Bankzinsen niederschlägt. Insgesamt erreichten die kurzfristigen Bankzinsen aufgrund der jüngsten Rückgänge wieder den Stand, der zuletzt Anfang 2000 verzeichnet worden war und rund 30 Basispunkte unter dem Niveau von Dezember 2001 lag (siehe Abbildung 5).

Vor dem Hintergrund des anhaltenden Rückgangs der Renditen langfristiger Staatsanleihen sanken im Dezember auch die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken (siehe Abbildung 6). Während die Zinssätze für Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren und die Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte um etwa 10 Basispunkte fielen, sank der Zinssatz für Unternehmenskredite von mehr als einem Jahr im Dezember um 16 Basispunkte. Seit Juni, als die Renditen langfristiger Staatsanleihen zu sinken begannen, ist zu beobachten, dass Veränderungen der Kapitalmarktzinsen sich in einem geringeren Verhältnis als 1:1 auf die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Ban-

ken auswirken. Dies war besonders augenfällig bei den Kreditzinsen der Banken. Eine ähnliche Entwicklung wurde im ersten Halbjahr 2002 verzeichnet, als ein Anstieg der Renditen langfristiger Staatsanleihen ebenfalls nur teilweise auf die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken durchschlug. Schwankungen bei den Anleiherenditen und zeitlich verzögerte Auswirkungen auf die Zinsen im Kundengeschäft dürften für das im Jahresverlauf im Vergleich zu den Kapitalmarktzinsen weniger stark ausgeprägte Verlaufsmuster der Bankzinsen im Kundengeschäft eine gewisse Rolle gespielt haben. Darüber hinaus dürften auch Bonitätsbedenken der Marktteilnehmer, die zu einem vorübergehenden starken Anstieg der Risikozuschläge bei langfristigen Unternehmensanleihen mit BBB-Rating führten, dazu beigetragen haben, dass die Zinsentwicklung am Kapitalmarkt im zweiten Halbjahr 2002 nur teilweise auf die Bankzinsen durchschlug.

Leichter Rückgang der Geldmarktzinsen im Januar

Im Januar 2003 waren die Geldmarktzinsen leicht rückläufig und setzten damit den seit Mitte Mai 2002 zu beobachtenden Trend fort. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) war am 5. Februar 2003 noch etwas negativer als Ende Dezember 2002. Gleichzeitig war bei den Zinssätzen, die in den Preisen für EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit in der zweiten Jahreshälfte 2003 zum Ausdruck kommen, ein leichter Rückgang zu verzeichnen.

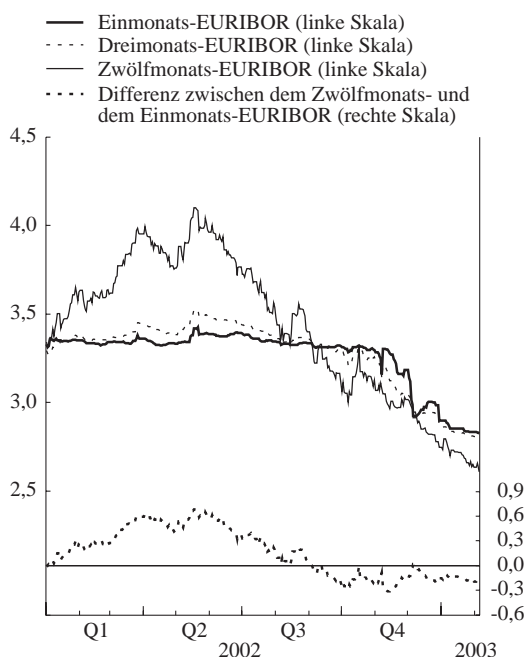
Zwischen Ende Dezember 2002 und dem 5. Februar 2003 bewegte sich der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz – von einigen temporären Ausnahmen Ende 2002 sowie am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 22. und 23. Januar 2003 abgesehen – zwischen 2,79 % und 2,90 %. Insgesamt ging der EONIA nach einem relativ hohen Stand Anfang Januar 2003 im weiteren Verlauf des Monats allmählich auf ein Niveau zurück, das

nahe an dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 2,75 % lag. Der zweiwöchige EONIA-Swapsatz lag zwischen Ende 2002 und dem 5. Februar dieses Jahres weiterhin dicht am Mindestbietungssatz und betrug am letztgenannten Datum 2,78 %. Bei den in diesem Zeitraum abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz im Durchschnitt 6 bzw. 9 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz (siehe Kasten I).

Zwischen Ende Dezember 2002 und dem 5. Februar 2003 gingen der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR um 8 bzw. 7 Basispunkte auf 2,82 % bzw. 2,80 % am letztgenannten Datum zurück (siehe Abbildung 7). Bei dem am 30. Januar abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei 2,78 % bzw. 2,80 % und damit 3 Basispunkte bzw. 1 Basis-

Abbildung 7
Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

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



Quelle: Reuters.

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Januar 2003 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

In der betrachteten Mindestreserve-Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) ab.

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	24.12.2002	07.01.2003	146,2	88,0	1,66	350	2,75	3,02	3,08
HRG	31.12.2002	14.01.2003	117,4	92,0	1,28	217	2,75	2,85	2,95
HRG	07.01.2003	22.01.2003	133,8	82,0	1,63	302	2,75	2,83	2,84
HRG	15.01.2003	29.01.2003	120,4	79,0	1,52	270	2,75	2,80	2,81
HRG	22.01.2003	05.02.2003	123,7	91,0	1,36	313	2,75	2,80	2,81

Quelle: EZB.

In den ersten beiden Hauptrefinanzierungsgeschäften der Erfüllungsperiode, die sich jeweils über den Jahreswechsel erstreckten, erreichten der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz im Vergleich zum Mindestbietungssatz ein relativ hohes Niveau. Bei den folgenden HRG gingen die Raten wieder auf eher normale Stände zurück.

Der EONIA lag zu Beginn der Erfüllungsperiode bei etwas über 3 %. Damit wurde der recht ausgeprägte Anstieg vom 31. Dezember 2002, dem letzten Handelstag des Jahres, teilweise vorweggenommen. An diesem Tag erreichte der EONIA einen Stand von 3,44 %, worin der üblicherweise hohe Liquiditätsbedarf aufgrund bilanztechnischer Erwägungen der Finanzinstitute am Jahresende seinen Niederschlag fand. Der Abstand zum Mindestbie-

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Dezember 2002 bis 23. Januar 2003

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	221,8	0,3	+221,5
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	176,3	-	+176,3
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+45,0
Ständige Fazilitäten	0,5	0,3	0,2
Sonstige Geschäfte	0,0	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	360,9	450,9	-90,0
Banknotenlauf	-	353,9	-353,9
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	43,7	-43,7
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	360,9	-	+360,9
Sonstige Faktoren (netto)	-	53,3	-53,3
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			131,6
(d) Mindestreserve-Soll			130,8

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

tungssatz von 69 Basispunkten entspricht in etwa der Differenz, die Ende 2001 verzeichnet wurde (66 Basispunkte). Im weiteren Verlauf sank der EONIA allmählich von 2,90 % am 2. Januar auf 2,81 % am 17. Januar 2003. Nach der Zuteilung des letzten HRG der Erfüllungsperiode am 21. Januar fiel der EONIA weiter auf 2,57 % am vorletzten und 2,12 % am letzten Tag der Erfüllungsperiode, da die Marktakteure die Liquiditätsausstattung als reichlich einschätzten.

So endete die Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit einer Nettoinanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 5,6 Mrd €. Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,70 Mrd €.

Der liquiditätsabschöpfende Nettoeffekt der autonomen, d. h. nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden, Faktoren betrug durchschnittlich 90,0 Mrd € (Posten (b) in der vorstehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen, durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 78,5 Mrd € und 94,0 Mrd €. Die größte Abweichung zwischen der mit einer HRG-Ankündigung veröffentlichten Schätzung und den tatsächlichen Zahlen trat in der Zeit vom 27. Dezember bis 7. Januar auf und belief sich auf 4,0 Mrd €. Bei der Zuteilung des entsprechenden HRG am 30. Dezember veröffentlichte die EZB allerdings eine Korrektur dieser Schätzung.

punkt unter dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR und jeweils 15 Basispunkte unter den entsprechenden Sätzen des am 23. Dezember 2002 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts.

Der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR fielen zwischen Ende Dezember 2002 und dem 5. Februar 2003 um 10 bzw. 14 Basispunkte auf zuletzt 2,70 % bzw. 2,61 %. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) belief sich am 5. Februar auf -21 Basispunkte und war damit etwas steiler als Ende Dezember 2002.

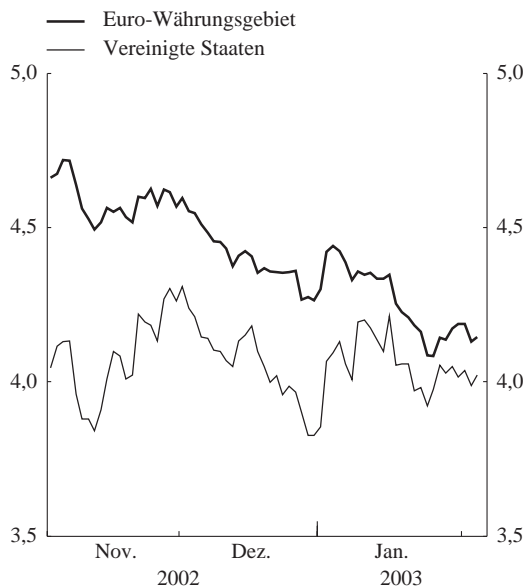
Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit ab Mitte 2003 zum Ausdruck kommen, sind seit Ende Dezember letzten Jahres leicht zurückgegangen. Während der Zinssatz, der in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im März 2003 zum Ausdruck kommt, um 4 Basispunkte auf 2,68 % am 5. Februar stieg, sanken die entsprechenden Sätze, die an den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2003 abzulesen sind, im gleichen Zeitraum um 3, 9 und 16 Basispunkte auf 2,47 %, 2,43 % bzw. 2,49 % am 5. Februar 2003.

Rückgang der Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum im Januar

Bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und den Vereinigten Staaten war im Januar meist eine gegenläufige Entwicklung zu verzeichnen (siehe Abbildung 8). Während die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar um 10 Basispunkte auf 4,1 % fielen, stiegen die entsprechenden Renditen in den Vereinigten Staaten um etwa 20 Basispunkte auf 4,0 % am letztgenannten Datum. Der Anstieg der US-Staatsanleiherenditen dürfte teilweise auf den Anfang Januar 2003 von der US-Regierung angekündigten Plan für ein neues Konjunkturpaket zurückzuführen sein. Gleichzeitig kann nicht ausgeschlossen werden, dass auch die Abwertung des US-Dollar und die dadurch veränderten Markterwartungen hinsichtlich der relativen Inflationsaussichten in den beiden Wirtschaftsräumen zu der Annäherung der Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum beigetragen haben. So verkleinerte sich der negative Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum im Januar erheblich und lag am 5. Februar bei -10 Basispunkten.

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Laufzeit.

In den Vereinigten Staaten wirkte sich das von der US-Regierung geplante finanzpolitische Konjunkturprogramm im Wesentlichen über zwei Kanäle auf die Anleihemärkte aus. Zum einen forderten die Marktteilnehmer in der Erwartung einer sich im Jahresverlauf 2003 deutlich ausweitenden Begebung von US-Schatzanleihen offenbar höhere Renditen. Zum anderen dürfte auch der Plan, die Steuer auf Dividenden abzuschaffen, zu Portfolioumschichtungen aus dem Anleihe- in den Aktienmarkt geführt haben. Ein weiterer Grund für den Anstieg der langfristigen Staatsanleiherenditen im Januar war offenbar die Abschwächung des US-Dollar, die in Verbindung mit dem vorherrschenden hohen Ölpreisniveau und dem bereits erwähnten Konjunkturpaket allem Anschein nach dazu führte, dass die Marktteilnehmer Aufwärtsrisiken für die Inflation sehen. Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen Anleihen im Zehnjahresbereich errechnet, stieg in den Verei-

nigten Staaten zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar um 35 Basispunkte.

Indessen spiegelte der im gleichen Zeitraum verzeichnete Rückgang der realen Renditen indexgebundener US-Staatsanleihen im Zehnjahresbereich die weniger optimistischen Markterwartungen hinsichtlich der Wachstumsaussichten wider. Der entsprechende Realzins fiel um 15 Basispunkte auf 2 %, den niedrigsten Stand seit der ersten Begebung dieser Anleihen durch das Schatzamt im Jahr 1997. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Marktteilnehmer der Veröffentlichung einiger ungünstiger Wirtschaftsdaten im Januar und den negativen wirtschaftlichen Auswirkungen im Falle eines Kriegs im Irak mehr Bedeutung beigemessen haben als den möglichen Auswirkungen des Konjunkturpakets und der Abwertung des US-Dollar. Die Unsicherheit am US-Anleihemarkt (gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der von den Preisen für Optionsterminkontrakte auf langfristige Anleihen abgeleiteten impliziten Volatilität) nahm zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar um 0,7 Prozentpunkte auf 7,4 % ab und lag damit leicht unter dem Durchschnitt der letzten zwei Jahre.

In Japan verringerten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar um rund 5 Basispunkte auf etwa 0,9 %. Dieser Renditerückgang dürfte mit der Stärke des Yen gegenüber dem US-Dollar zusammenhängen, die bei den Marktteilnehmern die Besorgnis ausgelöst haben könnte, dass die Verbraucherpreise weiter fallen. Im Laufe des Januar erreichten die Renditen japanischer Staatsanleihen historische Tiefstände.

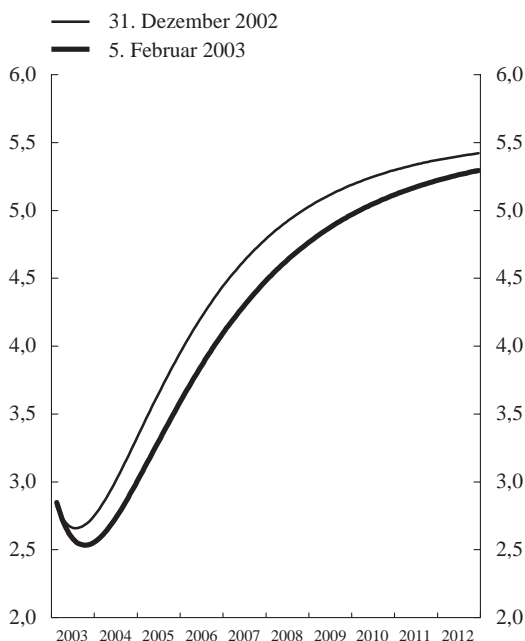
Der seit Ende Oktober 2002 bei den Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet über alle Laufzeiten hinweg zu beobachtende Abwärtstrend setzte sich im Januar 2003 fort. Zu den Faktoren, die zu dieser Entwicklung beitrugen, zählen Portfolioumschichtungen, die teilweise damit in Zusammenhang stehen, dass die Marktteilnehmer immer mehr davon ausgehen, dass es zu einem Krieg im Irak kommen wird. Dem Einbruch bei den nomi-

nen Renditen im Zehnjahresbereich lag ein Renditerückgang bei den realwertgesicherten (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) zehnjährigen Anleihen im Euroraum von rund 30 Basispunkten zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar zugrunde, worin eine pessimistischere Markteinschätzung der Aussichten für das Wirtschaftswachstum zum Ausdruck kommt. Diese Markteinschätzung spiegelte sich auch in der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Eurogebiet wider, die sich bei den mittleren bis langen Laufzeiten zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar nach unten verschob (siehe Abbildung 9).

Die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate im Euroraum, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen (von der französischen Regierung begebenen und an den HVPI des Eurogebiets unter

Abbildung 9 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

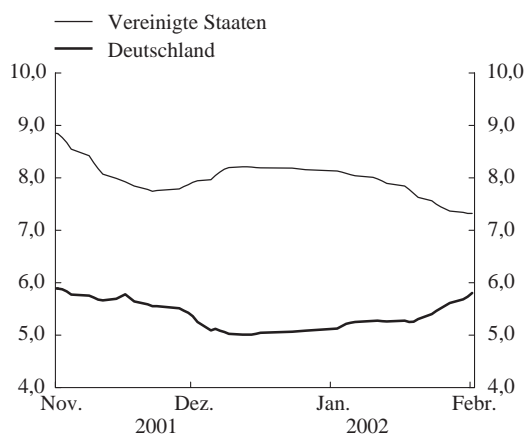


Quelle: EZB-Schätzung.

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

Abbildung 10 Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



Quelle: Bloomberg.

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

Ausklammerung von Tabakwaren gekoppelten) Anleihen im Zehnjahresbereich errechnet, erhöhte sich zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar um 10 Basispunkte. Die Unsicherheit am Anleihemarkt, die sich am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus den Preisen für Optionsterminkontrakte auf langfristige Anleihen abgeleiteten impliziten Volatilität bemisst, nahm gegen Monatsende zu, nachdem sie in den ersten drei Januarwochen weitgehend stabil geblieben war. Insgesamt stieg die implizite Volatilität von Ende Dezember bis zum 5. Februar um 0,7 Prozentpunkte auf 5,8 % (siehe Abbildung 10) und lag damit deutlich über ihrem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre.

Aktienkurse im Januar weiter rückläufig

Vor dem Hintergrund einer wegen der Kriegsgefahr im Irak zunehmenden Nervosität unter den Marktteilnehmern waren im Januar weltweit rückläufige Aktienkurse zu

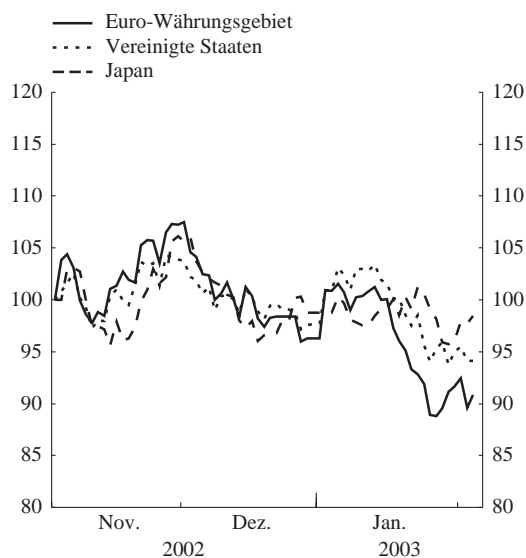
verzeichnen. Die Veröffentlichung von Konjunkturdaten mit uneinheitlicher Signalwirkung sowie eine zunehmende Unsicherheit bezüglich der Gewinnaussichten der Unternehmen verstärkten den Abwärtsdruck. Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet gingen, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, zwischen Ende Dezember 2002 und dem 5. Februar 2003 um 6 % zurück (siehe Abbildung 11). In den Vereinigten Staaten büßten die Aktienkurse gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index rund 4 % ein, während der Nikkei 225 in Japan im gleichen Zeitraum 1 % verlor.

In den Vereinigten Staaten war der Rückgang der Aktienkurse breit gestreut und großenteils der Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Daten zuzuschreiben, die offensichtlich etwas hinter den Erwartungen der Marktteilnehmer zurückblieben. Gleichzeitig waren die Signale hinsichtlich der künftigen Ertragsentwicklung der Unternehmen durchwachsen, und mehrere Firmen korrigierten ihre Gewinnaussichten für 2003 nach unten. Darüber hinaus verstärkte der unter den Marktteil-

Abbildung 11

Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Index: 1. November 2002 = 100; Tageswerte)



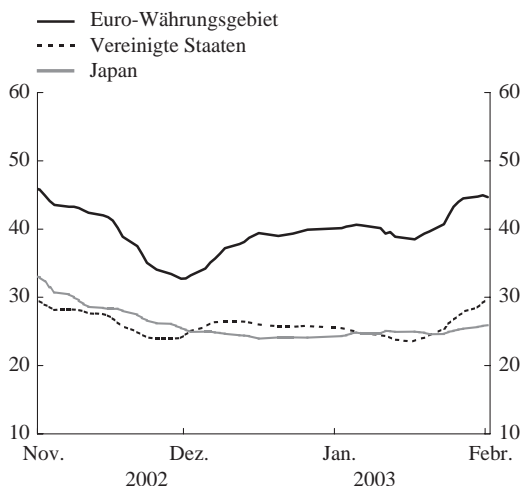
Quelle: Reuters.

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

Abbildung 12

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

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



Quelle: Bloomberg.

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

nehmern vorherrschende Eindruck, dass ein Krieg im Irak immer wahrscheinlicher wird, die Verunsicherung am Markt hinsichtlich der kurzfristigen Konjunkturperspektiven und Unternehmensrentabilität. Dies äußerte sich darin, dass die Unsicherheit, gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten Volatilität, zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar 2003 um 4 Prozentpunkte zunahm, womit sie um etwa 6 Prozentpunkte über ihrem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag (siehe Abbildung 12).

Hinter den sinkenden Aktienkursen in Japan verbarg sich offenbar eine anhaltende Besorgnis am Markt bezüglich der kurzfristigen Aussichten für die japanische Wirtschaft. Die Stärke des japanischen Yen gegenüber dem US-Dollar und die weltweit zunehmende Unsicherheit lasteten auf den Aktienkursen exportorientierter Unternehmen. Im Einklang

mit der Entwicklung an den Aktienmärkten weltweit stieg die Unsicherheit am japanischen Aktienmarkt (gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität) von Ende Dezember bis zum 5. Februar um rund 2 Prozentpunkte, lag damit jedoch noch rund 3 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre.

Im Eurogebiet setzten die Aktienkurse ihre Abwärtsbewegung nach einem zeitweiligen Stillstand in den ersten beiden Januarwochen weiter fort. Infolgedessen lagen die Kurse Anfang Februar deutlich unter ihren Ende Dezember verzeichneten Werten. Die Spannungen im Nahen Osten sowie im Januar veröffentlichte gesamtwirtschaftliche Indikatoren und Daten zur Ertragslage der Unternehmen verstärkten offenbar die Marktunsicherheit hinsichtlich des Zeitpunkts und der Stärke einer konjunkturellen Erholung und folglich der Gewinnaussichten der Unternehmen. Die Verluste bei den Aktienkursen im Euroraum waren breit gestreut, wobei die Einbrüche in

der Grundstoffindustrie, im Konsumgüterbereich und im Finanzsektor am stärksten ausfielen. Für den Rückgang der Aktienkurse in den beiden erstgenannten Bereichen war die Markterwartung einer schwachen Konsumnachfrage im Euroraum verantwortlich. Der Rückgang im Finanzsektor spiegelte unter anderem die Sorge über die Ertragslage der Versicherungsgesellschaften wider. Dagegen erhöhten sich die Aktienkurse im Telekommunikationssektor von Ende Dezember bis zum 5. Februar vor dem Hintergrund eines etwas gestiegenen Vertrauens der Marktteilnehmer in die finanzielle Solidität von Telekommunikationsunternehmen um rund 3 %. Die Unsicherheit der Anleger im Euroraum erhöhte sich – gemessen am gleitenden Zehntagesdurchschnitt der aus Optionen auf den Euro-STOXX-Index abgeleiteten impliziten Volatilität – zwischen Ende Dezember und dem 5. Februar um 4 Prozentpunkte auf ein Niveau, das zuletzt etwa 13 Prozentpunkte über dem Zweijahresdurchschnitt lag.

2 Preisentwicklung

Erste Schätzung deutet auf Rückgang der HVPI-Inflation im Januar 2003 hin

Der von Eurostat veröffentlichten Vorausschätzung zufolge ging die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate des Eurogebiets im Januar 2003 gegenüber Dezember 2002 um 0,2 Prozentpunkte auf 2,1 % zurück (siehe Tabelle 2). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt liegen zwar noch keine detaillierten Angaben vor, aber diese Entwicklung ist wohl im Wesentlichen auf günstige Basiseffekte vor allem im Zusammenhang mit vergangenen Preissteigerungen bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln und Dienstleistungen sowie der Aufwertung des Euro zurückzuführen. Diese

Basiseffekte haben offenbar den Aufwärtsdruck aufgrund der Ölpreise sowie der verschiedenen Anfang 2003 wirksam gewordenen Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise mehr als ausgeglichen. Zu beachten ist allerdings, dass diese Vorausschätzungen mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet sind.

Im Dezember 2002, dem letzten Monat, für den aufgeschlüsselte Angaben zum HVPI verfügbar sind, stieg die Teuerungsrate um 0,1 Prozentpunkte auf 2,3 %. Diese Aufwärtsbewegung gründet sich hauptsächlich auf die Entwicklung der HVPI-Komponente Energie.

Tabelle 2

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2003
				Q1	Q2	Q3	Q4	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	2,3	2,5	2,2	2,6	2,1	2,0	2,3	2,1	2,1	2,3	2,2	2,3	2,1
<i>darunter:</i>													
Waren	2,7	2,5	1,7	2,2	1,4	1,3	1,8	1,4	1,4	1,7	1,8	1,9	.
Nahrungsmittel	1,4	4,5	3,0	4,9	2,8	2,2	2,2	2,3	2,3	2,2	2,3	2,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,1	2,8	3,0	3,5	3,1	2,9	2,6	2,9	2,8	2,6	2,5	2,6	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,7	7,0	3,0	7,0	2,4	1,3	1,6	1,3	1,7	1,6	1,8	1,3	.
Industrieerzeugnisse	3,4	1,5	1,0	0,9	0,7	0,9	1,6	0,9	1,0	1,5	1,5	1,8	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	1,1	1,5	1,8	1,7	1,4	1,3	1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	.
Energie	13,3	2,7	-0,7	-2,1	-2,4	-0,9	2,7	-0,5	-0,4	2,3	2,1	3,6	.
Dienstleistungen	1,7	2,5	3,2	3,1	3,2	3,3	3,1	3,3	3,3	3,2	3,1	3,1	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	5,5	2,2	-0,1	-0,8	-0,8	-0,1	1,2	-0,1	0,1	0,9	1,1	1,5	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,2	2,6	.	3,1	2,4	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ³⁾	1,4	0,1	.	-0,4	0,1	0,6	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,6	2,7	.	2,7	2,5	2,8	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	3,3	3,4	.	4,0	3,6	3,7	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	31,0	27,8	26,5	24,6	27,8	27,2	26,5	27,0	28,9	27,9	24,2	27,1	28,3
Rohstoffpreise ⁶⁾	16,7	-7,6	-1,7	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	-1,3	4,7	7,8	3,4	2,1	-2,3

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

Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten. In den übrigen Preis- und Kostenindikatoren ist Griechenland für die Zeit vor 2001 enthalten.

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

2) Ohne Baugewerbe.

3) Gesamtwirtschaft.

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

5) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

6) Ohne Energie. Angaben in Euro. Gewichtet nach den Rohstoffimporten aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Für 2002 insgesamt betrug die HVPI-Teuerungsrate durchschnittlich 2,2 % gegenüber 2,5 % im Jahr 2001. Der HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie lag mit 2,5 % über seinem Vorjahrsstand von 2,0 %. Die im vergangenen Jahr niedrigere Durchschnittsrate der am HVPI insgesamt gemessenen Inflation ist daher im Wesentlichen durch geringere Jahressteigerungsraten bei den volatileren HVPI-Komponenten, unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie, zu erklären.

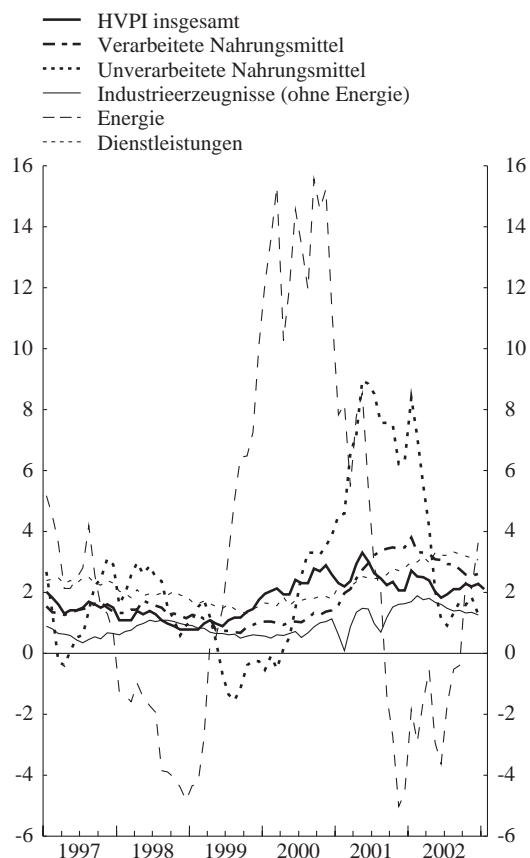
Der im Dezember 2002 gegenüber dem Vormonat verzeichnete Anstieg der Jahresrate der Energiepreise von 2,1 % auf 3,6 % wurde teilweise durch die Entwicklung der Preise

für unverarbeitete Nahrungsmittel ausgeglichen, deren Jahresänderungsrate vor allem aufgrund von Basiseffekten von 1,8 % auf 1,3 % zurückging (siehe Abbildung 13). Darüber hinaus wurde die Komponente Energie von November bis Dezember 2002 auch vom Anstieg der Ölpreise um 11,8 % (in Euro gerechnet) beeinflusst.

Die Jahresrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie ging von 2,4 % im November auf 2,3 % im Dezember 2002 zurück, wobei die Zahl für November um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert wurde. Bei den weniger volatilen HVPI-Komponenten blieben die Jahresänderungsraten der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie und für Dienstleistungen unverändert bei 1,3 % bzw. 3,1 %. Der fast im gesamten Jahresverlauf 2002 verzeichnete allmähliche Rückgang der Jahresrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie war hauptsächlich auf das Nachlassen vergangener Preisschocks im Zusammenhang mit dem Euro-Wechselkurs und den Ölpreisen zurückzuführen. Die relative Trägheit der Dienstleistungspreise hingegen spiegelte die Lohnentwicklung sowie sonstige Faktoren wie Euro-Bargeldumstellungseffekte wider. Die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel erhöhte sich im Dezember 2002 gegenüber dem Vormonat um 0,1 Prozentpunkte auf 2,6 %, was auf die in einigen Ländern – teilweise mittels Steuererhöhungen – vorgenommene Preisanhebung bei Tabakwaren zurückzuführen ist.

Abbildung 13 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

Jahresrate der Erzeugerpreise im Dezember 2002 weiter gestiegen

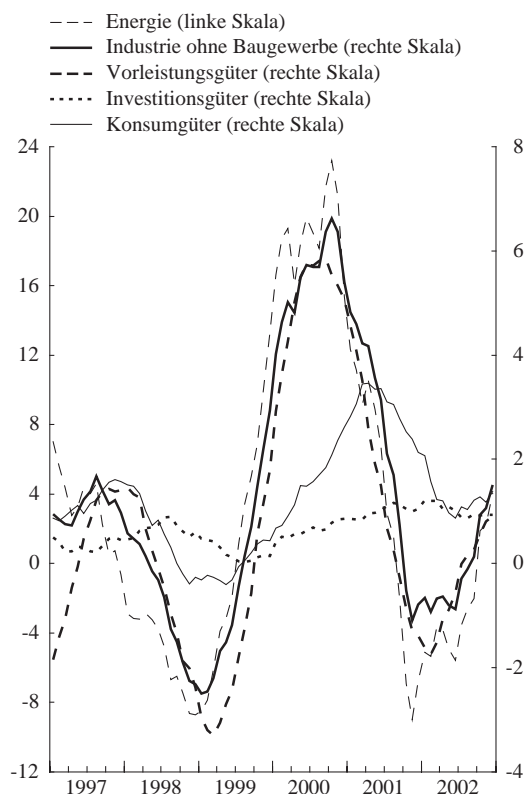
Die industriellen Erzeugerpreise im Euroraum erhöhten sich im Dezember 2002 im Vorjahresvergleich um 1,5 %, verglichen mit 1,1 % im November (siehe Abbildung 14). Dieser Anstieg war im Wesentlichen auf die Komponente Energie zurückzuführen, die ihrerseits vor allem durch die im Dezember 2002 erfolgte Ölpreiserhöhung beeinflusst wurde. Die Jahresrate der Energiepreise erhöhte sich von 2,2 % im November auf 4,0 % im Dezember

2002. Der Preisanstieg bei den Verbrauchsgütern führte zu einer Aufwärtsbewegung der Jahresänderungsrate der Konsumgüterpreise um 0,2 Prozentpunkte auf 1,4 % im Dezember 2002, während die Preise für Vorleistungsgüter und Investitionsgüter im Vorjahresvergleich weitgehend unverändert blieben.

Der Umfrage zum Purchasing Managers' Index zufolge stieg der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet von 51,2 im Dezember 2002 auf 55,2 im Januar 2003, was darauf hindeutet, dass für Januar 2003 aufgrund des jüngsten Anstiegs der Ölpreise weiterer Aufwärtssdruck auf die Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet zu erwarten ist. Ab Februar 2003 werden sich die größtenteils von den Energiepreisen ausgehenden Basiseffekte

Abbildung 14 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

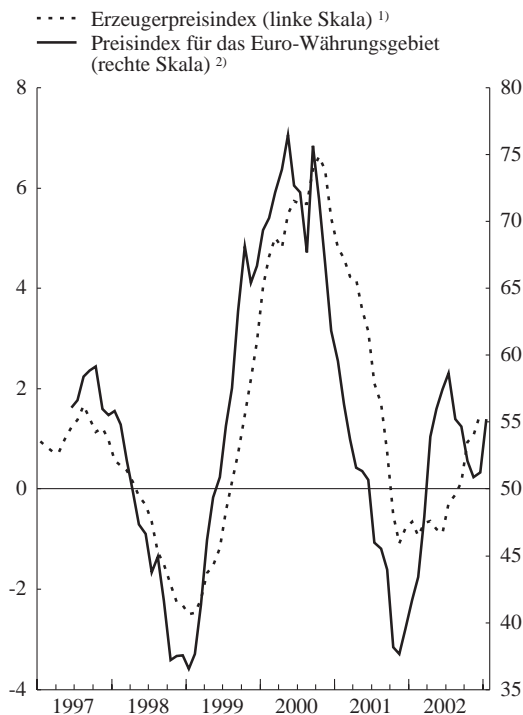


Quelle: Eurostat.

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

Abbildung 15 Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet insgesamt

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

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

- 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.
- 2) Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang.

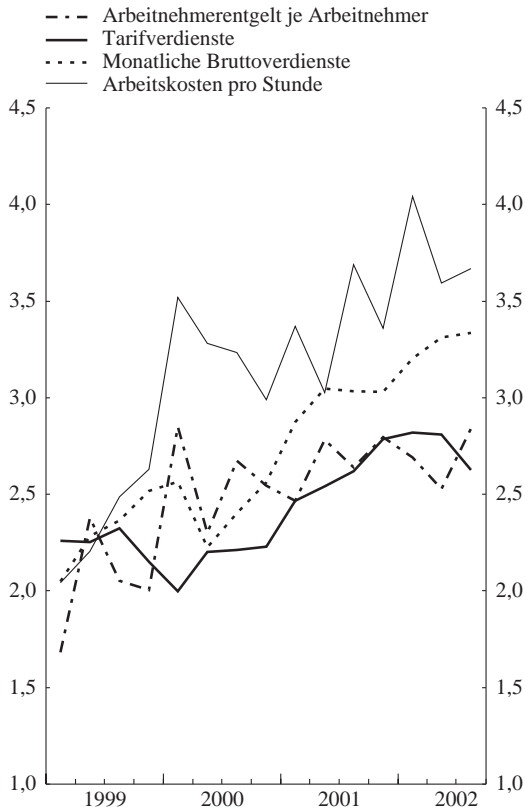
dämpfend auf die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise auswirken.

Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im dritten Quartal 2002 gestiegen

Für die Jahreswachstumsraten des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und der Gesamtarbeitskosten pro Stunde (im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe) im Eurogebiet wurde vom zweiten bis dritten Quartal 2002 ein Anstieg um schätzungsweise 2,8 % bzw. 3,7 % gegenüber dem Vorquartal verzeichnet (siehe Abbildung 16). Die Jahreswachstumsrate der monatlichen Bruttoverdienste hinge-

Abbildung 16
Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren
für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

gen verharnte im selben Zeitraum unverändert bei 3,3 %, während die Jahresrate der Tarifverdienste, die im dritten Quartal 2002 bei 2,6 % lag, im Vergleich zum Vorquartal wohl um 0,2 Prozentpunkte gesunken ist. Aus den verfügbaren nationalen Angaben geht hervor, dass sich dieser geringere Anstieg der Tarifverdienste im vierten Quartal fortgesetzt haben dürfte.

Die konjunkturbedingte Erholung des jährlichen Wachstums der Arbeitsproduktivität, die im zweiten Quartal 2002 begonnen hatte, setzte sich im dritten Quartal fort und glich den stärkeren Anstieg des Arbeitnehmer-

entgelts je Arbeitnehmer mehr als aus. Daher ging die Jahresänderungsrate der Lohnstückkosten gesamtwirtschaftlich gesehen weiter zurück, wenn auch nur minimal.

HVPI-Inflation dürfte sich in den nächsten Monaten leicht abschwächen

Die jüngsten Entwicklungen bestätigen die Erwartung, dass die jährliche Teuerungsrate innerhalb der nächsten Monate zurückgehen dürfte. Dies geht auch aus den auf Jahresrate hochgerechneten Dreimonatsraten für den HVPI und den HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie hervor, die im Dezember 2002 bei 1,3 % bzw. 1,9 % lagen. Zwar dürfte in den nächsten Monaten vom jüngsten Ölpreisanstieg (insbesondere, wenn dieser anhält) und den verschiedenen Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise ein gewisser Aufwärtsdruck auf die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI ausgehen, aber die Aufwertung des Euro und eine verhaltene Nachfrage dürften sich dämpfend auswirken. Basiseffekte werden ebenfalls zu einem Rückgang der jährlichen Inflationsrate beitragen, da die Preiserhöhungen der ersten Monate des Jahres 2002 aus den Jahreswachstumsraten herausfallen. Angesichts dieser Faktoren insgesamt dürfte sich die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate in den nächsten Monaten abschwächen und sich im Jahresverlauf 2003 auf einem Niveau unterhalb von 2 % stabilisieren. In Anbetracht der hohen Volatilität an den Ölmärkten sind Kurzfristprognosen für die HVPI-Teuerung allerdings derzeit mit besonders großer Unsicherheit behaftet. Darüber hinaus wird die Preisstabilität auf mittlere Sicht großenteils von einer moderaten Lohnentwicklung abhängen, aber die Anzeichen hierfür waren trotz der im gesamten Verlauf des vergangenen Jahres verzeichneten Konjunkturschwäche bislang uneinheitlich.

Kasten 2

Die Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters vom ersten Quartal 2003 und sonstige verfügbare Indikatoren

In diesem Kasten werden die verfügbaren Indikatoren für die Erwartungen des privaten Sektors bezüglich der Inflation und des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet vorgestellt. Im Folgenden werden die Ergebnisse des von der EZB in der zweiten Januarhälfte durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) für das erste Quartal 2003 zusammengefasst. Der Name der Umfrage macht deutlich, dass es sich bei den Teilnehmern ausschließlich um Fachleute aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der Europäischen Union handelt. Da den Umfrageteilnehmern keine einheitlichen Annahmen vorgelegt werden, auf die sie ihre Prognosen stützen können, ist des Weiteren zu berücksichtigen, dass die aggregierten Ergebnisse höchstwahrscheinlich relativ heterogene und subjektive Sichtweisen und Annahmen widerspiegeln. Soweit möglich, sind in die Darstellung der Daten auch die aus anderen Informationsquellen gewonnenen Ergebnisse für die Erwartungen des privaten Sektors auf Basis derselben Prognosezeiträume eingeflossen.¹

Inflationserwartungen für 2003 und 2004

Die SPF-Teilnehmer erwarten, dass die jährliche Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet während des gesamten Prognosezeitraums unter 2 % bleiben wird, und zwar dürfte sie sowohl 2003 als auch 2004 bei jeweils 1,8 % liegen (siehe Tabelle). Damit sind die Inflationserwartungen für das laufende Jahr gegenüber der vorherigen SPF-Erhebung

Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (erstes Quartal 2003 und viertes Quartal 2002) sowie von Consensus Economics (Januar 2003)

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

	Umfragezeitraum				
	Dez. 2003	2003	Dez. 2004	2004	Längerfristig ²⁾
Teuerung nach dem HVPI					
Jüngste Erhebung (2003 Q1)	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9
Vorherige Erhebung (2002 Q4)	-	1,8	-	1,9	1,9
Consensus Economics (Jan. 2003)	-	1,7	-	1,7	1,9
Reales BIP-Wachstum					
Jüngste Erhebung (2003 Q1)	1,5	1,4	2,4	2,3	2,4
Vorherige Erhebung (2002 Q4)	-	1,8	-	2,5	2,4
Consensus Economics (Jan. 2003)	-	1,4	-	2,3	2,3
Arbeitslosenquote¹⁾					
Jüngste Erhebung (2003 Q1)	8,4	8,5	8,1	8,2	7,1
Vorherige Erhebung (2002 Q4)	-	8,4	-	8,0	7,2
Consensus Economics (Jan. 2003)	-	8,6	-	8,4	-

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

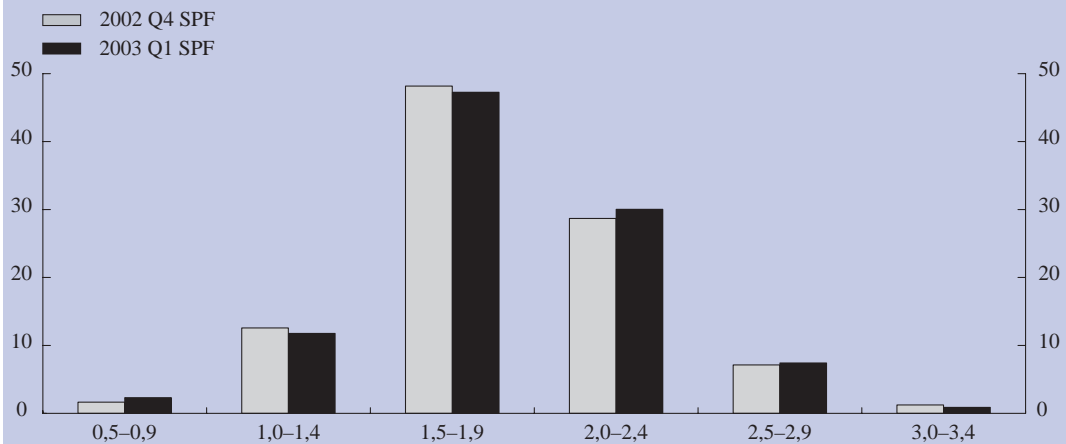
2) In der SPF-Umfrage beziehen sich die längerfristigen Inflationserwartungen auf das Jahr 2007. Die Prognose von Consensus Economics erstreckt sich auf den Zeitraum von 2008 bis 2012 wie in der Erhebung von Consensus Economics vom Oktober 2002 veröffentlicht.

bung vom Oktober 2002 unverändert geblieben, während jene für 2004 um 0,1 Prozentpunkte nach unten revidiert wurden, was der Einschätzung der Umfrageteilnehmer entspricht, dass sich die Inflationssichten seit der letzten Umfrage kaum verändert haben. Die SPF-Teilnehmer betonen jedoch, dass ein möglicher Anstieg der

¹ Diese Prognosezeiträume sind die Kalenderjahre 2003, 2004 und 2007. Außerdem werden die für die beiden „gleitenden Zeitfenster“ im SPF erhobenen Erwartungen dargestellt. Diese gleitenden Zeitfenster erstrecken sich über ein Jahr bzw. zwei Jahre ab dem Zeitraum, für den zum Zeitpunkt der Umfrage die jüngsten Daten zu den jeweiligen Variablen zur Verfügung stehen. Im SPF vom ersten Quartal 2003 erstrecken sich die gleitenden Zeitfenster für die Teuerungsrate nach dem HVPI bis Dezember 2003 und 2004, für die Wachstumsrate des realen BIP bis zum dritten Quartal 2003 und 2004 und für die Arbeitslosenquote bis November 2003 und 2004. Mithilfe der gleitenden Zeitfenster kann man Entwicklungsmuster erkennen, die sich aus den Durchschnitts für die Kalenderjahre nur schwer ableiten lassen.

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

(in %)



Ölpreise – sollten die Spannungen im Nahen Osten eskalieren – ein ernst zu nehmendes Risiko für die kurzfristige Preisentwicklung darstellt. Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, entsprechen diese Ergebnisse weitgehend den von Consensus Economics im Januar 2003 für dieselben Zeiträume veröffentlichten Zahlen (jeweils 1,7 % für 2003 und 2004). Auch die Ergebnisse der Januarausgabe 2003 des Euro Zone Barometer (1,8 % für 2003 und 1,7 % für 2004) entsprechen den SPF-Angaben.² Im SPF beträgt die für Dezember 2003 bzw. Dezember 2004 erwartete Inflationsrate jeweils 1,8%.

Der SPF-Fragebogen sieht auch vor, dass die Teilnehmer die Wahrscheinlichkeit angeben, mit der die tatsächlichen Ergebnisse innerhalb bestimmter Intervalle liegen werden. Anhand der sich aus der Aggregation der Antworten ergebenden Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich einschätzen, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegen werden. Abbildung A zeigt die bei den letzten beiden Umfragen ermittelten aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die durchschnittlichen Teuerungsraten nach dem HVPI für 2003. Die Angaben in dieser Abbildung bestätigen, dass sich die Inflationsaussichten gegenüber der Umfrage vom vierten Quartal 2002 nur geringfügig geändert haben. Beide Verteilungen sind um das Intervall von 1,5 % bis 1,9 % herum zentriert, auf das in beiden Fällen etwa 47 % der Wahrscheinlichkeitsmasse entfallen. Was die Beurteilung der Inflationsgefahren im laufenden Jahr angeht, so erreichten die Inflationsergebnisse über dem zentralen Intervall eine Wahrscheinlichkeit von 39 %, während die Ergebnisse unter 1,5 % mit einer Wahrscheinlichkeit von rund 14 % beziffert wurden. Berücksichtigt man die weitere Verschlechterung der Wachstumsaussichten für 2003, die gestiegenen Ölpreise und den höheren Euro-Wechselkurs – alles Faktoren, die in die jüngste SPF-Umfrage eingeflossen sind –, so ist hier keine nennenswerte Veränderung der Einschätzung gegenüber der letzten Erhebung festzustellen.

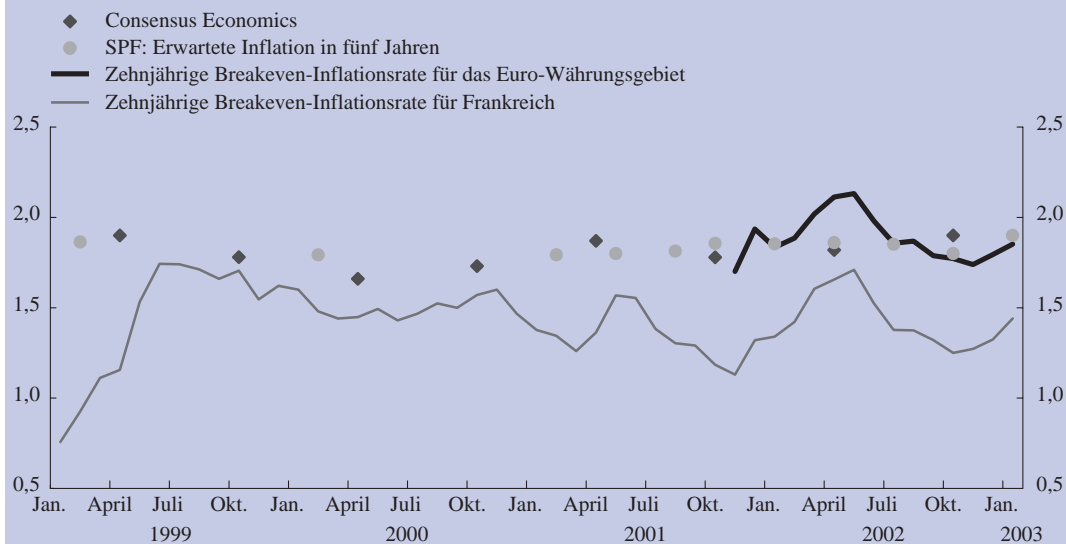
Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Wie bereits in der vorhergehenden Umfrage wird auch nach der SPF-Umfrage vom ersten Quartal 2003 erwartet, dass die durchschnittliche Inflation im Jahr 2007 bei 1,9 % liegen wird. Dieses Niveau der längerfristigen Inflationserwartungen stimmt mit anderen verfügbaren Messgrößen für die erwartete Preisentwicklung überein. So geht das Euro Zone Barometer vom Januar 2003 für das Jahr 2007 von einer erwarteten durchschnittlichen Teuerungsrates von 1,8 % aus, und in der Oktoberausgabe 2002 der Prognosen von Consensus Economics für fünf

² Die Zahlen von Consensus Economics beziehen sich auf eine Aggregation der erwarteten Jahresänderungsraten der nationalen Verbraucherpreisindizes, während sich die SPF-Ergebnisse und das Euro Zone Barometer auf den HVPI beziehen.

Abbildung B: Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

Länder des Euroraums werden die Inflationserwartungen für den Zeitraum von 2008 bis 2012 für den Euroraum insgesamt auf 1,9 % geschätzt.³ Die aus Finanzmarktpreisen gewonnenen Indikatoren für die langfristig erwartete Inflation ergeben ein ähnliches Bild. So sind die in Abbildung B dargestellten so genannten zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten, die anhand französischer an den französischen Verbraucherpreisindex und den HVPI für das Euro-Währungsgebiet (jeweils ohne Tabakwaren) gebundener Anleihen ermittelt werden, in den vergangenen Monaten deutlich unter den Werten geblieben, die im frühen Jahresverlauf von 2002 erreicht worden waren. Bei der Interpretation dieser Messgrößen ist allerdings zu bedenken, dass die Breakeven-Inflationsraten keine direkte Messung der Inflationserwartungen der Märkte ermöglichen, da verschiedene Risikoprämien, beispielsweise die Inflationsrisikoprämie oder die Liquiditätsprämie, darin enthalten sind.⁴

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

Die SPF-Teilnehmer haben ihre Erwartungen für die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des realen BIP im Euroraum im Jahr 2003 gegenüber der vorangegangenen Umfrage um 0,4 Prozentpunkte auf 1,4 % nach unten revidiert (siehe Tabelle). Diese Abwärtskorrektur der Wachstumsaussichten für 2003 dürfte sich auf die große Unsicherheit zurückführen lassen, die in erster Linie mit den geopolitischen Spannungen und ihren Auswirkungen auf die weltweite Wirtschafts- und Finanzlage zusammenhängt. Für das dritte Quartal 2004 wird mit einer Wachstumsrate von 2,4 % gerechnet; dieser Wert liegt nur leicht über dem für das Gesamtjahr erwarteten Durchschnitt von 2,3 %. In der Prognose von Consensus Economics vom Januar 2003 wird für das reale BIP im Euro-Währungsgebiet für 2003 ein durchschnittliches Wachstum von 1,4 % veranschlagt, das sich 2004 auf 2,3 % beschleunigen dürfte. Dagegen werden die Erwartungen im Euro Zone Barometer (Ausgabe Januar 2003) für diese beiden Jahre mit 1,3 % bzw. 2,3 % beziffert. Mit 2,4 % (SPF) und 2,3 % (Euro Zone Barometer vom Januar 2003) für 2007 und durchschnittlich 2,3 % (Angaben von Consensus Economics) für den Zeitraum von 2008 bis 2012

³ Die Zahl für das Euro-Währungsgebiet wurde aus den Angaben für Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande abgeleitet, die rund 85 % des Gesamtergebnisses für den Euroraum ausmachen.

⁴ Die Breakeven-Inflationsrate spiegelt die durchschnittlichen Inflationserwartungen während der Laufzeit der entsprechenden indexgebundenen Staatsanleihen wider; es handelt sich nicht um eine Punktschätzung für ein bestimmtes Jahr (wie im Falle der SPF-Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen). Eine genaue Beschreibung des Konzepts der Breakeven-Inflationsrate findet sich in dem Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ auf Seite 18 des Monatsberichts vom Februar 2002.

bleiben die langfristigen Wachstumsaussichten im Einklang mit den Schätzungen für das trendmäßige Potenzialwachstum im Euroraum.

Den Ergebnissen des jüngsten SPF zufolge wird für 2003 im Euro-Währungsgebiet ein Anstieg der Arbeitslosenquote auf durchschnittlich 8,5 % erwartet. Hierin schlagen sich eine weitere Abwärtskorrektur der Wachstumsaussichten im Euroraum für das Jahr 2003 und die verzögerten Auswirkungen der im vergangenen Jahr gedämpften Wirtschaftstätigkeit nieder. Nach 2003 wird die Arbeitslosigkeit den Erwartungen zufolge allerdings zurückgehen und sich 2004 bzw. 2007 auf durchschnittlich 8,2 % bzw. 7,1 % belaufen. Diese Ergebnisse entsprechen weitgehend jenen der Januarausgaben 2003 des Euro Zone Barometer (8,6 %, 8,3 % bzw. 7,5 % in den Jahren 2003, 2004 bzw. 2007) und von Consensus Economics (8,6 % bzw. 8,4 % in den Jahren 2003 bzw. 2004).

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

BIP-Wachstum in den ersten drei Quartalen 2002 weitgehend unverändert

Wie bereits im Monatsbericht von Januar 2003 angeführt, nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge im dritten Vierteljahr 2002 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu. Damit war die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP in den ersten drei Quartalen des letzten Jahres weitgehend unverändert geblieben. Die Zusammensetzung des BIP-Wachstums unterschied sich im dritten Vierteljahr jedoch vom vorherigen Jahresverlauf. So nahmen insbesondere die Wachstumsbeiträge der Konsumausgaben und der Investitionen zu, während der von den Vorratsveränderungen ausgehende Wachstumsimpuls

abnahm (siehe Tabelle 3). Sowohl die Export- als auch die Importtätigkeit zogen in den ersten drei Quartalen des letzten Jahres kräftig an. Eine Aufschlüsselung nach Hauptbranchen zeigt, dass der vierteljährliche Wertschöpfungszuwachs im Dienstleistungssektor im dritten Quartal 2002 leicht rückläufig war, was jedoch durch den stärkeren Zuwachs in der Industrie wettgemacht wurde.

Kräftiger Anstieg der Industrieproduktion im November 2002 teilweise auf Kalendereffekte zurückzuführen

Im November letzten Jahres stieg die Produktion in der Industrie des Euro-Währungsgebiets (ohne Baugewerbe) im Vormonats-

Tabelle 3

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	1999	2000	2001	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,8	3,5	1,4	1,3	0,5	0,3	0,7	0,8	0,2	-0,2	0,4	0,3	0,3
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,5	2,9	0,9	0,7	-0,2	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,1	0,3	0,1
Private Konsumausgaben	3,5	2,5	1,8	1,8	1,7	0,6	0,4	0,7	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,5
Konsumausgaben des Staats	2,0	1,9	1,9	2,2	1,6	2,2	2,5	2,3	0,4	0,5	0,8	0,7	0,3
Bruttoanlageinvestitionen	6,0	4,8	-0,7	-1,6	-2,5	-3,1	-3,6	-2,9	-0,7	-0,8	-1,0	-1,2	0,1
Vorratsveränderungen ^{3),4)}	-0,2	0,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,2	0,2	-0,2
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,9	0,7	0,5	0,0	0,3	0,1	0,2
Exporte ⁵⁾	5,3	12,6	2,7	1,4	-2,6	-2,5	0,5	2,8	-0,1	-1,1	0,0	1,7	2,2
<i>darunter:</i> Waren	5,0	12,5	2,6	1,3	-2,8	-1,8	0,8	3,6	-0,1	-1,3	0,7	1,5	2,8
Importe ⁵⁾	7,4	11,3	1,4	-0,3	-4,4	-4,2	-1,9	1,2	-1,3	-1,2	-0,9	1,6	1,7
<i>darunter:</i> Waren	7,1	11,3	0,6	-1,4	-5,6	-4,1	-2,2	1,8	-1,7	-1,1	-0,8	1,4	2,3
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,8	-0,8	-1,2	-1,1	-0,6	1,1	1,1	0,2	1,7	-0,4	-0,1	-0,1	0,8
Industrie	1,3	3,7	0,7	0,5	-1,5	-1,8	-0,6	-0,2	0,0	-1,3	0,5	0,2	0,4
Dienstleistungen	3,3	3,9	2,3	2,2	1,7	1,4	1,5	1,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	
			Sept.	Okt.	Nov.	Sept.	Okt.	Nov.	Sept.	Okt.	Nov.	Juni	Juli	Aug.
							Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt				
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe	5,5	0,4	-0,4	0,7	2,8	0,0	0,2	0,9	0,4	0,4	0,1	0,2	0,4	
nach industriellen Hauptgruppen:														
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe und Energie ¹⁾	6,0	0,2	-0,7	0,1	3,3	-0,4	-0,3	1,4	0,3	0,5	0,1	0,2	0,1	
Vorleistungsgüter	5,9	-0,8	1,4	1,2	4,2	-0,7	-0,7	1,3	0,1	0,3	0,3	0,4	0,0	
Investitionsgüter	9,4	1,3	-2,7	-0,7	3,6	-0,5	0,4	1,6	0,7	1,1	0,3	0,3	0,3	
Konsumgüter	2,2	0,4	-1,5	-0,4	1,6	-0,3	-0,3	1,2	0,0	0,1	-0,4	-0,2	0,0	
Gebrauchsgüter	6,5	-2,5	-3,0	-2,5	1,2	-0,2	-1,7	2,5	-0,2	1,2	0,6	-0,4	-0,8	
Verbrauchsgüter	1,4	1,0	-1,2	0,0	1,7	-0,3	0,0	0,9	0,1	-0,1	-0,6	-0,2	0,1	
Energie	2,0	1,2	0,9	4,4	-0,1	0,3	0,7	-0,7	0,9	0,4	-0,2	0,0	0,2	
Verarbeitendes Gewerbe	5,9	0,2	-0,4	0,4	2,7	0,1	-0,1	0,9	0,3	0,5	0,1	0,2	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).*

vergleich um 0,9 %, nachdem sie sich im Oktober um 0,2 % erhöht hatte (siehe Tabelle 4). Dabei ist zu beachten, dass diese deutliche Zunahme die tatsächliche Entwicklung der Industrieproduktion überzeichnen dürfte. So wurde, wie bereits im Monatsbericht von Januar 2003 erwähnt, die Industrieproduktion im Oktober durch Arbeitskämpfe in einigen Mitgliedsländern in Mitleidenschaft gezogen. Ferner dürften sich Kalendereffekte gegenläufig auf die Oktober- und Novemberzahlen ausgewirkt haben. Der im November bei allen industriellen Hauptgruppen zu verzeichnende dynamische Anstieg gegenüber dem Vormonat stützt die Annahme, dass die jüngsten Daten durch Kalendereffekte verzerrt wurden.

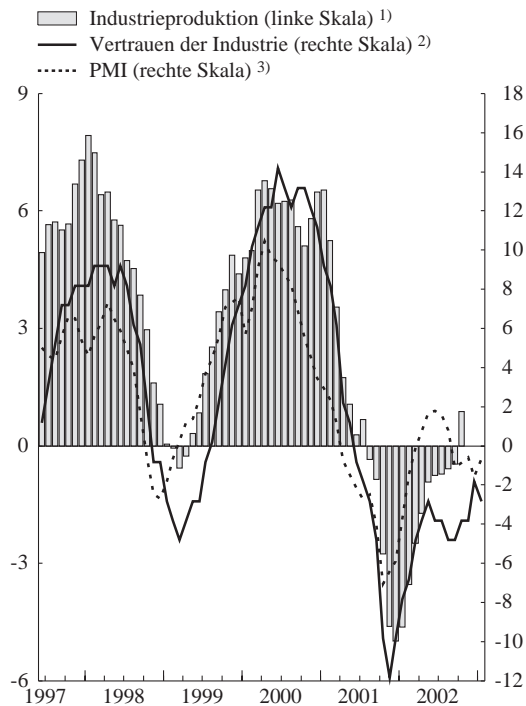
Gemessen am Dreimonatsdurchschnitt erhöhte sich die Erzeugung in der Industrie von September bis November 2002 um 0,4 % gegenüber dem Zeitraum von Juni bis August. Im Vorleistungs- und Konsumgütersektor lagen die entsprechenden Dreimonatsraten bei etwa null und in der Investitionsgüterbranche bei 0,3 %.

Unsicherheit dämpft Unternehmervertrauen

Im Januar des laufenden Jahres erhöhte sich der Purchasing Managers' Index (PMI), während der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie rückläufig war. Im Vormonat war eine umgekehrte Entwicklung beobachtet worden (siehe Abbildung 17). Der Anstieg des Einkaufsmanager-Index im Januar war über alle Indexkomponenten hinweg zu verzeichnen. Der Rückgang des Vertrauensindikators für die Industrie war auf etwas pessimistischere Produktionserwartungen zurückzuführen. Dagegen blieb die Beurteilung der Vorräte und der Auftragslage seitens der Unternehmen unverändert. Insgesamt bewegen sich der Einkaufsmanager-Index und der von der Europäischen Kommission errechnete Vertrauensindikator für die Industrie auf einem relativ niedrigen Niveau. Ausschlaggebend hierfür dürften die negativen Auswirkungen der herrschenden Unsicherheit auf die Konjunktur in der Industrie und auf die Geschäftserwartungen sein.

Abbildung 17
Industrieproduktion, Vertrauen
der Industrie und PMI für das Euro-
Währungsgebiet

(Monatswerte)



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

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

Die Unsicherheit könnte auch der Grund für die recht niedrigen Indexwerte für den marktbestimmten Dienstleistungssektor sein. Im Januar 2003 verbesserte sich der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor geringfügig, während der PMI-Teilindex für die Wirtschaftstätigkeit in diesem Sektor sank. Die Erwartungen stiegen jedoch beiden Umfragen zufolge im Januar erheblich.

Anzeichen für schwachen Konsum
Anfang 2003

Umfrageergebnisse sind zurzeit die einzige Informationsquelle für die Entwicklung der Konsumausgaben zu Beginn dieses Jahres. Aus der Umfrage der Europäischen Kommission geht hervor, dass das Verbrauchervertrauen im Januar weiter leicht zurückgegangen ist (siehe Tabelle 5). Der Vertrauensindikator für die Verbraucher ist damit im vierten Monat in Folge rückläufig und hat inzwischen einen im historischen Vergleich niedrigen Stand erreicht. Die Antworten auf die meisten Fragen der Erhebung fielen im Januar schlechter aus als im Vormonat. Lediglich die Einschätzung der privaten Haushalte, ob es derzeit günstig sei, größere Anschaffungen zu tätigen, verbesserte sich im Januar – allerdings ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau. Insgesamt bewerteten die privaten Haushalte vor allem die allgemeinen Wirtschaftsaussichten und die künftige Arbeitsmarktlage in den letzten Monaten pessimistischer. Dieser Trend könnte mit der allgemeinen Unsicherheit über die konjunkturellen Perspektiven zusammenhängen, die sich zu Jahresbeginn ungünstig auf den Verbrauch ausgewirkt haben dürfte.

Angaben zum Umsatzvolumen im Einzelhandel liegen bis November 2002 vor. Der im November gegenüber dem Vormonat verzeichnete Rückgang zehrte den kräftigen Anstieg vom Oktober teilweise wieder auf. Im Zeitraum von September bis November ging die Jahreswachstumsrate der Einzelhandelsumsätze auf 0,5 % zurück, verglichen mit 1 % im Dreimonatszeitraum bis Oktober (siehe Abbildung 18). Was die jüngste Entwicklung anbelangt, so deutet der weitere deutliche Rückgang des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikators für den Einzelhandel im Januar 2003 auf eine schwache Konjunktur in diesem Sektor zur Jahreswende hin. Bei der Interpretation dieser Umfrageergebnisse ist jedoch Vorsicht geboten, da sie in der Vergangenheit gelegentlich von den tatsächlichen Einzelhandelszahlen abwichen. Überdies steht die Stimmungseintrübung im Einzelhandel insgesamt im Wider-

Tabelle 5**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	2000	2001	2002	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Q4	2002 Aug.	2002 Sept.	2002 Okt.	2002 Nov.	2002 Dez.	2003 Jan.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,5	-2,8	-1,8	0,4	0,3	-0,4	-0,3	-0,4	0,3	-0,2	-0,4	0,2	-0,2
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	12	6	0	1	3	1	-3	0	2	-1	-3	-5	-6
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	12	-1	-5	-7	-4	-5	-3	-5	-5	-4	-4	-2	-3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	16	10	1	5	3	-2	-3	-4	-2	-2	-4	-2	-1
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	5	0	-9	-9	-11	-10	-8	-9	-10	-9	-7	-9	-12
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	9	-6	-20	-18	-16	-22	-25	-23	-21	-25	-25	-26	-25
Geschäftsklimaindikator ³⁾	1,3	-0,1	-0,5	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2	-0,3
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	84,4	83,1	81,2	81,1	81,1	81,3	81,3	-	-	81,5	-	-	81,1

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

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

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit April 1995 (Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor), seit Juli 1986 (Vertrauensindikator für den Einzelhandel) und seit Januar 1985 (restliche Vertrauensindikatoren) dar.

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

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

spruch dazu, dass die Einzelhändler im Januar planten, ihren Lieferanten mehr Aufträge zu erteilen.

Unsicherheit muss abklingen, damit die Erholung an Fahrt gewinnt

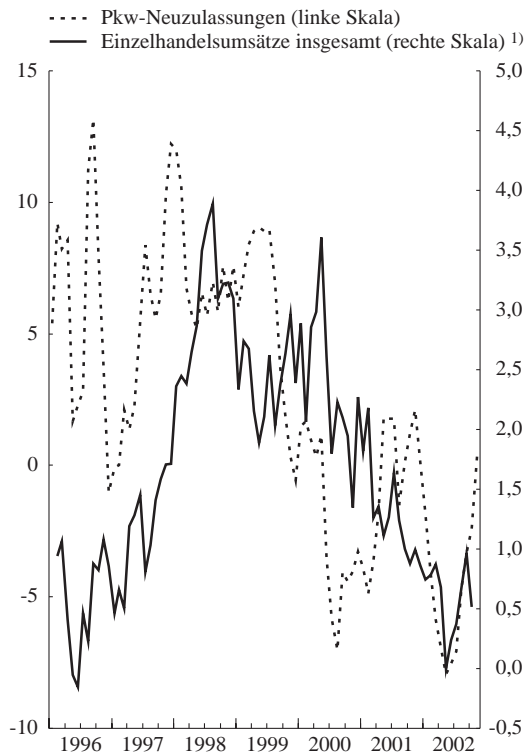
Die jüngsten Angaben bestätigen frühere Hinweise, dass das reale BIP-Wachstum zur Jahreswende nur verhalten war und sich gegenüber den ersten drei Quartalen des letzten Jahres kaum verändert hatte. Zum jetzigen Zeitpunkt ist weiterhin davon auszugehen, dass es im Jahresverlauf 2003 wahrscheinlich zu einer allmählichen Erholung kommen wird. Die Aufwertung des Euro in den letzten Monaten mag zwar zu einer gewissen Dämpfung des Exportwachstums beitragen, aber die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen des Eurogebiets bleibt mit-

telfristig günstig, und das Ausfuhrwachstum dürfte von der erwarteten Erholung der Weltwirtschaft profitieren. Ferner werden mehrere Faktoren, insbesondere das niedrige Zinsniveau und der erwartete Teuerungsrückgang, einer Belebung förderlich sein. In dieser Hinsicht wird die Euro-Stärke dazu beitragen, die Auswirkungen des jüngsten Anstiegs der in Dollar notierten Ölpreise auf die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets abzufedern und die Realeinkommen zu stützen. Entscheidend für den Beginn und das Tempo der Konjunkturbelebung ist allerdings, dass die derzeitige Unsicherheit über die Wirtschaftsaussichten abklingt. Solange diese Unsicherheit weiter besteht, dürfte sie sich negativ auf das Konsumverhalten und die Investitionstätigkeit im Euroraum auswirken; solange bleiben auch Abwärtsrisiken für die künftige Konjunkturentwicklung im Euro-Währungsgebiet bestehen.

Abbildung 18

Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; arbeitstäglich bereinigt)



Quellen: Eurostat und ACEA (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.

Arbeitslosenquote im Dezember 2002 unverändert

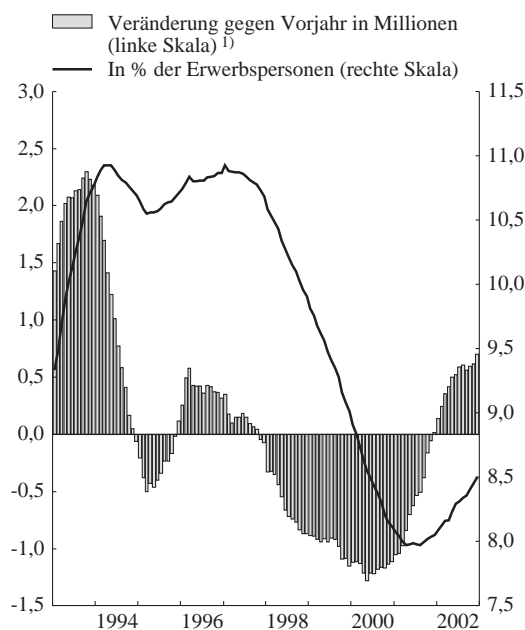
Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet blieb im Dezember 2002 mit 8,5 % der Erwerbspersonen unverändert, nachdem die Quote für November

um 0,1 Prozentpunkte nach oben korrigiert worden war (siehe Tabelle 6). Die Zahl der Arbeitslosen nahm im Dezember in etwa so stark zu wie in den zwei vorangegangenen Monaten. Aufgrund der allgemein schlechteren Arbeitsmarktlage am Jahresende 2002 stieg die Arbeitslosenzahl im vierten Quartal mit monatsdurchschnittlich 70 000 doppelt so stark an wie im dritten Quartal (35 000). Ausgehend von 8,1 % im Dezember 2001 erhöhte sich die Arbeitslosenquote in den zwölf

Abbildung 19

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.

Tabelle 6

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
				Q1	Q2	Q3	Q4	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Insgesamt	8,5	8,0	8,3	8,1	8,2	8,3	8,5	8,3	8,3	8,4	8,4	8,5	8,5
Unter 25 Jahren ¹⁾	16,7	15,7	16,0	15,9	16,1	16,1	16,2	16,2	16,2	16,1	16,2	16,2	16,3
25 Jahre und älter	7,4	7,0	7,3	7,1	7,2	7,3	7,4	7,3	7,3	7,4	7,4	7,4	7,5

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 2002 entfielen auf diese Gruppe 22,4 % der Arbeitslosen insgesamt.

Monaten bis Dezember letzten Jahres um 0,4 Prozentpunkte (siehe Abbildung 19).

Beschäftigungssituation nach wie vor labil

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Beschäftigung im vierten Quartal 2002 liegen noch nicht vor. Für das dritte Quartal weisen die Daten einen leichten Beschäftigungsrückgang gegenüber dem Vorquartal aus. Dies lässt darauf schließen, dass infolge der zurückliegenden Abschwungsphase und der schwachen Konjunktur mehr Arbeitsplätze vernichtet als geschaffen wurden. Trotz der rückläufigen Quartalsrate blieb die Jahresrate des Beschäftigungswachstums im dritten Quartal 2002 mit 0,3 % im positiven Bereich (siehe Tabelle 7).

Wie bereits im Monatsbericht vom Januar dieses Jahres angeführt, trugen alle Wirtschaftssektoren zur Abschwächung des Beschäftigungswachstums im dritten Quartal 2002 bei. In der Industrie war im dritten Quartal nach einer vorübergehenden Verbesserung im zweiten Vierteljahr wieder ein stärkerer

Rückgang der Beschäftigung im Quartalsvergleich zu verzeichnen. Gleichzeitig verlangsamte sich das Beschäftigungswachstum im Dienstleistungssektor weiter und blieb mit 0,1 % gegenüber dem Vorquartal gerade noch im positiven Bereich.

Die jüngsten Daten deuten nicht darauf hin, dass sich die Aussichten für die Gesamtbeschäftigung zu Beginn des laufenden Jahres verbessert haben. Die aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für Januar 2003 abzulesenden Beschäftigungserwartungen sind sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor leicht gestiegen, im Einzelhandel hingegen weiter zurückgegangen und im Baugewerbe unverändert geblieben. Der PMI-Teilindex für die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe ist im Januar gestiegen und für die Beschäftigung im Dienstleistungssektor gesunken. Beide Indizes deuten aber nach wie vor auf einen Beschäftigungsrückgang hin. Insgesamt lassen die verfügbaren Angaben darauf schließen, dass die Beschäftigung zum Jahresende 2002 weiter rückläufig war und die Beschäftigungsaussichten auch zu Beginn des laufenden Jahres weiterhin gedämpft sind.

Tabelle 7
Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

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

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Kursanstieg des Euro im Januar und Anfang Februar 2003

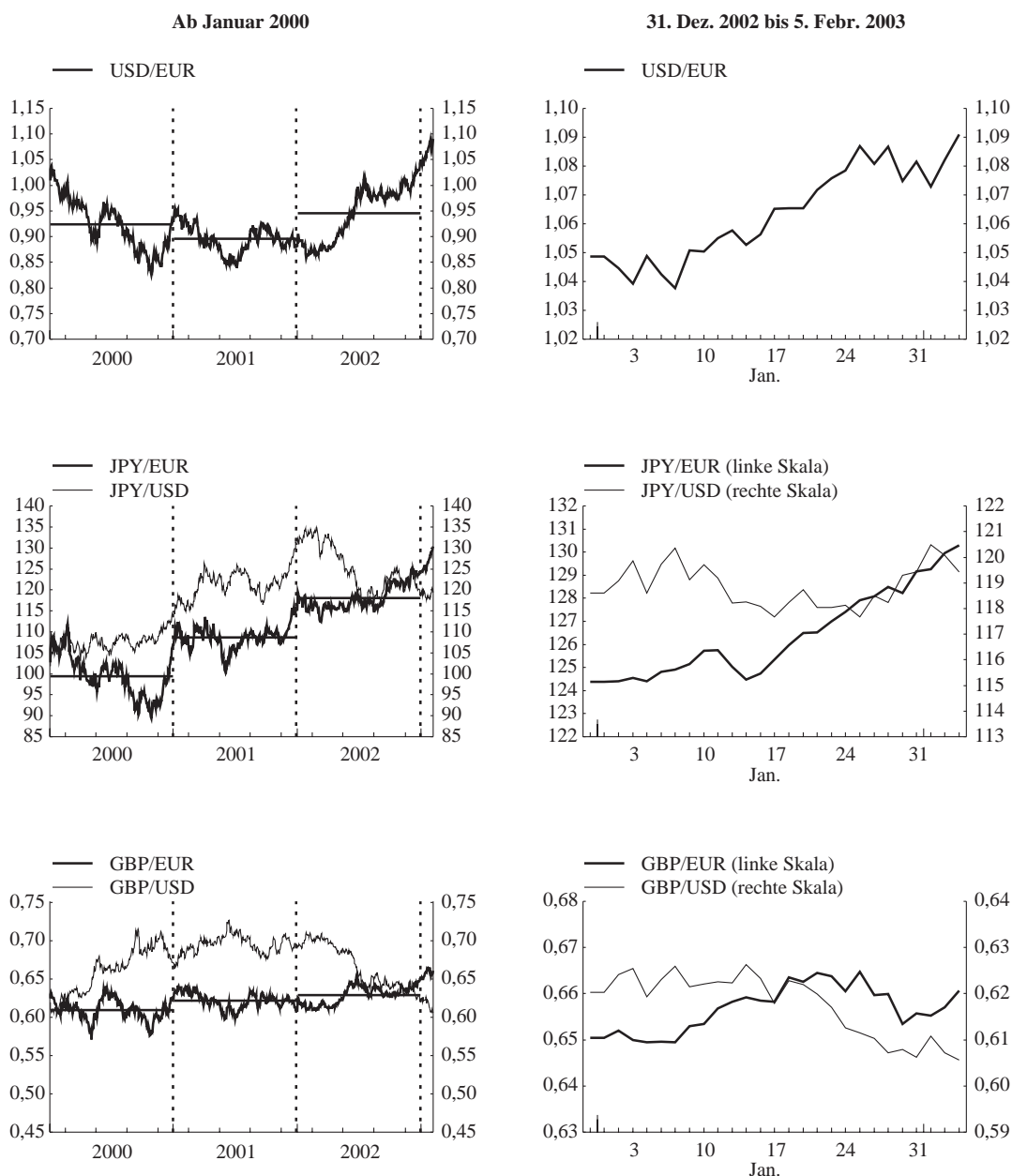
Im Januar und Anfang Februar 2003 wertete der Euro gegenüber den meisten wichtigen Währungen auf, während es zugleich zu einer breit-

angelegten Abwertung des US-Dollar in ähnlichem Umfang kam. Diese Entwicklungen vollzogen sich vor dem Hintergrund hoher finanzieller, wirtschaftlicher und geopolitischer Unsicherheit und von Hinweisen auf eine schleppende weltweite konjunkturelle Erholung.

Abbildung 20

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

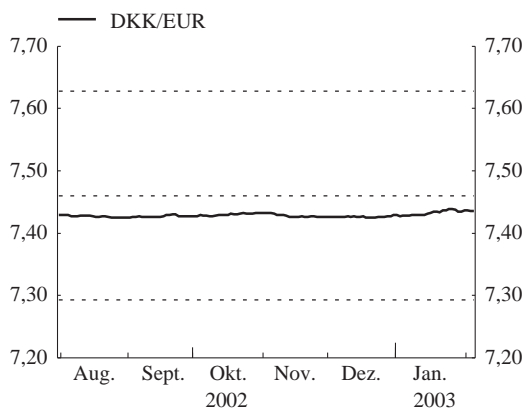
Gegenüber dem US-Dollar setzte der Euro fast während des gesamten Berichtszeitraums seinen Aufwärtstrend fort (siehe Abbildung 20). Die Unsicherheit aufgrund der wachsenden geopolitischen Spannungen in Verbindung mit einer Reihe von in den Vereinigten Staaten veröffentlichten Konjunkturdaten, die schwächer als erwartet ausgefallen waren, haben die US-Währung offenbar belastet. Im steigenden Leistungsbilanzdefizit und der sich verschlechternden Haushaltslage der Vereinigten Staaten sahen die Marktteilnehmer zudem weitere Faktoren, die sich negativ auf den US-Dollar auswirkten. Der Beschluss der amerikanischen Notenbank vom 29. Januar, die Zinsen unverändert zu belassen, war allgemein erwartet worden und hatte deshalb keine unmittelbare Wirkung auf den Devisenmarkt. Am 5. Februar 2003 notierte der Euro bei 1,09 USD und damit 4,0 % über seinem Stand von Ende Dezember 2002 und rund 15 ½ % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

Im Januar und Anfang Februar 2003 verlor der japanische Yen gegenüber dem Euro an Wert. Ausschlaggebend hierfür war die Eintrübung der kurzfristigen Konjunkturaussichten in Japan (siehe Abbildung 20). Auch gegenüber dem US-Dollar gab die japanische Währung leicht nach. Wie die japanischen Behörden Anfang Februar erklärten, hatten sie während des Januar US-Dollar am Devisenmarkt mit dem Ziel angekauft, den Yen gegenüber dem US-Dollar zu stabilisieren. Am 5. Februar 2003 lag der Eurokurs bei 130,3 JPY, das heißt 4,8 % höher als Ende Dezember 2002 und 10,4 % über seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr.

Das britische Pfund ging im Januar fast durchgängig gegenüber dem Euro zurück und näherte sich allmählich einem Niveau an, das zuletzt im August 1999 verzeichnet worden war. Der Kursrückgang der britischen Währung im Verhältnis zum Euro hing offenbar mit den etwas ungünstiger gewordenen wirtschaftlichen Aussichten im Vereinigten Königreich zusammen. Gegen Monatsende und Anfang Februar machte das Pfund einen Teil seiner vorherigen Verluste gegenüber dem Euro wieder gut und gewann auch gegen-

Abbildung 2 I
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.

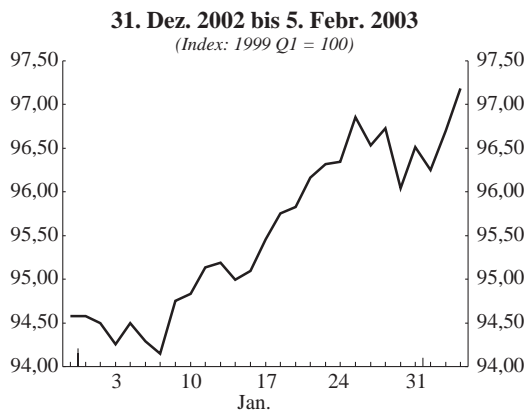
über dem US-Dollar an Boden (siehe Abbildung 20). Am 5. Februar 2003 wurde der Euro mit 0,66 GBP gehandelt, also 1,6 % höher als Ende Dezember 2002 und 5,1 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2002.

Was andere europäische Währungen betrifft, so bewegte sich die dänische Krone weiterhin in einem engen Band knapp unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 21). Der Euro legte im Berichtszeitraum gegenüber der schwedischen Krone und dem Schweizer Franken leicht zu. Am 5. Februar 2003 lag der Kurs des Euro gegenüber dem Schweizer Franken bei seinem Durchschnittswert im Vorjahr und gegenüber der schwedischen Krone geringfügig über dem Jahresdurchschnitt 2002.

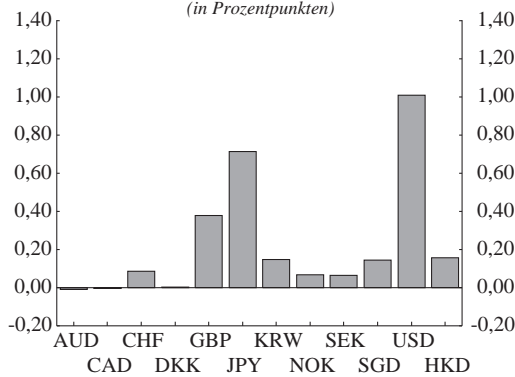
Aufgrund der geschilderten Entwicklungen übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – am 5. Februar 2003 seinen Stand von Ende Dezember 2002 um 2,8 % (siehe Abbildung 22) und seinen durchschnittlichen Wert im vergangenen Jahr um 8,4 %. Der US-Dollar gab im Berichtszeitraum in nominaler effektiver Rechnung um rund 2,3 % nach und lag am 5. Februar 2003 gut 7 ½ % unter seinem Durchschnittsniveau

Abbildung 22
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beiträge zu den Veränderungen der effektiven Wechselkurse²⁾
 (in Prozentpunkten)



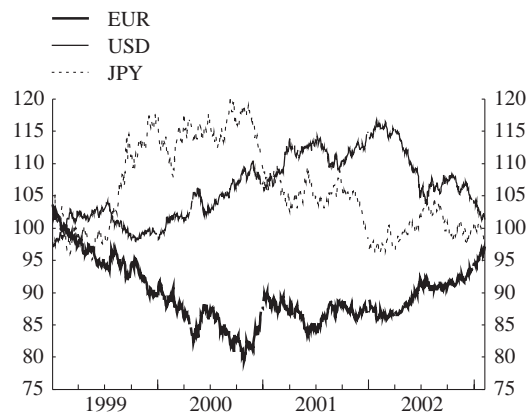
Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.
- 2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf wichtiger Partnerländer berechnet.

im Jahr 2002 (siehe Abbildung 23). Der nominale effektive Wechselkurs des japanischen Yen blieb in den ersten drei Wochen des Berichtszeitraums weitgehend unverändert, gab anschließend aber nach und notierte am Ende des Zeitraums 2,3 % schwächer als Ende Dezember 2002 und 1,5 % niedriger als im Durchschnitt des vergangenen Jahres. Insgesamt haben sich die effektiven Wechselkursindizes der drei wichtigsten Währungen in den vergangenen Monaten langsam dem Niveau vom ersten Quartal 1999 genähert (siehe Abbildung 23).

Abbildung 23
Effektiver Wechselkurs des Euro, des US-Dollar und des japanischen Yen¹⁾

(Tageswerte; 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg der Indizes bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.

Leistungsbilanzüberschuss im November 2002 gestiegen

Der Überschuss in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich im November 2002 auf 10,3 Mrd €, verglichen mit 2,7 Mrd € im November 2001. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren vor allem ein Anstieg des Warenhandelsüberschusses um 4,8 Mrd € und – in geringerem Umfang – eine Umkehr des Saldos in der Dienstleistungsbilanz von einem Defizit in Höhe von 0,9 Mrd € in einen Überschuss von 0,7 Mrd € sowie ein um 1,3 Mrd € niedrigeres Defizit bei den laufenden Übertragungen. Der Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen blieb gegenüber November 2001 unverändert (siehe Tabelle 8).

In den ersten elf Monaten des Jahres 2002 kehrte sich der Saldo der kumulierten Leistungsbilanz in einen Überschuss von 53,9 Mrd € um, nach einem Defizit in Höhe von 16,1 Mrd € im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Diese Entwicklung resultierte hauptsächlich aus der deutlichen Zunahme des Warenhandelsüberschusses (um 56,7 Mrd €), die einen Rückgang der Wareneinfuhren um

4,1 % in Verbindung mit einem Anstieg der Ausfuhren um 2,1 % widerspiegelt. Darüber hinaus erhöhte sich auch der Überschuss bei den Dienstleistungen (um 10,7 Mrd €), während die Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen leicht zurückgingen.

Betrachtet man die Entwicklung im Vergleich zum Vormonat auf der Basis saisonbereinigter Angaben, so verzeichnete die Leistungsbilanz im November 2002 einen Überschuss von 6,8 Mrd €, verglichen mit einem Überschuss von 3,2 Mrd € im Vormonat. Entscheidend für diese Entwicklung war der Anstieg des

Tabelle 8
Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €, nicht saisonbereinigt)

	2001 Jan. - Nov.	2001 Nov.	2002 Jan. - Nov.	2002 Sept.	2002 Okt.	2002 Nov.
Saldo der Leistungsbilanz	-16,1	2,7	53,9	8,7	3,7	10,3
Einnahmen	1 566,8	138,3	1 560,7	140,0	150,2	141,6
Ausgaben	1 582,8	135,7	1 506,8	131,3	146,5	131,3
Saldo des Warenhandels	65,4	8,8	122,1	11,6	11,7	13,6
Ausfuhr	952,0	89,1	972,1	88,1	97,6	90,6
Einfuhr	886,6	80,3	849,9	76,5	85,9	77,0
Saldo der Dienstleistungen	1,0	-0,9	11,7	4,0	1,4	0,7
Einnahmen	292,8	24,7	298,2	29,4	28,7	25,0
Ausgaben	291,8	25,6	286,5	25,4	27,3	24,3
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-37,8	-0,1	-37,4	-2,0	-3,1	-0,1
Saldo der laufenden Übertragungen	-44,7	-5,2	-42,5	-4,9	-6,3	-3,9
Saldo der Vermögensübertragungen	8,2	0,2	10,7	1,1	1,5	0,4
Saldo der Kapitalbilanz	-37,3	-6,8	-161,2	-21,3	-21,5	-28,6
Direktinvestitionen	-102,3	11,7	-30,7	-3,2	-5,0	3,9
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-238,1	-17,8	-151,4	-14,7	-11,4	-10,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-153,3	-7,8	-115,4	-11,7	-6,4	-5,9
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-84,8	-9,9	-36,0	-3,0	-5,0	-4,6
Im Euro-Währungsgebiet	135,7	29,5	120,7	11,5	6,4	14,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	91,2	14,2	72,2	6,8	5,4	7,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	44,6	15,3	48,5	4,7	1,0	7,1
Wertpapieranlagen	54,1	19,9	64,4	16,8	19,4	9,7
Dividendenwerte	116,6	14,6	43,7	15,6	-3,5	16,1
Aktiva	-101,9	-10,2	-32,1	14,1	0,6	1,6
Passiva	218,5	24,8	75,7	1,5	-4,2	14,5
Schuldverschreibungen	-62,4	5,2	20,7	1,2	23,0	-6,4
Aktiva	-172,5	-30,6	-125,5	-13,0	-3,0	-13,3
Passiva	110,1	35,9	146,3	14,2	26,0	6,8
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-48,2	31,6	33,7	13,6	14,4	13,6
Finanzderivate	-2,6	-2,8	-12,5	0,6	-0,0	-1,1
Übriger Kapitalverkehr	1,5	-35,7	-181,1	-31,7	-38,0	-38,5
Währungsreserven	12,0	0,1	-1,4	-3,8	2,1	-2,6
Restposten	45,2	3,9	96,6	11,5	16,3	17,9

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 zur Zahlungsbilanz der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

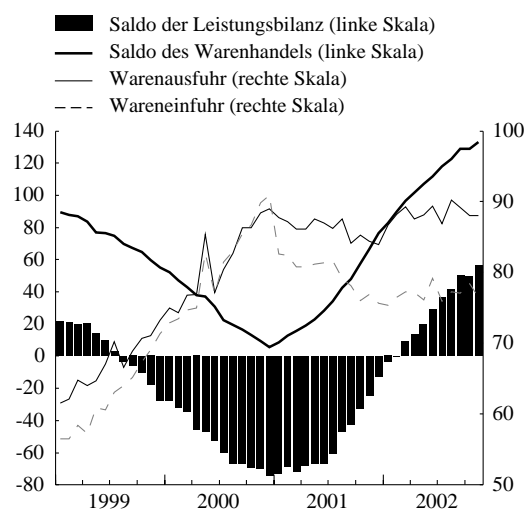
Überschusses im Warenhandel, der vornehmlich mit einem Rückgang der Importwerte um 2,4 % (gegenüber dem Vormonat) zusammenhängt (siehe Abbildung 24).

Grund für den Rückgang des kumulierten Werts der Einfuhren waren – wie aus den bis Juli 2002 verfügbaren Angaben zum Handelsvolumen hervorgeht – die seit Anfang des Jahres 2002 rückläufigen Einfuhrvolumen. Diese Entwicklung spiegelt teilweise die schwache Nachfrage im Eurogebiet wider. Insbesondere beim Volumen der Investitionsgütereinfuhren war eine kräftige Abnahme zu verzeichnen, die mit dem Rückgang einiger importintensiver Kategorien der inländischen Ausgaben, wie den Investitionen, verbunden zu sein scheint. Betrachtet man die Warenausfuhren, so hing der Wiederanstieg der Exportvolumen zum Jahresbeginn 2002 in nicht unerheblichem Maße mit der kräftigen Nachfrage aus Asien zusammen. Gleichzeitig nahm das Volumen der Ausfuhren in die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich nicht ganz so deutlich zu. Im weiteren Jahresverlauf flachte sich der Anstieg der Aus-

Abbildung 24

Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels sowie Warenausfuhr und -einfuhr des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; saisonbereinigt)



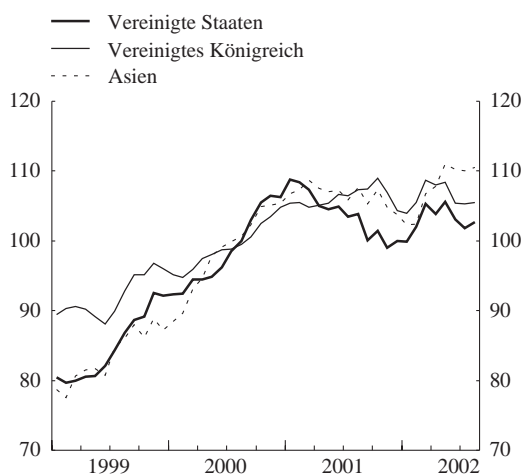
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Die Salden sind über zwölf Monate kumuliert; die Angaben zur Ausfuhr und Einfuhr von Waren sind Monatswerte.

Abbildung 25

Volumen der Ausfuhren des Euro-Währungsgebiets in ausgewählte Partnerländer

(Index: 2000 = 100; saisonbereinigt; gleitender Dreimonats-durchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

fuhren des Eurogebiets nach Asien ab, während die Exporte in die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich leicht zurückgingen (siehe Abbildung 25). Die Aufschlüsselung nach Warengruppen zeigt, dass die Ausfuhrvolumen sowohl bei den Vorleistungsgütern als auch den Konsumgütern im Jahr 2002 einen kräftigen Zuwachs aufwiesen, während sie bei den Investitionsgütern relativ konstant blieben.

Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im November 2002

Das Euro-Währungsgebiet wies im November 2002 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 13,6 Mrd € aus. Dieser Betrag setzt sich aus Netto-Kapitalzuflüssen sowohl bei den Direktinvestitionen (3,9 Mrd €) als auch bei den Wertpapieranlagen (9,7 Mrd €) zusammen.

Wie schon im gesamten Jahr 2002 waren die Netto-Kapitalzuflüsse insgesamt bei den Direktinvestitionen auch im November wieder den Nettozuflüssen sowohl beim Beteiligungskapital (1,3 Mrd €) als auch bei den

sonstigen Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) (2,6 Mrd €) zuzuschreiben. Eine weitere auffallende Entwicklung in der Kapitalbilanz des Eurogebiets im November war der beträchtliche Mittelzufluss bei den Dividendenwerten von netto 16,1 Mrd €. Dieser resultierte aus dem Nettoerwerb von Aktien des Euro-Währungsgebiets durch Gebietsfremde im Betrag von 14,5 Mrd €. Dagegen waren bei den Schuldverschreibungen im November per saldo Mittelabflüsse von 6,4 Mrd € zu verbuchen, die auf Netto-Kapitalabflüsse bei den Geldmarktpapieren (11,6 Mrd €) und Netto-Kapitalzuflüsse bei den Anleihen (5,1 Mrd €) zurückgehen.

Auf kumulierter Basis waren bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen in den ersten elf Monaten 2002 Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 33,7 Mrd € zu verzeichnen, verglichen mit Netto-Kapitalabflüssen von 48,2 Mrd € im gleichen Zeitraum 2001. Dieser Umschwung resultiert größtenteils aus den geringeren Netto-Kapitalabflüssen bei den Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets in diesem Zeitraum und insbesondere daraus, dass Unternehmen des Euro-Währungsgebiets ihren ausländischen Tochtergesellschaften fast 50 Mrd € weniger Kapital zur Verfügung stellten. Bei den Wertpapieranlagen des Eurogebiets blieben die Netto-Kapitalzuflüsse relativ stabil. Allerdings veränderte sich ihre Zusammensetzung, und zwar verringerten sich die Netto-Kapitalzuflüsse

bei den Dividendenwerten von 116,6 Mrd € in den ersten elf Monaten 2001 auf 43,7 Mrd € im entsprechenden Zeitraum 2002, während bei den Schuldverschreibungen eine Umkehr von Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 62,4 Mrd € hin zu Netto-Kapitalzuflüssen von 20,7 Mrd € zu verzeichnen war.

Datenrevisionen

Die Zahlungsbilanzstatistiken wurden für das zweite und dritte Quartal 2002 teilweise korrigiert. Der Leistungsbilanzsaldo im zweiten Quartal 2002 wurde um 2,3 Mrd € nach unten und im dritten Quartal 2002 um 4,9 Mrd € nach oben revidiert. Die Korrektur für das dritte Quartal betraf vor allem die Angaben für den Monat Juli 2002, für den die Ausgaben im Warenhandel um 1,9 Mrd € nach unten und die Einnahmen bei den Dienstleistungen um 1,3 Mrd € nach oben revidiert wurden, sodass sich sowohl in der Warenhandels- als auch in der Dienstleistungsbilanz ein höherer Überschuss ergab.

In der Kapitalbilanz waren hauptsächlich die Wertpapieranlagen von den Revisionen für das zweite und dritte Quartal 2002 betroffen. Die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im Euro-Währungsgebiet wurden nach unten korrigiert, und zwar von 67,1 Mrd € auf 57,4 Mrd € im zweiten Quartal und von 34,5 Mrd € auf 29,7 Mrd € im dritten Quartal.

Der Zusammenhang zwischen Geld- und Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet

Im vorliegenden Aufsatz werden die Wechselwirkungen zwischen der einheitlichen Geldpolitik und der Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet näher beleuchtet. Diese Wechselwirkungen ergeben sich daraus, dass sich beide Politikbereiche auf zentrale gesamtwirtschaftliche Variablen auswirken, was wiederum zu gegenseitigen Abhängigkeiten bei der Verfolgung der jeweiligen Ziele führt. Auf der einen Seite beeinflusst die Finanzpolitik die Preisentwicklung, Realzinsen und Risikoprämien sowie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und das Produktionspotenzial – all dies Variablen, die auch systematisch in eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik einbezogen werden müssen. Auf der anderen Seite wirkt sich die Geldpolitik unter anderem auf die kurzfristigen Zinssätze, die Inflationserwartungen und die in langfristigen Zinssätzen enthaltenen Risikoprämien aus, was sich wiederum im wirtschaftlichen Umfeld, in dem die Finanzpolitik agiert, niederschlägt.

Aus dieser gegenseitigen Abhängigkeit resultiert die Notwendigkeit, einen institutionellen Handlungsrahmen zu schaffen, der die Interaktionen zwischen der Geld- und Finanzpolitik regelt. Dabei kommt der Geldpolitik die Aufgabe zu, Preisstabilität zu gewährleisten, da dies das einzige Ziel ist, dessen Erreichen langfristig von ihr erwartet werden kann. Gleichzeitig ist auch von Bedeutung, dass der Geldpolitik bei der Umsetzung dieses Ziels volle Unabhängigkeit gewährt wird, damit sie vor etwaigen kurzfristigen, politisch motivierten Interessen der Regierungen geschützt ist. Die Finanzpolitik hat hingegen die Aufgabe, für ein stabiles und berechenbares Umfeld zu sorgen, in dem die Märkte effizient funktionieren können, und das Vertrauen der Öffentlichkeit sowie den politischen Konsens im Rahmen der allgemeinen Wirtschaftspolitik zu stärken. In diesem Zusammenhang sind Handlungsrahmen, die auf klar umrissenen Mandaten und Regeln beruhen, Ausdruck einer Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik, die einer diskretionären Koordinierung des politischen Tagesgeschäfts bei auftretenden Schocks generell vorzuziehen ist. Die Ad-hoc-Koordinierung politischer Maßnahmen hat sich in der Tat als weitgehend unwirksam, wenn nicht gar kontraproduktiv, erwiesen, da sie stets Umsetzungsprobleme und Fehlanreize für die beteiligten Akteure mit sich bringt.

Der institutionelle Rahmen des Euro-Währungsgebiets, der sich auf den EG-Vertrag gründet und durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt ergänzt wurde, ist so gestaltet, dass die obigen Überlegungen in angemessener Form berücksichtigt werden. Er weist den einzelnen politischen Akteuren klar definierte Ziele und Prioritäten zu und bietet ihnen in Verbindung mit seinen Überwachungsmechanismen angemessene Anreize, diese Ziele zu verfolgen und zu erreichen. (Eine umfassende Erläuterung des institutionellen gesamtwirtschaftlichen Rahmens der Europäischen Währungsunion findet sich in dem Aufsatz „Der wirtschaftliche Rahmen der WWU“ im Monatsbericht vom November 2001.)

I Einleitung

Sowohl die Geld- als auch die Finanzpolitik wirken sich auf zentrale gesamtwirtschaftliche Variablen aus, wodurch es bei der Verfolgung der jeweiligen politischen Ziele zu Wechselwirkungen kommt. Die Finanzpolitik auf der einen Seite beeinflusst die Ressourcenverteilung zwischen dem öffentlichen und dem privaten Sektor sowie innerhalb des privaten Sektors. Zudem schlägt sie sich in den Anreizen zu konsumieren, zu sparen und zu investieren und damit im Produktionspotenzial sowie im Konjunkturzyklus nieder. Auf diesem Weg kann die Finanzpolitik Ein-

fluss auf Preisentwicklung, Realzinsen und Risikoprämien ausüben. All diese Faktoren müssen von einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik in systematischer Form berücksichtigt werden. Das bestehende geldpolitische Regime auf der anderen Seite ist eine fundamentale Bestimmungsgröße der kurzfristigen Zinssätze, der Inflationserwartungen sowie der Prämie, die in den langfristigen Zinssätzen als Ausgleich für das Risiko schwankender Inflation enthalten ist. Darüber hinaus kann die Geldpolitik vorübergehend Auswirkungen auf die realwirtschaftliche Ak-

tivität und somit indirekt auf die kurzfristige Entwicklung der staatlichen Einnahmen und Ausgaben haben. Die Geldpolitik übt also in unterschiedlicher Weise Einfluss auf das gesamtwirtschaftliche Umfeld aus, in dem auch andere politische Akteure tätig sind.

Vor diesem Hintergrund ist es naheliegend, dass das Verhältnis zwischen Geld- und Finanzpolitik – der so genannte Policy-Mix – in der wissenschaftlichen wie auch politischen Diskussion stets Aufmerksamkeit auf sich gezogen hat. Allerdings hat sich die Art und Weise, wie diese Beziehung von der Wirtschaftstheorie analysiert wird, in den vergangenen Jahrzehnten deutlich verändert. Bis Anfang der Siebzigerjahre vertrat man die Ansicht, dass der wechselseitige Einfluss der beiden Politikbereiche aufeinander ein gemeinsames und koordiniertes Vorgehen im Hinblick auf die Konjunkturstabilisierung erforderlich mache. Beide Politikbereiche wurden als wirksame Instrumente für eine Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage sowie für eine systematische Förderung des Wirtschaftswachstums betrachtet. Die Finanzpolitik spielte nach allgemeiner Auffassung die entscheidende Rolle für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Gleichzeitig ging die traditionelle Geldtheorie über viele Jahre davon aus, dass die Geldpolitik einen dauerhaften Anstieg von Produktion und Beschäftigung auf Kosten einer nur geringfügig höheren Inflation bewirken könne. Auf diese Weise, so wurde vielfach argumentiert, könne die Geldpolitik die Stabilisierungsbemühungen der Finanzpolitik systematisch unterstützen und ihren Finanzierungsbedarf erforderlichenfalls mit nur geringen Folgen für die Geldwertstabilität decken. Das Zusammenwirken der beiden Politikbereiche wurde zu jener Zeit vorwiegend anhand eines statischen Modells untersucht. In ihm wurde das Produktionsniveau bei Auftreten wirtschaftlicher Schocks durch die Reaktion der Finanzpolitik bestimmt, während die Geldpolitik für die Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage verantwortlich war. Die Bedeutung von Anreizeffekten in der Politik und der Erwartungen des privaten Sektors für die

gesamtwirtschaftliche Entwicklung fand wenig oder überhaupt keine Beachtung.

In Anbetracht des Versagens der Wirtschaftspolitik in den Siebzigerjahren wurde dieses Paradigma grundsätzlich in Frage gestellt. Zunehmend deutlicher war zu erkennen, dass die systematischen Anstrengungen, die Nachfrage über wiederholte fiskalische Impulse aufrechtzuerhalten und den angenommenen Zielkonflikt zwischen Produktion und Inflation zu nutzen, für die anhaltend hohe Inflation, die steigende Arbeitslosigkeit und die wirtschaftlichen Turbulenzen dieses Jahrzehnts verantwortlich waren. Infolgedessen kam es zu einem allmählichen Paradigmenwechsel bei gleichzeitiger Wiederbelebung der Lehrsätze der klassischen Wirtschaftstheorie. Das neue Paradigma stellt die Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure in den Mittelpunkt der Analyse und geht von der zentralen Annahme aus, dass diese ihr Verhalten im Zeitablauf anhand ihrer Erwartungen über die zukünftige Wirtschaftsentwicklung – darunter auch zukünftige wirtschaftspolitische Maßnahmen – optimieren. Auf dem Gebiet der geld- und finanzpolitischen Koordinierung rückte man von dem Konzept abgestimmter kurzfristiger wirtschaftspolitischer Reaktionen auf Schocks ab und ging zur Einführung eines nicht diskretionären, auf Regeln beruhenden Systems über, das den geld- und finanzpolitischen Entscheidungsträgern einen zeitkonsistenten Handlungsrahmen und damit einen zuverlässigen Anker für die privaten Erwartungen bietet.

Im Rahmen dieses Aufsatzes werden die Wechselbeziehungen zwischen Geld- und Finanzpolitik aus dem Blickwinkel dieses neuen Paradigmas untersucht. Es wird gezeigt, dass die beste Lösung hinsichtlich der optimalen Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik in der Einführung eines Systems liegt, das den verschiedenen politischen Entscheidungsträgern Aufgaben und Zielsetzungen eindeutig und widerspruchsfrei zuweist, regelgebundene und transparente Rahmensetzungen und Verfahren gewährleistet sowie der Geld- und Finanzpolitik beständige Handlungsrichtlinien

liefert, während gleichzeitig eine Kurzfristorientierung vermieden wird. In einem solchen System wird bei angemessener Gestaltung und Anwendung quasi systeminhärent dafür gesorgt, dass die Reaktionen von Geld- und Finanzpolitik auf Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds konsistent sind und zu einem optimalen gesamtwirtschaftlichen Ergebnis beitragen. Damit erübrigt sich im Allgemeinen jede weitere Maßnahmenkoordination im politischen Tagesgeschäft. Unter diesen Bedingungen gibt es einen zusätzlichen Nutzen aus einer Abstimmung der

Politikreaktionen auf Schocks nur dann, wenn die den einzelnen politischen Handlungsträgern zugewiesenen Ziele unzureichend aufeinander abgestimmt und nicht miteinander verträglich sind. Sollte dieser Fall eintreten, dann wäre eine explizite Zielanpassung angezeigt, nicht aber eine gemeinsame und koordinierte Antwort auf Schocks; diese würde lediglich zu einer Vermischung der Politikfelder und einer Verwischung der Verantwortlichkeiten der jeweiligen politischen Akteure führen und dadurch Fehlanreize verstärken.

2 Ökonomische Überlegungen zur Ausgestaltung des geld- und finanzpolitischen Systems

Es ist ein grundlegendes Prinzip, dass den einzelnen Politikbereichen stets nur solche gesamtwirtschaftlichen Ziele zugewiesen werden sollten, die sie auch erreichen können. Diesbezüglich ist inzwischen allgemein anerkannt, dass die Geldpolitik – aufgrund der Neutralität geldpolitischer Impulse auf längere Sicht – keinen Anstieg der realen Produktion über das Niveau hinaus bewirken kann, das durch den technologischen Fortschritt und die den Entscheidungen der Wirtschaftssubjekte zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren bestimmt wird. Diese Faktoren gründen in den individuellen Präferenzen sowie in den jeweiligen Anreizen zu arbeiten, zu sparen, zu investieren und Risiken einzugehen – Faktoren also, die vom Preisniveau unabhängig sind. Geldpolitischer Aktivismus, der auf eine Veränderung des langfristigen Wachstumspfads einer Wirtschaft abzielt, wäre kontraproduktiv. Jeder systematische Versuch einer konjunkturellen Feinsteuerung seitens der Geldpolitik könnte leicht die Inflationserwartungen destabilisieren und Unsicherheiten verstärken, wodurch die subjektiv wahrgenommenen Risiken wirtschaftlicher Entscheidungen steigen würden. Eine Instabilität des allgemeinen Preisniveaus würde Sparer und Kreditgeber zu kostspieligen Vorsichtsmaßnahmen verleiten und somit die für produktive Zwecke zur Verfügung stehenden Mittel vermindern. Zudem würden auch ineffiziente Schwankungen der gesamtwirt-

schaftlichen Beschäftigung und Produktion sowie diverse Verzerrungen in der Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage auftreten. Längerfristig kommt es also durch die geldpolitische Feinsteuerung sogar zu einer Beeinträchtigung der Wirtschaftsperspektiven eines Landes. Ein von Preisstabilität geprägtes Wirtschaftsklima verbessert hingegen den Mechanismus, der die relativen Preise bestimmt, erhöht die Effizienz der Ressourcenallokation und trägt – durch eine Verstetigung der Inflationserwartungen – zu einer geringeren Unsicherheit am Markt und niedrigeren Risikoprämien auf langfristige, in nominalen Größen fixierte Verträge bei. In diesem Sinne ist Preisstabilität das Fundament einer gut funktionierenden Marktwirtschaft und der größte Beitrag, den die Geldpolitik zur wirtschaftlichen Wohlfahrt leisten kann.

Hinsichtlich der Finanzpolitik hat sich die Ansicht durchgesetzt, dass der Spielraum für eine systematische diskretionäre Nachfragesteuerung, die auf eine Korrektur der Wirtschaftstätigkeit auf kurze Sicht abzielt, sehr begrenzt ist. Erstens machen die immanenten Verzögerungen und Unsicherheiten im politischen Prozess sowie die Verzögerungen, mit denen beispielsweise diskretionäre Erhöhungen der Staatsausgaben oder Steuerensenkungen auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage wirken, wie auch die erhebliche

Unsicherheit darüber, wie stark die Wirtschaft auf den finanzpolitischen Impuls reagiert, eine antizyklische Finanzpolitik zu einem schwierigen und riskanten Unterfangen. Zweitens können finanzpolitische Instrumente zwar wichtig für die Glättung der Einkommen im Verlauf konjunktureller Schwankungen sein, doch besteht die Gefahr, dass die staatliche Schuldenlast von einem Konjunkturzyklus zum nächsten stetig wächst. Ein solcher „Hang zu Defiziten“ ergibt sich für gewöhnlich daraus, dass der politische Prozess im Hinblick auf bevorstehende Wahlen und den Druck, die Interessen bestimmter gut organisierter Verbände wahrzunehmen, zeitweise von kurzfristigen Überlegungen und Zielen beherrscht wird. Eine relativ einfache Methode der für die Finanzpolitik zuständigen Stellen, die möglicherweise konkurrierende Nachfrage nach nur begrenzt vorhandenen Mitteln zu befriedigen, besteht darin, Ausgaben durch Schulden zu finanzieren und damit künftigen Generationen von Steuerzahlern die Finanzierungslast aufzubürden. In alternden Gesellschaften kann dies darüber hinaus zu einer Ausweitung der impliziten Verbindlichkeiten der staatlichen Rentensysteme führen. Mit den zunehmenden Haushaltsungleichgewichten sind in der Tat hohe Wohlfahrtsverluste verbunden. Nicht tragfähige öffentliche Finanzen schränken Umfang und Effektivität, mit der die Finanzpolitik zur wirtschaftlichen Stabilisierung beitragen kann, ein. Zudem führen steigende Ausgaben- und Schuldenquoten zu einer – unmittelbaren oder künftigen – Zunahme der Steuerlast, die ihrerseits zunehmende Effizienzverluste infolge einer verzerrenden Besteuerung erzeugt. Steigende Schuldenlasten können außerdem den privaten Aufbau von Produktivkapital mehr und mehr verdrängen und das Wirtschaftswachstum mittelfristig dämpfen.

Das zunehmende Bewusstsein für die Grenzen der gesamtwirtschaftlichen Feinsteuerung hat weltweit einen Trend zu stärker regelgebundenen institutionellen Handlungsrahmen ausgelöst. Dieser wirtschaftspolitische Ansatz verfolgt zwei Ziele: zum einen, den jeweils politisch Verantwortlichen ein spezifisches Mandat zu erteilen, d. h. klar umrissene poli-

tische Ziele vorzugeben, um auf der Entscheidungsebene geeignete Anreize zu schaffen und die Berechenbarkeit der Politik zu gewährleisten. Zum anderen soll den Verantwortlichen vor dem Hintergrund eines ständigen wirtschaftlichen Wandels eine geeignete Orientierungshilfe für den richtigen Einsatz ihrer politischen Instrumente an die Hand gegeben werden, damit ihre Handlungen im Zeitverlauf möglichst weitgehend mit der Umsetzung der langfristigen politischen Ziele vereinbar sind. Diese Handlungsrahmen beinhalten zwar gewisse Regeln, doch müssen dies normalerweise nicht bis ins Detail präzisierte Reaktionsfunktionen sein. Sie sollen also keine Einsatzpläne sein, die den Gebrauch der politischen Instrumente als Funktion einer allumfassenden Liste möglicher Ereignisse vorschreiben, sondern vielmehr ein regelgebundenes Verhalten festschreiben, das die politischen Entscheidungsträger dazu diszipliniert, im Zeitverlauf konsistente Entscheidungen zu treffen. Ein solches Verhalten stärkt das Vertrauen in die wirtschaftlichen Institutionen und fördert produktive Investitionen (siehe hierzu den Aufsatz „Fragen im Zusammenhang mit geldpolitischen Regeln“ im Monatsbericht vom Oktober 2001).

Dieses Umfeld macht es der Öffentlichkeit leicht, politische Maßnahmen einzuschätzen und das Verhalten der zuständigen Stellen kontinuierlich zu beobachten. Hat die Öffentlichkeit den Eindruck, dass die Handlungen der politischen Instanzen stets den eingegangenen Verpflichtungen entsprechen, können die privaten Akteure weiter auf ein stabiles Wirtschaftsklima vertrauen und dies mit Zuversicht in ihre wirtschaftlichen Vorhaben einbeziehen. Anzeichen systematischer oder unbegründeter Abweichungen werden dagegen mit einer Veränderung der Erwartungen und Vertrauensverlust quitiert. Eine derartige Kontrolle durch die Öffentlichkeit erfordert einen transparenten Rahmen, der sicherstellt, dass politische Maßnahmen und wirtschaftliche Ergebnisse einzelnen politischen Akteuren zugeordnet werden können. Nur so lässt sich eine umfassende Rechenschaft gegenüber der Öffentlichkeit gewährleisten.

Hieraus lassen sich überzeugende Argumente für eine klare Abgrenzung der Politikfelder und Zuständigkeitsbereiche der verschiedenen politischen Akteure ableiten. Ferner bedeutet dies, dass angemessene Anreize geschaffen, das Konfliktpotenzial verringert und die Vermischung von Zuständigkeiten vermieden werden sollten. Natürlich muss die Zuweisung von Zielen und Instrumenten an die einzelnen politischen Entscheidungsträger konsistent sein, um unter dem Strich das bestmögliche gesamtwirtschaftliche Ergebnis erzielen zu können.

Diese allgemeinen wirtschaftspolitischen Grundsätze haben weit reichende Folgen für den Zusammenhang zwischen Geld- und Finanzpolitik. Erstens ist die Wahrung von Preisstabilität bzw. einer niedrigen und stabilen Inflationsrate zum vorrangigen Ziel der Geldpolitik avanciert. Es wurde erkannt, dass die Unabhängigkeit der Zentralbank eine unabdingbare Voraussetzung dafür ist, dass diese mittelfristig die Kontrolle über das Preisniveau behält. Zweitens hat sich herausgestellt, dass tragfähige öffentliche Finanzen einen wichtigen Beitrag zu einer effizienten intertemporalen Ressourcenallokation leisten. Angesichts der Auswirkungen, die Höhe und Struktur von Steuern und Staatsausgaben auf die Wirtschaftstätigkeit haben, sollte eine mittelfristige Ausrichtung der Finanzpolitik die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen gewährleisten und dafür sorgen, dass die automatischen Stabilisatoren wirken können. Dies bedeutet, dass die Finanzpolitik bei der Erfüllung ihrer Aufgabe der Einkommensglättung innerhalb eines Konjunkturzyklus eine symmetrische Reaktion auf Schocks sicherstellen muss. Eine regelgebundene Finanzpolitik kann zum Erreichen dieser Ziele und somit ganz allgemein zu langfristigem Einkommenswachstum, Beschäftigung und Wohlfahrt beitragen (siehe hierzu die Aufsätze „Finanzpolitik und Wirtschaftswachstum“ und „Die Wirkungsweise automatischer fiskalischer Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2001 bzw. April 2002).

Zentralbankunabhängigkeit und fiskalische Regeln

Preisstabilität ist ein öffentliches Gut und gilt als unerlässliche Voraussetzung für langfristigen Wohlstand. Es liegt daher im gesamtgesellschaftlichen Interesse, die Verantwortung für die Wahrung der Preisstabilität einer unabhängigen Zentralbank zu übertragen, die über dem Zwist des politischen Tagesgeschäfts steht. So ist der Schritt hin zur Unabhängigkeit der Zentralbanken in den letzten Jahren vor allem auf die Befürchtung zurückzuführen, die Geldpolitik könne einem von der Finanzpolitik ausgehenden Druck ausgesetzt sein. Diese Sorge liegt insbesondere in dem bereits erwähnten „Hang zu Defiziten“ im politischen Prozess begründet.

Besteht eine solche Tendenz zu Haushaltsdefiziten, könnte die Finanzpolitik möglicherweise versuchen, Einfluss auf die Geldpolitik zu nehmen, um die Kreditfinanzierungskosten zu senken und damit die Last der angehäuften Staatsverschuldung zu verringern. Behält die Finanzpolitik in irgendeiner Form die Kontrolle über die Zinssätze, die die Zentralbank für ihre geldpolitischen Geschäfte festsetzt, könnte dies das Tor zu einer Politik der systematischen Schuldenfinanzierung öffnen. Eine Zentralbank, die nicht durch institutionelle Sicherheitsmechanismen geschützt ist, wird diesen Bestrebungen vermutlich nachgeben, sodass es zu einem „Hang zur Inflation“ kommt. Die Wirtschaftsgeschichte bestätigt diese These. So hatten zu Beginn der Zwanzigerjahre etliche Phasen der Hyperinflation in Kontinentaleuropa ihren eigentlichen Ursprung in einer „Kontamination“ von Haushalts- und Geldpolitik. Auch die lang anhaltende Periode hoher und volatiler Inflationsraten nach dem ersten Ölpreisschock Anfang der Siebzigerjahre in mehreren Ländern Europas ging maßgeblich darauf zurück, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger nicht ausreichend gegen die Finanzierungswünsche des Staates geschützt waren.

Eine Möglichkeit für eine Gesellschaft, sich gegen anhaltende Inflation und die durch eine diskretionäre Geldpolitik sowie ungeordnete

öffentliche Finanzen verursachten makroökonomischen Störungen abzusichern, liegt in dem passenden Rahmen für die Geld- und Finanzpolitik. Eine der Vorkehrungen im Bereich der Geldpolitik, mit denen dauerhaft eine wirksame Kontrolle der Zentralbank über ihr geldpolitisches Instrumentarium gewährleistet werden kann, ist die volle Unabhängigkeit ihres Entscheidungsprozesses und folglich das eindeutige und definitive Verbot einer monetären Finanzierung von Haushaltsdefiziten. Nur eine unabhängige Zentralbank, die jederzeit Forderungen nach direkter monetärer Finanzierung von Haushaltsdefiziten zurückweisen kann, ist auch in der Lage, dauerhaft die Kontrolle über die Geldmenge und somit über das Preisniveau auf mittlere Sicht zu bewahren.

Im Bereich der Finanzpolitik sind Verfahren und Zielsetzungen, die auf die eine oder andere Weise das Anwachsen der staatlichen Verbindlichkeiten in Relation zur Größe der Volkswirtschaft begrenzen, von äußerster Wichtigkeit und daher im Laufe der Zeit auch immer stärker in den Mittelpunkt gerückt. Diese Regelungen, die den Regierungen üblicherweise ein gewisses Maß an Flexibilität einräumen, um unerwarteten und außergewöhnlichen Situationen begegnen zu können, basieren auf dem Grundprinzip, der Politik wie der Öffentlichkeit den Zusammenhang zwischen einer Ausweitung von Ausgabenprogrammen und der Notwendigkeit von Steuererhöhungen zu deren Finanzierung vor Augen zu führen. Dabei verstärkt eine verfassungsrechtliche Begrenzung des staatlichen Haushaltsdefizits den Anreiz für die Politik, zur Auswahl stehende Ausgabenprogramme eingehender zu prüfen, um den erwarteten gesellschaftlichen Nutzen unter Berücksichtigung der Tatsache, dass den Ausgaben entsprechende Einnahmen gegenüberstehen müssen, zu maximieren. Fehlen hingegen verbindliche Regelungen zur Beschränkung der staatlichen Kreditaufnahme, wird der Zwang, Ausgaben vollständig durch Steuereinnahmen zu finanzieren, auf unbestimmte Zeit verschoben. Unter diesen Umständen dürften die Regierungen eher geringe Anreize verspüren, eine auf Steigerung des

künftigen gesellschaftlichen Wohlstands ausgerichtete Politik zu verfolgen.

Grundsätze der Finanzpolitik in einer Währungsunion

Von der Finanzpolitik gesetzte Fehlanreize können sich im Rahmen einer Währungsunion von unabhängigen Staaten noch verstärken. Eine stärkere Inanspruchnahme des Kapitalmarktes seitens der nationalen Regierungen zur Finanzierung eines steigenden Schuldenstands schlägt letztendlich auch auf den Kapitalmarkt im Währungsgebiet insgesamt durch. Solche Spillover-Effekte werden in der Regel über höhere Langfristzinsen im gesamten Währungsraum übertragen, da eine expansive Finanzpolitik in einem Land in Verbindung mit der daraus resultierenden Abschöpfung der privaten Ersparnisse in der Währungsunion insgesamt einen Druck auf die langfristigen Finanzierungskosten in allen Mitgliedsländern ausübt. Angesichts der Größe des Kapitalmarkts in der Währungsunion sind die Auswirkungen einer höheren Verschuldung in einem einzelnen Mitgliedsland auf dessen eigene Refinanzierungsbedingungen in der Regel wesentlich geringer als sie es ohne die Währungsunion wären. Wenngleich solche Spillover-Effekte auch zwischen unabhängigen Währungsräumen auftreten können, sind sie doch innerhalb einer Währungsunion aufgrund der gemeinsamen Währung (mit unwiderruflich festgelegten Wechselkursen) und der stärkeren Verflechtung der nationalen Finanzmärkte direkter und unmittelbarer zu spüren. In einer Währungsunion haben staatliche Emittenten daher einen stärkeren Anreiz zur Schuldenfinanzierung, da nicht nur die staatlichen Stellen, die eine expansive Finanzpolitik betreiben, sondern alle Teilnehmer an der Währungsunion gemeinsam die Konsequenzen wachsender Verbindlichkeiten in Form höherer Realzinsen zu tragen haben.

Diese Anreizprobleme lassen sich über Marktmechanismen nicht gänzlich beseitigen. Die Finanzmarktakteure sind heute besser in der Lage, das länderspezifische Kreditrisiko von Großkreditnehmern einzuschätzen. Dies führt

in der Regel zu höheren Länderrisikoprämien für die Regierungen, die von einem soliden finanzpolitischen Kurs abweichen. Diese Art von Marktdisziplin ist zu begrüßen, da sie die Regierungen davon abhält, vom Pfad der finanzpolitischen Tugend abzuweichen, und ihnen zusätzliche Anreize für eine tragfähige Politik bietet. Gleichwohl können Marktmechanismen alleine staatliche Emittenten nur in begrenztem Maße dazu bewegen, übermäßige Defizite zu vermeiden.

Die oben angeführten Argumente verdeutlichen, warum in einer Währungsunion gemeinsame Regeln zur Wahrung von Haushaltsdisziplin und geeignete Durchsetzungs- und Überwachungsmechanismen notwendig sind. Zu diesen wichtigen Schutzvorkehrungen gehören Regelungen, die eine solide Finanzpolitik über den gesamten Konjunkturzyklus hinweg gewährleisten. Die Erfahrungen föderal aufgebauter Staaten haben gezeigt, dass die Vorschrift eines ausgeglichenen Haushalts oder Obergrenzen für das auf kommunaler Ebene zulässige Haushaltsdefizit entscheidend dazu beitragen, die Finanzen des Staatssektors insgesamt unter Kontrolle zu halten. Wichtig ist auch die Verpflichtung der nationalen Finanzpolitik, bei einer finanziellen Notlage in einem Mitgliedsland die so genannte No-Bailout-Klausel zu beachten. Gemäß dieser Bestimmung kann keines der Teilnehmerländer für die Schulden eines anderen Staats haftbar gemacht werden, wenn dieser in Finanzierungsschwierigkeiten gerät. Solche länderübergreifenden Regelungen erleichtern den einzelnen Regierungen die Durchführung der Politik, verhindern das Auftreten von Moral-hazard-Problemen und fördern somit das gegenseitige Vertrauen unter den Mitgliedstaaten.

Gründe für eine wechselseitig konsistente Zielsetzung

Geld- und finanzpolitische Regeln der oben beschriebenen Art gewährleisten, dass die langfristigen Ziele der einzelnen Politikbereiche bei der Entscheidungsfindung gebührend berücksichtigt und systematische Ab-

weichungen vom vorgesehenen politischen Kurs vermieden werden. Sie sorgen für eine klare Abgrenzung der Gebiete, auf denen die einzelnen Politikbereiche ihre jeweiligen Ziele frei verfolgen können, und lassen sich von der Öffentlichkeit leicht nachprüfen. Diese Regeln sind zwar notwendig, aber möglicherweise nicht ausreichend für den gesamtwirtschaftlichen Erfolg, da die Zielsetzungen auch miteinander vereinbar sein müssen.

Die bisherige Erfahrung zeigt, dass bei vorhandenen Ziel- und Präferenzkonflikten die Reaktionen der Geld- und der Finanzpolitik auf ökonomische Schocks in ihrer Wechselwirkung zu unerwünschten gesamtwirtschaftlichen Ergebnissen führen können. Eine solche Situation könnte beispielsweise eintreten, wenn die geld- und finanzpolitischen Entscheidungsträger unterschiedlicher Ansicht über das mittelfristig tragfähige und daher mit dauerhafter Preisstabilität zu vereinbarende Produktionsniveau sind. Anhand einfacher stilisierter Modelle der Wechselwirkung zwischen Geld- und Finanzpolitik lässt sich zeigen, dass ein nicht hinreichend koordiniertes Vorgehen in einer Situation, in der das von der Finanzpolitik als auf kurze Sicht wünschenswert erachtete Produktionsniveau über dem wahren Potenzialwachstum liegt, zu einer Verschlechterung der öffentlichen Finanzlage und zu höherem Inflationsdruck führen kann. Dieser Inflationsdruck veranlasst wiederum die Geldpolitik dazu, für steigende Realzinsätze zu sorgen. In dieser Situation bietet sich in einigen Modellen ein koordiniertes Vorgehen als Lösung an. Durch einen abgestimmten Einsatz des politischen Instrumentariums scheint man das Problem, dass die Akteure in ihrem Vorgehen die zu erwartende Reaktion der jeweils anderen Seite nicht hinreichend berücksichtigen, lösen zu können, indem man die engen wechselseitigen Beziehungen zwischen den beiden unterschiedlichen Politikbereichen nutzt. Eine solche Schlussfolgerung ist jedoch unzutreffend. Da die Störung möglicherweise aus einer mangelnden Abstimmung der politischen Ziele herrührt, liegt es nahe, das Problem durch eine entsprechende Korrektur zu beheben. Bei einem Zielkonflikt oder unterschiedlichen Auffassungen über die grundlegende Funktionsweise der Volkswirtschaft würde eine aktive Koor-

dinierung die institutionellen Probleme aber nur verfestigen und verlängern, anstatt sie an der Wurzel zu fassen.

Probleme der Ad-hoc-Koordinierung

Selbst bei genauer Abstimmung der Politikziele gibt es zwingende Argumente gegen eine aktive Koordinierung der Geld- und Finanzpolitik in Bezug auf eine Nachfragesteuerung, die durch erhebliche Umsetzungsprobleme begründet sind. In der Praxis wäre eine verbesserte Koordinierung politischer Maßnahmen mit Informations-, Anreiz- und Durchsetzungsproblemen behaftet. Grundsätzlich hat es die Politik angesichts der allgegenwärtigen Unsicherheit und der unvollständigen Informationen über die aktuelle Wirtschaftslage sowie die zukünftige Entwicklung schwer, von Fall zu Fall koordinierte Maßnahmenpläne wirksam und zeitnah zu vereinbaren und umzusetzen. Um solche Maßnahmen effektiv durchführen zu können, wäre es erforderlich, die Art der Schocks, von denen die Volkswirtschaft betroffen ist, zu bestimmen und sich insbesondere auf ein geeignetes makroökonomisches Modell zu einigen, mit dem der Übertragungsprozess solcher Schocks genau verfolgt und die Wirksamkeit der jeweiligen politischen Reaktion gemessen werden kann. Da es schwierig ist, die Art der Schocks korrekt zu identifizieren und zu einer einheitlichen Auffassung über deren Weiterverbreitung im Zeitverlauf und mögliche Spillover-Effekte gemeinsamer politischer Aktionen sowie über das „wahre“ Modell der Volkswirtschaft zu gelangen, ist eine aktive Koordinierung der Politiken oftmals kontraproduktiv. Verschärft wird dieses Problem noch durch die immanenten Schwierigkeiten

sowohl der Geld- als auch der Finanzpolitik, eine Feinsteuerung der ökonomischen Entwicklung vorzunehmen.

Noch entscheidender ist jedoch, dass Anreiz- und Durchsetzungsprobleme die Tragfähigkeit einer aktiven Ad-hoc-Koordinierung untergraben. Zum einen ist das Risiko groß, dass die Anreize für die politisch Verantwortlichen und/oder deren Fähigkeit zur Erfüllung ihrer spezifischen Ziele durch Verwischung der jeweiligen Zuständigkeiten verringert und die Möglichkeiten der Öffentlichkeit, die Politik an ihren Zielen zu messen, eingeschränkt werden. Zum anderen würden solche Anreizprobleme noch dadurch verschärft, dass keine geeigneten Instrumente zur Überwachung und Umsetzung koordinierter Aktionen zur Verfügung stehen, die ein Festhalten der politischen Akteure an der vereinbarten Abfolge von Maßnahmen gewährleisten würden. In Ermangelung von Durchsetzungsmechanismen wäre ein solcher Politikrahmen nicht glaubwürdig und bliebe wohl weitgehend unwirksam.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass konzertierte Ad-hoc-Eingriffe der Politik mit erheblichen Risiken verbunden sind. Vor allem die gravierenden Informations-, Anreiz- und Durchsetzungsprobleme, die die Politikkoordinierung beeinträchtigen, sprechen nachdrücklich dafür, *von vornherein* wechselseitig konsistente Rahmenbedingungen und Grundsätze festzulegen, die den verschiedenen staatlichen Stellen bei ihrem Vorgehen Grenzen setzen. Auf diese Weise können sie in einem stabilen Umfeld agieren, in welchem keine Notwendigkeit für Ad-hoc-Vereinbarungen über bestimmte Vorgehensweisen besteht.

3 Der institutionelle Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion – Grundlagen des EG-Vertrags und praktische Durchführung der Politik

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft basiert auf den im vorangegangenen Abschnitt beschriebenen Grundsätzen einer soliden Wirtschaftspolitik. Er stellt eine

tragfähige institutionelle Grundlage für die Wirtschaftspolitik in Europa dar. Die durch den EG-Vertrag begründete spezifische Ausgestaltung der Wirtschafts- und Währungs-

union beinhaltet die Übertragung der Zuständigkeit für die Geldpolitik auf die Gemeinschaftsebene, während die Verantwortung für die Finanzpolitik und die sonstige Wirtschaftspolitik überwiegend bei den nationalen Regierungen verbleibt. Der EG-Vertrag sieht auf allen Gebieten eine klare Aufgabenverteilung auf Basis gemeinsamer Ziele und richtungweisender Grundsätze für die Durchführung der Politik in Europa vor; dazu gehören insbesondere stabile Preise, gesunde öffentliche Finanzen und ein beständiges, nicht-inflationäres Wachstum (Artikel 2 und 4 des EG-Vertrags).

Für die Geldpolitik wurde eine unabhängige Zentralbank errichtet, die dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist. Damit soll – ceteris paribus – gewährleistet werden, dass die Geldpolitik zeitnah und angemessen auf ökonomische Schocks mit potenziell inflationären oder deflationären Auswirkungen reagieren kann. Durch diesen stabilitätsorientierten Rahmen wird eine der Hauptursachen ökonomischer Instabilität beseitigt. Auf finanzpolitischem Gebiet, auf dem der EG-Vertrag durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt ergänzt wird, minimiert die Einhaltung der Haushaltsdisziplin, die in den Vorgaben eines auf mittlere Sicht nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts und der Vermeidung eines übermäßigen Defizits verankert ist, das Risiko makroökonomischer Instabilität als Folge von Störungen, die durch eine nicht dauerhaft tragfähige Finanzpolitik ausgelöst werden. Zentralbankunabhängigkeit und Budgetregeln sind daher sich wechselseitig verstärkende Bestandteile dieses Rahmens mit dem Ziel der Gewährleistung makroökonomischer Stabilität.

Grundlagen des EG-Vertrags

Aus der Bedeutung von Preisstabilität für ein wirksames Funktionieren der Marktmechanismen ergibt sich, dass im Rahmen des Binnenmarkts eine stabilitätsorientierte Geldpolitik ein öffentliches Gut darstellt, für das eine unabhängige Zentralbank auf einheitliche

Weise Sorge zu tragen hat. Der EG-Vertrag definiert als vorrangiges Ziel des Eurosystems (also der EZB und der nationalen Zentralbanken, die den Euro eingeführt haben) und der einheitlichen Geldpolitik eindeutig die Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet (Artikel 105).

Damit dieser Auftrag effektiv erfüllt werden kann, räumt der Vertrag dem Eurosystem und den Mitgliedern seiner Beschlussorgane weit gehende Unabhängigkeit ein. Artikel 101 sieht ein Verbot der monetären Finanzierung öffentlicher Defizite vor und Artikel 108 gewährleistet die Unabhängigkeit in allen Belangen, d. h. in institutioneller, persönlicher, funktioneller und finanzieller Hinsicht (siehe auch den Artikel „Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken“ im Monatsbericht vom Juli 1999). Der EG-Vertrag sieht nicht nur vor, dass das Eurosystem und die Mitglieder seiner Beschlussorgane keine Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen. Analog hierzu heißt es auch, dass „Einrichtungen der Gemeinschaft“ sowie „die Regierungen“ sich verpflichten, „nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB [...] zu beeinflussen“.

Im EG-Vertrag ist keine Rede von einer wie auch immer gearteten aktiven Koordinierung zwischen Geld- und Finanzpolitik. Im Gegenteil: Ein Kapitel zur „Wirtschaftspolitik“ ist deutlich von einem anderen Kapitel zur „Währungspolitik“ getrennt. Gleichzeitig jedoch trägt der EG-Vertrag den wechselseitigen Beziehungen zwischen diesen Politikbereichen Rechnung. Artikel 105 besagt, dass das Eurosystem „die Geldpolitik der Gemeinschaft [...] auszuführen“ und „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft“ zu unterstützen hat. Diese Formulierung legt nahe, dass das Eurosystem dieselben Ziele verfolgt wie die Gemeinschaft. Hierzu gehören „eine harmonische, ausgewogene und nachhaltige Entwicklung des Wirtschaftslebens, ein hohes Beschäftigungsniveau [...], beständiges, nicht inflationäres Wachstum [und

ein hoher] Grad von Wettbewerbsfähigkeit und Konvergenz der Wirtschaftsleistungen“ (Artikel 2). Allerdings unterscheidet sich der im zweiten Satz von Artikel 105 Absatz 1 genannte grundsätzliche Auftrag zur Unterstützung der „allgemeinen Wirtschaftspolitik“ in qualitativer Hinsicht von der vorrangigen und unmittelbaren Verpflichtung des Eurosystems zur Gewährleistung von Preisstabilität. Aus praktischen und polit-ökonomischen Gründen, die im vorangegangenen Abschnitt erörtert wurden, überträgt der EG-Vertrag der EZB keine direkte Verantwortung für zusätzliche Ziele neben der Preisstabilität. So ist im Vertrag keine Rede von „nachrangigen Zielen“ der EZB beziehungsweise des Eurosystems. Vielmehr verlangt er, dass das Eurosystem bei der Erfüllung seines vorrangigen Ziels anderen Zielen der Gemeinschaft Rechnung trägt.

Im EG-Vertrag spiegelt sich zudem die Erfahrung wider, dass möglicherweise Budgetregeln als zusätzliche Absicherung gegen die aus einer unsoliden Finanzpolitik resultierenden Risiken für die Volkswirtschaft erforderlich sind. Vor allem sind übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden (Artikel 104). Darüber hinaus bietet die No-Bailout-Klausel, der zufolge weder die Gemeinschaft noch ein Mitgliedstaat für die Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaats haften oder eintreten (Artikel 103), der nationalen Finanzpolitik weitere Anreize zur Wahrung von Haushaltsdisziplin. Dabei lassen sich weder hohe Staatsschulden einfach „weginflationieren“ noch kann sich eine Regierung, die sich nicht an die Regeln hält, auf den finanziellen Beistand anderer Regierungen verlassen. Der gegenwärtige institutionelle Rahmen verhindert somit, dass einzelne Regierungen einen Teil ihrer hohen staatlichen Schuldenlast auf andere Länder des Euro-Währungsgebiets abwälzen können. Auf diese Weise wird zudem sichergestellt, dass eine unsolide Finanzpolitik in einem Land in der Regel höhere Risikoprämien für dessen Verbindlichkeiten und nicht für die Schulden anderer Länder zur Folge hat. Dies wiederum verstärkt die Anreize zur Haushaltsdisziplin auf nationaler Ebene. Im Kasten mit dem Titel „Der finanzpolitische Rahmen der EU“

werden die wichtigsten Merkmale des institutionellen Rahmens zur Regelung der Finanzpolitik in der EU erörtert.

Der gegenwärtige Rahmen verpflichtet die Finanzpolitik zur Ausrichtung auf langfristige Ziele und sollte daher den finanzpolitischen Kurs über den Konjunkturzyklus hinweg berechenbarer machen. Dieser Rahmen ist einer soliden Finanzpolitik förderlich und erleichtert gleichzeitig der Zentralbank die Erfüllung ihres Auftrags. Die institutionellen Bestimmungen über die öffentlichen Finanzen zielen darauf ab, die Durchführung der Finanzpolitik auf nationaler Ebene von den Hemmnissen zu befreien, die den Regierungen in der Vergangenheit häufig die Hände gebunden haben. Im Rahmen der derzeit bestehenden Institutionen können die Regierungen die Kontrolle über die Instrumente der Einkommensglättung und automatischen Stabilisierung, die sie angesichts der Schuldenspirale, der steigenden Kosten der Schuldenfinanzierung und der zunehmenden Rigiditäten in ihrer Haushaltsführung weitgehend verloren hatten, zurückgewinnen. Bei einem im Durchschnitt des Konjunkturzyklus ausgeglichenen Haushalt können die eingebauten Stabilisatoren frei wirken und bei konjunkturellen Problemen effizient gegensteuern.

Im Rahmen dieses institutionellen Regelwerks werden Konflikte und Kompetenzüberschneidungen bei der Durchführung der einheitlichen Geldpolitik und der Ausgestaltung der Finanzpolitik vermieden und die Verantwortlichkeiten zwischen der EZB einerseits und den finanzpolitischen Akteuren andererseits klar verteilt. Damit werden angemessene Anreize für alle politischen Akteure gesetzt und eine wirksame öffentliche Kontrolle gewährleistet.

Informationsaustausch zwischen der EZB und anderen politischen Entscheidungsträgern

Die EZB berichtet durch die öffentlichen Auftritte ihrer Vertreter und ihre Publikationen, die stets eine Einschätzung der Wirtschafts-

lage und Erläuterungen zu den geldpolitischen Entscheidungen liefern, über ihre Politik. Hierdurch erhalten alle politischen Entscheidungsträger, also auch die für die Finanzpolitik Verantwortlichen, sämtliche Informationen, die sie benötigen, um die monetären Entwicklungen – einschließlich der Reaktionen der Geldpolitik auf finanz- und strukturpolitische Veränderungen – zu verstehen und damit antizipieren zu können (siehe den Aufsatz „Transparenz in der Geldpolitik der EZB“ im Monatsbericht vom November 2002).

Da die EZB Teil des wirtschaftspolitischen Gesamtrahmens ist, wurden darüber hinaus auch Kommunikationswege in Gestalt eines konstruktiven und offenen Informations- und Meinungsaustauschs mit anderen politischen Entscheidungsträgern geschaffen. Da sich struktur- und finanzpolitische Maßnahmen unter anderem auf die kurzfristige Preisentwicklung, die Angebotsbedingungen und den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik auswirken können, kann es von Vorteil sein, dass die EZB am Informations- und Meinungsaustausch zwischen den politischen Instanzen der Europäischen Union über die aktuelle Wirtschaftslage und die Finanz- und Strukturpolitik teilnimmt.

Umgekehrt können der Präsident des ECOFIN-Rats und ein Kommissionsvertreter regelmäßig an den Sitzungen des EZB-Rats teilnehmen (Artikel 113 Absatz 1). Auf diese Weise werden die Minister und die Kommission laufend über die allgemeine Ausrichtung der Geldpolitik unterrichtet. Darüber hinaus wurden eine Reihe von Vereinbarungen bezüglich des informellen Informationsaustauschs zwischen der EZB sowie der Kommission und den Ministern in Sitzungen der Eurogruppe und im Rahmen des Makroökonomischen Dialogs getroffen.

Die EZB ihrerseits ist durch die finanzpolitischen Programme, die im Zuge der Überwachung der Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet erörtert werden, gut über aktuelle und geplante finanzpolitische Maßnahmen informiert. Die glaubwürdige Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und

vollständig funktionierende Überwachungs- und Koordinierungsverfahren tragen dazu bei, dass die Haushaltspolitik verlässlicher und berechenbarer wird.

Dieser institutionelle Rahmen ermöglicht so einen fruchtbaren Informationsaustausch und garantiert gleichzeitig die gegenseitige Achtung der Unabhängigkeit aller Parteien, ohne dass diese verpflichtet oder beauftragt wären, aktiv und nach vorheriger Vereinbarung gemeinsame Entscheidungen zu treffen und umzusetzen. Gleichzeitig trägt er zum besseren gegenseitigen Verständnis der jeweiligen politischen Ziele, Verantwortlichkeiten und Verhaltensweisen bei und leistet so wirksame Hilfestellung bei der Erreichung der Gemeinschaftsziele, ohne dabei die jeweiligen politischen Zuständigkeiten zu verwischen oder die demokratische Rechenschaftspflicht zu schwächen (siehe auch den Aufsatz „Die Rechenschaftspflicht der EZB“ im Monatsbericht vom November 2002).

Durch die Bekanntgabe einer quantitativen Definition von Preisstabilität hat die EZB die Bedingungen des geldpolitischen Rahmens weiter konkretisiert. Damit hat sie einen Maßstab festgelegt, an dem Dritte die Handlungen und Erfolge der EZB messen und beurteilen können. Darüber hinaus hat die EZB bekannt gegeben, wie sie die Risiken für die Preisstabilität innerhalb des Rahmens ihrer geldpolitischen Strategie zu beurteilen gedenkt. Hierdurch können andere politische Akteure Erwartungen darüber bilden, welche geldpolitischen Entscheidungen sie angesichts neuer wirtschaftlicher Entwicklungen treffen könnte. Die EZB hat ihre geldpolitische Strategie ausführlich beschrieben und erläutert jeweils ihre geldpolitischen Entscheidungen. Dabei wurde eindeutig dargelegt, wie die Geldpolitik auf wirtschaftliche Entwicklungen, einschließlich finanz- und strukturpolitischer Maßnahmen, reagieren wird. Es liegt auf der Hand, dass das geldpolitische Handeln immer vom aktuellen gesamtwirtschaftlichen Umfeld sowie von Art und Umfang wirtschaftlicher Schocks, von denen Auswirkungen auf die Preisstabilität zu erwarten sind, abhängt. Somit gilt für jede Aussage über die Reaktion

der Geldpolitik in dieser Hinsicht stets die Einschränkung „ceteris paribus“, und eine Reaktion der Geldpolitik auf die Finanzpolitik (oder die Strukturpolitik) nach dem Schema 1:1 ist unmöglich. Allerdings muss die EZB ihre geldpolitischen Reaktionen innerhalb des ihr durch Auftrag und Strategie gesetzten verbindlichen Rahmens formulieren und umsetzen. Zwar kann die Geldpolitik auf finanzpolitische Maßnahmen (und strukturelle Wirtschaftsreformen) reagieren, jedoch wird das Ausmaß ihrer Reaktion von den Effekten dieser Maßnahmen auf die Risiken für die Preisstabilität bestimmt, und die Reaktion erfolgt innerhalb der Grenzen, die der Geldpolitik dadurch gesetzt sind, dass sie verpflichtet ist, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu wahren.

Des Weiteren müssen sich alle politischen Akteure die deutliche Aussage der EZB vor Augen halten, dass ihre Reaktion je nach Art der Schocks unterschiedlich ausfallen wird. In dieser Hinsicht besteht in der Regel kein Konflikt zwischen der Verfolgung ihres Ziels und der Vermeidung einer unnötigen konjunkturellen Volatilität. Dies wird besonders an

Nachfrageschocks deutlich. Da diese Schocks zumeist eine gleichgerichtete Veränderung der Inflation und der Produktion hervorrufen, wird eine stabilisierende Reaktion der EZB in der Regel auch die positive „Nebenwirkung“ haben, den Produktionsschwankungen entgegenzuwirken. Eine komplexere Aufgabe der Geldpolitik besteht darin, die angemessene Reaktion auf Kräfte zu finden, die Inflation und Produktion in unterschiedliche Richtungen lenken, wie zum Beispiel Kostenschocks. In einem derartigen Umfeld wird sich die EZB auf ihr vorrangiges Ziel konzentrieren müssen, da stets die Gefahr besteht, dass sich diese Preisstörungen in der gesamten Wirtschaft ausbreiten, bis sie sich möglicherweise verfestigen und in Lohnabschlüssen und im Preissetzungsverhalten niederschlagen. Allerdings hat die EZB deutlich zum Ausdruck gebracht, dass sie ihr Ziel auf mittlere Sicht anstrebt. Dies bedeutet in der Regel, dass die EZB Handlungsspielraum für eine zurückhaltendere Reaktion auf derartige Schocks haben wird, wodurch wiederum die Herbeiführung einer unnötigen Volatilität in der Realwirtschaft vermieden wird.

4 Schlussbemerkungen

Es wird nunmehr allgemein anerkannt, dass institutionelle Systeme, in denen Geldpolitik und Finanzpolitik durch ein klares Mandat und einen transparenten, mittelfristig ausgerichteten Handlungsrahmen diszipliniert werden, generell einen politischen Ansatz darstellen, der zu einer optimalen Ausrichtung der Wirtschaftspolitik führt und einer diskretionären Koordinierung des politischen Tagesgeschäfts bei auftretenden Schocks vorzuziehen ist. In einem solchen System sollte die Geldpolitik von einer transparenten Strategie bestimmt werden, die es den anderen politischen Entscheidungsträgern gestattet, die wahrscheinliche Reaktion der Zentralbank auf neue Entwicklungen – also auch auf struktur- und finanzpolitische Maßnahmen – vorherzusehen und in ihre Handlungen einfließen zu lassen. Ein solcher Rahmen schafft ein stabiles und verlässliches Umfeld, in dem die einheitliche

Geldpolitik und die nationale Finanzpolitik der Länder des Eurogebiets harmonisch interagieren und die Märkte effizient funktionieren können. Als Teil der Wirtschaftspolitik insgesamt können diese Politikbereiche ferner das Vertrauen der Öffentlichkeit und den politischen Konsens fördern. Dagegen erscheint eine aktive Koordinierung von diskretionären politischen Maßnahmen bei Schocks nicht angebracht. Sie dürfte vielmehr aufgrund von Umsetzungsproblemen, Fehlreizen und mangelnder Transparenz zu verringertem Wohlstand führen.

Im heutigen Europa sind bereits alle institutionellen Voraussetzungen für eine stabile Währung und eine stetige Verbesserung der Aussichten für ein langfristiges Wirtschaftswachstum gegeben. Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft sorgt für eine effiziente

Zielzuweisung mit einer eindeutigen, sinnvollen Aufgabenverteilung zwischen den verschiedenen politischen Akteuren. Hierdurch erübrigt sich eine aktive Koordinierung einzelner geld- und finanzpolitischer Maßnahmen. Eine unabhängige Zentralbank wie die EZB, der die monetäre Finanzierung öffentlicher Defizite unterliegt, kann so den privaten Wirtschaftsakteuren und den Märkten konsequent zusichern, dass die Regierungen nicht letzten Endes versuchen werden, Haushaltsungleich-

gewichte durch Inflation zu beseitigen. Durch die Bestimmungen des EG-Vertrags zur Finanzpolitik – darunter auch die „No-bailout-Klausel“ – wird die Gefahr verringert, dass untragbare Haushaltspositionen entstehen. Aufgrund all dieser Bestimmungen schafft der EG-Vertrag die richtigen Anreize für die politischen Akteure, die in ihrem Verantwortungsbereich liegenden Maßnahmen zu planen und umzusetzen.

Kasten

Der finanzpolitische Rahmen der EU

Der finanzpolitische Rahmen der EU bewahrt die nationale Zuständigkeit für die Gestaltung der Finanzpolitik, unterwirft diese aber klar definierten Regeln und Verfahren. Dieser Rahmen garantiert die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und ermöglicht es der Finanzpolitik, eine stabilisierende Rolle zu spielen. Grundlage dieses Rahmens bilden der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (der EG-Vertrag) und der Stabilitäts- und Wachstumspakt.

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft

Artikel 104 des EG-Vertrags bestimmt, dass „die Mitgliedstaaten [...] übermäßige öffentliche Defizite [vermeiden]“. Die Einhaltung dieser Anforderung wird anhand von zwei Kriterien überprüft:

- Das öffentliche Defizit soll unterhalb des Referenzwerts von 3% des BIP bleiben oder aber erheblich und laufend zurückgegangen sein und einen Wert in der Nähe des Referenzwerts erreicht haben.
- Der öffentliche Schuldenstand soll unterhalb des Referenzwerts von 60 % des BIP bleiben oder aber hinreichend rückläufig sein und sich rasch genug dem Referenzwert nähern.

Wenn ein Land eines oder beide dieser Kriterien nicht erfüllt, kann der Rat auf der Grundlage eines Verfahrens, an dem die Europäische Kommission und der Wirtschafts- und Finanzausschuss beteiligt sind, entscheiden, dass ein übermäßiges Defizit besteht. Gleichzeitig richtet der Rat an den betreffenden Mitgliedstaat eine Empfehlung mit dem Ziel, dieser Lage innerhalb einer bestimmten Frist abzuwehren. Sollte das übermäßige Defizit weiterhin bestehen, können Sanktionen verhängt werden. Nach dem EG-Vertrag darf der Referenzwert für die Defizitquote nur dann überschritten werden, wenn dies „ausnahmsweise“ und vorübergehend geschieht und die Defizitquote in der Nähe des Referenzwerts bleibt.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt¹ schreibt vor, dass die Mitgliedstaaten „das mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts“ erreichen müssen. Wie der Europäische Rat erklärt hat, wird „das Festhalten an dem Ziel eines soliden, nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts [...] es allen Mitgliedstaaten ermöglichen, die normalen Konjunkturschwankungen zu bewältigen“, ohne dabei den Referenzwert von 3 % des BIP zu überschreiten. Im Stabilitäts- und Wachstumspakt ist festgelegt, dass der Referenzwert für die Defizitobergrenze von 3 % des BIP dann als „ausnahmsweise“ überschritten

¹ Der Stabilitäts- und Wachstumspakt besteht aus der Verordnung (EG) des Rates Nr. 1466/97 und der Verordnung (EG) des Rates Nr. 1467/97, ergänzt durch eine am 17. Juni 1997 verabschiedete Entschließung des Europäischen Rates.

gilt, wenn dies auf ein außergewöhnliches Ereignis, das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht und die staatliche Finanzlage erheblich beeinträchtigt, oder auf einen schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung zurückzuführen ist. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt legt die Schritte des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit dar und gibt an, wann eine frühzeitige Warnung zu erfolgen hat. Ferner verstärkt er die multilaterale Überwachung, indem er vorschreibt, dass einmal im Jahr von den Ländern des Euro-Währungsgebiets Stabilitätsprogramme und von den übrigen EU-Staaten Konvergenzprogramme vorgelegt werden.

Tragfähigkeit und Flexibilität der öffentlichen Finanzen

Die Einhaltung des EG-Vertrags garantiert Haushaltsdisziplin und sichert damit die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen. Die Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts gewährleistet, dass die Finanzpolitik den nötigen Spielraum erhält, damit die automatischen Stabilisatoren – ohne Verletzung der Defizitobergrenze von 3 % des BIP – über den gesamten Konjunkturzyklus wirken und damit zur Stabilisierung der Wirtschaft beitragen können. Mit der Einhaltung des Pakts kann die Finanzpolitik also einen positiven Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität leisten.

Der EG-Vertrag benennt die nominale Defizitquote als Größe zur Feststellung eines übermäßigen Defizits, und auch der Stabilitäts- und Wachstumspakt verlangt, dass die in den Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen festgelegten jährlichen Haushaltsziele in nominaler Abgrenzung angegeben werden. Bei der Beobachtung und Überwachung der Haushaltsentwicklungen müssen die Kommission und der Rat jedoch die Zielwerte und tatsächlichen Ergebnisse im Lichte des konjunkturellen Umfelds bewerten.

Die aktuelle Diskussion

Der finanzpolitische Rahmen der EU befindet sich gegenwärtig auf dem Prüfstand. Verschiedene Länder des Eurogebiets wollten ihrer Verpflichtung zur Einhaltung der Regeln nicht nachkommen, mit dem Ergebnis, dass diese Staaten Haushaltsdefizite verzeichneten oder verzeichnen werden, die den Referenzwert von 3 % des BIP überschreiten oder diesem nahe kommen. Parallel zu dieser Verschlechterung der Haushaltsergebnisse traten auch Schwachstellen im bestehenden Überwachungsmechanismus zutage. Diese Entwicklungen drohten das Vertrauen in das bestehende finanzpolitische Regelwerk zu untergraben. Daher wurden einige Initiativen zur Erneuerung der Konsolidierungsverpflichtungen und verbesserten Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts in die Wege geleitet.

Eurogruppe erneuert ihre Verpflichtung zur Haushaltskonsolidierung

Im Gefolge enttäuschender Nachrichten über die Haushaltsentwicklungen erneuerte die Eurogruppe im Oktober 2002 ihre Verpflichtung zur Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspakts und gab der Hoffnung Ausdruck, dass in den Ländern mit verbleibenden Haushaltsungleichgewichten Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen erzielt würden. In Bezug auf diese Länder kam die Eurogruppe überein, dass es einer klaren Konsolidierungsstrategie mit einer kontinuierlichen Verbesserung des zugrunde liegenden (d. h. konjunkturbereinigten) Haushaltssaldos um jährlich mindestens 0,5 % des BIP bedürfe. Die Minister verpflichteten sich dazu, in den kommenden Aktualisierungen ihrer Stabilitätsprogramme plausible Anpassungspfade vorzuschlagen, die auf realistischen Annahmen bezüglich der Konjunkturaussichten und den dargelegten Maßnahmen beruhen. Darüber hinaus betonten die Finanzminister, dass die für die Vermeidung und Korrektur übermäßiger Defizite vorgesehenen Verfahren strikt und zeitnah angewandt werden müssten.

Mitteilung der Kommission betont Umsetzung

Im November 2002 veröffentlichte die Kommission eine Mitteilung, in der sie erneut bekräftigte, dass der Stabilitäts- und Wachstumspakt der angemessene Rahmen für die Durchführung der Haushaltspolitik bleibt. Die Mit-

teilung enthielt auch einige Vorschläge zur Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, die sich größtenteils im Rahmen der bestehenden institutionellen Bestimmungen verwirklichen ließen. Diese Vorschläge betreffen in erster Linie eine Neuordnung der Prioritäten bei der – konjunkturbereinigt betrachteten – Konsolidierung, die Vermeidung einer prozyklischen Haushaltspolitik in Aufschwungphasen und eine stärkere Betonung der Nachhaltigkeit und Qualität der öffentlichen Finanzen. Die politische Verpflichtung auf diese Ziele ist unerlässlich, wenn sie erreicht werden sollen. Allerdings muss sich die Analyse der Haushaltsentwicklung auch auf verbesserte Daten zur öffentlichen Haushaltslage und verstärkte Überwachungsmechanismen stützen.

Wechselkurssysteme in Schwellenländern

Die vielfältigen und teilweise dramatischen Erfahrungen, die Schwellenländer im vergangenen Jahrzehnt mit Wechselkurssystemen gemacht haben, lösten eine Diskussion über die Wahl des angemessenen Systems für diese Volkswirtschaften aus. Die Diskussion wurde geprägt von der Kritik an Zwischenformen (wie etwa der konventionellen Anbindung an eine andere Währung) und der Unterstützung von Systemen mit flexiblen Wechselkursen oder „harten“ Wechselkursfixierungen (z. B. einer Currency-Board-Regelung). Im vorliegenden Artikel werden die für diese Diskussion relevanten Fragen erörtert. Er macht deutlich, dass die Wahl des jeweils geeignetsten Systems von länderspezifischen Merkmalen abhängt und es somit kein Wechselkurssystem gibt, das für alle Länder und zu jedem Zeitpunkt das passendste ist.

Eine wichtige Erkenntnis ist, dass das Wechselkurssystem mit dem allgemeinen politischen Rahmen vereinbar sein muss. Dieser Aufsatz hebt die Bedeutung des Zusammenwirkens von Wechselkurssystem und allgemeinem politischen Rahmen hervor, insbesondere die disziplinierende Wirkung des Wechselkursregimes. Darüber hinaus muss der politische Rahmen mit den wirtschaftlichen Fundamentaldaten in Einklang stehen. Veränderte Fundamentaldaten sollten folglich eine Überprüfung des politischen Rahmens und des Wechselkurssystems bedingen. Daher sind alle Wechselkurssysteme einem möglichen Regimewechsel ausgesetzt, sofern es die Umstände erfordern.

Für jede Gruppe von Wechselkurssystemen, d. h. für Systeme mit flexiblen Wechselkursen, „harte“ Wechselkursfixierungen und Zwischenformen, werden wichtige Aspekte erläutert. Wenngleich sich Systeme mit flexiblen Wechselkursen und „harte“ Wechselkursfixierungen im Allgemeinen einer größeren Zustimmung erfreuen als Zwischenlösungen, zeichnet dieser Artikel ein differenzierteres Bild. Des Weiteren werden praktische Fragen, die bei der Betrachtung der derzeit verwendeten Wechselkurssysteme in Schwellenländern zu berücksichtigen sind, und Trends bei diesen Systemen beleuchtet. Die Beliebtheit von Zwischenformen hat im vergangenen Jahrzehnt zwar nachgelassen, aber die Erfahrungen der Schwellenländer mit flexiblen Systemen und „harten“ Wechselkursfixierungen sind noch relativ neu, weshalb keine allzu voreiligen Schlussfolgerungen aus deren Beurteilung gezogen werden sollten.

I Einleitung

Die Krisen in Lateinamerika und Asien in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre haben die Frage nach dem angemessenen Wechselkurssystem in Schwellenländern wieder in den Vordergrund gerückt. Während in den Sechziger- und Siebzigerjahren der Schwerpunkt noch auf dem Unterschied zwischen festen und flexiblen Wechselkurssystemen lag, unterscheidet man in der aktuellen Diskussion zwischen „Ecklösungen“ (d. h. Systemen, die sich an den Enden des Kontinuums zwischen „harter“ Wechselkursfixierung bzw. absolut fester Wechselkursbindung und freiem Floaten befinden) und „Zwischenformen“ bzw. „weichen“ Wechselkursanbindungen, also den übrigen Wechselkurssystemen. Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten I. Auf der Grundlage dieser Unterscheidung wird Schwellenländern häufig die Einführung einer der Eck-

lösungen empfohlen, um Spannungen zu vermeiden, denen Volkswirtschaften mit „weichen“ Wechselkurssystemen bei der Integration in die globalen Finanzmärkte ausgesetzt sind. Diese Empfehlung stützt sich auf die Beobachtung, dass von den Krisen in Schwellenländern in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre vor allem Länder mit zwischen den Enden liegenden Wechselkurssystemen betroffen waren. In jüngerer Zeit wurden dann Systeme mit flexiblen Wechselkursen den „harten“ Wechselkursfixierungen vorgezogen, da die strengeren Bedingungen der zuletzt genannten Systeme von vielen Beobachtern nur für eine begrenzte Anzahl von Ländern als akzeptabel angesehen werden. Dies war ein weiterer Grund für die Ablehnung von Zwischenformen.

Kasten I

Abgrenzung von Ecklösungen und Zwischenformen

Aufgrund der großen Vielfalt von Merkmalen der Wechselkurssysteme ist es schwierig, diese voneinander abzugrenzen. Da die Zusammenfassung einzelner Systeme zu Missverständnissen über die Gemeinsamkeiten jeder Gruppe führen kann, ist es wichtig, die Merkmale genau zu analysieren, bevor man sie den einzelnen Kategorien zuordnet. Zur Erleichterung der Diskussion und aus Gründen der Konsistenz wird in diesem Artikel die folgende Eingruppierung der Systeme verwendet:

- Zu den *Ecklösungen* zählen:
 - **„Harte“ Wechselkursfixierungen bzw. Systeme mit absolut festen Wechselkursen:** Diese umfassen a) Regelungen in Form eines Currency-Board, bei denen sich die Währungsbehörden verpflichten, auf Verlangen Auslandswährung zu einem festen Kurs gegen Inlandswährung zu verkaufen und zu diesem Zweck die inländische Währung mit Auslandswährung zu unterlegen, und b) die einseitige offizielle Übernahme einer fremden Währung, z. B. die Dollarisierung oder die Euroisierung. Zu beachten ist, dass in diesem Aufsatz der Begriff „Dollarisierung“ als Sammelbegriff für die letztgenannte Variante verwendet wird.
 - **Systeme mit flexiblen Wechselkursen:** Diese umfassen Systeme mit freiem Floating und mit kontrolliertem Floating. Bei beiden Systemen können Interventionen durchgeführt werden, es gibt jedoch keine ausdrückliche offizielle Verpflichtung dazu. Bei frei floatenden Systemen dienen Interventionen ausschließlich dazu, Marktbewegungen zu glätten und geordnetere Marktverhältnisse zu gewährleisten. Bei kontrolliertem Floating können Interventionen durchgeführt werden, um die Richtung der Wechselkursveränderung zu beeinflussen, ohne dass dabei ein bestimmter Wechselkurs ins Auge gefasst wird.
- Bei den *Zwischenformen bzw. den zwischen den Endpunkten des Spektrums liegenden Systemen* handelt es sich um Systeme, bei denen die Währungsbehörden versuchen, ein bestimmtes, öffentlich bekannt gegebenes oder geheim gehaltenes Wechselkursziel zu erreichen. Zu dieser Gruppe zählen Anbindungen an eine andere Währung bzw. einen Währungskorb und Wechselkurssysteme mit gleitender Anpassung der Parität („crawling pegs“) oder des Kursbandes („crawling bands“). In diesem Artikel wird, wie in der Fachliteratur auch, implizit nur auf Zwischenformen eingegangen, die ein einzelnes Land betreffen bzw. unilaterale sind. Die andere Variante, nämlich multilaterale Regime, wird in diesem Aufsatz nicht behandelt.

Währungsunionen sind in der Untergliederung nicht berücksichtigt, da sie die Einführung einer gemeinsamen Währung anstreben und damit kein Wechselkursregime darstellen.

Wechselkurssysteme sind von großer Bedeutung: Sie stellen einen wichtigen Bestimmungsfaktor für die wirtschaftliche und finanzielle Leistung eines Landes dar, da sie zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität und Aufrechterhaltung ungestörter internationaler Handels- und Finanzbeziehungen beitragen. Ein angemessenes Wechselkurssystem fördert die gesamtwirtschaftliche Stabilität sowie eine solide und nachhaltige Entwicklung und verringert die Auswirkungen von Schocks auf die inländische und globale Wirtschaft, in-

dem es z. B. die Risiken für das heimische und weltweite Finanzsystem minimiert.

Im vorliegenden Beitrag werden die Auswahlkriterien für Wechselkurssysteme und die Rolle dieser Systeme innerhalb des allgemeinen politischen Rahmens erläutert. Nach der Erörterung bestimmter Fragen im Zusammenhang mit den einzelnen Wechselkurssystemen wird kurz auf die neuesten Trends bei den Wechselkursregimen in Schwellenländern und die damit verbundenen Nachteile eingegan-

gen, bevor dann die Schlussfolgerungen gezogen werden.

Zu beachten ist, dass die Verwendung und die Definition des Begriffs „Schwellenländer“ in internationalen Foren stark variieren. Im

vorliegenden Artikel werden jene Länder dazu gezählt, deren Volkswirtschaften sich im Umbruch befinden und dabei sind, sich den fortgeschrittenen Volkswirtschaften anzunähern und ihren Kapitalverkehr zu liberalisieren.

2 Auswahlkriterien für Wechselkurssysteme

Das angemessenste Wechselkurssystem für ein Land hängt von dessen spezifischen Merkmalen ab und kann sich – bei Veränderungen dieser Merkmale – im Zeitverlauf ändern. Die Faktoren, die für die Wahl des Wechselkurssystems von Bedeutung sind, werden bereits seit langem in der Fachliteratur erörtert und haben sich im Laufe der Zeit gewandelt. Ein Ansatz gründete auf der Theorie der „optimalen Währungsräume“ und betrachtete wichtige Merkmale wie die Mobilität des Kapitals, die Inflationsdifferenz gegenüber den wichtigsten Handelspartnern, die Größe der Volkswirtschaft und deren Öffnungsgrad, die länder- und produktbezogene Diversifizierung des Handels, die Mobilität der Arbeitskräfte, den Grad an Synchronisation der Konjunkturzyklen und den Stand der Wirtschaftsentwicklung. Empirische Untersuchungen über den Zusammenhang zwischen diesen Kriterien und der Wechselkursvariabilität, aus dem sich wiederum die Angemessenheit eines bestimmten Wechselkurssystems ablesen lässt, haben zu unterschiedlichen Ergebnissen geführt; die größte Bedeutung wurde dabei jedoch der Inflationsdifferenz beigemessen.

Eine andere Forschungsrichtung ging davon aus, dass die Art der Schocks (bzw. deren Quelle, Häufigkeit und Stärke) die wichtigste Variable für die Regimewahl sei. Das angemessenste System war damit jenes, das die gesamtwirtschaftliche Leistung am besten stabilisierte, also bei Auftreten derartiger Schocks die Produktionsschwankungen minimierte oder die Inflation begrenzte. Man war der Meinung, dass eine stärkere Wechselkursfixierung dann angebracht sei, wenn inländische Schocks weitgehend monetärer Natur sind, und eine stärkere Flexibilität von Vorteil wäre, wenn die Schocks von

realwirtschaftlichen oder externen Faktoren herrühren.

In jüngerer Zeit befasste sich die Wirtschaftsliteratur verstärkt mit der Frage, welche Auswirkungen die Ausweitung der weltweiten Kapitalströme und das fortschreitende Zusammenwachsen der globalen Finanzmärkte in Bezug auf die Entstehung und Übertragung von Schocks haben und inwiefern dies Einfluss auf die Wahl des Wechselkursregimes hat. Ein weit verbreiteter, wenn auch nicht allgemein vertretener Standpunkt ist, dass ein System freier Wechselkurse die ökonomischen Kosten solcher Schocks für die heimische Wirtschaft und das weltweite Finanzsystem verringert. Gestützt wird diese Ansicht von der These des „inkonsistenten Vierecks“, wonach freier Waren- und Dienstleistungsverkehr, unbeschränkter Kapitalverkehr, eine autonome Geldpolitik und feste Wechselkurse nicht gleichzeitig zu realisieren sind (nähere Erläuterungen siehe Kasten 2). Die Serie von Krisen in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre, die die Schwellenländer mit Zwischenformen von Wechselkurssystemen erfasste, wird als Beleg dafür gewertet, dass Ecklösungen, und zwar insbesondere Systeme mit flexiblen Wechselkursen, vorzuziehen sind.

Im Verlauf der Diskussion gewannen einige Kriterien erneut an Aktualität und andere kamen hinzu. Der Trend zu einer stärkeren Öffnung der Wirtschaft erhöht die Bedeutung des Wechselkurses für den Preisbildungsmechanismus. Dies hat zur Folge, dass die Schwankungen des Wechselkurses für kleine, offene Volkswirtschaften ein größeres Problem darstellen als für große, geschlossenerere Volkswirtschaften. Zu den weiteren Kriterien, die für die Wahl des

Kasten 2

„Inkonsistentes Viereck“ und Ecklösungen

Das so genannte „inkonsistente Viereck“ ist ein Grundkonzept, das eine Verbindung zwischen Kapitalströmen und Wechselkurssystemen herstellt. Diesem Konzept zufolge sind ein freier Güterhandel und Kapitalverkehr, feste Wechselkurse und eine autonome Geldpolitik nicht gleichzeitig möglich. Bei freiem Güterhandel und Kapitalverkehr bedarf beispielsweise ein fixer Wechselkurs geldpolitischer Maßnahmen zu dessen Stabilisierung, was bedeutet, dass die Geldpolitik nicht auf ein inländisches geldpolitisches Ziel (wie z. B. die Gewährleistung von Preisstabilität) ausgerichtet werden kann. Besteht eine Präferenz für eine autonome Geldpolitik, muss ein frei schwankender Wechselkurs gewählt werden.

Das Konzept wird im Allgemeinen herangezogen, um die These zu untermauern, dass Zwischenformen anders als Ecklösungen nicht mit uneingeschränkter Kapitalmobilität vereinbar sind. Diese These lässt sich am Beispiel plötzlicher und unerwarteter Kapitalabflüsse veranschaulichen, die einen Abwärtsdruck auf den Wechselkurs ausüben. Bei einer Zwischenform tendieren die Märkte dazu, eine spekulative Attacke auf das Wechselkursregime zu starten und auf eine erzwungene und potenziell kostenintensive Aufgabe des Systems hinzuwirken, wenn sie davon ausgehen, dass die Behörden nicht in der Lage sind, den Wechselkurs (entweder durch Zinserhöhungen oder durch Rückgriff auf die Währungsreserven) zu verteidigen. Dagegen war man bis zur jüngsten Krise in Argentinien allgemein der Ansicht, dass Systeme mit absolut festen Wechselkursen über jeden Zweifel der Märkte erhaben sind, da zum Beispiel bei einem Currency-Board die inländische Geldmenge durch Währungsreserven gedeckt ist, während der Wechselkurs bei einem System flexibler Wechselkurse dem Druck der Märkte nachgeben kann.

Die Kernaussage dieser Ansicht – die nicht unumstritten ist – besteht darin, dass die Kapitalzuflüsse in den Schwellenländern so umfangreich und potenziell störend geworden sind, dass die beste Strategie zur Stabilisierung der inländischen Wirtschaft entweder eine Währungsanbindung mit absolut festen Wechselkursen ist, um mögliche Störungen des Systems zu unterbinden, oder aber die Einführung eines Systems flexibler Wechselkurse, das diesen Strömen Rechnung trägt und zur Entlastung Wechselkursschwankungen zulässt.

Wechselkurssystemen von Bedeutung sind, zählen insbesondere der Grad der regionalen wirtschaftlichen Integration (also der konjunkturellen und strukturellen Konvergenz) und der institutionellen Integration, die Tiefe der Finanz- und Devisenmärkte und die Höhe der Währungsreserven. Eine regionale Kooperation kann gegebenenfalls die Kosten-Nutzen-Erwägungen bei der Wahl des Wechselkursregimes stark verändern und sich auf die Modalitäten von Regimewechseln auswirken. Einige Beitrittsländer der Europäischen Union (EU) liefern hierfür ein gutes Beispiel. Um den Anforderungen des Übergangs von der Plan- zur Marktwirtschaft gerecht zu werden und sich auf den EU-Beitritt und die Teilnahme am Wechselkursmechanismus II (WKM II) vorzubereiten, haben einige Beitrittsländer bereits verschiedene Wechselkurssysteme durchlaufen, um schließlich in einem letzten Schritt die einheitliche Währung einzuführen. Die regionale Integration und Zusammenarbeit ist ein Thema,

das auch andere Regionen wie Asien und Lateinamerika betrifft. In diesen Ländern könnte der Wunsch, die Wechselkurse innerhalb der Region zu stabilisieren und damit den Handel und die Kapitalströme zu stimulieren, eine Verringerung der Volatilität und Unsicherheit über die Wechselkursrelationen zwischen den sich zusammenschließenden Ländern erforderlich machen. Ein solches Ziel ist eher mit einem wie auch immer gearteten Festkursregime als mit einem System frei schwankender Wechselkurse vereinbar.

Die umfangreichen Überlegungen, die hinter der Wahl eines Wechselkurssystems stehen, machen deutlich, dass es aufgrund der Verschiedenartigkeit und der unterschiedlichen Entwicklung von Volkswirtschaften kein Wechselkursregime gibt, das gleichermaßen für alle Länder oder zeitlich unbegrenzt für ein Land geeignet ist.

3 Zusammenwirken von Wechselkurssystem und allgemeinem politischen Rahmen

Das Wechselkurssystem stellt ein Element des allgemeinen politischen Rahmens dar und sollte daher nicht isoliert betrieben werden. Der politische Rahmen muss in sich stimmig sein, wenn er gesamtwirtschaftliche und finanzielle Stabilität gewährleisten soll. Daher muss das Wechselkursregime mit den anderen Elementen dieses Rahmens wie etwa der Geld-, Finanz- und Strukturpolitik (d. h. Maßnahmen im Zusammenhang mit der Preisbildung auf den Arbeits- und Gütermärkten) sowie dem Grad an Freizügigkeit des Kapitalverkehrs in Einklang stehen. Darüber hinaus sollte es auch mit dem allgemeinen institutionellen Rahmen des Landes vereinbar sein.

Die Entwicklung des politischen Rahmens ist ein interaktiver Prozess: Zwar muss das Wechselkurssystem auf die anderen Politikbereiche zugeschnitten sein, aber es selbst beeinflusst diese auch. Diese wechselseitige dynamische Beziehung ist in zweierlei Hinsicht von Bedeutung. Erstens wird dadurch mit der Vorstellung aufgeräumt, dass sowohl feste als auch flexible Wechselkursregime nach ihrer Einführung nicht weiter beobachtet werden müssen, was wiederum zu der Schlussfolgerung führt, dass kein Wechselkurssystem *per se* bereits eine Garantie für gesamtwirtschaftliche und finanzielle Stabilität ist. Zweitens wird damit anerkannt, dass das Wechselkursregime einen disziplinierenden Einfluss auf andere Politikbereiche haben kann. Der Grad dieser Disziplinierung hängt sowohl von der Wahl eines externen oder internen Ankers für die Geldpolitik als auch vom Grad der Kontrolle des Kapitalverkehrs ab. Durch Verwendung eines externen Ankers bei Systemen mit vollkommen fest an eine andere Währung angebundene Wechselkursen und in geringerem Maße auch bei Zwischenformen versucht das Land, politische Glaubwürdigkeit zu importieren, und nimmt dafür eine Einschränkung der geldpolitischen Unabhängigkeit in Kauf. Bei Systemen mit flexiblen Wechselkursen ist es hingegen so, dass die Festlegung auf einen internen Anker die Grundlage für die Disziplin der

Politik darstellt und für die Glaubwürdigkeit des Wechselkursregimes unmittelbar maßgeblich ist. Diese Festlegung auf einen internen Anker und die Glaubwürdigkeit hängen damit stärker von bestimmten, möglicherweise hohen institutionellen und operationalen Anforderungen auf nationaler Ebene ab, als dies bei einem auf einem externen Anker basierenden Rahmen der Fall ist. Derartige Erfordernisse gelten in erster Linie für die Geldpolitik und deren Transmissionsmechanismen (z. B. Zentralbankunabhängigkeit, Rechenschaftspflicht und Transparenz, Tiefe des heimischen Kapitalmarkts), jedoch auch für andere Bestandteile des inländischen Politikrahmens (wie etwa die Fiskal- und Finanzmarktpolitik). Die Entscheidung für einen externen oder internen Anker ist hauptsächlich von der Glaubwürdigkeit der politischen Instanzen, den Präferenzen und der Leistungsfähigkeit der Politik sowie der Stabilität des allgemeinen nationalen und internationalen Umfelds abhängig, wozu vor allem die regionale Integration und Kooperation zählen.

Gegen eine Beschränkung des Kapitalverkehrs ließe sich einwenden, dass Kapitalverkehrskontrollen, die die politischen Akteure vor der Überwachung durch die Finanzmärkte schützen, die Durchführung unangemessener politischer Maßnahmen insbesondere im Fiskalbereich begünstigen. Damit vermindern Kapitalverkehrskontrollen den disziplinierenden Effekt des Wechselkurssystems. Dies stellt jene Regime in Frage, deren Tragfähigkeit allein aus der Aufrechterhaltung von Kapitalverkehrskontrollen resultiert, und wirft die Frage auf, wie diese Kontrollen am besten beseitigt werden können. Daher sollten Länder, die eine Liberalisierung ihres Kapitalverkehrs in Erwägung ziehen, auch ihre Wechselkurspolitik überdenken. Zum Beispiel haben Länder, die sich für eine Zwischenform entschieden haben, in der Regel auch die Schwankungsbreite für ihren festen Wechselkurs im Rahmen der Liberalisierung ihres Kapitalverkehrs vergrößert.

Da Kontinuität gewährleistet werden muss, ist es erforderlich, dass sich das Wechselkursregime an geänderte politische Gegebenheiten, das wirtschaftliche Umfeld und Fortschritte bei der bzw. den Wunsch nach regionaler Integration anpasst. Dies bedeutet, dass jedes System einem Wechsel unterliegen kann. Es ist Aufgabe der politischen Instanzen, einen Wechsel des Wechselkursregimes zu geringstmöglichen Kosten in Bezug auf Produktion, Inflation und Finanzstabilität durchzuführen. Dies kann am besten durch die Entwicklung und rechtzeitige Umsetzung einer Strategie zur Aufgabe eines Systems erreicht werden. Wird diese geschickt angewandt und gibt es keine zusätzlichen Schocks, die die Glaubwürdigkeit beeinträchtigen, kann die vorzeitige Ankündigung eines Wechsels den Übergang erleichtern, die Anpassung der Erwartungen fördern und die Märkte im Hinblick auf die rechtzeitige Um-

setzung beruhigen. Im Falle einer von den Märkten erzwungenen unkontrollierten Änderung des Wechselkurssystems können die damit verbundenen haushaltspolitischen Kosten (für die Neustrukturierung des Banken- und Unternehmenssektors) und die wirtschaftlichen Kosten (aufgrund des Produktionsausfalls) hoch sein. Entscheidend ist jedoch, dass diese Kosten durch die entschlossene Umsetzung politischer Anpassungsmaßnahmen, welche die langfristigen makroökonomischen und strukturellen Probleme in Angriff nehmen, in Grenzen gehalten werden. Bei der Bewertung der Folgen einer Währungskrise ist es daher erforderlich, die kurzfristigen Kosten einer unkontrollierten Änderung des Wechselkursregimes gegen die langfristigen Vorteile überfälliger politischer Reformen, die von der Währungskrise angestoßen werden, abzuwägen.

4 Systemspezifische Fragen

Die Berücksichtigung von Faktoren, die die Wahl des Wechselkursregimes beeinflussen, und die Wechselwirkung zwischen dem gewählten System und dem politischen und institutionellen Rahmen insgesamt führen zu einer näheren Betrachtung der einzelnen Systeme. In diesem Abschnitt werden die verschiedenen Arten von Wechselkurssystemen untersucht, wobei vor allem deren Vorteile, maßgebliche Kostenfaktoren und stabilitätsrelevante Merkmale betrachtet werden.

4.1 „Harte“ Wechselkursanbindungen

Im Allgemeinen verbindet man mit Festkurssystemen zwei grundlegende Vorteile. Zum einen verringern sie die Transaktionskosten und das Wechselkursrisiko, indem sie die Volatilität des realen Wechselkurses begrenzen, was sich wiederum positiv auf den Handel und die Investitionstätigkeit auswirkt. Zum anderen können sie als glaubwürdiger externer Anker für die Geldpolitik dienen und sich disziplinierend auf andere Bereiche der makroökonomischen und Strukturpolitik

auswirken. Aus diesem Grund werden sie meist von Ländern gewählt, deren Möglichkeiten, eine alternative Wechselkurspolitik oder eine im Inland verankerte Geldpolitik zu betreiben, durch institutionelle oder operationale Hemmnisse eingeschränkt sind.

Eine Währungsanbindung mit absolut festen Wechselkursen steigert die Glaubwürdigkeit, selbst wenn die verschiedenen Systeme sich in einigen wichtigen Aspekten unterscheiden (siehe Kasten 3). Currency-Board-Regelungen und die Dollarisierung werden von formalen rechtlichen und institutionellen Grundlagen untermauert, die eine strenge Festlegung auf das Regime signalisieren. Eine plötzliche Abwertung, die Anpassung der Währungsparität oder die kurzfristige Aufgabe des gesamten Systems gelten als höchst unwahrscheinlich und sind nur in extremen Ausnahmesituationen denkbar. Orthodoxe Currency-Board-Systeme sind beispielsweise im Gesetz verankert. In der Regel ist für eine Anpassung der Wechselkursparität – und erst recht für die Abschaffung des Systems – eine deutliche parlamentarische Mehrheit erforder-

Kasten 3

Dollarisierung im Unterschied zu Currency-Board-Systemen

Trotz gewisser Ähnlichkeiten und der Tatsache, dass sie gewöhnlich ebenfalls zur Gruppe absolut fest an eine Ankerwährung gebundener Wechselkurssysteme („harte“ Wechselkursfixierung) gezählt wird, unterscheidet sich die formelle Dollarisierung, d. h. die Übernahme des Dollar als gesetzliches Zahlungsmittel (womit hier der Kürze halber auch die Euroisierung gemeint ist), von einem orthodoxen Currency-Board-System in mehreren wichtigen Punkten:

- Die Dollarisierung ist sowohl operational als auch logistisch schwerer rückgängig zu machen. Dadurch entsteht der Eindruck größerer Dauerhaftigkeit im Vergleich zu Currency-Board-Regelungen, was der Dollarisierung größere Glaubwürdigkeit verleihen dürfte.
- Anders als bei Currency-Board-Systemen kann es bei der Dollarisierung nicht zu einer Inkongruenz zwischen der Währungsdenominierung von Forderungen und Verbindlichkeiten im öffentlichen, Banken-, Unternehmens- oder privaten Haushaltssektor kommen, sodass das Risiko eines Ansturms auf die Bankeinlagen („run“) ausgeschlossen ist. Insofern ist bei der Dollarisierung ein starker Bankensektor nicht ganz so unabdinglich wie bei einem Currency-Board.
- Die Dollarisierung erfordert den politischen Willen, auf die Landeswährung und damit auch auf die nicht unerheblichen Seigniorageeinkünfte zu verzichten.

Zurzeit haben sich weniger Länder für eine Dollarisierung entschieden (z. B. Panama, El Salvador und Ecuador) als für Currency-Board-Regelungen (z. B. Hongkong, Estland, Litauen und Bulgarien). Dies könnte teilweise auf die Abneigung zurückzuführen sein, dauerhaft auf inländische geldpolitische Instrumente zu verzichten.

derlich, wobei dies oft auf eine Verfassungsänderung hinausläuft. Dies gilt weitgehend auch für die Dollarisierung, wobei es hier natürlich keine zu ändernde Wechselkursparität gibt, dafür aber zusätzliche Hürden in Form logistischer und operationaler Schwierigkeiten bei der Einführung einer neuen Währung.

Diese rechtlichen Grundlagen wirken in Verbindung mit den systemimmanenten Merkmalen ebenfalls stabilitätsfördernd. Bei orthodoxen Currency-Board-Regelungen muss die umlaufende monetäre Basis in der Regel zu 100 % durch die Reservewährung gedeckt sein, da die zuständige Währungsbehörde dazu verpflichtet ist, Inlandswährung auf Verlangen unbegrenzt gegen die Reservewährung umzutauschen (oder umgekehrt). Darüber hinaus sind Zentralbankkredite an öffentliche Haushalte, darunter auch der Ankauf von Staatsanleihen durch Zentralbanken, in Currency-Board-Ländern untersagt, sodass eine Monetisierung der Staatsschuld nicht

möglich ist. Im Falle einer Dollarisierung haben die nationalen Behörden keinen Einfluss auf die Geldemission. Beide Formen der „harten“ Wechselkursanbindung entziehen folglich den nationalen Behörden die Steuerung der Geldpolitik. An dieser Stelle ist jedoch anzumerken, dass die Behörden über die Begebung von Schuldverschreibungen an den heimischen Finanzsektor versuchen können, geldpolitischen Spielraum zu gewinnen, wie es in Argentinien der Fall war.

Die höhere Glaubwürdigkeit einer „harten“ Wechselkursanbindung wirkt sich in den betreffenden Ländern in vielerlei Hinsicht positiv aus. Erstens dürften sich Inflation und Zinssätze an die entsprechenden Werte des Ankerlandes annähern. Dabei ist jedoch zu beachten, dass das Zinsgefälle gegenüber dem Ankerland aufgrund des weiterhin vorhandenen Länderrisikos (einschließlich des Ausfallrisikos) nicht zwangsläufig beseitigt wird. Dies war in Argentinien der Fall, und zwar hauptsächlich wegen der unbefriedigen-

den Unterstützung durch die Finanzpolitik des Landes. Aufgrund der Konvergenz von Inflation und Zinssätzen führt eine Währungsanbindung mit absolut festen Wechselkursen in der Regel zu einer schnellen und erfolgreichen wechsellkursgestützten Stabilisierung. Darüber hinaus sind beide Systeme „harter“ Wechselkursanbindungen grundsätzlich stabiler als konventionelle einseitige Bindungen: Aufgrund der Mechanismen der Currency-Board-Regelungen dürfte eine erfolgreiche spekulative Attacke schwieriger werden, auch wenn sie nicht völlig auszuschließen ist. So erfolgte zum Beispiel 1997 ein spekulativer Angriff auf das Currency-Board-System für den Hongkong-Dollar, der von den Behörden mit unorthodoxen Maßnahmen, nämlich Aktienankäufen zur Stabilisierung des Aktienmarkts, erfolgreich abgewehrt wurde. Zinssätze fungieren als automatische Stabilisatoren, die auf Veränderungen der monetären Basis reagieren, sodass der durch die Attacke ausgelöste Schock vom Bankensystem aufgefangen wird. Bei einer Dollarisierung ist das Schicksal des betreffenden Landes zwangsläufig von der Entwicklung der Ankerwährung abhängig.

Da „harte“ Wechselkursfixierungen die Verpflichtung zu einem unveränderbaren Wechselkurs beinhalten, müssen die Behörden ihre geldpolitische Autonomie gänzlich aufgeben und eine geeignete Fiskal-, Struktur- und Finanzmarktpolitik verfolgen. Currency-Boards erfordern zum Beispiel fiskalpolitische Disziplin, Preisflexibilität und einen hinreichenden Bestand an Währungsreserven, um effizient wirken zu können. In diesem Zusammenhang sind die folgenden vier Punkte anzumerken. Da erstens der Wechselkurs im Falle eines asymmetrischen Schocks in keiner Weise zur Abfederung herangezogen werden kann, muss dieser durch Lohn- und Preisadjustierungen aufgefangen werden. Da die Preise selbst in Volkswirtschaften, die als flexibel gelten, auf kurze Sicht „starr“ sind, dürfte sich dies als schmerzhafter Prozess erweisen. Zweitens ist es den Behörden nicht möglich, einzelne Institute oder den Bankensektor bei einer Systemkrise zu unterstützen, weil die Zentralbank grundsätzlich nicht mit liquidi-

tätsausgleichenden Rettungsmaßnahmen einspringen kann (keine „lender of last resort“-Funktion).¹ Folglich ist ein gesunder heimischer Finanzsektor die Voraussetzung für die Einführung eines Currency-Board-Systems. Dies bedeutet für eine Reihe aufstrebender Volkswirtschaften, dass sie ein erhebliches Engagement ausländischer Finanzinstitute an ihren heimischen Märkten zulassen müssen. Drittens ist bei einigen Schwellenländern auch der Wegfall der Seigniorage-Gewinne infolge einer Dollarisierung bzw. der teilweise Verlust dieser Einkünfte bei der Einführung eines Currency-Board-Systems zu berücksichtigen. Einer Schätzung der chilenischen Behörden zufolge hätte eine Dollarisierung einen anfänglichen Seigniorage-Verlust in Höhe von 2,6 % des BIP und jährlich weiteren 0,19 % in den darauf folgenden Jahren zur Folge. Viertens ist politischer Widerstand gegen den Verzicht auf nationale Souveränität über die Geldpolitik nicht unüblich. Angesichts der mit Currency-Board-Systemen und einer Dollarisierung verbundenen Nachteile ist es nicht verwunderlich, dass nur eine begrenzte Anzahl von Ländern sich für diese Formen von absolut fixen Wechselkursregimen entschieden hat.

4.2 Systeme mit flexiblen Wechselkursen

In einem Umfeld freier Kapitalströme dürfte es für einige Länder von Vorteil sein, von einer Wechselkursfixierung Abstand zu nehmen. Systeme flexibler Wechselkurse erlauben die Verfolgung einer unabhängigen Geldpolitik, um externe Schocks aufzufangen (siehe hierzu die These des „inkonsistenten Vierecks“ in Kasten 2). Ein System flexibler Wechselkurse hat dabei grundsätzlich vier wesentliche Vorteile. Zum einen ist eine unabhängige Geldpolitik mit der vorrangigen Verfolgung nationaler Ziele, wie zum Beispiel der Inflationsbekämpfung, konsistent. Da zum anderen bei einem System flexibler Kurse,

¹ Dieses Problem kann jedoch durch die Präsenz ausländischer Banken im Land – die ihren jeweiligen Zweigstellen als potenzielle letzte Refinanzierungsquelle dienen können – oder den Aufbau privater vorsorglicher Kreditlinien teilweise behoben werden.

anders als bei einem Festkurssystem, keine implizite Wechselkursgarantie gegeben ist, muss das Wechselkursrisiko bei Entscheidungen einkalkuliert werden, womit dem Moral-Hazard-Problem entgegengewirkt wird. Drittens sollte die Wechselkursflexibilität eine reibungslosere und allmählichere Anpassung an externe Schocks ermöglichen, als dies bei den Zwischenformen oder Systemen mit vollkommen festen Wechselkursen der Fall ist. Schließlich können Systeme mit flexiblen Wechselkursen in Ländern, die ihren Kapitalverkehr liberalisiert haben, eine plötzliche Umkehr der Kapitalströme besser bewältigen. Aus diesen Gründen können Systeme mit flexiblen Wechselkursen im Vergleich zu Festkurssystemen als weniger krisenanfällig angesehen werden und dürften weniger stark zu Fehlentwicklungen neigen.

Diese positiven Aspekte müssen jedoch angesichts der mit Systemen flexibler Wechselkurse verbundenen Nachteile relativiert werden. Zum einen ist anzumerken, dass eine autonome Geldpolitik bei einem solchen System in bestimmten Fällen illusorisch oder nicht wünschenswert sein kann. Auch ein Land, das eine autonome Geldpolitik verfolgt, muss von einer anderen Volkswirtschaft ausgehende Einflüsse bei der Festlegung seines geldpolitischen Kurses berücksichtigen. Folglich liegt die Verfolgung einer unabhängigen Geldpolitik nicht immer im Interesse eines Landes. Genauso ist ein völlig autonomer geldpolitischer Kurs für einige Volkswirtschaften nicht unbedingt optimal: Die Theorie optimaler Währungsräume legt nahe, dass kleine, offene Volkswirtschaften sich besser stellen, wenn sie Teil eines größeren Währungsraums sind, als wenn sie ihre eigene unabhängige Währung mit eigenem Wechselkurs haben.

Wenn Währungsinkongruenzen nicht beseitigt werden (was teilweise auf die Schwierigkeiten vieler Schwellenländer bei der Behebung von auf Landeswährung lautenden Schuldverschreibungen zurückzuführen ist – ein als „original sin“ bekanntes Phänomen), ist zum anderen die Fremdwährungsverschuldung einem Abwärtsdruck an den Devisen-

märkten ausgesetzt, sodass die Flexibilität des Wechselkurses nicht von Vorteil ist. Dieser Aspekt untermauert das so genannte „Angst vor dem Floating“-Argument, auf das später eingegangen wird. Schließlich muss bei einem System flexibler Wechselkurse ein interner nominaler Anker für die Geldpolitik festgelegt werden.

Wenn kein externer Anker vorhanden ist, muss ein interner Anker bestimmt werden. Die Festlegung auf ein Geldmengenziel ist für Schwellenländer aufgrund der instabilen Geldnachfrage und der unterentwickelten heimischen Kapitalmärkte problematisch und wird selten angewandt. Die Festsetzung eines direkten Inflationsziels wird derzeit als tragfähigere Lösung angesehen und wurde bereits von einigen aufstrebenden Volkswirtschaften umgesetzt. Ein solcher Ansatz bedarf bestimmter institutioneller und operationaler Rahmenbedingungen auf nationaler Ebene, um seine volle Wirkung entfalten zu können. Während viele dieser Anforderungen im Zuge der Umsetzung der Strategie eines direkten Inflationsziels schrittweise erfüllt werden können, sind die Unabhängigkeit der Zentralbank und Transparenz Grundvoraussetzungen. Die große Abhängigkeit der direkten Inflationssteuerung von gesamtwirtschaftlichen Projektionen erschwert ihre Umsetzung in Schwellen- und Reformländern, weil dort die gesamtwirtschaftlichen Strukturen und Zusammenhänge – und vor allem der geldpolitische Transmissionsmechanismus – schwerer einzuschätzen und weniger stabil sind als in den entwickelten Volkswirtschaften. Zu den Rahmenbedingungen gehört auch ein gut entwickelter heimischer Finanzmarkt, da die Markterwartungen anhand finanzieller Variablen gemessen werden. Wenn dies zu Beginn nicht gegeben ist, können sich dennoch im Laufe der Zeit tiefe und liquide Kapitalmärkte entwickeln. Die jüngsten positiven Erfahrungen mit der Strategie eines direkten Inflationsziels in einigen Ländern, darunter Mexiko, Chile und Israel, können nicht nur auf die Vereinbarkeit mit – und die positive Entwicklung von – anderen Bestandteilen des allgemeinen politischen Rahmens (vor allem der Fiskalpolitik und dem inländischen Ban-

kensystem) zurückgeführt werden, sondern auch auf die deutlich geringeren Weiterleitungseffekte des Wechselkurses, d. h. das schwächere Durchschlagen von Importpreiserhöhungen auf die Inflation („exchange rate pass-through“). Es wurde argumentiert, dass sich in den gedämpften Weiterleitungseffekten des Wechselkurses tatsächlich die Festlegung eines Inflationsziels und das damit einhergehende Vertrauen der Öffentlichkeit in die Wahrung der Preisstabilität widerspiegeln. Diese Erfahrungen sind jedoch möglicherweise noch zu zeitnah, um sich ein endgültiges Bild über den Erfolg der Strategie eines direkten Inflationsziels zu machen. Die Möglichkeiten, mittels eines solchen die Preiserhöhung zu reduzieren und auf einem niedrigeren Niveau zu stabilisieren, sollten daher zu diesem frühen Zeitpunkt nicht überschätzt werden.

In der Praxis kann die Festlegung eines direkten Inflationsziels als interner Anker in Schwellenländern meist nur teilweise Wirkung entfalten, da nicht alle erforderlichen Rahmenbedingungen für diese Strategie gegeben sind. Deshalb wird die Inflationssteuerung meist durch ein gewisses Maß an Wechselkurssteuerung ergänzt. Israel und Chile haben sich über mehrere Jahre hinweg gleichzeitig auf einen internen und einen externen Anker mit dem Ziel festgelegt, eine allmähliche Verlagerung vom externen auf den internen Anker zu erreichen und das Vertrauen im eigenen Land zu fördern. Auch die jüngsten Entwicklungen in Brasilien und Mexiko – wo die Wechselkurse zeitweise dazu tendierten, übermäßig ab- bzw. aufzuwerten – bestätigen, dass die Behörden die Wechselkursentwicklung bei der Verfolgung eines direkten Inflationsziels nicht völlig unberücksichtigt lassen können. Die Tatsache, dass es in Schwellenländern schwieriger ist, den Wechselkurs stabil zu halten, als in entwickelten Volkswirtschaften, erhöht die im Zins enthaltene Risikoprämie sowie deren Variabilität, wodurch die Durchführung der Geldpolitik erschwert wird.

4.3 Zwischenformen („intermediate regimes“)

Zwischenformen (dieser Begriff bezieht sich hier ausschließlich auf einseitige Wechselkursanbindungen und schließt somit multilaterale Lösungen aus) werden häufig von Schwellenländern genutzt, die eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung anstreben. Ihre Erfahrungen zeigen, dass eine sorgfältige Steuerung des Wechselkurssystems notwendig ist, um die Krisenanfälligkeit zu minimieren. Im Folgenden werden einige wichtige Aspekte von Zwischenformen näher betrachtet, insbesondere von solchen mit im Voraus angekündigtem Wechselkursziel.

Erstens spielt die Glaubwürdigkeit eines zwischen den Extremen liegenden Wechselkurssystems für die Wirtschaftsentwicklung eine große Rolle. Die Politik der Wechselkursanbindung, insbesondere die Entscheidung für einen festen, aber anpassungsfähigen Wechselkurs, kann Zweifel am Willen zur Beibehaltung des Wechselkurses aufkommen lassen und Abwertungs- bzw. Aufwertungserwartungen schüren.² Die Inflationserwartungen ändern sich, wenn die Währung über die vom Wechselkurssystem vorgesehene Bandbreite hinaus abwerten kann. Dies führt dazu, dass die Wirtschaftsakteure eine höhere Risikoprämie für auf Inlandswährung lautende Aktiva verlangen, wodurch wiederum die nominalen Zinsen unter Aufwärtsdruck geraten. Die Folgen können eine volatile Produktion und ein niedrigeres Wachstum sein. Die erforderliche Sicherung der Glaubwür-

² Anhand zweier Argumente soll hier versucht werden zu erklären, warum feste, aber anpassungsfähige Wechselkurse wenig glaubwürdig sind. Erstens wird, wenn die Behörden Spielraum für Wechselkursanpassungen vorsehen, erwartet, dass sie solche Anpassungen tatsächlich irgendwann vornehmen. Zweitens sind manche Arten von festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen anscheinend nicht besonders klar verständlich und deshalb weniger gut nachvollziehbar, sodass die Wirtschaftsakteure die Verpflichtung zur Einhaltung eines gleitenden oder weit gefassten Ziels (z. B. einer Politik der kleinen Abwertungsschritte in Form eines *Crawling Peg* oder *Crawling Band*) für weniger verbindlich halten als die Festlegung auf eine einzelne Ankerwährung ohne die Möglichkeit von Wechselkursanpassungen. Oder aber die Wirtschaftsakteure argwöhnen vielleicht, dass die Behörden bei gleitenden Zielen das Ausmaß der Anpassung leichter ändern können. Diese Bedenken zeigen, wie weit die verschiedenen Arten fester, aber anpassungsfähiger Wechselkurse innerhalb des Kontinuums von festen zu flexiblen Wechselkursen auseinander liegen.

digkeit hat in einigen Ländern allerdings zu einer größeren Disziplin der Politik geführt, und wenn Glaubwürdigkeit gewährleistet ist, kann ein Wechselkurssystem, das zwischen den beiden Eckpunkten absolut fester und flexibler Wechselkurse liegt, entscheidend zur gesamtwirtschaftlichen Stabilisierung beitragen.

Zweitens ist die Geldpolitik bei konventionellen Zwischenformen mit festen Wechselkursen wie bei den Systemen mit absolut festen Wechselkursen nicht autonom, um die Konjunktur zu steuern, Konjunkturschwankungen zu glätten oder auf Schocks zu reagieren. Bei anderen Zwischenformen hingegen gibt es einen gewissen Spielraum. Diese Behauptung beruht auf der These vom „inkonsistenten Viereck“, wonach freier Handel, feste Wechselkurse, unbeschränkter Kapitalverkehr und autonome Geldpolitik nicht gleichzeitig zu realisieren sind. Sollen die ersten drei Ziele erreicht werden, muss die Geldpolitik dem Ziel der Aufrechterhaltung des Wechselkurses untergeordnet werden. Praktisch bedeutet dies die Übernahme der Geldpolitik des Ankerwährungslandes, was bei fehlendem konjunkturellen Gleichlauf zwischen beiden Ländern zu wirtschaftlichen Schwierigkeiten führen kann. Da die konjunkturelle Synchronisation mit der wirtschaftlichen Integration zunimmt und die Integration ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Wahl der Ankerwährung ist, dürfte das Problem der Asymmetrie im Konjunkturverlauf jedoch kaum auftreten, es sei denn, dass die beiden Volkswirtschaften strukturell verschieden sind.

Es wird auch darauf verwiesen, dass in Ländern, die eine Politik der Inflationsreduzierung verfolgen, das hierfür notwendige positive Zinsgefälle zu Kapitalzuflüssen führt, die am Devisenmarkt sterilisiert werden müssen. Die Erfahrung hat gezeigt, dass dies kostspielig sein kann. In Israel, das neben Ungarn hierfür ein Musterbeispiel ist, werden diese Kosten auf jährlich 1 % des BIP geschätzt.

Drittens machen die im Zuge der Kapitalverkehrsliberalisierung anwachsenden Kapitalströme Zwischenlösungen krisenanfälliger.

Das Verhalten der inländischen Wirtschaftsakteure – besonders im Finanz- und Unternehmenssektor – und der internationalen Investoren kann von der Einschätzung geleitet sein, dass es keine Währungsabwertung geben wird. Soweit sich die Wirtschaftsakteure durch implizite Garantien abgesichert fühlen und ihre Positionen das potenzielle Risiko nicht in vollem Umfang widerspiegeln, kann dies die Neigung zur Risikomissachtung („moral hazard“) fördern. Dies kann schließlich eine Krise heraufbeschwören, wenn sich die Qualität der Anlageportfolios verschlechtert, beziehungsweise zum Aufbau von nicht abgesicherten Positionen führen, die im Krisenfall die finanziellen Verluste vergrößern würden.

Zudem sind Länder mit einer Wechselkursanbindung der Problematik der selbsterfüllenden spekulativen Attacken ausgesetzt. Verpflichten sich die Behörden öffentlich zur Einhaltung eines bestimmten Wechselkursniveaus, können die Finanzmärkte Stärke und Grenzen dieser Festlegung „testen“. Insbesondere die mit der Verteidigung des festen Wechselkurses verbundene Kosten-Nutzen-Relation verändert sich beim Vorliegen multipler Gleichgewichte, was zur Verschlechterung ursprünglich solider ökonomischer Fundamentaldaten beitragen kann, wenn die Situation länger anhält. Dies kann die Märkte veranlassen, einen spekulativen Angriff zu starten. Bei der Abwehr von spekulativen Angriffen spielt die Glaubwürdigkeit eine entscheidende Rolle.

Entscheidet man sich wegen ihrer Krisenanfälligkeit gegen Zwischenlösungen, wie das häufig geschieht, so übersieht man den potenziell disziplinierenden Effekt dieser Systeme. Sie sorgen nämlich gerade wegen ihrer Krisenanfälligkeit dafür, dass bei Einsetzen oder auch im Gefolge einer Krise geeignete Korrekturmaßnahmen getroffen werden. Eine Zwischenlösung, bei der die Gefahr von spekulativen Angriffen auf die Währung besteht, macht den politisch Verantwortlichen deutlich, dass sie die Vereinbarkeit ihrer Politik mit den Fundamentalfaktoren überprüfen müssen. Ist der politische Wille zur Behe-

bung von Schwachstellen der Politik unzureichend ausgeprägt, so erhöht die disziplinierende Wirkung der Marktkräfte den Reformdruck auf die politischen Entscheidungsträger.

Viertens können bei einer Krise hohe Kosten entstehen, wenn sie nicht durch geeignete politische Maßnahmen begrenzt oder ausgeglichen werden. Bei einer Krise in einem zwischen den Endpunkten liegenden Wechselkurssystem entstehen Kosten unabhängig davon, ob der Wechselkurs verteidigt oder aufgegeben wird. Die erfolgreiche Verteidigung einer Wechselkursanbindung erhöht zwar die Glaubwürdigkeit der Behörden hinsichtlich ihrer Entschlossenheit, eine mit der Aufrechterhaltung des gewählten nominalen Ankers vereinbare Politik zu verfolgen, aber der Anstieg der Zinsen belastet den Banken- und Unternehmenssektor sowie die privaten Haushalte stark, verringert die Investitionen und dämpft damit das Wachstum. Gibt man die Wechselkursbindung auf und lässt zu, dass der Wechselkurs sinkt, so werden zwar die Devisenreserven geschont, aber die auf Fremdwährung lautenden Schulden steigen, mit negativen Folgen für die Bilanzen der öffentlichen und privaten Haushalte und des Unternehmenssektors. Wegen der Wechselkursanbindung erfolgte wahrscheinlich keine Absicherung dieser Kosten. So steigt tendenziell die Zahl der Insolvenzen, und die uneinbringlichen und notleidenden Kredite nehmen zu. Als Folge schränken die Banken

die Kreditvergabe ein, um ihre Rentabilität wiederherzustellen, was wiederum Investitionen und Wachstum beeinträchtigt. Hier ist anzumerken, dass die Aufgabe der Kursbindung und ihre negativen Folgen nicht nur bei den Zwischenlösungen zu beobachten sind, sondern auch bei Currency-Board-Systemen mit absolut festen Wechselkursen auftreten können, wie das in Argentinien der Fall war.

Trotz der möglichen hohen Verluste ließe sich anführen, dass die Kosten einer Krise nicht das einzige Kriterium für die Wahl des Wechselkurssystems sein sollten. Die Erfahrungen hinsichtlich der Auswirkungen einer Krise in einem Zwischensystem sind in den einzelnen Ländern je nach der Reaktion der aktuellen Preissetzung auf Wechselkursänderungen und der Struktur der öffentlichen und privaten Forderungen und Verbindlichkeiten sehr unterschiedlich. Außerdem könnte der durch eine ungeordnete Aufgabe des Systems hervorgerufene Schock den vor der Krise unzureichenden politischen Willen stärken und bei einem großen Kreis von Wirtschaftsakteuren die Akzeptanz rigoroser Maßnahmen zur Korrektur der für die Krise verantwortlichen Politik erhöhen. Deshalb müssen die kurzfristigen finanziellen und wirtschaftlichen Kosten einer Währungskrise in einem zwischen den Endpunkten liegenden Wechselkurssystem gegen die möglichen langfristigen Vorteile abgewogen werden, die angesichts der Krise getroffenen angemesseneren und entschlosseneren Maßnahmen mit sich bringen.

5 Aktuelle Entwicklungen bei den Wechselkurssystemen der Schwellenländer

Bei der Diskussion der gegenwärtigen Wechselkurssysteme ist zwischen De-jure-Systemen (Systemen, die dem IWF offiziell bekannt gegeben wurden) und De-facto-Regimen zu unterscheiden. Die aktuelle Fachliteratur zu diesem Thema liefert einige Anhaltspunkte dazu, wie weit beide auseinander liegen können. Je nach Definition von De-facto-Systemen wird offenbar mindestens rund die Hälfte aller dem IWF offiziell gemeldeten Wechselkurssysteme so nicht angewen-

det. Diese Diskrepanz lässt sich weitgehend mit der in Schwellenländern verbreiteten „Angst vor dem Floating“, teilweise aber auch mit der „Angst vor festen Wechselkursen“ erklären. Die „Angst vor dem Floating“ bezieht sich auf die Sorge, dass ein sinkender Wechselkurs die Inflation anheizt beziehungsweise die auf eine Fremdwährung lautenden oder daran gebundenen Schulden stark steigen lässt. Mit der „Angst vor festen Wechselkursen“ wird zum einen die Furcht umschrie-

ben, Ziel einer Spekulationswelle zu werden, wenn man sich offiziell auf einen bestimmten Wechselkurs festlegt, und zum anderen bei relativ geschlossenen Volkswirtschaften mit einem Festkurssystem die Befürchtung, dass bei einem plötzlichen Ausbleiben der Kapitalzuflüsse eine sehr starke reale Abwertung zur Förderung der Exporte erforderlich ist, die eine schwer erreichbare und politisch kaum durchsetzbare Preis- und Lohnflexibilität erfordert.

Eine zweite Schwierigkeit bei der Analyse der gegenwärtigen Wechselkurssysteme besteht darin, dass das Begriffspaar Ecklösung/Zwischenlösung keineswegs klar abgegrenzt ist. Bei den Systemen flexibler Wechselkurse hängt die Unterscheidung zwischen kontrolliertem und unabhängigem Floating praktisch vom Motiv für Interventionen ab. Im erstgenannten Fall soll die Richtung der Wechselkursänderung beeinflusst, im letztgenannten die Volatilität verringert werden. Das Motiv ist aber nicht beobachtbar und – wenn überhaupt – erst nach der Intervention zu erkennen. In der Fachliteratur sind sich die Autoren nicht einig, ob das kontrollierte Floating zu den Systemen mit flexiblen Kursen zu zählen ist. Dies unterstreicht, wie schwer es ist, die Wechselkurssysteme richtig zu unterscheiden. Bezüglich der „harten“ Wechselkursfixierungen könnte man anführen, dass nicht so sehr der Grad der Unveränderbarkeit des Leitkurses, sondern eher die bei der Aufgabe des Wechselkursregimes entstehenden wirtschaftlichen, politischen und den Reputationsverlust betreffenden Kosten bestimmen, wie fest die Kursanbindung ist. Da die Kosten höher sind, wenn mit der Aufgabe des Wechselkursankers ein Vertragsverstoß verbunden ist, kann eine Verankerung der Wechselkursfixierung in nationalem Recht als eine Härtung des Systems angesehen werden.

In Bezug auf die in Kasten I beschriebenen Gruppen von Wechselkurssystemen deuten neuere empirische Untersuchungen darauf hin, dass Zwischenlösungen derzeit die am zweithäufigsten verwendeten Systeme sind, nach Systemen mit flexiblen Wechselkursen, aber weit vor den „harten“ Wechselkurs-

fixierungen. Diese Beobachtung steht dem entgegen, was in der Fachliteratur als „Aushöhlung“ der Mitte des Spektrums denkbarer Wechselkurssysteme bezeichnet wird, nämlich das angebliche Verschwinden von Zwischenformen.

Was die Trends in den Neunzigerjahren angeht, so deutet die neuere Literatur darauf hin, dass die Systemwechsel nicht vorwiegend nach außen hin zu den Ecklösungen gerichtet waren. Zunächst ist anzumerken, dass es zumeist bei den Zwischenvarianten zu einem Systemwechsel kam. Angesichts der Tatsache, dass 1990 fast vier Fünftel der Schwellenländer zwischen den Extremen liegende Lösungen verfolgten, kann dies aber nicht verwundern. Zweitens führten mehr als die Hälfte der Schwellenländer, die eine Zwischenlösung aufgaben, eine andere Zwischenform und nicht eine Ecklösung ein. Beim Übergang zu flexiblen Wechselkursen konnte vielfach nicht von einer „Wahl“ die Rede sein, sondern es mangelte eher an glaubwürdigen Alternativen. Ferner entschieden sich manche Länder, wie etwa Malaysia und Ecuador, deren Wechselkurse freigegeben werden mussten, nach einer Zeit des freien Falls und anschließender Wechselkursstabilisierung wieder für eine Zwischenvariante oder eine Währungsanbindung mit absolut festen Wechselkursen. Es ist also etwas übertrieben zu behaupten, dass es eine zunehmende Präferenz für Ecklösungen gibt.

Vor allem sind die bisherigen Erfahrungen der Schwellenländer mit schwankenden beziehungsweise absolut festen Wechselkursen noch sehr gering. Nur eine kleine Anzahl von Schwellenländern hielt eine Währungsanbindung mit absolut festen Wechselkursen über einen längeren Zeitraum durch (z. B. Panama, Hongkong und Estland). Die Erfahrungen in Argentinien zeigten hingegen, dass die Aufrechterhaltung eines Currency-Board sehr hohe Anforderungen stellt. Was das andere Ende des Spektrums betrifft, so sind auch die Erfahrungen mit frei schwankenden Wechselkursen noch zu neu, um endgültige Schlussfolgerungen ziehen zu können (zu dieser Gruppe gehören zum Beispiel Brasilien und

Polen). Wie bereits erwähnt, gibt es erste Anzeichen dafür, dass eine Kombination von flexiblen Wechselkursen mit direkter Inflationssteuerung in Schwellenländern einen stabilisierenden Einfluss ausüben kann. Die Tatsache, dass bisher erst relativ wenige aufstrebende Volkswirtschaften ein solches System eingeführt haben, könnte auf die verhältnis-

mäßig hohen institutionellen und operationalen Anforderungen zurückzuführen sein, die erfüllt werden müssen, um eine derartige Politik glaubwürdig durchführen zu können (Zentralbankunabhängigkeit, Transparenz und ein effektiver geldpolitischer Transmissionsmechanismus im betreffenden Land).

6 Schlussfolgerungen

Die Erfahrungen der Schwellenländer mit verschiedenen Wechselkurssystemen in den Neunzigerjahren führte dazu, dass im Allgemeinen Ecklösungen und insbesondere freischwankende Wechselkurse besonders empfohlen wurden. Bei näherer Prüfung zeigt sich jedoch, dass eine gewisse Neugewichtung der Argumente erforderlich ist. Da die wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich sind, gibt es nicht nur ein ideales Wechselkurssystem für alle Länder, noch ein für ein bestimmtes Land jederzeit gültiges System. Die Länder sollten das gesamte Spektrum möglicher Wechselkurssysteme kennen und ihrer jeweiligen Situation entsprechend (z. B. gemäß dem Grad der wünschenswerten und erreichbaren geldpolitischen Autonomie, dem Grad der Liberalisierung des Kapitalverkehrs und der Finanzstabilität, der Struktur der Handels- und Finanzbeziehungen, der Beteiligung an regionalen Kooperationsvereinbarungen) frei wählen können.

Ein Wechselkurssystem ist kein Selbstzweck, sondern Mittel zum Zweck, nämlich zur Gewährleistung gesamtwirtschaftlicher Stabilität und eines gesunden und nachhaltigen Wachstums. Das Wechselkurssystem kann eine disziplinierende Rolle spielen, indem es zu einer stabilitätsorientierten makroökonomischen Politik und angemessenen Struktur-reformen beiträgt, die ansonsten vielleicht nicht akzeptiert werden. Zwischen den Endpunkten liegende Wechselkurssysteme sind dem Marktdruck stärker ausgesetzt als Systeme mit absolut festen oder mit flexiblen Wechselkursen und deshalb besonders empfindliche Indikatoren einer nicht mit den wirt-

schaftlichen Fundamentalfaktoren in Einklang stehenden Politik. Deshalb sollte man Wechselkurssysteme nicht in erster Linie danach beurteilen, ob sie besonders verletzlich sind oder ihre Aufgabe in einem ungeordneten Rahmen vonstatten gehen kann.

Betrachtet man die einzelnen Gruppen von Wechselkurssystemen näher, so sind Currency-Board-Regelungen wegen ihrer hohen Anforderungen nur in einer begrenzten Anzahl von Fällen eine tragfähige Lösung, obgleich sie als Instrument zur raschen Stabilisierung von Volkswirtschaften, die unter sehr hoher Inflation leiden und deren Stabilisierungsversuche bisher gescheitert sind, sehr hilfreich sein können. Flexible Wechselkurse haben angesichts der gegenwärtig höheren Kapitalmobilität für viele Schwellenländer an Attraktivität gewonnen, weil Zwischenformen schwerer zu praktizieren sind. Gleichwohl sind Zwischenformen eine potenziell sinnvolle Politikoption und haben unter geeigneten – allerdings strikten – Voraussetzungen ausgesprochene Vorteile. Die Behauptung, dass in Schwellenländern eine „Aushöhlung“ der Mitte des Spektrums hin zu Ecklösungen zu beobachten sei, findet keine eindeutige empirische Bestätigung. Zwar hat dort die Beliebtheit von Zwischenformen im letzten Jahrzehnt abgenommen, aber es gibt sie noch in vielen Ländern. Im Wesentlichen bleibt festzuhalten, dass sich die an den Enden des Spektrums liegenden Systeme in vielen Schwellenländern in einer „Probephase“ befinden und insbesondere die Entwicklung von Systemen, bei denen flexible Wechselkurse mit Inflationssteuerung kombiniert werden, eine genauere Beobachtung verdient.