

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT Juli 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

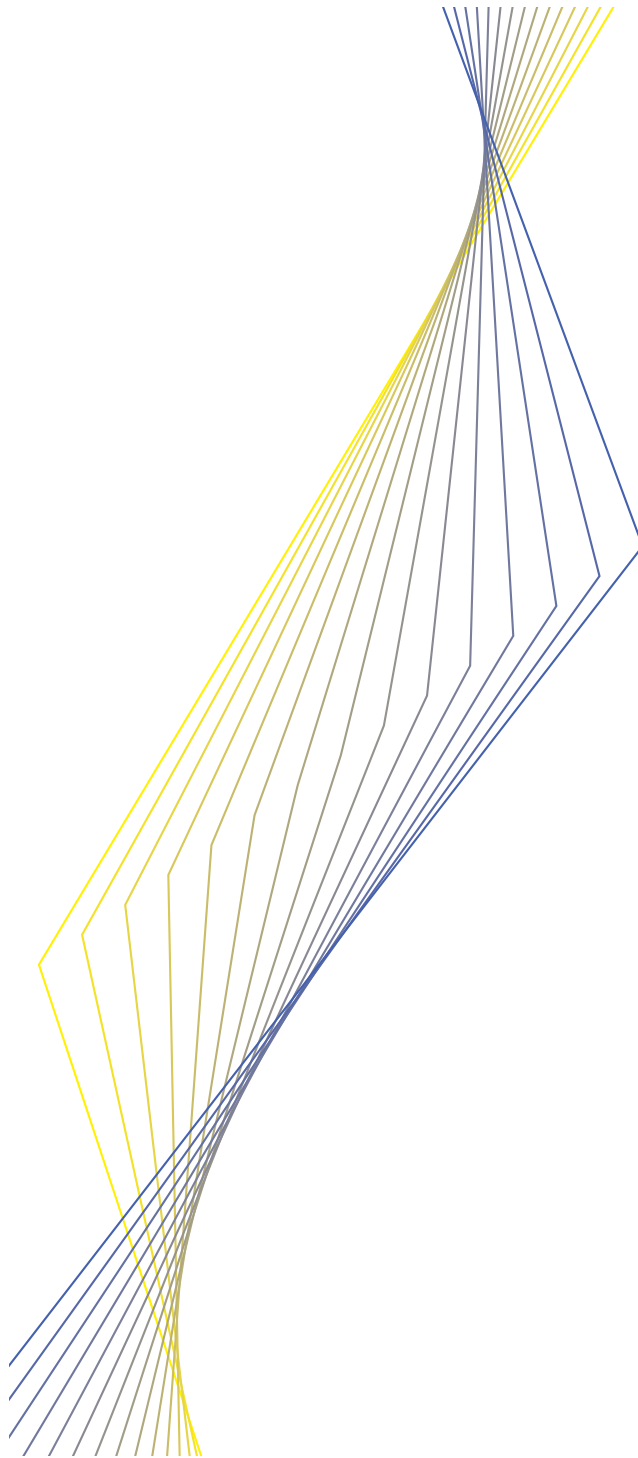
FCB EZB EKT BCE EKP

**MONATSBERICHT**

Juli 2000



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**Juli 2000**

© Europäische Zentralbank, 2000

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

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

*In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.*

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

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

*Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 5. Juli 2000.*

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	19
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	23
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	33
Kästen:	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 23. Juni endete	13
2 Das Baugewerbe im Euro-Währungsgebiet	23
3 Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000	30
Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften	39
Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet	45
Die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet unter den Bedingungen einer alternden Bevölkerung	63
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	67*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	71*

## 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
BPM4	Balance of Payments Manual des IWF (4. Auflage)
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
MFI	Monetäre Finanzinstitute
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

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

Auf seinen Sitzungen am 21. Juni und 6. Juli 2000 beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen der EZB unverändert zu lassen. Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems wurde somit bei 4,25 % belassen, und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben unverändert bei 5,25 % bzw. 3,25 %.

Die nach der Erhöhung der EZB-Zinsen am 8. Juni 2000 eingegangenen Informationen haben die Aussichten für die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht im Prinzip nicht geändert. Was die erste Säule der geldpolitischen Strategie betrifft, belief sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten des Geldmengenaggregats M3 für den Zeitraum von März bis Mai 2000 auf 6,3 % und war damit unverändert gegenüber dem Zeitraum von Februar bis April 2000. Die anhaltende deutliche Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert von 4 ½ %, zusammen mit dem kräftigen Anstieg der Geldmenge M1 und der Kreditgewährung an den privaten Sektor, deutet auf eine nach wie vor reichliche Liquiditätsausstattung im Eurogebiet bis einschließlich Mai hin.

Mit Blick auf die zweite Säule der Strategie deuten die jüngsten Daten zur wirtschaftlichen Entwicklung darauf hin, dass sich das kräftige Wirtschaftswachstum im Euroraum Anfang 2000 fortgesetzt hat. Einer ersten Schätzung von Eurostat zufolge betrug das reale BIP-Wachstum im ersten Quartal dieses Jahres 0,7 %. Diese vorläufige Schätzung der Wachstumsrate gegenüber dem Vorquartal liegt zwar geringfügig unter dem in der zweiten Jahreshälfte 1999 beobachteten Durchschnitt, doch weisen andere Indikatoren allesamt auf ein anhaltend kräftiges binnenwirtschaftliches Wachstum hin. Nicht nur hat sich die Wachstumsrate der Industrieproduktion im April 2000 erhöht, sondern auch für das erste Vierteljahr wurde eine Korrektur nach oben vorgenommen. Der Vertrauensindikator für die Industrie erreichte im Juni 2000 den Höchststand seit Beginn der Datenreihe im Jahr 1985, während sich das Vertrauen der Verbraucher nach wie vor fast

auf Rekordniveau bewegte. Nationale Daten zeigen ein starkes Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2000 an. Gleichzeitig unterstützt die außenwirtschaftliche Entwicklung weiterhin das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet. Angesichts der positiven binnen- und außenwirtschaftlichen Bedingungen sind die Wachstumsaussichten im Euroraum nach wie vor günstig.

Bei den Anleiherenditen im Euroraum und dem Wechselkurs des Euro haben sich im Juni und Anfang Juli 2000 keine nennenswerten Änderungen ergeben. In diesem Zeitraum verringerte sich der Abstand zwischen den Anleiherenditen im Euroraum und denen in den Vereinigten Staaten deutlich. Die Entwicklungen an den Anleihemärkten spiegeln derzeit die Markterwartungen eines anhaltenden Wirtschaftswachstums im Eurogebiet und einer Stärkung der Wachstumsaussichten des Euroraums im Vergleich mit den Vereinigten Staaten wider. Gleichzeitig gibt die kumulierte Abschwächung des effektiven Euro-Wechselkurses seit Anfang 1999 nach wie vor Anlass zur Sorge und muss bei der Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität berücksichtigt werden, da sie in der nächsten Zeit zu weiterem Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise führen könnte.

In den letzten Monaten waren die Ölpreise der entscheidende Faktor, der die Preisentwicklung im Eurogebiet beeinflusste. Im Hinblick auf die Verbraucherpreisentwicklung lag die Teuerungsrate, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), im Mai 2000 unverändert bei 1,9 %. Diese unveränderte Steigerungsrate im Gesamtindex spiegelte die Tatsache wider, dass eine niedrigere Veränderungsrate im Vorjahresvergleich bei einer volatilen Komponente der Preise für Dienstleistungen der stärkeren Energieverteuerung entgegenwirkte. Im Hinblick auf die Erzeugerpreise sind die jüngsten Steigerungen des gesamten Erzeugerpreisindex zumeist auf die Entwicklung bei den Preisen für importierte Energieträger zurückzuführen. Die jährliche Veränderungsrate der Konsumgüterkomponente des Erzeugerpreisindex erhöhte sich in der jüngsten Zeit ebenfalls. Dies deu-

tet darauf hin, dass die Auswirkungen der gestiegenen Einfuhrpreise allmählich an die Konsumgüter weitergegeben werden. Hinsichtlich der Arbeitskosten zeigen die Eurostat-Daten für den gesamten Euroraum im ersten Quartal 2000 einen wesentlich stärkeren Anstieg als 1999 an. Dies kann jedoch teilweise mit einmalig auftretenden Faktoren zusammenhängen.

In den Sommermonaten wird die Steigerungsrate der Verbraucherpreise im Eurogebiet voraussichtlich weiterhin von der allmählichen Weitergabe des Anstiegs der Importpreise, der hauptsächlich mit den höheren Energiekosten und der Abschwächung des Euro-Wechselkurses in der Vergangenheit zusammenhängt, beeinflusst werden.

Angesichts der zeitlich verzögerten Auswirkungen der geldpolitischen Maßnahmen ist der Einfluss der Geldpolitik auf die Preisentwicklung in der kürzeren Frist sehr begrenzt. Daher muss die Geldpolitik vorausschauend sein und ihr Hauptaugenmerk auf die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht richten. In diesem Zusammenhang muss zum gegenwärtigen Zeitpunkt eine Reihe von Faktoren sorgfältig beobachtet werden. Zunächst einmal erfordern das starke Geldmengenwachstum und die großzügige Liquiditätsausstattung eine kontinuierliche Beurteilung. Auch wird sich die Entwicklung der Importpreise, die wiederum von der Entwicklung des Euro-Wechselkurses und von den Rohstoffpreisen beeinflusst wird, auf die Preisaussichten im Euroraum auswirken. In der derzeitigen Phase eines anziehenden Wirtschaftswachstums und eines sich aus den Einfuhrpreisen ergebenden Aufwärtsdrucks ist es wichtig, dass die Lohnentwicklung im Durchschnitt weiterhin mit dem Ziel der Preisstabilität in Einklang steht. Eine modera-

te Lohnentwicklung in Verbindung mit strukturellen Reformen an den Arbeitsmärkten sowie an den Güter- und Dienstleistungsmärkten ist für die Aufrechterhaltung des inflationsfreien Wachstums und für die Verringerung der Arbeitslosigkeit im Euroraum von Bedeutung. Dabei müssen die in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik für das Jahr 2000 vorgeschlagenen Reformen, die im Juni 2000 vom ECOFIN-Rat verabschiedet wurden, dringend umgesetzt werden. Schließlich trägt, bei Betrachtung des Euroraums insgesamt, eine prozyklische Lockerung der Finanzpolitik zu den Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bei. In diesem Zusammenhang sind die derzeit bekannten Haushaltspläne in den meisten Ländern angesichts der günstigen Wirtschaftsaussichten nicht ehrgeizig genug.

Dieser Monatsbericht enthält drei Artikel. Der erste Artikel mit dem Titel „Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften“ liefert Hintergrundinformationen über die Einführung von Zinstendern bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems mit der am 24. Juni 2000 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Der Artikel zeigt, dass der Übergang zu dem neuen Zuteilungsverfahren erfolgreich abgewickelt worden ist. Der zweite Artikel befasst sich mit den Aspekten des geldpolitischen Transmissionsprozesses im Euro-Währungsgebiet. Kenntnis des Transmissionsprozesses ist für eine Zentralbank von entscheidender Bedeutung, um die Auswirkungen ihrer Maßnahmen auf die Gewährleistung der Preisstabilität zu beurteilen. Der Artikel „Die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet unter den Bedingungen einer alternden Bevölkerung“ behandelt die potenziellen Auswirkungen der demographischen Veränderungen im Euroraum auf die Finanzpolitik.

# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seinen Sitzungen am 21. Juni und 6. Juli 2000 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die als Zinstender nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchgeführt werden) bei 4,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität blieben mit 3,25 % bzw. 5,25 % ebenfalls unverändert (siehe Abbildung 1).

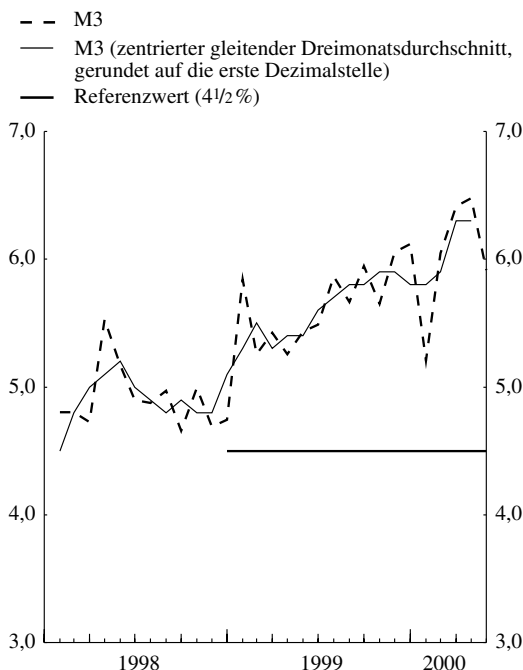
### Anhaltend kräftiges M3-Wachstum im Mai

Im Mai 2000 ging das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 auf eine Jahresrate von 5,9 % zurück, verglichen mit 6,5 % im April 2000. Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 für den Zeitraum von März bis Mai 2000 betrug unverändert 6,3 %. Somit lag das M3-Wachstum weiterhin fast zwei Prozentpunk-

### Abbildung 2

#### M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



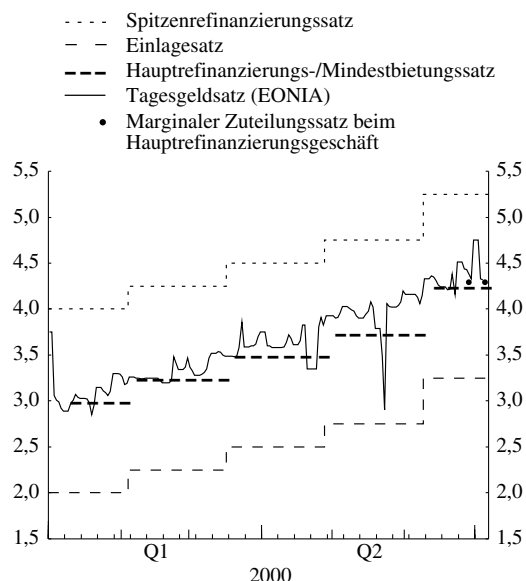
Quelle: EZB.

te über dem Referenzwert von 4 1/2 % (siehe Abbildung 2).

### Abbildung 1

#### EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Die Veränderungen der saisonbereinigten Werte der Geldmenge M3 gegenüber dem Vormonat beliefen sich im Zeitraum von März bis Mai 2000 im Durchschnitt auf 0,5 % (siehe Tabelle 1). Dies bestätigt, dass das Wachstum der Geldmenge M3 bis Mai nach wie vor eine recht kräftige kurzfristige Dynamik aufwies. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet betrug die Sechsmonatsrate von M3 im Mai 6,5 %, verglichen mit 6,6 % im Vormonat. Die anhaltend starke Expansion von M3 in den ersten Monaten dieses Jahres dürfte vor allem mit dem Anstieg des nominalen und realen BIP-Wachstums sowie der Abflachung der Zinsstrukturkurve seit Januar 2000 zusammenhängen.

Was die einzelnen M3-Komponenten betrifft, so ging das Wachstum des Bargeldumlaufs im Mai 2000 auf eine Jahresrate von 4,9 % zu-



## Tabelle I

### Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)

	Mai 2000	März 2000		April 2000		Mai 2000		März 2000 bis Mai 2000	
	Bestand	Veränderung		Veränderung		Veränderung		Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd €	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
<b>M3</b>	4 931,4	36,8	0,8	14,6	0,3	23,0	0,5	24,8	0,5
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 994,0	16,7	0,8	13,5	0,7	0,1	0,0	10,1	0,5
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 156,3	3,9	0,2	1,6	0,1	13,1	0,6	6,2	0,3
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	781,0	16,2	2,3	-0,5	-0,1	9,8	1,3	8,5	1,2

Quelle: EZB.

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

rück, gegenüber 5,5 % im April (siehe Abbildung 3). Die täglich fälligen Einlagen übertrafen ihren Vorjahrsstand im Mai 2000 um 9,4 %, verglichen mit 12,6 % im April. Dabei dürften angesichts der seit Herbst 1999 steigenden kurzfristigen Zinsen täglich fällige Ein-

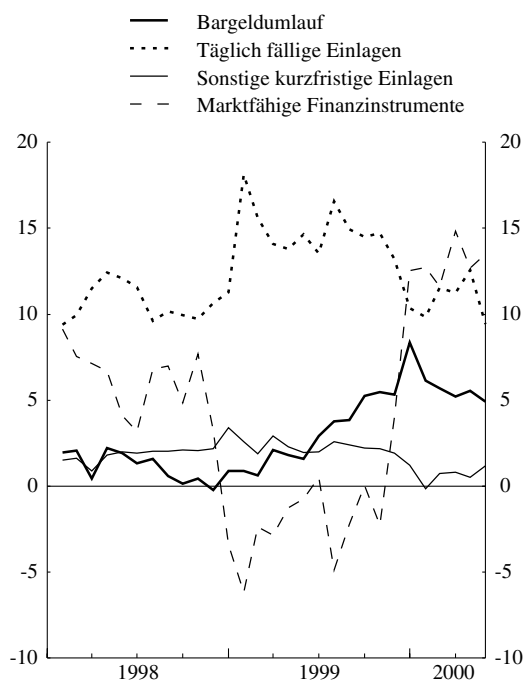
lagen teilweise in sonstige kurzfristige Einlagen und marktfähige Finanzinstrumente, die in M3 erfasst werden, umgeschichtet worden sein. Gleichwohl haben die täglich fälligen Einlagen unter dem Einfluss der anziehenden Konjunktur im Vorjahrsvergleich weiter kräftig zugenommen. Dabei könnte auch die relativ hohe Unsicherheit an den Aktienmärkten des Euroraums in den ersten fünf Monaten dieses Jahres die Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen aus Vorsichtserwägungen angeregt haben. Auf Grund der vorgenannten Entwicklungen beim Bargeldumlauf und den täglich fälligen Einlagen verringerte sich das Wachstum der Geldmenge M1 im Mai 2000 auf eine Jahresrate von 8,6 %, verglichen mit 11,3 % im Vormonat.

Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahrszeit haben die kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im Mai 2000 mit 1,2 % stärker zugenommen als im April (0,5 %). Dahinter verbargen sich unterschiedliche Entwicklungen bei den einzelnen Komponenten dieser Position. Im Vergleich zum Vorjahr wurden die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Mai mit 4,7 % deutlich stärker ausgeweitet als im Vormonat (1,3 %). Dies dürfte auf die allmählich steigenden Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken im Euroraum und die in den letzten Monaten zu beobachtende Abflachung der

## Abbildung 3

### Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Renditenstrukturkurve zurückzuführen sein. Gleichzeitig unterschritten die Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten ihr Vorjahrsniveau um 1,2 %, nach einer Abnahme von 0,1 % im April. Damit setzte sich die seit dem Sommer 1999 zu verzeichnende rückläufige Nachfrage nach diesen Einlagen fort, vermutlich weil ihre Verzinsung an Attraktivität verloren hat, seit die Geldmarktzinsen im Euroraum im Vergleich zu den Bankzinsen für diese Einlagen gestiegen sind.

Infolge des deutlichen Rückgangs der Vorjahrsrate von M1, die den Anstieg der Vorjahrsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) mehr als ausglich, wuchs die Geldmenge M2 im Mai 2000 um 4,6 % gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit, nachdem sie im April noch um 5,5 % zugenommen hatte.

Bei den in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten erhöhte sich der Zuwachs im Vergleich zum Vorjahr von 12,7 % im April auf 13,5 % im Mai 2000. Hierin spiegelten sich gegenläufige Entwicklungen bei den einzelnen Finanzinstrumenten wider. Einerseits ging die Vorjahrsrate der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren (deren Anteil an M3 weniger als 2 % beträgt) von 37,3 % im April auf 25,5 % im Mai 2000 zurück. Andererseits erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Repogeschäfte von 2,8 % im April auf 4,7 % im Mai und die der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere in der gleichen Zeit von 13,6 % auf 15,6 %. Insgesamt gesehen dürfte das rasche Wachstum der marktfähigen Finanzinstrumente weiterhin die hauptsächlich durch den Anstieg der Kurzfristzinsen in den letzten Monaten bedingte Abflachung der Renditenstrukturkurve widerspiegeln. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Höhe der Bestände an von MFIs begebenen marktfähigen Finanzinstrumenten in den Händen von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets im gegenwärtigen statistischen Meldesystem des Eurosystems nicht ermittelt werden kann, diese Bestände aber grundsätzlich nicht in M3 erfasst werden sollten.

### **Anhaltend starkes Wachstum der Kreditgewährung an den privaten Sektor**

Im Vergleich zur entsprechenden Vorjahrszeit hat sich das Wachstum der gesamten Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet von 8,1 % im April 2000 auf 7,6 % im Mai ermäßigt. Ausschlaggebend hierfür war, dass die Kredite an die öffentlichen Haushalte im Mai im Vorjahrsvergleich weiter zurückgegangen sind, und zwar um 2,6 % nach einem Rückgang von 1,2 % im April. Dagegen wurden die Kredite an den privaten Sektor mit einer praktisch konstanten Jahresrate von 11,3 % weiter stark ausgeweitet.

Was die Kreditgewährung an den privaten Sektor anbelangt, so übertrafen die Direktkredite im Mai ihren entsprechenden Vorjahrsstand um 10,1 %. Die Sechsmonatsrate der Direktkreditvergabe an den privaten Sektor belief sich im Mai saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet gleichfalls auf 10,1 %, verglichen mit 10,8 % im April. Das anhaltend starke Wachstum dieser Kredite spiegelt den derzeitigen kräftigen Wirtschaftsaufschwung und die günstigen Wachstumsaussichten im Euroraum wider. Auch die regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Eurogebiet und die wegen der in einigen Ländern deutlich steigenden Immobilienpreise höheren Hypothekenkredite dürften zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Schließlich ist zu erwähnen, dass die Kreditzinsen der Banken historisch gesehen noch immer vergleichsweise niedrig sind. Was die übrigen Komponenten der Kreditgewährung an den privaten Sektor betrifft, so belief sich die Vorjahrsrate der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien im Mai fast unverändert auf 17,0 % und die der Bestände an Aktien und sonstigen Dividendenwerten auf 24,0 %.

Der weitere Rückgang der Wachstumsrate der Kredite an die öffentlichen Haushalte im Vergleich zum Vorjahr war darauf zurückzuführen, dass sich zum einen der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr bei den Direktkrediten von 1,0 % im April auf 0,3 % im Mai verringert hat und zum anderen die MFI-Bestände an Wertpapieren der öffentlichen Haushalte

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

	Bestände	Zwölfmonatsveränderungen					
		1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.	2000 März	2000 April	2000 Mai
1 Kredite an den privaten Sektor	6 474,5	584,2	538,1	592,5	623,1	655,1	652,7
2 Kredite an öffentliche Haushalte	2 008,5	34,7	29,0	17,8	-16,5	-25,5	-54,6
3 Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	189,3	-171,3	-180,8	-120,2	-184,9	-194,5	-167,2
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 680,2	260,8	244,4	249,5	236,5	234,5	243,1
5 Sonstige Gegenposten (Nettoverbindlichkeiten)	60,7	-86,6	-93,0	-31,5	-104,6	-94,5	-83,8
M3 (=1+2+3-4-5)	4 931,4	273,8	235,4	272,4	290,2	295,6	272,0

*Quelle: EZB.**Anmerkung: Wegen des Rundens der Zahlen entspricht die Summe der M3-Gegenposten in (Mrd) Euro möglicherweise nicht dem für M3 angegebenen Gesamtbetrag.*

(ohne Aktien) ihr Vorjahrsniveau um 4,6 % unterschritten, verglichen mit 2,8 % im April.

Bei den übrigen Gegenposten von M3 erhöhte sich die Jahresrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs im Mai leicht auf 7,1 %, nach 6,9 % im Monat zuvor. Bei diesen Verbindlichkeiten stieg die jährliche Wachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren leicht von 4,0 % im April auf 4,4 % im Mai und die der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren von 5,6 % auf 5,8 %. Die Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten nahmen im Vergleich zum Vorjahr um 0,6 % ab, nachdem sie im Vormonat um 4,6 % gesunken waren. Kapital und Rücklagen übertrafen ihr entsprechendes Vorjahrsniveau um 14,4 %, nach 14,8 % im April.

Im Mai 2000 verringerten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Ansässige außerhalb des Eurogebiets in absoluter und nicht saisonbereinigter Rechnung um 13 Mrd €, verglichen mit 23 Mrd € im Vormonat.

Insgesamt erhöhte sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Zwölfmonatszeitraum bis Mai 2000 um 653 Mrd €, während die Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte um 55 Mrd € zurückgegangen ist (siehe

Tabelle 2). Im gleichen Zeitraum verringerten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euroraums um 167 Mrd €. Diese Entwicklung schlug sich auf der Passivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors in einem Anstieg der Geldmenge M3 um 272 Mrd € und der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten um 243 Mrd € nieder. Die übrigen Gegenposten der Geldmenge M3 (Nettoverbindlichkeiten) nahmen um 84 Mrd € ab.

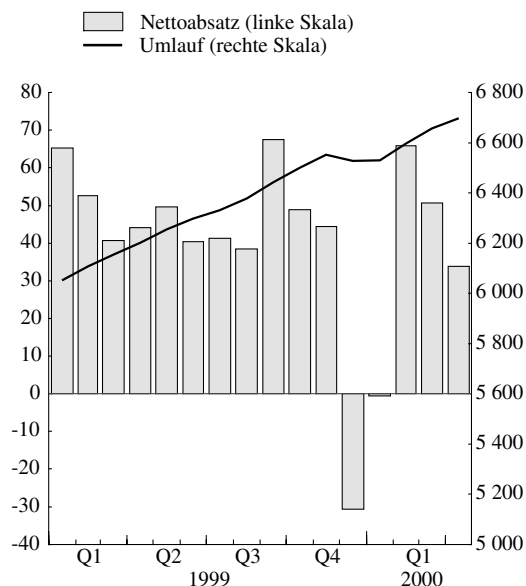
#### **Relativ geringer Nettoabsatz von Schuldverschreibungen im April**

Der Bruttoabsatz von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, betrug im April 2000 insgesamt 357,6 Mrd €, verglichen mit 343,3 Mrd € im April 1999 und einem durchschnittlichen monatlichen Bruttoabsatz von 320,7 Mrd € in den letzten zwölf Monaten. Die Tilgungen beliefen sich im April 2000 auf 323,7 Mrd €. Damit erreichte der Nettoabsatz im selben Monat 33,8 Mrd € (siehe Abbildung 4). Er lag somit unter dem Nettoabsatz von 44,1 Mrd € im April 1999 und dem durchschnittlichen monatlichen Nettoabsatz von 38,3 Mrd € in den vorangegangenen zwölf Monaten. Entsprechend belief sich der Umlauf an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen Ende

## Abbildung 4

### Absatz von Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Nettoabsatz weicht auf Grund von Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und anderen Anpassungen von der Veränderung des Umlaufs ab.

April 2000 auf 6 698,2 Mrd €. Er war damit 8,0 % höher als ein Jahr zuvor, verglichen mit 8,2 % im März 2000.

Der relativ geringe Nettoabsatz von Schuldverschreibungen, die insgesamt im April 2000 von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, betraf weitgehend kurzfristige Schuldverschreibungen, die im April 2000 um 9,7 % über dem entsprechenden Vorjahrsresultat lagen, verglichen mit einem Anstieg von 12,6 % im März 2000. Die Zwölfmonatsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Raum begebenen langfristigen Schuldverschreibungen blieb im April dieses Jahres dagegen mit knapp 8 % nahezu konstant.

Eine Aufschlüsselung nach Emittentengruppen zeigt, dass der geringere Absatz von Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im April 2000 in erster Linie der verhaltenen Emissionstätigkeit der MFIs zuzuschreiben war. Sie führte dazu, dass die

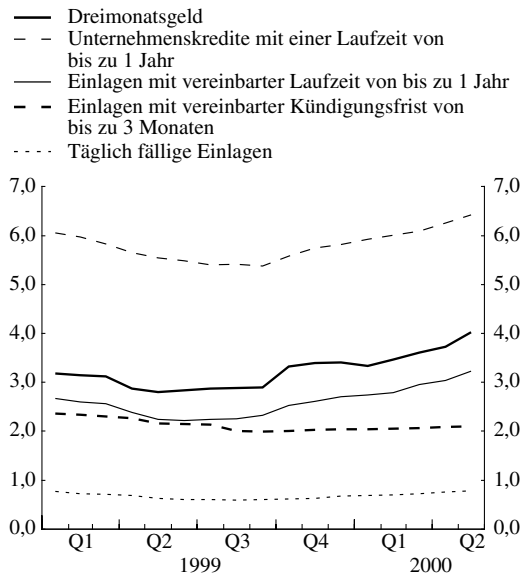
Vorjahrsrate des Umlaufs an Euro-Schuldverschreibungen der MFIs von 11,1 % im März auf 10,3 % im April sank. Gleichzeitig trug auch die geringere Emissionstätigkeit der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften zu dem rückläufigen jährlichen Wachstum des Umlaufs an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euroraum bei. Der Umlauf an Schuldverschreibungen dieser Emittentengruppe erhöhte sich im April 2000 gegenüber dem Vorjahr um 39,3 %, nachdem er im März 2000 um 42,2 % gestiegen war. Der Umlauf an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen dagegen nahm im Vorjahrsvergleich von 8,2 % im März 2000 auf 9,8 % im April zu. Bei den Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand lag die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen der Zentralstaaten im April 2000 bei 3,7 % und war damit etwas höher als im März 2000 (3,5 %). Die Zwölfmonatsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen von sonstigen öffentlichen Haushalten ging leicht von 3,4 % im März auf 3,3 % im April zurück.

### Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Mai weiter gestiegen

Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Eurogebiet bewegten sich im Mai 2000 nach dem Anstieg der Geldmarktsätze im gleichen Zeitraum sowie der EZB-Zinsanhebung vom 27. April erneut nach oben (siehe Abbildung 5). Die durchschnittlichen Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten erhöhten sich im Mai leicht auf 0,8 % bzw. 2,1 %. Die durchschnittlichen Zinsen für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr wurden um 19 Basispunkte auf gut 3,2 % angehoben, während der Durchschnittssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr im Mai um 16 Basispunkte auf 6,4 % stieg. Seit September 1999, als sich die Geldmarktsätze deutlich nach oben in Bewegung setzten, haben sich die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken erheblich weniger als die vergleichbaren Geldmarktzinsen

**Abbildung 5**  
**Kurzfristzinsen im Kundengeschäft**  
**der Banken und vergleichbarer**  
**Geldmarktsatz**

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

erhöht. Gleichwohl lagen sie im Mai 2000 mit Ausnahme des durchschnittlichen Zinssatzes für Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten beträchtlich über ihrem Vorjahrsstand.

Bei den längeren Laufzeiten haben die durchschnittlichen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im Mai ebenfalls angezogen. Die durchschnittliche Verzinsung von Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren nahm um 16 Basispunkte auf gut 4,4 % zu. Wohnungsbaukredite an private Haushalte verteuerten sich im Mai im Durchschnitt um 18 Basispunkte auf 6,3 % und Unternehmenskredite um 17 Basispunkte auf knapp 6,2 %. Insgesamt sind die längerfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken seit Mai 1999, als die Aufwärtsbewegung der Kapitalmarktzinsen einsetzte, deutlich heraufgesetzt worden. So waren für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Mai 2000 im Durchschnitt fast 150 Basispunkte mehr zu zahlen als ein Jahr zuvor (siehe Abbildung 6).

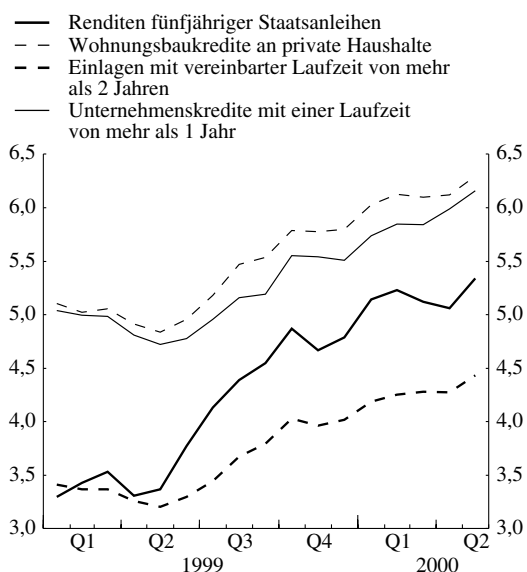
**Stabilisierung der Geldmarktsätze nach**  
**der Zinsanhebung der EZB am 8. Juni**

Nachdem der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, Ende Mai unter Vorwegnahme des Zinsschritts des EZB-Rats gestiegen war, erhöhte er sich nach der Bekanntgabe der Leitzinsanhebung um 50 Basispunkte am 8. Juni nochmals um rund 15 Basispunkte. Dies zeigt, dass der Markt nicht das volle Ausmaß der Zinserhöhung der EZB erwartet hatte. Nach der Anpassung an den nunmehr geltenden Hauptrefinanzierungssatz von 4,25 % schwankte der EONIA in den letzten Tagen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 23. Juni 2000 endete, zwischen 4,1 % und 4,5 %. Diese Schwankungen waren zum Teil auf die unvorhergesehene Anspannung der Liquiditätslage zurückzuführen, die teilweise durch eine am 21. Juni 2000 durchgeführte liquiditätszuführende Feinststeuerungsoperation des Eurosystems ausgeglichen wurde (siehe Kasten I).

Ab der am 24. Juni 2000 beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode wurden die

**Abbildung 6**  
**Langfristzinsen im Kundengeschäft**  
**der Banken und vergleichbarer**  
**Kapitalmarktsatz**

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

## Kasten I

### Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Juni 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

#### Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Mai bis 23. Juni 2000 führte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte, eine Feinsteuerungsoperation und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch. Die ersten beiden Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden zu einem festen Zinssatz von 3,75 % abgewickelt, während die übrigen zwei Geschäfte zu einem Festzins von 4,25 % durchgeführt wurden. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 62,0 Mrd € und 78,3 Mrd €. Das Bietungsaufkommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften lag zwischen 1 868 Mrd € und 8 491 Mrd €. Das durchschnittliche Bietungsaufkommen belief sich auf 5 258 Mrd €, verglichen mit 5 761 Mrd € in der vorherigen Erfüllungsperiode. Die Repartierungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bewegten sich zwischen 0,87 % und 3,96 %, gegenüber einer Spanne von 1,00 % bis 1,62 % in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Die neue Rekordsumme beim Bietungsaufkommen und der neue Tiefstsatz von 0,87 % bei den Repartierungssätzen lassen sich auf die Erwartungen einer Zinsanhebung durch die EZB in den ersten beiden Wochen der betrachteten Erfüllungsperiode zurückführen.

Am 21. Juni 2000 führte die EZB eine liquiditätszuführende Feinsteuerungsoperation in Form einer befristeten Übernacht-Transaktion als Zinstender durch. Das Bietungsaufkommen belief sich auf 18,8 Mrd € und das Zuteilungsvolumen auf 7,0 Mrd €. An der Feinsteuerungsoperation nahmen 38 Geschäftspartner teil. Der marginale Zuteilungssatz betrug 4,26 % und der gewichtete Durchschnittssatz 4,28 %. Rund 83 % der Gebote wurden zum marginalen Satz zugeteilt. Mit diesem Geschäft sollte nach der mit 11,2 Mrd € unerwartet hohen Inanspruchnahme der Einlagefazilität am 20. Juni die Liquiditätsausstattung wieder auf ein angemessenes Niveau gebracht werden.

Das Eurosystem führte am 31. Mai 2000 ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem zuvor bekannt gegebenen Zuteilungsvolumen von 20,0 Mrd € durch. An dem Geschäft nahmen

#### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Mai bis 23. Juni 2000

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>201,3</b>	<b>0,8</b>	<b>+200,5</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	140,9	-	+140,9
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	59,9	-	+59,9
Ständige Fazilitäten	0,3	0,8	-0,5
Sonstige Geschäfte	0,2	0,0	+0,2
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>	<b>378,1</b>	<b>464,5</b>	<b>-86,4</b>
Banknotenumlauf	-	354,1	-354,1
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	38,3	-38,3
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	378,1	-	+378,1
Sonstige Faktoren (netto)	-	72,1	-72,1
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>114,1</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>113,4</b>

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

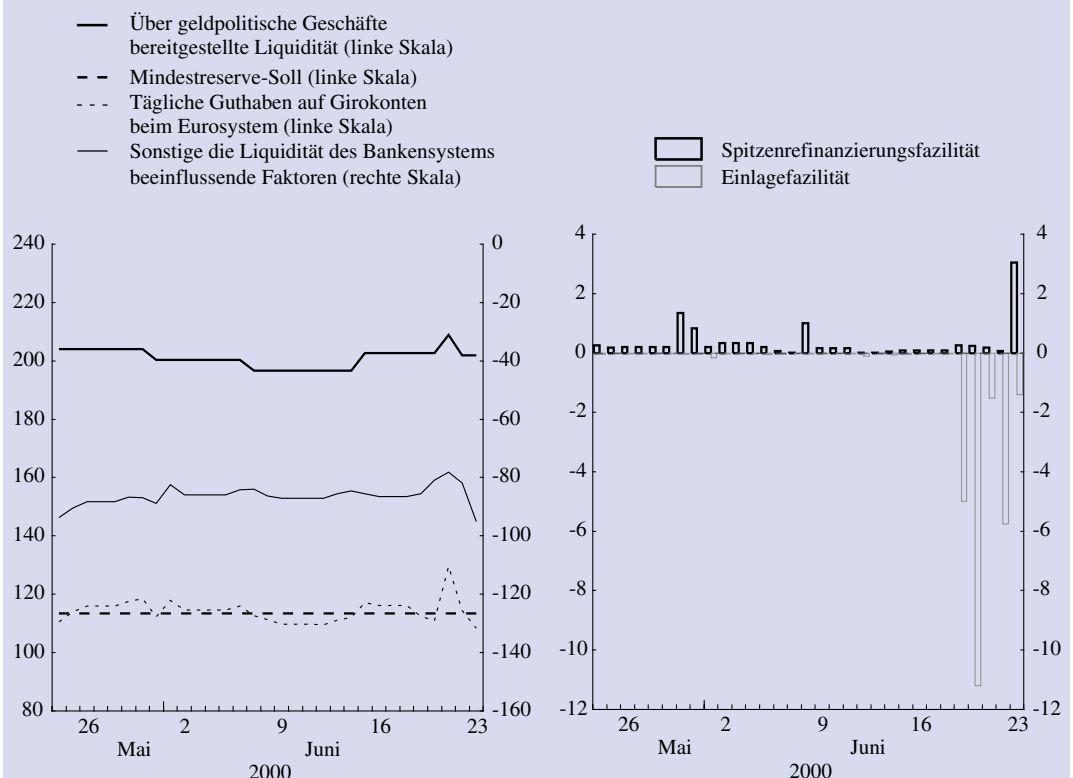
301 Bieter teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 64,3 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz betrug 4,40 %, und der gewichtete Durchschnittssatz lag bei 4,42 %, also 2 Basispunkte darüber.

Die Entwicklung des EONIA in den ersten beiden Wochen der Erfüllungsperiode wurde zunächst durch die erwartete und dann durch die tatsächliche Zinserhöhung der EZB bestimmt. Trotz der recht großzügigen Liquiditätsausstattung war der Spread zwischen dem EONIA und dem Hauptrefinanzierungssatz hoch. Nach dem Beschluss des EZB-Rats vom 8. Juni 2000, die Zinsen um 50 Basispunkte anzuheben, stieg der EONIA von 4,06 % am Mittwoch, dem 7. Juni, auf 4,33 % am Freitag, dem 9. Juni. Ab dem 13. Juni sank er kontinuierlich und lag am Montag, dem 19. Juni, bei 4,21 %. Dies war eine Folge der gestiegenen Erwartung, dass die EZB einen reibungslosen Abschluss der Mindestreserveperiode anstreben würde. Die genannte Liquiditätsabschöpfung durch die starke Inanspruchnahme der Einlagefazilität am 20. Juni ließ den EONIA am 21. Juni jedoch nochmals auf 4,38 % steigen. Die Liquiditätsspritze durch die Feinststeuerungsoperation der EZB am 21. Juni sorgte dafür, dass die Zinsen am Nachmittag und am nächsten Tag (22. Juni) wieder sanken. Am Freitag, dem 23. Juni (dem letzten Tag der Erfüllungsperiode), führten vor allem am Nachmittag relativ intensive Interbankgeschäfte sowie die erwartete leichte Netto-Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität zum Tagesende erneut zu einem Anstieg des EONIA auf 4,51 %.

Gegenüber der vorherigen Erfüllungsperiode sank die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität leicht von 0,4 Mrd € auf 0,3 Mrd €, während die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität von 2,3 Mrd € auf 0,8 Mrd € abnahm. Dieser letztgenannte Durchschnitt ergab sich daraus, dass die Einlagefazilität an den meisten Tagen kaum, an drei Tagen jedoch in ungewöhnlich starkem Maße in Anspruch genommen wurde.

### Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. Juni 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(Mrd €; Tageswerte)



Quelle: EZB.

### Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren, das heißt die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 86,4 Mrd € und somit 2,3 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Dies war in erster Linie auf einen Rückgang der Nettoeinlagen der öffentlichen Haushalte zurückzuführen, dessen liquiditätszuführende Wirkung jedoch zum Teil durch eine geringere Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung und einen etwas höheren Banknotenumlauf ausgeglichen wurde. Auf Tagesbasis bewegte sich die Summe der autonomen Faktoren zwischen 71,1 Mrd € und 95,1 Mrd €.

### Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 114,1 Mrd € und das Mindestreserve-Soll auf 113,4 Mrd €. Die Differenz betrug folglich 0,7 Mrd €. Davon waren rund 0,2 Mrd € auf Girokontoguthaben zurückzuführen, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, während 0,5 Mrd € Überschussreserven darstellten.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems als Zinstender nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren abgewickelt, wobei der Mindestbietungssatz auf 4,25 % festgesetzt wurde. Der marginale Zuteilungssatz für die beiden am 28. Juni und 5. Juli abgewickelten Geschäfte lag jeweils bei 4,29 % (siehe den Artikel „Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften“ in diesem Monatsbericht). In den ersten beiden Wochen dieser Erfüllungsperiode notierte der EONIA zumeist bei rund 4,30 %. Nur am 30. Juni stieg er vorübergehend auf 4,75 % an, was – wie schon Ende Juni 1999 – mit den von den Finanzmarktteilnehmern zum Ende des zweiten Quartals vorgenommenen Anpassungen in ihren Bilanzen zusammenhängen dürfte.

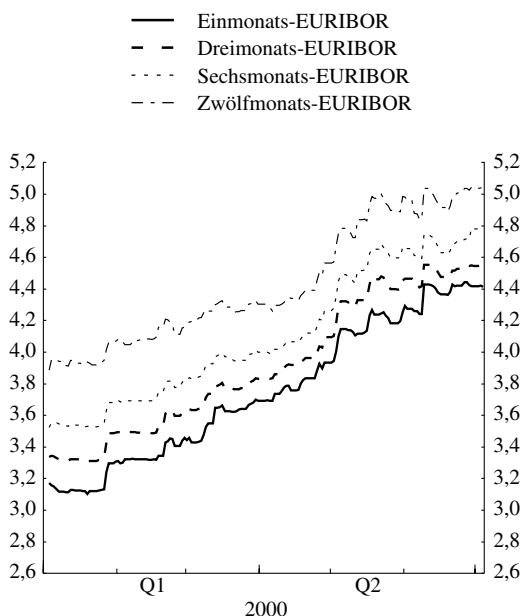
Nach der Bekanntgabe des Zinsanhebungsbeschlusses des EZB-Rats vom 8. Juni zogen auch die übrigen Geldmarktsätze an. Vom 8. auf den 9. Juni 2000 erhöhte sich der Einmonats-EURIBOR um 19 Basispunkte und der Dreimonats-EURIBOR um 13 Basispunkte. Nach dieser Anpassung nach oben blieben der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR vom 9. Juni bis zum 5. Juli 2000 nahezu unverändert (siehe Abbildung 7).

Die Zinserwartungen am Finanzmarkt, die im impliziten Dreimonats-EURIBOR aus Futures-

Kontrakten zum Ausdruck kommen, veränderten sich von Ende Mai bis zum 5. Juli 2000 kaum. Der implizite Dreimonats-EURIBOR aus Futures-Kontrakten mit Fälligkeit im September und Dezember 2000 und im März 2001, der unmittelbar nach der Bekanntgabe der Zinserhöhung am 8. Juni gestiegen war,

**Abbildung 7**  
**Kurzfristzinsen im Euro-**  
**Währungsgebiet**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.



ging im weiteren Verlauf des Monats wieder leicht zurück. Am 5. Juli lagen diese Sätze bei 4,77 %, 5,10 % bzw. 5,17 % und waren damit 11, 4 bzw. 3 Basispunkte niedriger als Ende Mai 2000. Von Ende Mai bis zum 5. Juli erhöhte sich der Sechsmonats-EURIBOR um 11 Basispunkte auf 4,78 % und der Zwölfmonats-EURIBOR um 5 Basispunkte auf 5,04 %.

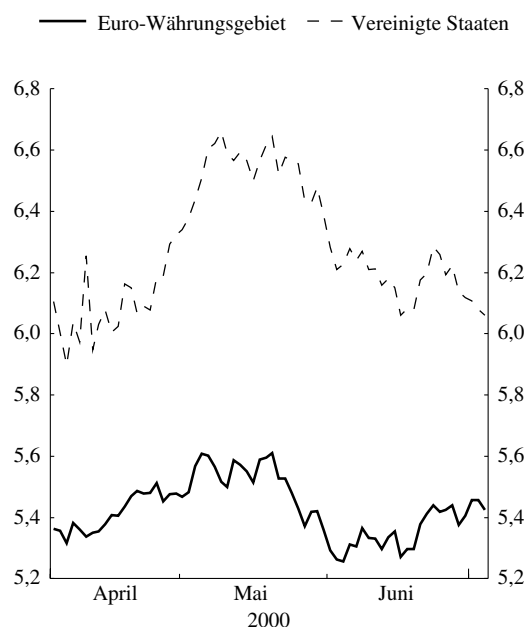
In dem am 29. Juni 2000 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems betrug der marginale Zuteilungssatz 4,49 % und der durchschnittliche Zuteilungssatz 4,52 %. Damit lagen diese Sätze um 6 bzw. 3 Basispunkte unter dem am Abwicklungstag geltenden Dreimonats-EURIBOR.

### Langfristige Anleiherenditen im Juni weitgehend stabil

Nach einer kurzen Phase sinkender Langfristzinsen im Mai wiesen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im Juni und Anfang Juli 2000 keinen eindeutigen Trend auf (siehe Abbildung 8). Das durchschnittliche Niveau zehnjähriger Anleiherenditen im Euroraum belief sich am 5. Juli 2000 auf rund 5,40 % und war damit etwas höher als Ende Mai dieses Jahres. In den Vereinigten Staaten waren die langfristigen Anleiherenditen zwischen Ende Mai und dem 5. Juli hingegen rückläufig. Der Spread zwischen zehnjährigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet verringerte sich im selben Zeitraum um etwa 40 Basispunkte auf rund 65 Basispunkte.

Von Ende Mai bis zum 5. Juli sanken die zehnjährigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten um etwa 30 Basispunkte auf rund 6,05 %, sodass sich der Rückgang der US-Anleiherenditen seit dem Ende Januar 2000 verzeichneten Höchststand auf insgesamt rund 90 Basispunkte belief. Wie bereits im Mai dürfte die Entwicklung an den US-Anleihemärkten im Juni hauptsächlich durch die geänderte Einschätzung der Anleger bestimmt worden sein, die ihre Wachstums- und Inflationserwartungen und im Zusammenhang damit auch ihre Erwartungen hinsichtlich der

**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 nächstliegenden Laufzeiten.

künftigen Entwicklung der US-Kurzfristzinsen nach unten korrigiert haben könnten.

In Japan erhöhten sich die zehnjährigen Anleiherenditen von Ende Mai 2000 bis zum 5. Juli um etwa 10 Basispunkte auf rund 1,75 %. Hierzu hat offenbar der mit der Veröffentlichung neuerer offizieller Analysen erneut aufgekommene Optimismus hinsichtlich des Tempos der konjunkturellen Erholung in Japan beigetragen. Daneben könnten auch die im Juni deutlich angezogenen Aktienkurse in Japan einen zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger japanischer Anleihen ausgeübt haben, da die Anleger ihre zuvor als „sichere Häfen“ aufgebauten Wertpapierpositionen teilweise auflösten. Überdies könnten auch die Befürchtungen einiger Marktteilnehmer hinsichtlich der möglichen Folgen des erwarteten Anstiegs der Staatsausgaben den Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen in Japan verstärkt haben.

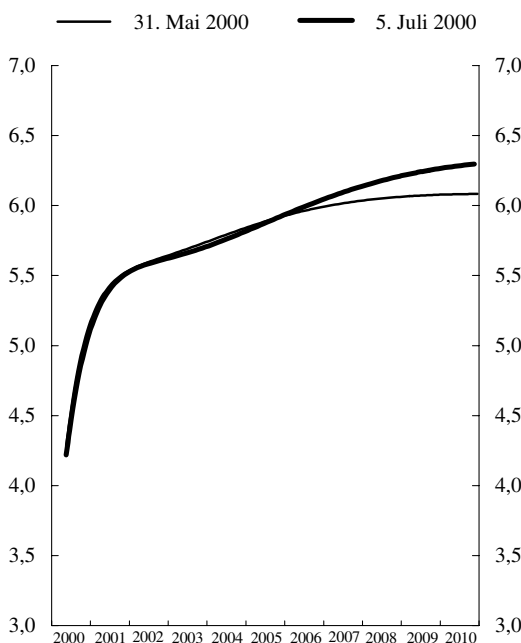
Der Rückgang der langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten im Verlauf des Juni und Anfang Juli hatte nur wenig Einfluss auf die Anleihemärkte im Euro-Währungsgebiet, wie sich an der weitgehenden Stabilität der Anleiherenditen im Euroraum zeigt. Auch der Zinsanhebungsbeschluss der EZB vom 8. Juni hatte nur begrenzte unmittelbare Auswirkungen auf die EWU-Anleihemärkte. In der zweiten Junihälfte zogen die Anleiherenditen im Euroraum leicht an; ausschlaggebend hierfür waren die Ölpreisverteuerung sowie die Bekanntgabe neuer Daten, denen zufolge die Inflation in einzelnen EWU-Ländern höher als erwartet ausfiel und die die günstigen Wachstumsaussichten erneut bestätigten.

Die Renditenstrukturkurve des Eurogebiets flachte im Verlauf des Juni weiter ab, wenn auch nicht so stark wie in den vorangegangenen Monaten. Von Ende Mai 2000 bis zum 5. Juli nahm die Steigung der Renditenstrukturkurve, gemessen an der Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Anleihen im Euroraum und dem Dreimonats-EURIBOR, um ungefähr 5 Basispunkte auf knapp 90 Basispunkte ab. Diese Abflachung der Renditenstrukturkurve war auf den erwähnten Anstieg der kurzfristigen Geldmarktzinsen in diesem Zeitraum zurückzuführen. Die Kurve der impliziten Terminalsätze für Tagesgeld im Euroraum wies zwischen Ende Mai und Anfang Juli 2000 nur relativ geringfügige Veränderungen auf (siehe Abbildung 9).

Die anhand des Markts für französische indexierte Anleihen gewonnenen Anhaltspunkte lassen darauf schließen, dass sich die Markterwartungen bezüglich der langfristigen Konjunktur- und Inflationsentwicklung im Euroraum im Juni und Anfang Juli kaum verändert haben. So ging die Realrendite der zehnjährigen französischen indexierten Anleihe zwischen Ende Mai und dem 5. Juli nur geringfügig zurück, während sich die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die anhand der Differenz zwischen nominalen und indexierten französischen Anleihen berechnet wird, im selben Zeitraum um 5 Basispunkte erhöhte.

**Abbildung 9**  
**Implizite Terminalsätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**

(in % p.a.; Tageswerte)



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

Hinter dieser unter dem Strich geringfügigen Veränderung der Breakeven-Inflationsrate im Juni verbirgt sich allerdings, dass dieser Maßstab für die langfristigen Inflationserwartungen in den Tagen unmittelbar nach der Bekanntgabe des Zinsbeschlusses der EZB am 8. Juni um rund 10 Basispunkte sank und in den letzten beiden Juniwochen und Anfang Juli dann wieder anstieg. Diese Entwicklung spricht dafür, dass die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer ab der zweiten Junihälfte leicht gestiegen sind, wodurch die durch den Zinsbeschluss bedingte Dämpfung der Inflationserwartungen weitgehend aufgehoben wurde. Allerdings sind – insbesondere relativ geringe – Veränderungen der Breakeven-Inflationsrate wie immer mit Vorsicht zu interpretieren, da etliche Einschränkungen gelten.

### Etwas geringere Aktienmarktvolatilität im Juni

Nachdem von März bis Mai dieses Jahres eine hohe Volatilität an den internationalen Aktienmärkten festzustellen war, verlief die Börsenentwicklung im Juni etwas ruhiger. Im Zeitraum von Ende Mai bis zum 5. Juli veränderte sich der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index im Euroraum kaum. Hingegen stieg der Standard-&Poor's-500-Index in den Vereinigten Staaten um rund 2 % und der Nikkei 225 in Japan um etwa 4 % an (siehe Abbildung 10). Am 5. Juli notierten die Aktienkurse im Euroraum rund 2,5 % höher als Ende 1999, während sie in den Vereinigten Staaten 1 % und in Japan 7 % niedriger waren.

Betrachtet man zunächst das internationale Börsenumfeld, so sind die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten nach der Erholung Ende Mai auch Anfang Juni weiter gestiegen und seitdem nahezu unverändert geblieben. Da neue Daten von den Marktteilnehmern da-

hingehend interpretiert wurden, dass sich die Konjunktur in den Vereinigten Staaten verlangsamen dürfte, wurde anscheinend mit etwas geringeren künftigen Unternehmensgewinnen gerechnet. Gleichwohl überwog der Einfluss der im Juni rückläufigen Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten offenbar den mit dieser Einschätzung einhergehenden Abwärtsdruck auf die US-Aktienkurse.

Die Aktienmärkte in den Vereinigten Staaten wiesen im Juni geringere Schwankungen auf. Dieser Rückgang der Volatilität bei gleichzeitig steigenden Aktienkursen war besonders im US-Technologiesektor festzustellen: Zwischen Ende Mai und dem 5. Juli legte der technologielastige Nasdaq-Composite-Index um rund 14 % zu. Die implizite Volatilität des Nasdaq-100-Index ermäßigte sich von 63 % p. a. Ende Mai auf 48 % p. a. am 5. Juli. Allerdings war das Niveau der Volatilität noch immer wesentlich höher als im Durchschnitt der letzten Jahre.

In Japan haben sich die Aktienkurse im Juni deutlich erholt. Diese Kurserholung dürfte auf den zunehmenden Optimismus hinsichtlich der Konjunkturaussichten für Japan zurückzuführen sein. Allerdings waren die Aktienkurse in Japan am 5. Juli wie bereits erwähnt nach wie vor deutlich niedriger als Ende 1999.

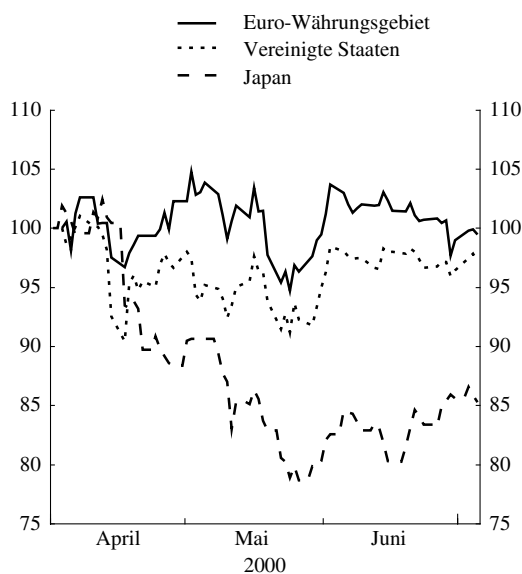
Im Euro-Währungsgebiet waren die Aktienkurse, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, am 5. Juli gegenüber Ende Mai wenig verändert und lagen damit weiterhin 2,5 % über dem Niveau von Ende 1999. Die Börse reagierte damit kaum auf die zahlreichen im Juni bekannt gegebenen Wirtschaftsindikatoren, die für die kommenden Monate auf eine unerwartet kräftige Konjunktur im Euroraum hinwiesen.

Wie in den Vereinigten Staaten gingen im Juni auch im Eurogebiet die Kursschwankungen an den Aktienmärkten deutlich zurück. Die implizite Volatilität des Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index sank von etwa 26 % p. a. Ende Mai auf rund 22 % p. a. am 5. Juli. Sie war damit so niedrig wie seit Dezember 1999 nicht mehr.

### Abbildung 10

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

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



Quelle: Reuters.

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

## 2 Preisentwicklung

### Teuerung nach dem HVPI im Mai 2000 unverändert

Im Mai 2000 belief sich die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euro-Währungsgebiet insgesamt auf 1,9 % und war damit genauso hoch wie im Vormonat. Allerdings verbirgt sich hinter dieser unveränderten Steigerungsrate ein Anstieg der Jahresrate einiger Teilkomponenten des HVPI, insbesondere der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel. Dagegen ging die jährliche Steigerungsrate der Dienstleistungspreise im Mai 2000 zurück, da die Auswirkungen der Entwicklung einer volatilen Komponente nachließen (siehe Tabelle 3).

Erwartungsgemäß erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate der Energiepreise von 10,5 % im April auf 12,2 % im Mai 2000 (siehe Abbildung 11); darin spiegelte sich das kräftige Wiederanziehen des Ölpreises von durchschnittlich 24,6 € je Barrel im April auf 30,4 € je Barrel im Mai 2000 wider. Diese Entwicklung des Ölpreises war ihrerseits sowohl auf hohe Weltmarktpreise als auch auf die Abwertung des Euro bis Mitte Mai 2000 zurückzuführen. Seitdem hat sich zwar der Wechselkurs des Euro leicht erhöht, aber die Weltmarktpreise haben weiter angezogen und damit den Ölpreis im Juni auf 31,5 € je Barrel steigen lassen. Dies dürfte in diesem Monat einen weiteren Aufwärtsdruck auf die Energiepreiskomponente des HVPI ausgeübt haben. Außerdem besteht die Gefahr, dass

**Tabelle 3**

### Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				Q3	Q4	Q1	Q2	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex	1,6	1,1	1,1	1,1	1,5	2,0	.	1,9	2,0	2,1	1,9	1,9	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,2	0,6	0,8	0,9	1,5	2,3	.	2,2	2,3	2,6	2,0	2,3	.
Nahrungsmittel	1,4	1,6	0,5	-0,2	0,4	0,4	.	0,4	0,6	0,4	0,6	0,8	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,4	0,9	0,6	0,9	1,0	.	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,9	0,0	-1,4	-0,3	-0,3	.	-0,5	0,0	-0,5	0,2	0,6	.
Industrieerzeugnisse	1,0	0,1	1,0	1,5	2,1	3,4	.	3,1	3,2	3,7	2,7	3,1	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	0,5	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	.	0,7	0,5	0,6	0,5	0,6	.
Energie	2,8	-2,6	2,2	4,6	7,8	13,6	.	12,0	13,5	15,3	10,5	12,2	.
Dienstleistungen	2,4	2,0	1,5	1,5	1,4	1,6	.	1,7	1,6	1,6	1,9	1,6	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise <sup>1)</sup>	1,1	-0,8	0,0	0,7	3,1	5,7	.	5,1	5,8	6,3	5,7	.	.
Lohnstückkosten <sup>2)</sup>	0,7	0,0	1,1	0,9	0,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität <sup>2)</sup>	1,7	1,4	0,8	1,1	1,7	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>2)</sup>	2,4	1,4	1,9	2,0	2,1	.	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde <sup>3)</sup>	2,5	1,6	2,1	2,2	2,4	3,5	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) <sup>4)</sup>	17,1	12,0	17,1	19,7	23,0	27,1	29,1	24,9	27,6	28,4	24,6	30,4	31,5
Rohstoffpreise <sup>5)</sup>	12,9	-12,5	-3,1	1,1	14,0	19,9	18,3	19,4	20,0	20,2	19,4	22,8	12,9

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

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

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

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

von dieser Entwicklung – sofern sie anhält – mit einiger Verzögerung ein Aufwärtsdruck auf die Preise für Waren (außer Energie) und Dienstleistungen im HVPI ausgehen wird.

Neben dem stärkeren Energiepreisanstieg war im Mai 2000 auch ein Anstieg der jährlichen Steigerungsrate der unverarbeiteten Nahrungsmittel (auf 0,6 %) und – in geringerem Maße – der verarbeiteten Nahrungsmittel (auf 1,0 %) zu verzeichnen. Auch die Jahreswachstumsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) erhöhte sich leicht, und zwar im Mai 2000 um 0,1 Prozentpunkte auf 0,6 %. Mit diesem leichten Anstieg bleibt die aktuelle Teuerungsrate der Industrieerzeugnisse (außer Energie) unter dem 1998 und 1999 jeweils erreichten Durchschnittsniveau. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt hätte man – infolge des Durchschlagens von in früheren Phasen des Produktionsprozesses erfolgten Preisstei-

gerungen – einen stärkeren Aufwärtsdruck auf die Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) erwarten können, wie es bei den industriellen Erzeugerpreisen zu beobachten war. Zwischenzeitlich ging die Zwölfmonatsrate der Dienstleistungspreise im Euro-Währungsgebiet im Mai um 0,3 Prozentpunkte auf 1,6 % zurück, da die Auswirkungen der Erhöhung der relativ volatilen Preise für Pauschalreisen nachließen.

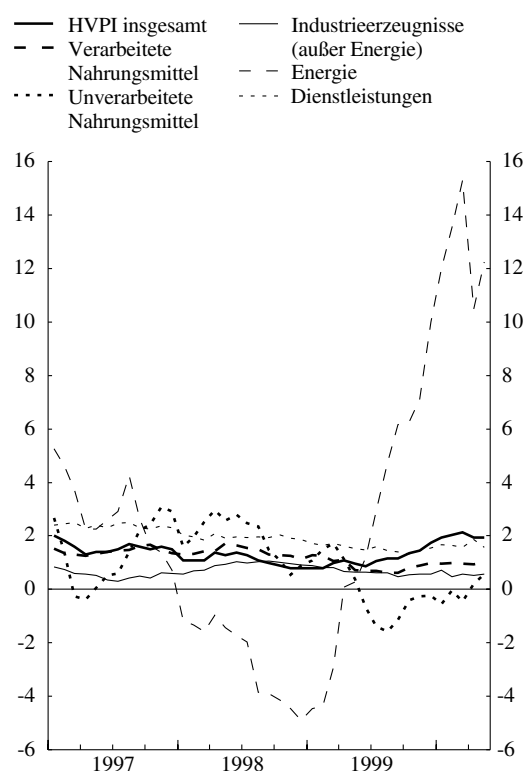
### Leichter Rückgang der Erzeugerpreisinflation im April 2000

Im April 2000 ging die jährliche Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise insgesamt im Euro-Währungsgebiet von 6,3 % im März auf 5,7 % zurück (siehe Abbildung 12). Obwohl es sich um den ersten Rückgang der jährlichen Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise seit Februar 1999 handelte, war er angesichts des Rückgangs der Ölpreise im April 2000 und des negativen Basiseffekts im Zusammenhang mit den steigenden Erzeugerpreisen im März und April 1999 vielfach erwartet worden. Gemessen an den Komponenten des Erzeugerpreisindex spiegelte sich dieser Rückgang der Ölpreise sehr deutlich in den Preisen für Vorleistungsgüter wider, deren Jahresrate von 10,5 % im März auf 9,8 % im April zurückging. Dagegen erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate der Preise für industrielle Konsumgüter von 0,8 % im März auf 1,0 % im April 2000; damit setzte sich der seit Mitte bis Ende 1999 zu beobachtende Trend fort. Insgesamt entspricht die jüngste – wenn auch noch recht gemäßigte – Entwicklung der Konsumgüterpreise im Erzeugerpreisindex den Erwartungen, dass die höheren Preise für Rohstoffe und Vorleistungsgüter über die Produktionskette auf die Preise für Fertiggüter durchschlagen. Im Gegensatz zu den Konsumgüterpreisen verharrte allerdings die jährliche Steigerungsrate der Preise für Investitionsgüter im April bei 0,5 % und blieb damit gegenüber dem im März verzeichneten Stand unverändert.

Betrachtet man die kurzfristige Entwicklung der Erzeugerpreise seit April 2000, so dürfte

**Abbildung 11**  
Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

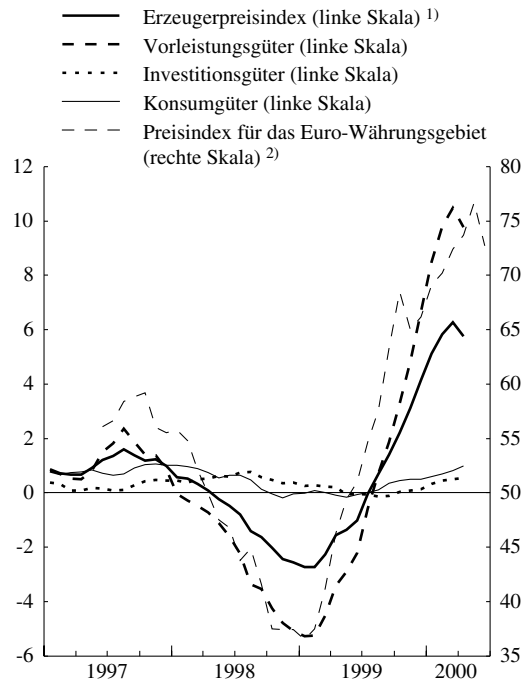
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung 12**  
**Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet**

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

1) Industrielle Erzeugerpreise; Veränderung gegen Vorjahr in %; außer Baugewerbe.

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

der starke Anstieg der Ölpreise im Mai erneut einen Aufwärtsdruck auf den Erzeugerpreisindex ausgeübt haben. Damit im Einklang steht, dass sich auch der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet, der die von den Herstellern für ihre Vorleistungen gezahlten Preise misst, im Mai 2000 erheblich erhöhte. Allerdings kehrte sich diese Entwicklung im Juni um (siehe Abbildung 12), was

möglicherweise auf die jüngste Aufwertung des Euro sowie niedrigere Rohstoffpreise (außer Energie) zurückzuführen ist. Insgesamt deutet allerdings die Entwicklung des Preisindex für das Euro-Währungsgebiet weiterhin auf einen Aufwärtsdruck auf die Vorleistungskosten im Verarbeitenden Gewerbe im Euro-Raum hin.

**Beschleunigtes Wachstum der nominalen Arbeitskosten im ersten Quartal 2000**

Eine erste Schätzung des Wachstums der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im ersten Quartal 2000 zeigt einen starken Anstieg auf 3,5 % im Vorjahrsvergleich; dies entspricht einer Erhöhung um 1,1 Prozentpunkte gegenüber dem letzten Quartal 1999 (siehe Tabelle 3). Diese Beschleunigung des Nominallohnwachstums entsprach nicht ganz den Erwartungen, die auf der Grundlage früherer Informationen zu den Tarifanpassungen entstanden waren. Die Abweichung lässt sich allerdings – zumindest teilweise – mit Sonderzahlungen und anderen einmaligen Zahlungen in einem größeren Land des Euro-Währungsgebiets erklären, die im weiteren Verlauf des Jahres 2000 nicht mehr wirksam sein dürften. Die Lohnstückkosten erhöhten sich im letzten Quartal 1999 nur um 0,4 %; dies ist auf den konjunkturbedingten Wiederanstieg des Arbeitsproduktivitätswachstums zurückzuführen. Im ersten Quartal 2000 dürfte das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Einklang mit der oben erwähnten Entwicklung der Arbeitskosten pro Stunde gestiegen sein. Somit dürfte sich die jährliche Steigerungsrate der Lohnstückkosten im ersten Quartal 2000 erhöht haben, obwohl das Produktivitätswachstum wahrscheinlich weiterhin kräftig ist.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Anhaltendes Produktionswachstum zu Anfang dieses Jahres

Nach einer ersten von Eurostat veröffentlichten Schätzung stieg das reale BIP im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 2000 um 3,2 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum; das Wachstum lag damit etwas über der im vierten Quartal 1999 verzeichneten Jahresrate von 3,1 % (siehe Tabelle 4). Gegenüber dem Vorquartal nahm das reale BIP im ersten Quartal dieses Jahres um 0,7 % zu. Das Wachstum war in erster Linie auf den Beitrag der inländischen Nachfrage (von knapp 0,7 Prozentpunkten) zurückzuführen. Dagegen war der Außenbeitrag zum BIP nur geringfügig positiv. Auch alle anderen Indikatoren deuten auf ein kräftiges Wachstum der Binnenwirtschaft hin, und das BIP-Wachstum im ersten Quartal dieses Jahres könnte noch nach oben korrigiert werden.

Die Konsumnachfrage nahm im ersten Quartal 2000 nicht zu, und die Jahresrate ging von

2,4 % im letzten Quartal 1999 auf 1,5 % zurück. Dies dürfte jedoch unter anderem auf die späten Osterfeiertage Ende April zurückzuführen sein. Die geringe Konsumneigung wurde teilweise durch einen starken Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen ausgeglichen. Nach einer leichten Abschwächung gegen Ende des letzten Jahres belebte sich das Wachstum der Anlageinvestitionen wieder und erreichte im ersten Vierteljahr des laufenden Jahres 2,1 % im Quartalsvergleich. Auch die Konsumausgaben des Staats nahmen kräftig zu, und die Vorratsveränderungen hatten im ersten Vierteljahr 2000 keinen Einfluss auf die Quartals- und Jahreswachstumsraten. Die Importe und Exporte einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euroraums stiegen im ersten Quartal ebenfalls mit ähnlichem Tempo an und lagen 3,2 % über den im letzten Quartal 1999 gemessenen Werten. Der Außenbeitrag zum BIP-Wachstum im ersten Quartal dieses Jahres betrug weniger als 0,1 Prozentpunkte.

**Tabelle 4**

#### Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Jahresraten <sup>1)</sup>								Quartalsraten <sup>2)</sup>				
	1997	1998	1999	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,3	2,7	2,3	1,8	2,0	2,5	3,1	3,2	0,7	0,6	1,0	0,8	0,7
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	1,7	3,4	2,8	2,9	2,9	2,9	2,6	2,4	0,9	0,5	0,6	0,6	0,7
Private Konsumausgaben	1,5	3,0	2,5	2,7	2,4	2,4	2,4	1,5	0,8	0,3	0,8	0,5	0,0
Konsumausgaben des Staats	0,8	0,9	1,4	1,4	1,3	1,6	1,5	1,6	0,9	0,1	0,3	0,2	1,0
Bruttoanlageinvestitionen	2,2	4,3	4,8	3,9	5,4	5,1	4,9	5,3	1,8	1,0	1,7	0,4	2,1
Vorratsveränderungen <sup>3)4)</sup>	0,2	0,5	0,1	0,2	0,1	0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0
Außenbeitrag <sup>3)</sup>	0,6	-0,5	-0,4	-1,0	-0,9	-0,4	0,5	0,8	-0,2	0,1	0,4	0,2	0,1
Exporte <sup>5)</sup>	10,3	6,9	4,4	0,5	2,2	5,5	9,3	12,6	0,1	2,7	3,5	2,6	3,2
Importe <sup>5)</sup>	8,8	9,3	6,0	3,7	5,2	7,0	8,2	10,7	0,9	2,5	2,5	2,1	3,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Jahresraten: Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

## Kasten 2

### Das Baugewerbe im Euro-Währungsgebiet

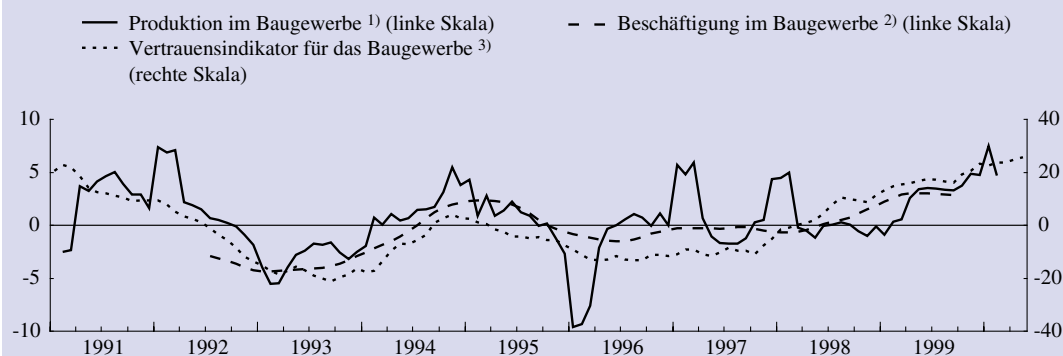
Das Baugewerbe ist ein wichtiger Bestandteil der Wirtschaft des Eurogebiets. Wenngleich es – den Angaben zur Bruttowertschöpfung (siehe Tabelle 5.1 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht) zufolge – nur mit rund 6 % zur gesamtwirtschaftlichen Aktivität beiträgt, entfallen auf diese Branche schätzungsweise knapp 15 % der gesamten Industrieproduktion des Euroraums. Wie die Arbeitskräfteerhebung für 1999 ergab, kommt dem Baugewerbe in Bezug auf die Beschäftigung ein etwas größeres Gewicht zu, nämlich gut 8 % der Beschäftigung insgesamt und rund 26 ½ % der Beschäftigung in der Industrie.

#### Seit 1999 Anzeichen einer Erholung im Baugewerbe erkennbar

Betrachtet man die jüngste Produktionsentwicklung, sind Anzeichen einer allmählichen Erholung im Baugewerbe des Eurogebiets zu erkennen (siehe die unten stehende Abbildung). Nach einer Phase starken Wachstums Ende der Achtziger- und Anfang der Neunzigerjahre, die zu einem erheblichen Kapazitätsüberhang geführt hatte, verringerte sich die Produktion im Baugewerbe in den Jahren 1993 und 1996 drastisch, und zwar um gut 3 % bzw. gut 1 ½ %. Die Jahreswachstumsrate der Bauproduktion war im Durchschnitt des Sechsjahreszeitraums von 1993 bis 1998 mit -0,2 % sogar leicht rückläufig. Dies bedeutet, dass diese Branche eine längere Schwächephase durchschritt, die erst in jüngster Zeit durch einen allmählichen Aufschwung abgelöst wurde. Die Wachstumsrate der Bauproduktion erreichte im Gesamtjahr 1999 mit rund 3 % einen Stand, der mindestens seit 1991 nicht mehr verzeichnet worden war, und überstieg sogar die entsprechende Wachstumsrate im Verarbeitenden Gewerbe. Zu Beginn des laufenden Jahres war ein anhaltender Anstieg der Bauproduktion zu beobachten. Die ausgeweitete Produktion im Baugewerbe scheint sich auch in den Beschäftigungszahlen dieses Sektors niedergeschlagen zu haben, die seit dem Frühjahr 1998 ansteigen. Im Gesamtjahr 1999 wurde ein Anstieg um 3 % verzeichnet, verglichen mit einer Zunahme der Beschäftigung in der Gesamtwirtschaft um 1,5 %. Somit befinden sich sowohl die Produktion als auch die Beschäftigung im Baugewerbe wieder auf ihrem jeweils zu Beginn der Neunzigerjahre verzeichneten Stand.

#### Produktion, Beschäftigung und Vertrauensindikator im Baugewerbe des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr und Salden in %; Monatswerte)



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

1) Veränderung der zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeitstäglich bereinigt.

2) Veränderung der zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %.

3) Salden in %, Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1991, zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte.

#### Zusammenhang zwischen dem Vertrauensindikator für das Baugewerbe und der Bauproduktion

Was das Verarbeitende Gewerbe betrifft, so lassen sich aus den monatlichen Branchenumfragen der Europäischen Kommission einige Hinweise auf die kurzfristige Entwicklung im Baugewerbe ableiten. Der seit Ende des Jahres 1997 stark gestiegene Vertrauensindikator für das Baugewerbe, der auf der Beurteilung



der Auftragslage und den Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe in Bezug auf die kommenden Monate beruht, entspricht insgesamt der verbesserten Konjunkturlage. Zwar lässt sich für den Zeitraum ab 1990 ein Zusammenhang zwischen dem Vertrauensindikator für das Baugewerbe und der Bauproduktion beobachten, doch ist er mit einem Korrelationskoeffizienten von knapp 0,6 deutlich schwächer als die Korrelation zwischen dem Vertrauensindikator für die Industrie und der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe (0,9). Mit einem Koeffizienten von 0,7 ist die Korrelation zwischen der Beschäftigung im Baugewerbe und dem Vertrauensindikator etwas höher.

Ein Grund für den schwächeren Zusammenhang zwischen dem Vertrauensindikator und der Produktion im Baugewerbe mag in der größeren Schwankungsanfälligkeit der Bauproduktion liegen, die stärker von „unregelmäßigen“ Faktoren wie dem Wetter abhängig ist. Ein weiterer Grund könnte sein, dass sich die Beurteilung der Auftragslage auf den Auftragsbestand und nicht den Auftragseingang bezieht und daher auch bereits in Erledigung befindliche Aufträge berücksichtigt. Ferner könnte der Zusammenhang zwischen Vertrauensindikator und Produktion dadurch aufgeweicht werden, dass der Abschluss begonnener Arbeiten im Baugewerbe in der Regel recht lange dauert. So zieht sich die Produktion über viele Monate hin und wird nicht in dem direkt auf den Auftragseingang folgenden Zeitraum abgeschlossen. Trotz der Einbeziehung der Beurteilung der Auftragslage in den Vertrauensindikator für das Baugewerbe und der seit 1997 beobachteten Entwicklung – in jenem Jahr stieg der Vertrauensindikator bereits vor dem Produktionswachstum an –, scheint der Vertrauensindikator doch weitgehend gleichlaufend mit der Bauproduktion zu sein und keine Vorlaufseigenschaften bezüglich der Produktionsentwicklung in dieser Branche zu besitzen. Aus dem jüngsten Verlauf des Vertrauensindikators für das Baugewerbe dürfte sich daher schließen lassen, dass in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres sowohl die Produktion als auch die Beschäftigung im Baugewerbe kontinuierlich gestiegen ist.

#### **Weitere Verbesserungen des Datenmaterials erforderlich**

Die Monatswerte zur Produktion im Baugewerbe werden regelmäßig in Tabelle 5.2 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts veröffentlicht. Mindestens auf Quartalsbasis erfasste Daten zum Baugewerbe in allen EU-Mitgliedstaaten fallen unter die Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates über Konjunkturstatistiken (die auch für Konjunkturstatistiken zu Industrie, Einzelhandel und Dienstleistungssektor gilt). Diese Daten werden arbeitstäglich bereinigt und sollten der oben genannten Verordnung zufolge spätestens zwei Monate nach Ablauf des Bezugszeitraums zur Verfügung gestellt werden. Bei der Analyse der von Eurostat veröffentlichten Monatswerte zur Produktion im Euroraum – diese sind für den Zeitraum ab 1990 verfügbar – ist zu berücksichtigen, dass einige Länder (Irland und Portugal) noch keine Daten veröffentlicht haben, während andere Länder (Spanien, Italien und Finnland) ihre Daten auf Quartalsbasis erfassen. In einigen Ländern werden die Ergebnisse darüber hinaus mit einer beträchtlichen Verzögerung veröffentlicht, sodass die aktuelleren Monatsangaben für den Euroraum zu einem großen Teil von Eurostat geschätzte Werte enthalten. Weitere Verbesserungen des Datenmaterials für diese Branche sind nach der vollständigen Umsetzung der Ratsverordnung zu erwarten. Die Verordnung sieht vor, dass die Angaben zur Produktion nach Hoch- und Tiefbau aufzugliedern sind. Auch müssen die Angaben für das Baugewerbe Daten zu Auftragseingang, Beschäftigung, geleisteten Arbeitsstunden, Bruttolöhnen und -gehältern, Baukosten (sowohl Material- als auch Arbeitskosten) und Baugenehmigungen (mit Angabe der Anzahl der Wohneinheiten und der Quadratmeterzahlen) enthalten. Die meisten dieser Aufschlüsselungen sind für das Eurogebiet jedoch derzeit noch nicht verfügbar.

Die reale Bruttowertschöpfung im Euro-Währungsgebiet, auf die im Monatsbericht vom Mai 2000 näher eingegangen wurde (in Kasten 3 „Struktur und Entwicklung der Wertschöpfung im Euro-Währungsgebiet“), ist den Schätzungen zufolge im ersten Quartal dieses Jahres um 0,9 % gestiegen, wozu der Dienstleistungssektor 0,6 Prozentpunkte und die Industrie 0,3 Prozentpunkte beisteuerten (siehe Tabelle 5.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht).

### Beschleunigtes Wachstum der Industrieproduktion im April 2000

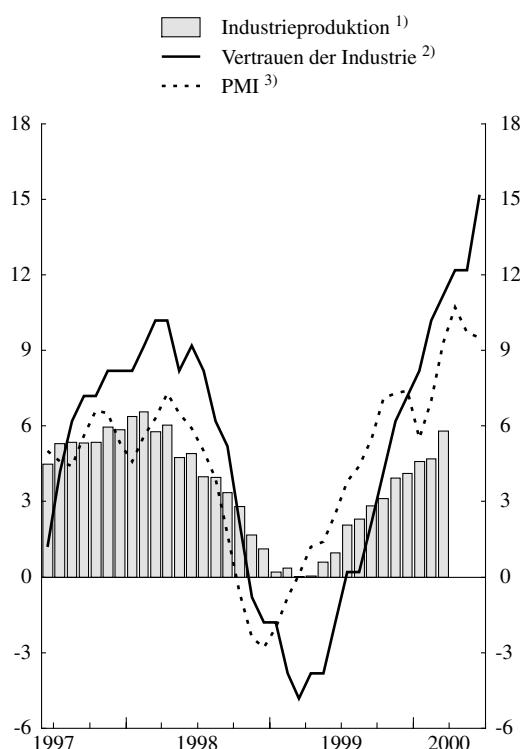
Das Wachstum der Industrieproduktion im Euroraum nahm im April 2000 kräftig zu. Ohne Baugewerbe gerechnet wurde eine Jahreswachstumsrate von 6,5 % erreicht; im März waren es 5,3 % (siehe Tabelle 5). Im Dreimonatszeitraum bis April stieg die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) den Schätzungen zufolge um 1,9 % gegenüber den vorangegangenen drei Monaten. Ferner wurden die Zahlen für das erste Quartal 2000 leicht nach oben korrigiert. So geht man nun von einer Wachstumsrate von 1,3 % für das erste Quartal aus. Im Verarbeitenden Gewerbe lag die Produktion im Dreimonatszeitraum bis April 1,8 % über der Rate der vorangegangenen drei Monate. Das höhere Wachstum war bei allen Hauptgruppen in der Industrie zu beobachten. So nahm insbesondere die Produktion im Investitions- und Gebrauchsgütersektor weiter zu, und die Verbrauchsgüterproduktion zog nach dem Rückgang zu Beginn dieses Jahres wieder leicht an. Die anhaltende Produktionssteigerung im Vorleistungsgütergewerbe ist ein gutes Zeichen für den zu erwartenden Wachstumsverlauf bei der Produktion in den anderen Hauptgruppen. Zur Entwicklung im Baugewerbe siehe Kasten 2.

### Weiterer Anstieg des Vertrauensindikators für die Industrie

Der Vertrauensindikator für die Industrie erreichte im Juni 2000 seinen Höchststand seit seiner Einführung im Jahr 1985 (siehe Tabelle 6). In diesem Monat wurde der stärkste monatliche Anstieg seit Mitte 1997 verzeichnet, was insbesondere auf die optimistischere Einschätzung der Auftragslage und die günstigeren Produktionserwartungen zurückzuführen war. Die Beurteilung der Fertigwarenlager verbesserte sich dagegen nur geringfügig.

Im vergangenen Monat lag der Purchasing Managers' Index (PMI) für das Verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet bei 59,5 Index-

**Abbildung 13**  
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet



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

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

**Tabelle 5****Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1998	1999	2000 Febr.	2000 März	2000 April	2000	2000	2000	1999	1999	2000	2000	2000
						Febr.	März	April	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt				
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	4,2	1,8	5,6	5,3	6,5	1,0	0,8	0,7	1,5	1,2	1,1	1,3	1,9
Verarbeitendes Gewerbe	4,8	1,8	6,5	5,5	6,8	1,7	0,2	0,6	1,4	1,1	1,3	1,2	1,8
<i>nach Hauptgruppen:</i>													
Vorleistungsgüter	4,0	2,1	6,5	5,5	5,9	1,3	0,3	0,2	1,8	1,6	1,3	1,1	1,4
Investitionsgüter	6,5	2,1	8,1	8,2	9,3	0,9	1,0	1,3	1,5	1,8	2,3	2,6	2,9
Konsumgüter	2,4	1,8	3,4	2,2	5,4	3,0	-0,1	1,5	0,8	-0,3	-0,7	-0,9	1,4
Gebrauchsgüter	5,6	2,6	12,1	11,4	13,2	3,1	0,4	1,4	1,9	2,0	3,3	3,5	4,4
Verbrauchsgüter	2,1	1,8	1,8	0,7	2,9	1,7	1,2	1,1	1,1	-0,3	-1,4	-2,1	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 saison- und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.*

punkten und blieb damit gegenüber 59,7 Punkten im Mai nahezu unverändert (siehe Abbildung 13). In dem leichten Rückgang des Gesamtindex im Juni schlugen sich in erster Linie die etwas kürzeren Lieferzeiten der Anbieter nieder, die sich seit Anfang des Jahres erheblich und über einen längeren Zeitraum hinweg verlängert hatten. Auch bei der Beschäftigungskomponente war ein leichter Rückgang zu verzeichnen, während sich alle anderen Indexkomponenten

(Produktion, Auftragseingang und Einkaufsbestand) gegenüber Mai etwas verbesserten. Im Schnitt lag der Einkaufsmanager-Index im zweiten Quartal 2000 bei 60,0 Indexpunkten verglichen mit 57,3 Punkten im ersten Vierteljahr. Das in den letzten Monaten mehr oder weniger kontinuierlich steigende Stimmungsbarmeter in der Industrie im Euroraum deutet darauf hin, dass der im Mai und im Juni 2000 beobachtete Rückgang des Einkaufsmanager-Index

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

	1997	1998	1999	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				Q3	Q4	Q1	Q2	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	2,4	2,7	-0,2	0,1	1,0	1,0	0,2	0,4	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	-4	6	9	7	10	11	11	10	11	11	11	12	10
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	3	6	0	1	6	10	13	8	10	11	12	12	15
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	-12	2	14	14	18	21	23	23	19	21	23	22	24
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	-4	2	0	-2	-2	5	8	3	2	10	2	9	12
Kapazitätsauslastung (%) <sup>3)</sup>	81,4	82,9	82,0	81,8	82,5	83,4	.	83,0	-	-	83,7	-	-

*Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.**1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.**2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.**3) 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 darauffolgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.*

dex eher auf eine gewisse Korrektur des erheblichen Anstiegs in den beiden vorangegangenen Monaten zurückzuführen ist und nicht ein Ende des Aufwärtstrends bei der Zuversicht in der Industrie signalisiert. Die Entwicklung bis Juni 2000 lässt daher insgesamt darauf schließen, dass das Wachstum in der Industrie in der ersten Jahreshälfte weiterhin kräftig war.

Der Vertrauensindikator für die Verbraucher war im Juni 2000 leicht rückläufig, nachdem er im Vormonat einen neuen Höchststand erreicht hatte. Er liegt jedoch nach wie vor auf einem hohen Niveau, das dem während des Konjunkturaufschwungs Mitte 1990 verzeichneten Spitzenwert entspricht und weit über dem Höchstwert des Aufschwungs von Ende 1994 liegt. Die einzelnen Komponenten des Vertrauensindikators für die Verbraucher zeigen, dass der Rückgang im Juni breit angelegt war und auf einer seitens der privaten Haushalte pessimistischeren Beurteilung der allgemeinen Wirtschaftslage und der eigenen finanziellen Situation sowie einer zurzeit geringeren Bereitschaft zu größeren Anschaffungen beruhte.

### Höheres Umsatzwachstum im Einzelhandel

Der jüngsten Schätzung von Eurostat zufolge nahmen die Einzelhandelsumsätze im Euro-Raum in den drei Monaten bis April 2000 gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum um 2,6 % zu (siehe Abbildung 14). Verglichen mit der Zuwachsrate von 1,9 % im ersten Quartal dieses Jahres, steht dieses stärkere Umsatzwachstum im Einklang mit dem deutlich gestiegenen Vertrauen im Einzelhandel, das sich aus den Umfragen der Europäischen Kommission vom Mai und Juni 2000 ableiten lässt.

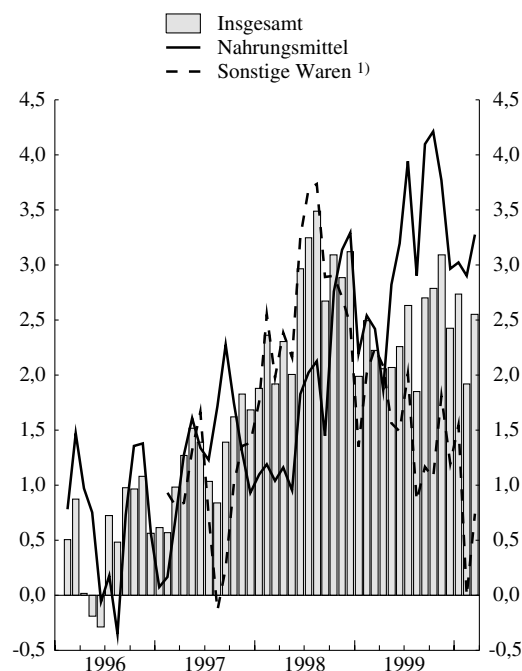
Alle Teilsektoren des Einzelhandels trugen zu dem höheren Wachstum bei. Mit einer Rate von 1,5 % nahmen die Umsätze bei den Haushaltsausstattungen in den drei Monaten bis April 2000 (verglichen mit dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum) am kräftigsten zu. Diese Entwicklung untermauert die Annah-

me, dass die Zuversicht der privaten Haushalte im Euro-Währungsgebiet nach wie vor groß ist. Die Einzelhandelsumsätze bei Nahrungsmitteln, Getränken und Tabakwaren stiegen im Dreimonatszeitraum bis April weiter an (um 1 %) und lagen 4,5 % über ihrem entsprechenden Vorjahrsstand.

Die den Einzelhandelsumsätzen zu Grunde liegende starke Konsumneigung wird auch durch die jüngsten Angaben zu den Pkw-Zulassungen bestätigt (siehe Tabelle 5.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht). Nach einer Abschwächung Ende 1999 erholten sich die Verkaufszahlen zu Beginn dieses Jahres, und im Mai war mit 1,9 % wieder eine positive Jahreswachstumsrate bei den Pkw-Zulassungen zu verzeichnen. Im Dreimonatszeitraum bis

**Abbildung 14**  
**Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: Eurostat.  
Anmerkung: Einzelhandelsumsätze insgesamt in konstanten Preisen; ohne Kraftfahrzeuge und Instandhaltungs- und Reparaturarbeiten an Gebrauchsgütern. Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.

1) Da einige nationale Daten nicht verfügbar sind, beginnt diese Datenreihe erst ab Januar 1996.

Mai 2000 nahmen die Pkw-Neuzulassungen um 1,6 % zu.

Insgesamt bestätigen die jüngsten Informationen den Eindruck eines kräftigen – von der lebhaften Inlands- und Auslandsnachfrage gestützten – Wachstums im Euroraum in der ersten Jahreshälfte 2000. Die verfügbaren Indikatoren lassen auch für die nähere Zukunft auf positive Wachstumsaussichten schließen.

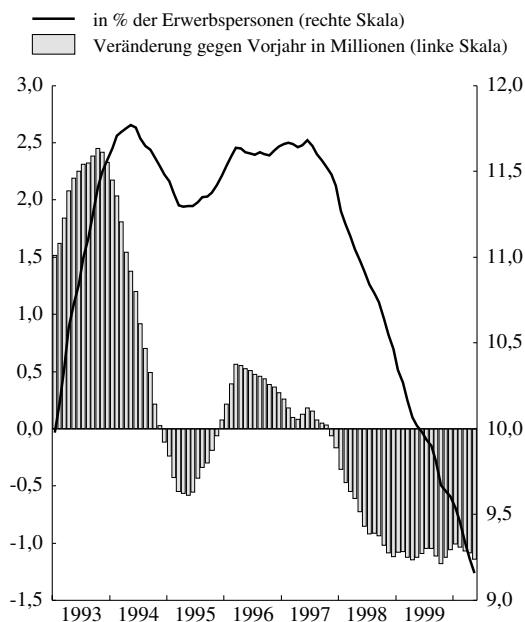
### Arbeitslosenquote im Mai 2000 unverändert

Im Mai 2000 lag die standardisierte Arbeitslosenquote im Eurogebiet bei 9,2 % und damit auf dem gleichen Stand wie im Vormonat. Eine geringfügige Korrektur der Daten für den Zeitraum ab Februar 2000 ergibt, dass von Februar bis März ein stärkerer Abbau der Arbeitslosigkeit zu verzeichnen war, und zwar von 9,5 % auf 9,3 %. Auch nach dieser Korrektur bestätigen die Daten weiterhin den allgemeinen Abwärtstrend bei der Arbeitslosenquote, die seit Beginn des laufenden Jahres um 0,3 Prozentpunkte gesunken ist. Dieser Trend ist nach wie vor mit der im späteren Jahresverlauf 1999 beobachteten Entwicklung vergleichbar (siehe Abbildung 15).

Betrachtet man die Entwicklung der Arbeitslosenzahlen nach Altersgruppen, so zeigen die Daten auch, dass die Arbeitslosenquote bei den unter 25-Jährigen stärker als bei den über 25-Jährigen zurückgegangen ist (siehe

### Abbildung 15 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Tabelle 7). Nachdem die Arbeitslosenquote zwischen November 1999 und Februar 2000 nahezu unverändert geblieben war, verringerte sie sich bei den unter 25-Jährigen von April bis Mai um 0,3 Prozentpunkte; im März und April hatte der Rückgang gegenüber dem Vormonat jeweils 0,2 Prozentpunkte betragen. Auf Grund dieser relativ starken Verringerung gegenüber dem Vormonat nahm die Jugendarbeitslosigkeit im Mai 2000 auf 17,2 % ab und lag damit 2 Prozentpunkte unter ihrem entsprechenden Vorjahrsstand. Im Ver-

### Tabelle 7 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1997	1998	1999	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.	2000 März	2000 April	2000 Mai
Insgesamt	11,6	10,9	10,0	10,0	9,9	9,6	9,4	9,6	9,5	9,5	9,3	9,2	9,2
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	23,2	21,3	19,0	19,2	18,8	18,0	17,9	17,9	18,0	17,9	17,7	17,5	17,2
25 Jahre und älter <sup>2)</sup>	9,9	9,4	8,7	8,8	8,7	8,5	8,3	8,5	8,4	8,3	8,2	8,1	8,1

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.

1) 1999 entfielen auf diese Gruppe 23,1 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) 1999 entfielen auf diese Gruppe 76,9 % der Arbeitslosen insgesamt.

**Tabelle 8****Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1998	1999	1999	1999	1999	2000	1999	1999	1999	2000	2000	2000	2000
			Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Jan.	Febr.	März
	Quartalsraten <sup>1)</sup>												
Gesamtwirtschaft <sup>2)</sup>	1,4	1,5	1,5	1,4	1,3	1,4	0,3	0,3	0,4	0,5	-	-	-
Industrie insgesamt	0,3	0,2	0,3	0,1	0,0	0,3	0,0	0,0	0,1	0,2	0,2	0,4	0,3
Baugewerbe	0,3	3,0	3,4	3,6	2,1	2,0	0,3	0,6	0,3	0,8	2,2	2,4	1,6
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	0,4	-0,5	-0,5	-0,7	-0,5	-0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,1	-0,3	-0,1	-0,1
Verarbeitendes Gewerbe	0,8	-0,2	-0,4	-0,5	-0,3	0,1	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,2	0,2

*Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Konjunkturstatistik).**1) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.**2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.*

lauf dieser zwölf Monate verringerte sich die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen um 0,7 Prozentpunkte und belief sich im Mai 2000 auf 8,1 %; verglichen mit der geringfügig revidierten Quote des Vormonats hat sie sich somit nicht verändert.

### Beschäftigung im ersten Quartal 2000 weiter gestiegen

Im ersten Quartal 2000 dürfte die Gesamtbeschäftigung im Euroraum den vorliegenden nationalen Statistiken zufolge im Quartalsvergleich um 0,5 % zugenommen haben; die Wachstumsrate lag damit 0,1 Prozentpunkte über der Rate des Vorquartals (siehe Tabelle 8). Diese Zunahme der Beschäftigung (die Jahreswachstumsrate beträgt 1,4 %) entspricht in etwa der 1999 verzeichneten durchschnittlichen Vorjahrsrate und steht im Einklang mit der konjunkturellen Belebung.

Die stärkere Zunahme der Gesamtbeschäftigung ist teilweise auf den höheren Beitrag der Industrie zurückzuführen. Der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen in der Industrie insgesamt stieg im ersten Quartal 2000 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal, teilweise auf Grund eines kräftigen Anstiegs der

Beschäftigungswachstumsrate im Baugewerbe. Diese erhöhte sich von 0,3 % im vierten Quartal 1999 auf 0,8 % im ersten Quartal 2000 und damit um 0,5 Prozentpunkte. Des Weiteren war auch bei der Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) eine leichte Verbesserung zu erkennen. Nachdem sie vier Quartale in Folge gesunken war, stabilisierte sie sich im vierten Quartal 1999 und erreichte im ersten Quartal 2000 mit einer vierteljährlichen Wachstumsrate von 0,1 % erstmals wieder den positiven Bereich. Ausschlaggebend hierfür war der kräftige Zuwachs an Arbeitsplätzen im Verarbeitenden Gewerbe. Im ersten Quartal 2000 betrug dieser schätzungsweise 0,3 %, verglichen mit 0,1 % im vierten Quartal 1999; damit wurden erstmals seit der zweiten Jahreshälfte 1997 und weiten Teilen des Jahres 1998 wieder positive Wachstumsraten verzeichnet. Die Entwicklung der Gesamtbeschäftigung deutet darauf hin, dass sich auch die Beschäftigung im Dienstleistungssektor im ersten Quartal 2000 belebt hat, was den Ergebnissen der Branchenumfrage der Europäischen Kommission im Einzelhandel für das erste Quartal sowie der Entwicklung des Einkaufsmanagerindex (Purchasing Managers' Index (PMI)) für den Zeitraum bis Juni 2000 entspreche.

### **Kasten 3**

#### **Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000**

Nach dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft („EG-Vertrag“) sollen die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik so ausrichten, dass sie zur Verwirklichung der Ziele der Europäischen Union beiträgt. Ferner betrachten die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse und koordinieren sie im Rat der EU. Zu diesem Zweck verabschiedet der ECOFIN-Rat seit Beginn der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) alljährlich auf Grundlage einer Empfehlung der Europäischen Kommission die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik*. Diese bilden den Rahmen für die Festlegung der allgemeinen politischen Ziele und Orientierungen für die Mitgliedstaaten und die Europäische Union. Was die Währungspolitik angeht, so beziehen sich die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik* auf die Vorgabe des EG-Vertrags, dass die Währungspolitik dem Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität verpflichtet bleibt. Insoweit sich die zu meistern den Herausforderungen und die Anforderungen an die Politik in allen EU-Staaten weitgehend gleichen, stellen die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik* eine Reihe allgemeiner Orientierungen auf, die für alle Mitgliedstaaten gelten. Gleichzeitig tragen die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik* den Unterschieden zwischen den Mitgliedstaaten hinsichtlich der Wirtschaftsleistung und -aussichten sowie ihrer Strukturen und Institutionen insofern Rechnung, als sie auch länderspezifische Empfehlungen enthalten.

Die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000* konkretisieren die Hauptziele der Wirtschaftspolitik in der EU (nämlich Wirtschaftswachstum, Beschäftigung, Innovation und sozialen Zusammenhalt), die auf der Sondertagung des Europäischen Rats vom März 2000 in Lissabon festgelegt wurden, wobei vier zentrale Bereiche Priorität erhielten: die Beibehaltung einer wachstums- und stabilitätsorientierten makroökonomischen Politik, die Förderung der Entwicklung einer wissensbasierten Wirtschaft, die Beschleunigung weit reichender, umfassender Reformen der Produkt-, Kapital- und Arbeitsmärkte und die Modernisierung der sozialen Sicherungssysteme. Die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000* setzen diese Kernziele in die im Folgenden aufgeführten vorrangigen Empfehlungen um.

#### **Sicherstellung einer wachstums- und stabilitätsorientierten makroökonomischen Politik**

Im Euroraum besteht die größte wirtschaftspolitische Herausforderung darin, sicherzustellen, dass der gegenwärtige Aufschwung in eine anhaltende Phase des kräftigen Wachstums und steigender Beschäftigung mündet. Dabei liegt der Beitrag der Geldpolitik darin, sich um die Wahrung der Preisstabilität zu bemühen, und der der Mitgliedstaaten, die derzeitige Konsolidierung der öffentlichen Haushalte voranzutreiben, um möglichst rasch einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss zu erreichen und auf mittlere Sicht zu wahren, sowie die Staatsverschuldung zurückzuführen. Von den Sozialpartnern wird erwartet, dass sie weiterhin eine mit Preisstabilität und der Schaffung von Arbeitsplätzen im Einklang stehende Lohnentwicklung unterstützen. Die Mitgliedstaaten außerhalb des Eurogebiets sollten ebenfalls eine solide Geld- und Haushaltspolitik verfolgen.

#### **Beschleunigung der gegenwärtigen Haushaltskonsolidierung**

Die Mitgliedstaaten werden ferner nachdrücklich aufgefordert, eine prozyklische Haushaltspolitik zu vermeiden, die auf Grund des unerwartet günstigen Wirtschaftswachstums eingetretene Verbesserung ihrer Finanzierungssalden dazu zu nutzen, im Jahr 2000 Haushaltspositionen zu erreichen, die über den in den aktualisierten Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen festgesetzten Zielen liegen, und bereits vor dem in diesen Programmen vorgesehenen Zeitpunkt einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss zu erzielen. Ferner sollten sie gegebenenfalls eine weitere, über die Mindestanforderungen hinausgehende Konsolidierung der öffentlichen Finanzen fortsetzen, um zusätzlichen Spielraum zu schaffen, und Vorsorge für die mit der Bevölkerungsalterung zusammenhängenden Haushaltsbelastungen treffen.

### **Verbesserung der Qualität und dauerhaften Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen**

Die Art der Haushaltskonsolidierung wird als maßgeblich für die Unterstützung der Investitionstätigkeit und des Beschäftigungswachstums betrachtet. Die Empfehlungen sehen unter anderem folgende Maßnahmen vor: Rückführung der Defizite eher durch Ausgabenzurückhaltung als durch Abgabenerhöhungen, Anpassung der sozialen Sicherungssysteme, damit sich Arbeit lohnt und die dem Arbeitseinsatz entgegenstehenden Hemmnisse beseitigt werden, und umgehende Überprüfung der Alterssicherungs- und Gesundheitsfürsorgesysteme angesichts der Herausforderungen, die die Alterung der Bevölkerung mit sich bringt.

### **Förderung einer angemessenen Lohnentwicklung**

Die Sozialpartner werden aufgefordert sicherzustellen, dass die Nominalloohnerhöhungen mit Preisstabilität vereinbar sind, dass das Lohnniveau die Unterschiede in der Arbeitsproduktivität (gemäß Fachkenntnissen, Qualifikation oder geographischem Gebiet) berücksichtigt und dass die Reallohnentwicklung der Notwendigkeit Rechnung trägt, die Rentabilität kapazitätserweiternder und arbeitsplatzschaffender Investitionen zu stärken. Die Regierungen können die entsprechenden institutionellen Rahmenbedingungen schaffen, die die Verhandlungen der Sozialpartner erleichtern.

### **Entwicklung einer wissensbasierten Wirtschaft**

Die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000* fordern ferner die Schaffung oder Verbesserung der notwendigen Voraussetzungen für eine stärkere Beteiligung des Privatsektors an der Finanzierung von Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie von FuE-Unternehmungen. Gleichzeitig gilt es auch, dafür zu sorgen, dass die Finanzierung der Grundlagenforschung, die Errichtung von führenden Wissenschaftszentren sowie Anreize für die Schaffung besserer Verbindungen zwischen Forschungsinstituten und Wirtschaft angemessenen Rückhalt in der Öffentlichkeit finden. Sowohl die privaten als auch die öffentlichen allgemein- und berufsbildenden Initiativen müssen gefördert werden, um die Anpassungsfähigkeit der Arbeitskräfte zu erhöhen.

### **Gewährleistung von effizienten Märkten für Waren und Dienstleistungen**

Eine Stärkung des Wettbewerbs auf den Produktmärkten wird als wesentliche Voraussetzung betrachtet, um die Chancen, die die Einführung des Euro, die Globalisierung und die neuen Technologien bieten, in vollem Umfang nutzen zu können. Unter anderem empfehlen die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000*, die Binnenmarktvorschriften in den Bereichen öffentliches Beschaffungswesen und technische Standards uneingeschränkt und effektiv umzusetzen. Die Unabhängigkeit der Wettbewerbsbehörden muss gewährleistet sein, und ihre Maßnahmen sollten mit transparenten und wirkungsvollen Mitteln umgesetzt werden. Ferner gilt es, die Liberalisierung im Telekommunikationssektor bis Ende 2001 zu vollenden und in den Bereichen Elektrizität, Gas, Postdienste und Verkehr zügiger voranzutreiben. Die Gemeinschaftsrichtlinien zur Öffnung der Märkte für öffentliche Versorgungsunternehmen sollten uneingeschränkt umgesetzt werden. Beschränkungen des Dienstleistungsverkehrs insbesondere bei Finanzdienstleistungen, im Handel und bei Unternehmensdienstleistungen sind bis Ende 2000 abzubauen.

### **Förderung der Kapitalmärkte durch Integration und Vertiefung**

In Bezug auf die Kapitalmärkte sind neben der vollständigen Umsetzung der Aktionspläne für Finanzdienstleistungen und Risikokapital bis zum Jahr 2005 bzw. bis zum Jahr 2003 weitere Anstrengungen erforderlich, um einen möglichst breiten Zugang zu Anlagekapital auf EU-weiter Grundlage (auch für kleine und mittlere Unternehmen) zu erleichtern, Hemmnisse für Anlagen in und durch Pensionsfonds zu beseitigen,



die weitere Integration der Märkte für Staatsanleihen durch verstärkte Konsultation und Transparenz zu fördern, die Effizienz grenzüberschreitender Massenzahlungssysteme zu verbessern, steuerliche Maßnahmen zur Förderung von neuen Unternehmen und Wagniskapitalinvestitionen zügiger voranzutreiben und das Konkursrecht zu ändern, um Unternehmern eine „zweite Chance“ zu geben.

#### **Stärkung der Arbeitsmärkte**

Eine erheblicher und nachhaltiger Abbau der Arbeitslosigkeit in der EU erfordert einschneidende strukturelle Verbesserungen in der Funktionsweise der Arbeitsmärkte. In den *beschäftigungspolitischen Leitlinien 2000* wurde bereits eine integrierte Strategie zur Erreichung dieses Ziels vorgestellt. In dieser Hinsicht legen die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000* besonderen Wert auf die Verbesserung der Fachkenntnisse und der Vermittelbarkeit von Arbeitskräften, damit sie den Anschluss an den Arbeitsmarkt nicht verlieren, auf eine Verbesserung der Arbeitsanreize und Verringerung der Arbeitskosten durch Reformen der Abgaben- und Sozialleistungssysteme, auf eine Stärkung der sektoralen und regionalen Mobilität der Arbeitskräfte beispielsweise durch die gegenseitige Anerkennung von Abschlüssen und die bessere Übertragbarkeit der Rentenansprüche, auf die Modernisierung der Arbeitsorganisation, auf die Einführung flexibler Arbeitszeiten und auf die Überprüfung strenger Kündigungsschutzregelungen und hoher Abfindungszahlungen bei Entlassungen.

#### **Sicherstellung einer nachhaltigeren Entwicklung**

Die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000* gehen davon aus, dass eine vernünftige Umweltpolitik Vorteile in Form effizienterer Wirtschaftsstrukturen mit sich bringt und damit zu mehr Wachstum und Beschäftigung beiträgt. Die Mitgliedstaaten sollten daher besonders darum bemüht sein, eine marktwirtschaftliche Politik, die knappen Ressourcen einen Preis beimisst, einzuführen oder zu verstärken, steuerliche Anreize und Subventionen, die sich negativ auf die Umwelt auswirken, neu zu bewerten und sich auf europäischer Ebene auf einen angemessenen Rahmen für die Energiebesteuerung zu verständigen.

#### **Umsetzung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000 erforderlich**

Insgesamt begrüßt die EZB, dass die *Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2000* nachdrückliche, umfassende und konkrete Empfehlungen aussprechen. Auch die jüngsten Initiativen zur weiteren Stärkung dieser Grundzüge insbesondere durch eine ehrgeizige und gründliche Nacharbeit und die Entwicklung von Indikatoren zur Messung der strukturellen Verbesserungen beurteilt sie positiv. Der Erfolg der Empfehlungen hängt nun in erster Linie davon ab, wie sehr die Mitgliedstaaten bemüht sind, die Lage ihrer öffentlichen Finanzen zu verbessern und Strukturreformen voranzutreiben. Dabei bieten die gegenwärtig günstigen Aussichten für das Wirtschaftswachstum eine optimale Gelegenheit, um die erforderlichen Maßnahmen mit Nachdruck in Angriff zu nehmen.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### Wechselkursschwankungen des Euro im Juni ohne erkennbaren Trend

Im Juni 2000 war die Entwicklung an den Devisenmärkten durch beträchtliche Schwankungen des Euro gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen gekennzeichnet, ohne dass ein klarer Trend erkennbar gewesen wäre. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den 13 wichtigsten Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets lag Anfang Juli in etwa auf dem gleichen Niveau wie Anfang Juni.

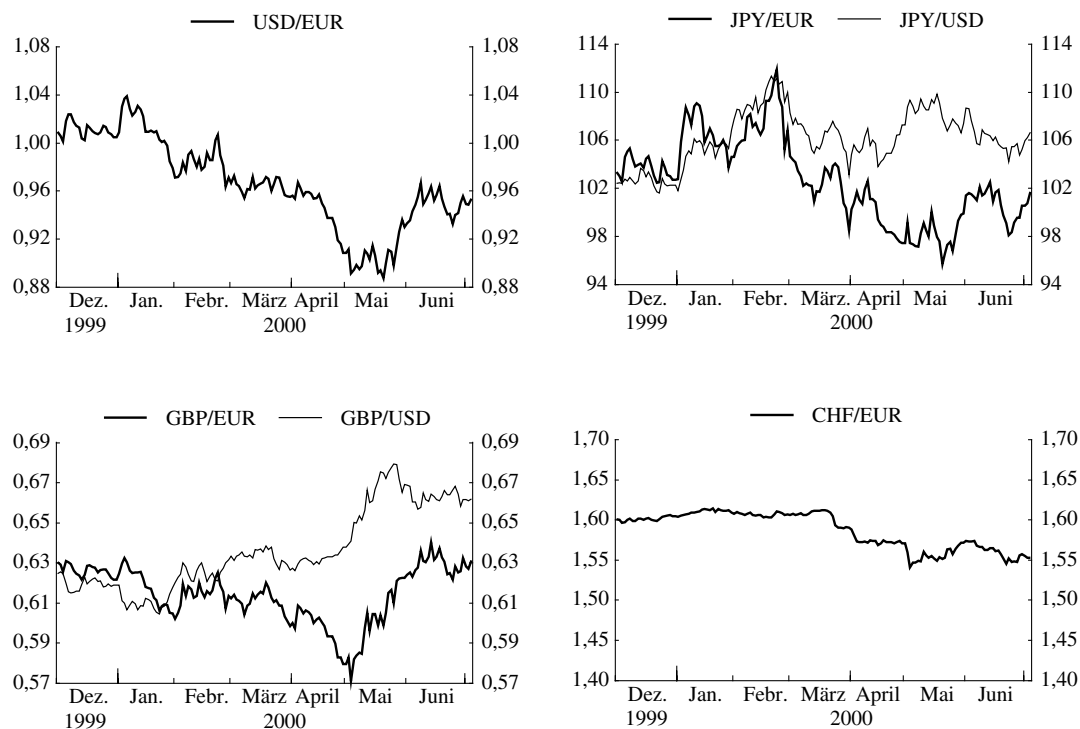
Gegenüber dem US-Dollar bewegte sich der Euro von Anfang Juni bis zum 5. Juli 2000 um einen Durchschnittskurs von 0,95 USD und wies in dieser Zeit weder deutliche Aufwärts- noch Abwärtstendenzen auf. Vor dem Hintergrund eines anhaltenden Aufschwungs im Euroraum dürfte das Fehlen eines klaren

Trends hauptsächlich auf die allgemeine Unsicherheit an den Finanzmärkten im Hinblick auf die mittelfristigen Wirtschaftsaussichten der Vereinigten Staaten und die damit zusammenhängenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen zurückzuführen sein. Neu veröffentlichte Daten – einschließlich Zahlen über den zweiten monatlichen Wachstumsrückgang im Einzelhandel in Folge, eine geringere Aufnahme von Bauvorhaben und eine Schwächung des Verbrauchervertrauens – lieferten erste vorsichtige Anzeichen dafür, dass es zu einer moderaten Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten kommen könnte. Gleichzeitig trugen jedoch die steigenden Ölpreise im Umfeld höherer Inflationserwartungen zu einem Anstieg der amerikanischen Anleiherenditen bei. Nachdem der Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank auf seiner Sitzung am 28. Juni 2000 beschlossen hatte, die Leitzinsen unverändert zu lassen,

### Abbildung 16

#### Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar leicht auf und notierte am 5. Juli bei 0,95 USD (siehe Abbildung 16).

Nach einem Zeitraum relativer Stabilität gab der Euro gegenüber dem japanischen Yen in der dritten Juniwoche leicht nach, erholte sich dann jedoch Ende Juni und Anfang Juli wieder. Die anfängliche Stärke des Yen hing hauptsächlich damit zusammen, dass die wirtschaftlichen Aussichten für Japan von offizieller Seite nach oben revidiert wurden und neu veröffentlichte Daten dafür sprachen, dass sich die Erholung in Japan festigen könnte. Dies wiederum unterstützte die Marktmeinung, dass die seit sechzehn Monaten betriebene Nullzins-Politik in Japan in absehbarer Zeit aufgegeben werden könnte. Am 5. Juli notierte der Euro bei 101,7 JPY.

Im Juni und Anfang Juli 2000 entwickelte sich der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Pfund Sterling ähnlich wie der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar. Am 5. Juli notierte der Euro bei 0,63 GBP.

Die Währungen des WKM II blieben weitgehend stabil (siehe Abbildung 17). Nachdem die griechische Zentralbank am 28. Juni 2000 eine Senkung ihrer Leitzinsen um 50 Basispunkte beschlossen hatte, blieb der Kurs der griechischen Drachme gegenüber dem Euro stabil. Der Beschluss einer Leitzinssenkung war größtenteils erwartet worden, nachdem der Europäische Rat am 19. Juni 2000 den Antrag Griechenlands, den Euro zum 1. Januar 2001 einzuführen, formal gebilligt hatte. Am 5. Juli notierte die griechische Drachme 1,2 % über ihrem Leitkurs zum Euro von 341 GRD. Auch die dänische Krone blieb stabil und notierte am 5. Juli 2000 bei 7,46 DKK zum Euro.

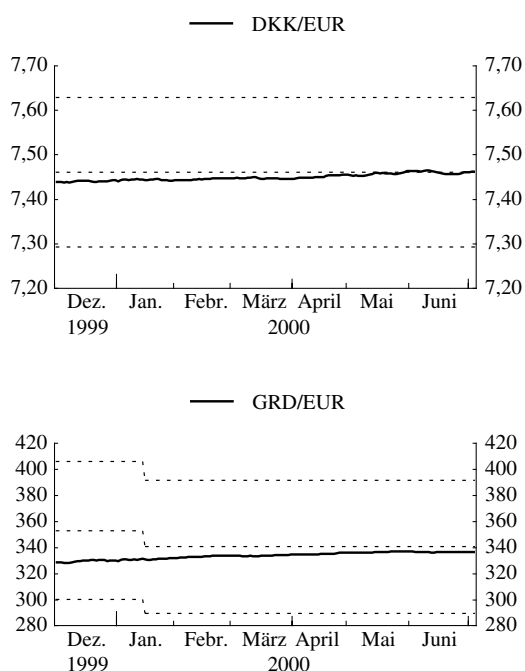
Die schwedische Krone schwankte zwischen Anfang Juni und dem 5. Juli – im Umfeld einer gewissen Volatilität am schwedischen Aktienmarkt – um einen Durchschnittskurs von 8,3 SEK zum Euro, ohne dass ein Trend erkennbar gewesen wäre. Gegenüber dem Schweizer Franken verlor der Euro nach dem Beschluss der Schweizer Nationalbank, den

Zielkorridor für Dreimonatssätze um 50 Basispunkte zu erhöhen, in der zweiten Junihälfte leicht an Wert. Er erholte sich anschließend jedoch wieder teilweise und erreichte Anfang Juli ein Niveau, das dem Ende Mai entsprach.

In nominaler effektiver Rechnung, d. h. handelsgewichtet gegenüber dem engen Länderkreis der 13 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, lag der Kurs des Euro am 5. Juli 2000 in etwa auf dem gleichen Stand wie Anfang Juni. In Monatsdurchschnitten gerechnet wertete der nominale effektive Wechselkursindex allerdings im Juni um rund 3,4 % gegenüber dem vorangegangenen Monat auf. Diese Entwicklung hing hauptsächlich mit der Aufwertung des Euro gegenüber allen wichtigen Währungen zu Beginn des Monats zusammen. Im Juni 2000 betrug die nominale effektive Abwertung des Euro seit seiner Einführung im ersten Quartal 1999 rund 12,6 %.

**Abbildung 17**  
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

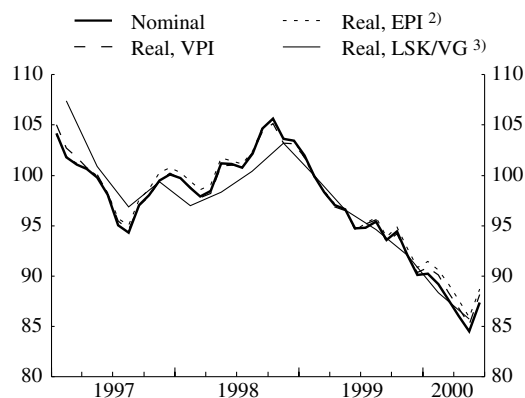


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben die Leitkurse (DKK 7,46; GRD 340,75 (letzterer gilt seit 17. Januar 2000)) und die jeweilige Bandbreite ( $\pm 2,25\%$  für die dänische Krone und  $\pm 15\%$  für die griechische Drachme) an.

## Abbildung 18 Nominaler und realer effektiver Wechselkurs<sup>1)</sup>

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



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe entsprechenden Artikel im Monatsbericht April 2000). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Juni 2000 und für den auf den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das 2. Quartal 2000.

2) Erzeugerpreisindex.

3) Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe.

Die reale effektive Abwertung auf der Basis von Verbraucherpreisen, Erzeugerpreisen und Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe war in diesem Zeitraum etwa ebenso hoch (siehe Abbildung 18).

### Leistungsbilanz weist für die ersten vier Monate des Jahres 2000 ein Defizit aus

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets schloss im April 2000 mit einem Defizit in Höhe von 3,2 Mrd € ab, verglichen mit einem Überschuss von 4,8 Mrd € im selben Monat ein Jahr zuvor. Dies war vor allem auf den Rückgang des Saldos der Erwerbs- und Vermögenseinkommen (von einem Plus von 0,1 Mrd € auf ein Minus in Höhe von 3,9 Mrd €) sowie auf einen niedrigeren Außenhandelsbilanzüberschuss und höhere Defizite bei den Dienstleistungen und Laufenden Übertragungen zurückzuführen.

In den ersten vier Monaten 2000 wies die Leistungsbilanz des Eurogebiets ein kumuliertes Defizit von 4,4 Mrd € auf, verglichen mit

einem Überschuss in Höhe von 11,1 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Ausschlaggebend für die Passivierung war insbesondere der geringere Überschuss im Warenhandel (21,3 Mrd €, nach 29,5 Mrd €), der sich auf Grund des Anstiegs der wertmäßigen Einfuhren um 27 % – gegenüber einem Anstieg der wertmäßigen Ausfuhren um 20 % – ergab; gleichzeitig haben auch höhere Defizite in den anderen Teilbilanzen der Leistungsbilanz zu dieser Entwicklung beigetragen (siehe Tabelle 9).

Die mittlerweile bis Februar des laufenden Jahres zur Verfügung stehenden saisonbereinigten Angaben zum Handelsvolumen erlauben weitere Rückschlüsse bezüglich der jüngsten Entwicklungen im Außenhandel. Während das Einfuhrvolumen im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2000 um lediglich 4 % zunahm, stiegen die Einfuhrpreise – wie die Indizes der Durchschnittswerte belegen – um nahezu 22 %, was sowohl auf die Schwäche des Euro als auch auf höhere Ölpreise zurückzuführen ist. Auf der Exportseite erhöhte sich das Volumen um fast 11 %, vorwiegend auf Grund der durch die Abwertung des Euro bedingten besseren preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Gleichzeitig war bei den Exportpreisen jedoch ein Anstieg von über 7 % zu verzeichnen, was darauf hindeutet, dass die Exporteure ihre Gewinnspannen ausgeweitet haben.

### Netto-Kapitalabflüsse bei den Dividendenwerten durch Nettozuflüsse bei den Schuldverschreibungen im April teilweise ausgeglichen

Im Bereich der Direktinvestitionen und der Wertpapieranlagen waren im April 2000 wesentlich geringere Transaktionsströme zu verzeichnen als in den beiden vorangegangenen Monaten, in denen die Angaben zu einer durch Aktientausch abgewickelten Großfusion eines Unternehmens im Eurogebiet mit einem gebietsfremden Unternehmen enthalten waren. Durch Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen flossen im April 2000 per Saldo Mittel in Höhe von 14,1 Mrd € ab.

**Tabelle 9****Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

	1999 Jan. – April	1999 April	2000 Jan. – April	2000 Febr.	2000 März	2000 April
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	11,1	4,8	-4,4	2,4	3,0	-3,2
Einnahmen	406,5	105,8	471,1	114,4	130,0	115,9
Ausgaben	395,4	101,0	475,5	112,0	127,1	119,1
Saldo des Außenhandels	29,5	8,0	21,3	6,3	8,1	6,0
Ausfuhr	242,9	63,3	291,3	71,8	83,5	72,3
Einfuhr	213,4	55,3	270,0	65,6	75,4	66,3
Saldo der Dienstleistungen	-3,6	-0,4	-6,0	-2,0	-0,9	-1,2
Einnahmen	69,2	18,5	76,4	17,9	20,7	20,0
Ausgaben	72,8	18,9	82,4	19,9	21,6	21,2
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen <sup>1)</sup>	-6,3	0,1	-9,6	-0,8	-0,6	-3,9
Saldo der Laufenden Übertragungen	-8,4	-2,9	-10,0	-1,0	-3,7	-4,0
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	3,3	0,5	4,6	0,2	1,4	1,5
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	-38,2	-5,1	65,2	9,7	33,3	5,0
Direktinvestitionen	-30,1	-14,6	142,9	144,7	2,4	-6,2
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-59,6	-23,3	-76,3	-19,4	-33,0	-18,6
Im Euro-Währungsgebiet	29,5	8,7	219,3	164,2	35,4	12,4
Wertpapieranlagen	-41,1	13,6	-188,8	-138,7	-24,7	-7,9
Aktiva	-87,6	-22,2	-156,7	-68,1	-37,6	-25,8
Passiva	46,5	35,8	-32,1	-70,6	12,9	17,9
Finanzderivate	2,0	3,5	0,2	2,6	-3,2	2,1
Übriger Kapitalverkehr	23,7	-9,3	110,8	0,2	58,2	16,8
Währungsreserven	7,3	1,8	0,0	0,8	0,6	0,2
<b>Restposten</b>	23,8	-0,2	-65,4	-12,3	-37,8	-3,4

*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 finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts, „Statistik des Euro-Währungsgebiets“, Abschnitt 8.*

*1) Die monatlichen Angaben für 1999 sind nicht vollständig mit den Angaben für spätere Berichtszeiträume vergleichbar.*

Im Einzelnen ergab sich bei den Direktinvestitionen im April 2000 ein Netto-Kapitalabfluss in Höhe von 6,2 Mrd € (der sich aus 18,6 Mrd € Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets und 12,4 Mrd € Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet zusammensetzt), während sich der Mittelabfluss im Wertpapierverkehr per Saldo auf 7,9 Mrd € belief. Ausschlaggebend für den Netto-Kapitalabfluss bei den Wertpapieranlagen war das starke Engagement Ansässiger des Eurogebiets in ausländischen Dividendenwerten (netto 18,2 Mrd €) in Verbindung mit dem Verkauf von Dividendenwerten des Euro-Währungsgebiets durch Gebietsfremde (netto 4,7 Mrd €), was zu einem Netto-Kapitalabfluss bei den Dividendenwerten von insgesamt 22,9 Mrd € führte (siehe Tabelle 8.4

im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Im übrigen Wertpapierverkehr kam es im April 2000 durch den Absatz von Schuldverschreibungen zu Netto-Kapitalzuflüssen, die den Abfluss bei den Dividendenwerten – entsprechend der Entwicklung der letzten Monate – per Saldo teilweise wieder kompensierten. In den ersten vier Monaten dieses Jahres war bei den Schuldverschreibungen des Euro-Währungsgebiets ein Netto-Kapitalzufluss in Höhe von 42,7 Mrd € zu verzeichnen, verglichen mit Netto-Kapitalabflüssen von 10,5 Mrd € im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Dieser Umschwung von Netto-Kapitalabflüssen zu Netto-Kapitalzuflüssen resultierte daraus, dass zum einen die Investi-

tionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in ausländische Schuldverschreibungen – insbesondere Auslandsanleihen – zurückgingen und zum anderen der Erwerb von Schuld-

verschreibungen des Euro-Währungsgebiets – insbesondere von Geldmarktpapieren – durch Gebietsfremde kräftig zunahm.



# Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften

Auf seiner Sitzung am 8. Juni 2000 beschloss der EZB-Rat, dass beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems als Zinstender mit Zuteilung nach dem amerikanischen Verfahren durchgeführt werden. Ferner beschloss der EZB-Rat, für diese Geschäfte einen Mindestbietungssatz festzulegen. Der Grund für diese Entscheidung waren die massiven Überbietungen, die im Rahmen des bisherigen Mengentenderverfahrens aufgetreten waren. Bei dem neuen Verfahren übernimmt der Mindestbietungssatz die geldpolitische Signalfunktion, die bislang der Zinssatz für Mengentender erfüllte. Darüber hinaus werden zusammen mit der wöchentlichen Tenderankündigung auch Angaben zum erwarteten Liquiditätsbedarf des Bankensystems veröffentlicht. Der EZB-Rat teilte weiterhin mit, dass er sich das Recht auf eine Rückkehr zum Mengentenderverfahren vorbehalte, sofern und sobald er dies für notwendig erachte.

## I Einleitung

Auf seiner Sitzung am 8. Juni 2000 beschloss der EZB-Rat, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender mit Zuteilung nach dem amerikanischen Verfahren durchgeführt werden. Ferner beschloss der EZB-Rat, für diese Geschäfte einen Mindestbietungssatz festzulegen. Dieser beläuft sich anfänglich auf 4,25 % und ist damit genauso hoch wie der zuletzt für Mengentender festgelegte Zinssatz.

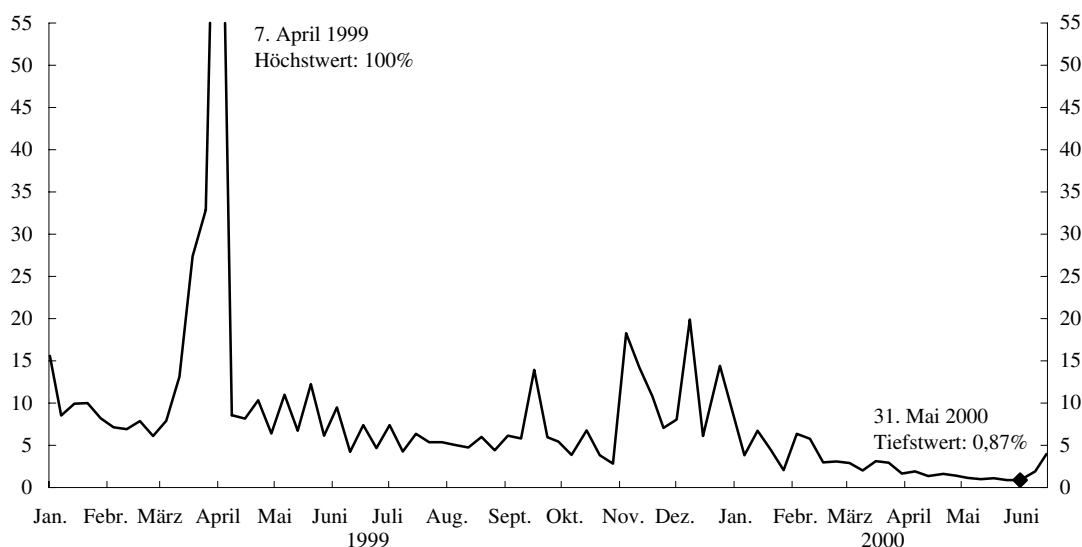
Wie bereits in der nach der EZB-Ratssitzung am 8. Juni 2000 herausgegebenen Pressemitteilung dargelegt wurde, stellt die Umstel-

lung auf Zinstender eine Reaktion auf die massiven Überbietungen dar, die im Rahmen des bisherigen Mengentenderverfahrens aufgetreten waren. Während der Repartierungssatz (d. h. das Verhältnis zwischen dem Zuteilungsbetrag und dem gesamten Bietungsbetrag) 1999 noch durchschnittlich 10 % betragen hatte, lag er im Zeitraum vom 1. Januar bis zum 7. Juni 2000 durchschnittlich bei nur noch 2,7 %. Bei den letzten beiden Hauptrefinanzierungsgeschäften, die vor der Ankündigung der Umstellung auf Zinstender abgewickelt wurden, lag der Repartierungssatz sogar unter 1 % (siehe unten stehende Abbildung). Die starke Zunahme bei den Geboten

### Abbildung

#### Entwicklung des Repartierungssatzes beim Mengentenderverfahren

(in % des Bietungsaufkommens)



Quelle: EZB.



in der ersten Jahreshälfte 2000 ist darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer während eines Großteils dieses Zeitraums mit steigenden Zinsen rechneten und die kurzfristigen Geldmarktsätze deutlich über dem Hauptrefinanzierungssatz lagen. Dies machte es für Banken interessant, um hohe Beträge von Zentralbankliquidität zu bieten.

Das neue Tenderverfahren führt einen Preisreiz ein, der gewährleistet, dass Geschäftspartner Gebote abgeben, die eher ihrem tatsächlichen Bedarf entsprechen.

## 2 Das Tenderverfahren

Das neue Tenderverfahren weist die folgenden Hauptmerkmale auf: Teilnahmeberechtigte Geschäftspartner können für bis zu zehn verschiedene Zinssätze Gebote abgeben. Bei jedem Gebot geben sie den Betrag, den sie mit dem Eurosystem handeln wollen, und den entsprechenden Zinssatz an. Gebote, die unter dem Mindestbietungssatz liegen, werden nicht berücksichtigt. Bei der Zuteilung durch die EZB werden die Gebote vom höchsten bis zum niedrigsten Zinssatz aufgelistet. Die Gebote mit den höchsten Zinssätzen werden zuerst berücksichtigt, und die Gebote mit den darauf folgenden niedrigeren Zinssätzen werden so lange bedient,

Die Änderung des Tenderverfahrens ist keineswegs als Änderung des geldpolitischen Kurses zu verstehen. Vielmehr übernimmt der angekündigte Mindestbietungssatz die geldpolitische Signalfunktion, die bislang dem Zinssatz für Mengentender zukam. Die Entscheidung, den Mindestbietungssatz auf 4,25 % festzulegen, unterstreicht die Kontinuität der Geldpolitik.

Der EZB-Rat betonte außerdem, dass er sich das Recht auf eine Rückkehr zum Mengentender vorbehalte, sofern und sobald er dies für notwendig erachte.

bis die gesamte vorgesehene Liquiditätsmenge ausgeschöpft ist. Wenn beim niedrigsten berücksichtigten Zinssatz (d. h. beim marginalen Zinssatz) der Gesamtbetrag der Gebote über dem noch zuzuteilenden Betrag liegt, wird dieser anteilig unter den Geboten aufgeteilt.

Eine genauere Beschreibung des Zinstenderverfahrens findet sich in Kapitel 5 der EZB-Publikation „Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB“ vom September 1998.

## 3 Die Veröffentlichung des erwarteten Liquiditätsbedarfs

Wie oben erwähnt, wurde neben der Umstellung auf das neue Tenderverfahren auch entschieden, dass künftig Schätzungen über den gesamten Liquiditätsbedarf des Bankensystems veröffentlicht werden sollen. Diese Maßnahme dürfte den Geschäftspartnern die Vorbereitung ihrer Gebote erleichtern.

Der Liquiditätsbedarf des Bankensystems hängt von zwei Faktoren ab: Erstens von den Mindestreserven, die durchschnittlich in einer einmonatigen Mindestreserve-Erfüllungsperiode gehalten werden müssen, und zwei-

tens von der Nettowirkung der übrigen Faktoren, die die konsolidierte Bilanz des Eurosystems beeinflussen und per saldo Liquidität entziehen. Bei den wichtigsten dieser Faktoren, den so genannten autonomen Faktoren, handelt es sich um die Nettoeinlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem, den Banknotenumlauf und schwebende Verrechnungen (Netto-Float) (siehe unten stehenden Kasten). Die EZB veröffentlicht ihre Schätzungen für das Mindestreserve-Soll und die autonomen Faktoren separat über Nachrichtenagenturen.

Den Schätzungen der autonomen Faktoren durch die EZB liegen Informationen der nationalen Zentralbanken zu Grunde. Die Schätzungen werden regelmäßig zusammen mit der Ankündigung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, d. h. normalerweise jeden Montag um 15.30 Uhr, veröffentlicht. Die Prognosen dieses Bestandteils des Liquiditätsbedarfs werden als Durchschnitt der autonomen Faktoren vom Tag der Ankündigung eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts bis einschließlich dem Tag vor der Abwicklung des nächsten Hauptrefinanzierungsgeschäfts angegeben. Erstreckt sich dieser Zeitraum über das Ende einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode hinaus, werden zwei Schätzungen veröffentlicht: Eine für den Zeitraum bis zum Ende der Erfüllungsperiode und eine zweite für die Zeit nach dem Ende der Erfüllungsperiode.

Einer der beiden Bestandteile des Liquiditätsbedarfs, das Mindestreserve-Soll, ist gewöhnlich ziemlich genau bekannt. Da jedoch die Mindestreservebasis, die zur Errechnung des Mindestreserve-Solls herangezogen wird, eng mit dem Geldmengenaggregat M3 zusammenhängt, werden die Schätzungen zum Mindestreserve-Soll erst dann bekannt gegeben, wenn auch die Zahlen von M3 veröffentlicht werden, also normalerweise einige Tage nach Beginn einer neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

Im Gegensatz dazu sind Schätzungen der autonomen Faktoren weniger zuverlässig. Im ersten Halbjahr 2000 belief sich die Standardabweichung des Unterschieds zwischen dem geschätzten Wert der autonomen Faktoren für die kommende Woche und dem entsprechenden tatsächlichen Ergebnis auf 1,4 Mrd €. Die Tabelle zeigt die wöchentlichen Daten, die dieser Berechnung zu Grunde liegen.

Die Geschäftspartner müssen sich darüber im Klaren sein, dass die EZB auch andere Faktoren berücksichtigen muss, um eine Zuteilungsentscheidung treffen zu können. Erstens muss die EZB beachten, wie viel Liquidität durch ausstehende Offenmarktgeschäfte zur Verfügung gestellt wird. Zweitens hat sie die zu jedem beliebigen Zeit-

**Tabelle**  
**Wöchentliche Schätzungen der durchschnittlichen autonomen Faktoren, tatsächlicher Wert und Abweichung im Jahr 2000**

(Mrd €)

Datum der Schätzung	Geschätzter Wert	Tatsächlicher Wert	Abweichung
10. Januar	88,3	90,0	1,7
17. Januar	89,6	91,1	1,5
24. Januar	99,9	100,7	0,8
31. Januar	93,2	93,6	0,4
7. Februar	91,2	90,2	-1,0
14. Februar	87,8	86,0	-1,8
21. Februar	92,9	94,5	1,6
28. Februar	95,7	94,9	-0,8
3. März	93,9	95,0	1,0
13. März	88,9	89,5	0,6
20. März	93,3	92,5	-0,9
27. März	88,9	87,3	-1,6
3. April	83,6	84,8	1,1
10. April	85,3	86,2	0,9
17. April	83,0	84,8	1,8
25. April	91,6	92,0	0,4
2. Mai	89,4	90,0	0,6
8. Mai	87,5	89,8	2,3
15. Mai	82,4	83,1	0,7
22. Mai	90,4	88,6	-1,8
29. Mai	84,3	85,9	1,6
5. Juni	83,1	85,9	2,8
13. Juni	84,0	85,2	1,2
19. Juni	87,6	85,8	-1,9
Standardabweichung	4,5	4,3	1,4
Durchschnittswert	89,0	89,5	0,5

Quelle: EZB.

punkt aufgetretenen Unter- bzw. Überschreitungen des Reserve-Solls im Vergleich zum durchschnittlichen Reserve-Soll der Geschäftspartner zu beurteilen. Drittens muss die EZB in Betracht ziehen, dass die Geschäftspartner gewöhnlich gewisse Überschussreserven halten (in der Vergangenheit beliefen sich diese durchschnittlich auf rund 0,7 Mrd € pro Tag). Darüber hinaus spielen bei der Entscheidung der EZB über die endgültige Zuteilung unter anderem auch die Gleichmäßigkeit des Pfades der Mindestreserve-Erfüllung und die Höhe der Zinssätze eine Rolle.

## Kasten

### Autonome Faktoren

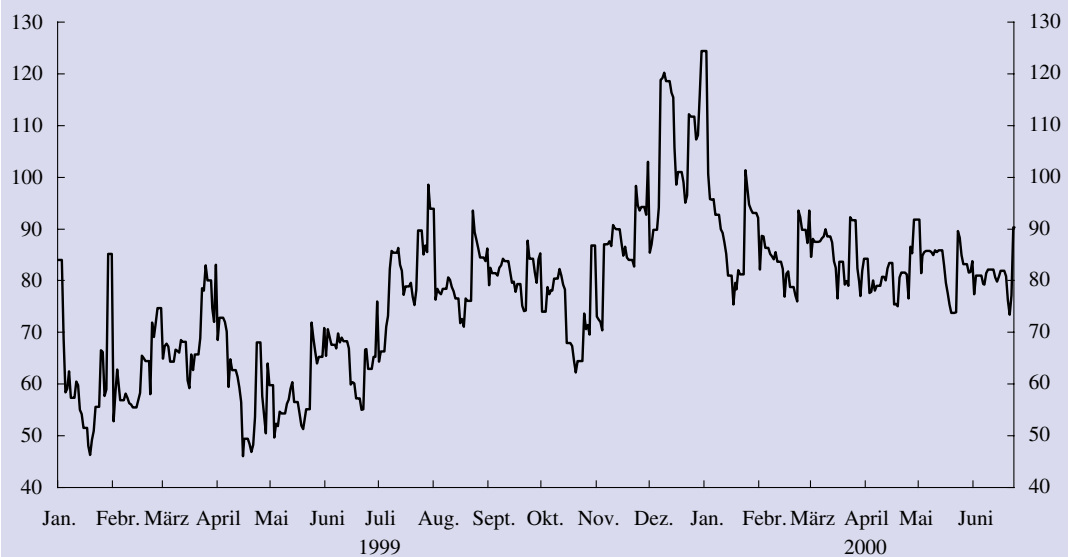
Die autonomen Faktoren stellen den weitaus größten Unsicherheitsfaktor bei der Beurteilung des zukünftigen Liquiditätsbedarfs des Bankensystems dar. Dieser Kasten liefert einen Überblick über wichtige Entwicklungen.

Die autonomen Faktoren können in vier Kategorien unterteilt werden: Nettoeinlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem, Banknotenumlauf, schwebende Verrechnungen (Netto-Float) und eine Kategorie Sonstige Faktoren, unter die unterschiedliche Bilanzposten wie etwa Währungsreserven, inländische Wertpapiere, Ausgleichsposten aus Neubewertung und Kapital und Rücklagen fallen.

In den ersten 18 Monaten der Währungsunion bewegte sich die Summe der autonomen Faktoren zwischen 45 Mrd € und 125 Mrd €, wobei der Durchschnittswert bei 78 Mrd € lag (die Zeitreihe der Tageswerte der autonomen Faktoren, die von der EZB nachträglich veröffentlicht wird, findet sich in der nachfolgenden Abbildung). In diesem Zeitraum lag die durchschnittliche tägliche Veränderung der autonomen Faktoren bei annähernd null (0,03 Mrd €). Die Standardabweichung dieser Veränderungen betrug 5,1 Mrd €. Geht man von einer Normalverteilung dieser Veränderungen aus, so kommt es statistisch gesehen an etwa fünf von 100 Tagen zu einer Veränderung der gesamten autonomen Faktoren, deren Wert sich auf insgesamt mehr als 10 Mrd € beläuft.

### Autonome Faktoren <sup>1)</sup> insgesamt

(Tageswerte; Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Zu den autonomen Faktoren zählen alle Posten der Bilanz einer Zentralbank, bei denen es sich weder um geldpolitische Geschäfte noch um Guthaben des Finanzsektors bei der Zentralbank handelt.

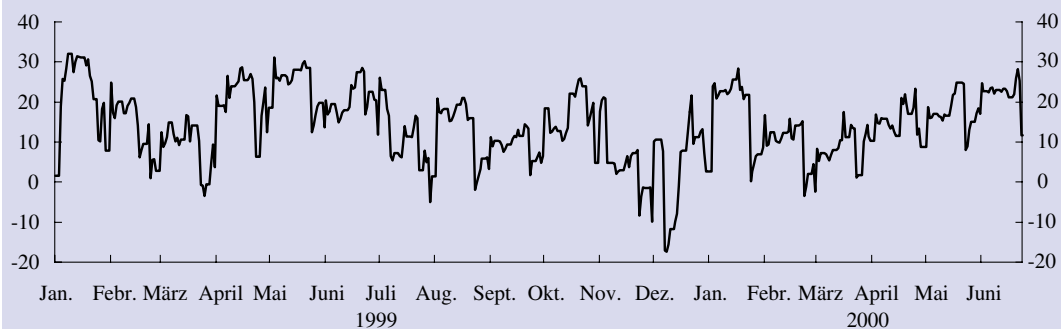
Die Schwankungen bei bestimmten Posten erschweren eine genaue Prognose der Entwicklungen bei den autonomen Faktoren. Die größte Volatilität wiesen die Nettoeinlagen der öffentlichen Haushalte auf, gefolgt vom Banknotenumlauf und den schwebenden Verrechnungen (Netto-Float). Die Standardabweichung dieser drei Posten betrug 5,0 Mrd €, 1,0 Mrd € bzw. 0,8 Mrd €.

Veränderungen bei den Einlagen der öffentlichen Haushalte berühren die Liquiditätssituation nur dann, wenn der Staat sein Haupteinlagenkonto bei der Zentralbank eingerichtet hat. Dagegen haben sie keine Auswirkungen, wenn das Einlagenkonto bei einer Geschäftsbank geführt wird. Welches der beiden Modelle in den verschiedenen Ländern verwendet wird (Einlagenkonto bei der Zentralbank oder bei einer

Geschäftsbank), hängt von den institutionellen Regelungen und der Art der Verzinsung durch die Zentralbank ab. Eine genaue Beschreibung der im Euroraum angewandten Modelle findet sich auf der Internetseite der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) und auf Seite 16 f. im Monatsbericht vom Juli 1999. In Irland und Portugal wurden im ersten Halbjahr 2000 Reformen durchgeführt, die in diesen beiden Mitgliedstaaten zu einem beträchtlichen Rückgang der Volatilität bei Einlagen der öffentlichen Hand geführt haben. Die nachfolgende Abbildung stellt die Entwicklung der Nettoeinlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem in den ersten 18 Monaten der Währungsunion dar.

### Nettoeinlagen der öffentlichen Haushalte

(Tageswerte; Mrd €)

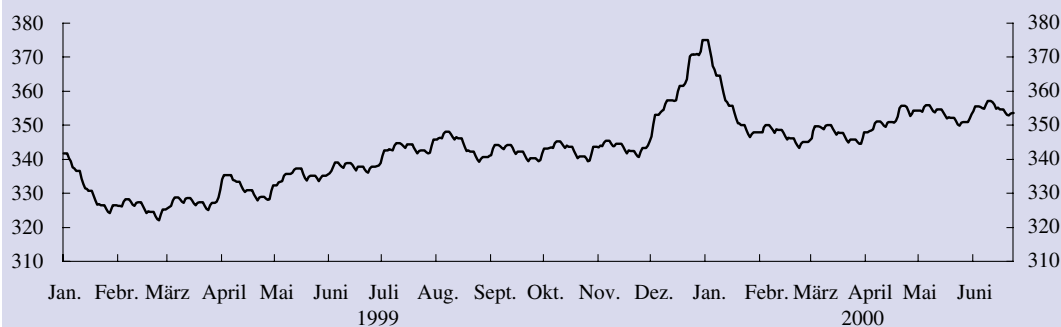


Quelle: EZB.

Der Banknotenumlauf weist ein relativ regelmäßiges wöchentliches, monatliches und jährliches Verlaufsmuster auf und steigt tendenziell an (siehe unten stehende Abbildung). Diese Regelmäßigkeiten spiegeln Gewohnheiten im Banknotengebrauch, wie etwa das Konsumverhalten, Urlaubszeiten und insbesondere die Weihnachtszeit, wider. Ein sprunghafter Anstieg war vor dem Wechsel zum Jahr 2000 zu beobachten; die Nachfrage nach Banknoten war in diesem Zeitraum deutlich höher als zur Weihnachtszeit in den Jahren zuvor. Im Januar 2000 ging sie dann wieder zurück.

### Banknotenumlauf

(Tageswerte; Mrd €)



Quelle: EZB.

Schließlich hängt die Volatilität der schwebenden Verrechnungen von der konkreten Ausgestaltung des jeweiligen Zahlungssystems ab. Im Euro-Währungsgebiet tragen nur einige wenige nationale Zahlungssysteme, nämlich diejenigen von Deutschland, Spanien und Frankreich, in größerem Maße zur Volatilität dieses Faktors bei.

#### **4 Ergebnis der ersten beiden als Zinstender abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäfte**

Die Abwicklung der ersten beiden Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die am 28. Juni und 5. Juli 2000 als Zinstender durchgeführt wurden, verlief reibungslos. Das gesamte Bietungsvolumen war etwa doppelt so hoch wie das Zuteilungsvolumen. Dieses Bietungsverhalten steht in deutlichem Kontrast zum Mengentenderverfahren. Bei den beiden Geschäften gaben zwischen 700 und 800 Kreditinstitute Gebote ab. Die Beteiligung lag damit in etwa auf dem Niveau, das bereits vorher erreicht worden war, was nahe legt, dass die Änderung des Tenderverfahrens die Teilnahme der Geschäftspartner nicht beeinflusste.

Bei beiden als Zinstender durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäften lag der marginale Zinssatz bei 4,29 %, also 4 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz von 4,25 %.

Eine genauere Beurteilung des neuen Verfahrens wird nach einem angemessenen Zeitraum möglich sein, wenn mehr Erfahrungen gesammelt wurden. Allerdings gibt es erste Anzeichen dafür, dass das Bankensystem sein Bietungsverhalten ohne Verzögerung an das neue Tenderverfahren angepasst hat.

# Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet

*Der geldpolitische Transmissionsmechanismus besteht aus verschiedenen Kanälen, über die geldpolitische Maßnahmen auf die Wirtschaft und insbesondere auf das Preisniveau wirken. Ein gutes Verständnis dieser Übertragungswege ist eine wichtige Voraussetzung für die Umsetzung einer soliden Geldpolitik, da auf diese Weise das Ausmaß und der Zeitpunkt geldpolitischer Beschlüsse so gewählt werden können, dass die Preisstabilität gewahrt wird.*

*Der nachfolgende Artikel befasst sich mit den wichtigsten Aspekten der Transmission geldpolitischer Impulse im Eurogebiet. Das Wissen über die verschiedenen Transmissionskanäle ist in jedem Fall begrenzt, da das gleichzeitige Auftreten von Schocks, technologischem und strukturellem Wandel sowie Auswirkungen von geldpolitischen Maßnahmen eine genaue Beurteilung der Wirkung monetärer Impulse erheblich erschwert. Außerdem könnte die Einführung des neuen Währungssystems im Euroraum einige wirtschaftliche Zusammenhänge geändert haben und auch weiterhin zu Änderungen führen, und in vielen Bereichen wird noch an einem statistischen und ökonometrischen Berichtsrahmen zur wirtschaftlichen Analyse des Eurogebiets insgesamt gearbeitet. In einem solchen Zusammenhang ist es wichtig, sich nicht zu stark auf ein einziges Paradigma festzulegen, sondern einen offenen und flexiblen analytischen Ansatz zu verfolgen. Dies wurde bei der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, die der Geldmenge sowie einer breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität eine herausragende Rolle beimisst, gebührend berücksichtigt. Außerdem erscheint es angesichts der erheblichen Unsicherheit hinsichtlich Wirkungsintensität und -zeitpunkt geldpolitischer Maßnahmen sinnvoll, auf eine übermäßig aktivistische Geldpolitik zu verzichten, die auf die Feinsteuerung der Preisentwicklung abzielt.*

*Üblicherweise wird der Transmissionsmechanismus in zwei Stufen unterteilt. In der ersten Stufe wirken sich Veränderungen am Geldmarkt auf die Lage am Finanzmarkt aus; dies spiegelt sich in den Preisen für Vermögenswerte sowie in den allgemeinen Liquiditätsbedingungen und Kreditkonditionen wider. In der zweiten Stufe wirken sich diese Änderungen der Finanzmarktlage wiederum auf die Ausgaben und die Preise aus. Der folgende Artikel geht der Frage nach, inwiefern die Schnelligkeit und Intensität der Übertragung geldpolitischer Impulse über die verschiedenen Kanäle in den zwei Stufen des Transmissionsprozesses von der Wirtschafts- und Finanzstruktur im Euroraum abhängen. Dabei wird die große Bedeutung der Inflationserwartungen als Bestimmungsfaktor für den Zeitpunkt und das Ausmaß geldpolitischer Effekte hervorgehoben.*

## I Einleitung

Das vorrangige Ziel der Geldpolitik des Eurosystems ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Geldpolitische Entscheidungen werden über verschiedene Wege an die Volkswirtschaft übermittelt, die alle indirekt die Entwicklung der Preise für Güter und Dienstleistungen beeinflussen. Die Kombination der verschiedenen Kanäle, über die sich monetäre Impulse – oftmals mit langer, unterschiedlicher und nicht genau vorhersagbarer Verzögerung – auf Produktion und Preise auswirken, wird als geldpolitischer Transmissionsmechanismus bezeichnet.

Die Übertragung geldpolitischer Impulse vollzieht sich generell in zwei Phasen. In der

ersten Phase wirken sich Veränderungen der Leitzinsen oder des Basisgelds auf die Lage am Finanzmarkt aus, was sich in den Marktzinsen, den Preisen für Vermögenswerte, dem Wechselkurs und den allgemeinen Liquiditätsbedingungen und Kreditkonditionen der Wirtschaft niederschlägt. In der zweiten Phase greifen diese Änderungen der Finanzmarktlage auf die nominalen Ausgaben der privaten Haushalte und der Unternehmen für Waren und Dienstleistungen über. Auf lange Sicht schlagen solche nominalen Veränderungen nicht auf den realen Sektor der Volkswirtschaft durch, sondern lediglich auf das allgemeine Preisniveau. Kurzfristig können sich Änderungen des nominalen Ausgabenflusses

jedoch durchaus auf die reale Wirtschaftsentwicklung auswirken. In welchem Maße dies geschieht, hängt vom Grad der nominalen Preisrigiditäten und, allgemeiner, von der Flexibilität der Volkswirtschaft ab. Zudem gibt es noch direktere Transmissionskanäle, insbesondere den Einfluss geldpolitischer Maßnahmen auf die Inflationserwartungen, die sich direkt auf die Preisgestaltung auswirken können.

Die Analyse und Überwachung der verschiedenen monetären Übertragungswege wird von zwei Faktoren erschwert. Erstens entwickeln sich die geldpolitischen Transmissionsmuster in Reaktion auf Veränderungen des Wirtschaftsverhaltens und der institutionellen Struktur ständig weiter. Auf Grund der strukturellen Veränderungen, die sich derzeit – insbesondere im Finanzsektor – unter anderem infolge der Einführung des Euro und der einheitlichen Geldpolitik vollziehen, dürfte dies gegenwärtig in besonderem Maße auf das Eurogebiet zutreffen. Außerdem können auch andere Kräfte, etwa der technologische Wandel oder demographische Verschiebungen, die volkswirtschaftlichen Abläufe deutlich abändern. Der Transmissionsmechanismus ist also mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

Zweitens sollte berücksichtigt werden, dass monetäre Impulse nicht in einem isolierten Umfeld wirken. Kurzfristige Preisentwicklungen im Euroraum werden neben der Geldpolitik auch von einer Vielzahl anderer inländischer und externer Faktoren beeinflusst. So wirkte sich beispielsweise der rasche Ölpreisanstieg in der zweiten Jahreshälfte 1999 und den ersten Monaten des Jahres 2000 deutlich auf die Inflation – gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) – aus. Die Zentralbank muss zwischen den Auswirkungen solcher Schocks und anderen Faktoren sowie dem Einfluss ihrer eigenen Geldpolitik unterscheiden. Das gleichzeitige Auftreten externer Schocks, technologischen und strukturellen Wandels und der Transmission geldpolitischer Maßnahmen bedeutet für die

Zentralbank eine erhebliche Unsicherheit bei der Unterscheidung der Wirkung monetärer Impulse.

Ein besseres Verständnis der verschiedenen Übertragungswege kann auf verschiedene Weise dazu beitragen, die Durchführung der Geldpolitik zu verbessern. Auf Grund der Verzögerungen im monetären Transmissionsmechanismus muss die Geldpolitik zukunftsgerichtet sein. Dieser vorausschauende Charakter wird in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems betont (siehe beispielsweise den Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Januar 1999). Die Kenntnis der Verzögerungsstruktur und der Stärke des Transmissionsmechanismus macht es möglich, Zeitpunkt und Umfang von Zinsentscheidungen so abzustimmen, dass die künftige Inflation im Zaum gehalten werden kann. Dieses Wissen ist ebenfalls erforderlich, um beurteilen zu können, inwiefern noch Auswirkungen vorangegangener geldpolitischer Beschlüsse ausstehen.

Außerdem lässt sich durch ein besseres – wenn auch zwangsläufig unvollständiges – Verständnis der verschiedenen Übertragungswege leichter beurteilen, welche Indikatoren sinnvollerweise zur Beurteilung der geldpolitischen Ausrichtung herangezogen werden sollten. Beispielsweise lässt die Tatsache, dass das Eurogebiet eine große, relativ geschlossene Volkswirtschaft darstellt, vermuten, dass dem Wechselkurskanal im geldpolitischen Transmissionsmechanismus weniger Bedeutung zukommen dürfte als in kleineren Volkswirtschaften mit einer hohen Außenhandelsquote. Hingegen deutet die Erkenntnis, dass die Entwicklung der weit gefassten Geldmengenaggregate eine hohe Prognosekraft im Hinblick auf die zukünftige Inflation hat, darauf hin, dass die Geldmenge bei der Transmission geldpolitischer Impulse im Eurogebiet durchaus eine Rolle spielt. Solche Erkenntnisse waren bei der Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie des Eurosystems von Bedeutung.

## 2 Inflation als monetäres Phänomen: Die Rolle der Geldmenge und der Kreditvergabe

Es herrscht weitgehend Übereinstimmung darüber, dass die Inflation letztendlich ein monetäres Phänomen ist. Es kann nur dann zu einem nachhaltigen Inflationsanstieg bzw. -rückgang kommen, wenn dieser durch Veränderungen des Geldmengenwachstums verursacht oder akkommodiert wird. Der langfristige Zusammenhang zwischen Geldmenge und Preisentwicklung liegt fast allen theoretischen Modellen zu Grunde und ist über eine Vielzahl von Dimensionen hinweg (nach Ländern, im Zeitverlauf, nach geldpolitischen Systemen und für verschiedene Geldmengenaggregate) fest empirisch fundiert.

Der Zusammenhang zwischen Geldmenge, Preisniveau und Produktion kann am besten anhand der so genannten Quantitätsgleichung verdeutlicht werden. Dabei wird die Geldmenge mit den Preisen, der Produktion und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes (der umgekehrten Relation von Geldmenge zu no-

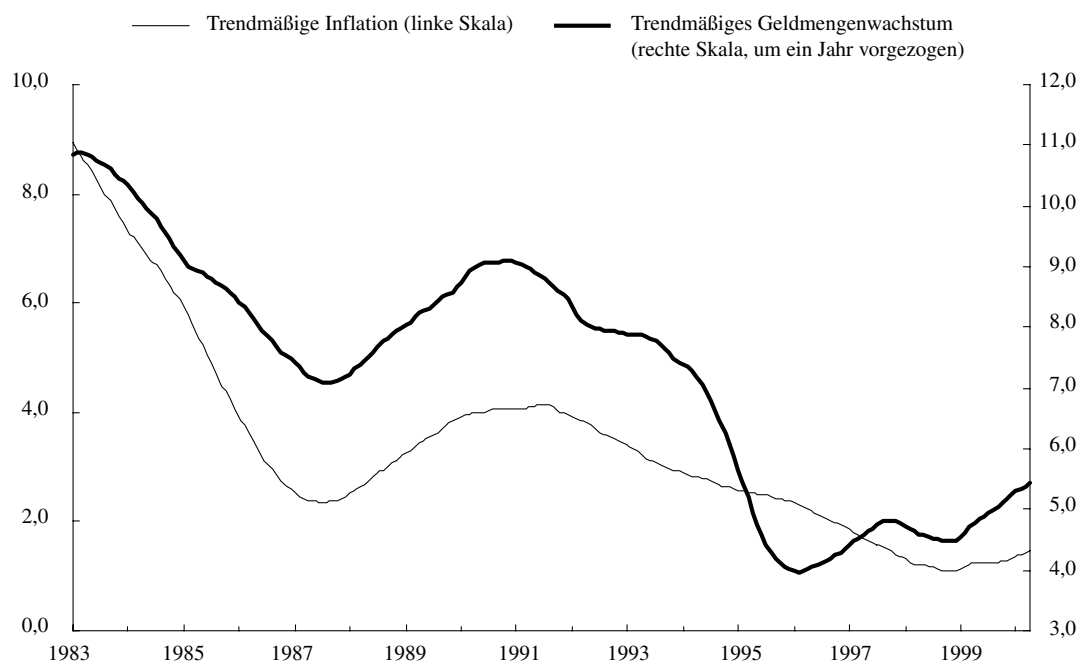
minalem Einkommen) in Beziehung gesetzt. Auf lange Frist ist sowohl die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit als auch der Produktion vom Geldmengenwachstum unabhängig. Aus diesem Grund geht eine übermäßige, anhaltende Ausweitung der Geldmenge in der Regel mit einer nachhaltigen Inflation einher. Die Quantitätsgleichung bildet die Grundlage für die Berechnung des Referenzwerts des Eurosystems für das Wachstum der Geldmenge M3 (nähere Informationen hierzu finden sich im Artikel „Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Februar 1999). Abbildung I verdeutlicht den engen Zusammenhang zwischen der geglätteten Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert und der Inflationsrate im Eurogebiet.

Die Brauchbarkeit der Geldmenge als Maßstab für den Inflationsdruck hängt kurz- bis

### Abbildung I

#### Trendverlauf des Geldmengenwachstums und der Inflation im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Anmerkung: Das trendmäßige Geldmengenwachstum entspricht dem gleitenden 24-Monats-Durchschnitt der jährlichen Veränderungsrate von M3. Die trendmäßige Inflation ist definiert als der gleitende 24-Monats-Durchschnitt der jährlichen Veränderungsrate der Verbraucherpreise (bis Januar 1996 VPI, danach HVPI).



mittelfristig offensichtlich von der Vorhersagbarkeit der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes oder, anders ausgedrückt, von der Stabilität der geschätzten Geldnachfragefunktionen ab. Standardformulierungen zur Abbildung der Geldnachfrage setzen Geldmengenaggregate zur Produktion, zum Preisniveau und anderen makroökonomischen Variablen wie etwa den Nominalzinsen in Beziehung. Zwar ging der Wechsel zum neuen Währungssystem mit Unsicherheiten einher, doch weisen die verfügbaren Daten darauf hin, dass im Euroraum eine solche stabile Geldnachfragerelation existiert. In der Tat scheint die Abweichung der tatsächlichen Geldbestände von dem Niveau, das sich anhand solcher Relationen errechnen ließe, Vorlaufeigenschaften in Bezug auf die künftige Inflation zu besitzen. Sie scheint in dieser Hinsicht, besonders auf längere Sicht, sogar unter Umständen besser geeignet zu sein als die eher traditionellen Indikatoren wie die verschiedenen Messgrößen der Produktionslücke.

Wie bereits erwähnt vollzieht sich die Übertragung geldpolitischer Impulse an die Wirtschaft über eine komplexe Kombination verschiedener, oftmals miteinander verflochtener Kanäle, wobei es sowohl bei den Preisen als auch den Mengen zu Anpassungen kommt. Über die genaue Rolle von Geld und Kredit bei diesen Transmissionsprozessen herrschen noch geteilte Meinungen. Einige Wirtschaftswissenschaftler lehnen eine aktive Rolle der Geldmenge ab: Sie sind der Ansicht, dass monetäre Impulse in erster Linie über die Zinsen und andere Finanzmarktpreise sowie über ihre Wirkung auf Ausgaben und Inflation übertragen werden. Dieser Theorie zufolge würden Geld und Kredit lediglich eine passive Rolle spielen, während die Banken ihre Forderungen und Verbindlichkeiten ausweiten bzw. zurückfahren, um auf Nachfrageände-

rungen zu reagieren. Demnach wären Geldmengen- und Kreditindikatoren lediglich als Informationsvariablen sinnvoll, das heißt insofern, als sie beispielsweise Vorabinformationen zu Veränderungen der nominalen Ausgaben liefern, weil sie früher verfügbar sind. Eine andere These geht davon aus, dass der Vorgang der Geld- und Kreditschöpfung, der mit dem Basisgeld (einschließlich des Bargeldumlaufs und der Zentralbankeinlagen der Finanzinstitute) beginnt, eine aktive kausale Rolle bei der Transmission monetärer Impulse spielt. Nach dieser Theorie wird eine übermäßige Geldschöpfung nicht unmittelbar durch Veränderungen der Finanzmarktpreise ausgeglichen und kann folglich direkt auf die Ausgaben durchschlagen, wenn die Banken, Verbraucher und Unternehmen ihre Bilanzen nach und nach anpassen, um die gewünschte Geldhaltung zu erzielen.

Angesichts der verfügbaren empirischen Belege kann die These, dass die Geldschöpfung eine aktive Rolle im Transmissionsprozess spielt, weder definitiv bestätigt noch ohne weiteres zurückgewiesen werden. Andererseits lässt sich eine strukturelle Rolle der Geldmenge nicht so einfach in die traditionelleren makroökonomischen Modelle integrieren, denen zufolge in erster Linie durch Ungleichgewichte an den Güter- und Arbeitsmärkten Druck auf die Preise und Löhne ausgeübt wird. Durch die geldpolitische Strategie des Eurosystems, in der der Geldmenge und der breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung eine herausragende Rolle zukommt, wird gewährleistet, dass beide Paradigmen gebührend berücksichtigt werden, während gleichzeitig auf einige der fundamentalen Unsicherheiten in Bezug auf die geldpolitische Transmission eingegangen wird.

### 3 Die Bedeutung von Erwartungen und die stabilitätsorientierte Strategie

Bei der Analyse des geldpolitischen Transmissionsmechanismus kann die Bedeutung der Erwartungsbildung der verschiedenen Wirtschaftsakteure nicht genug betont werden. Die Rolle der Erwartungen ergibt sich aus ihrem Einfluss auf das tatsächliche Verhalten der Wirtschaftsakteure. Private Haushalte und Unternehmen müssen in der Regel Entscheidungen treffen, die sich in der Zukunft auswirken werden. So müssen beispielsweise private Haushalte entscheiden, wie viel sie konsumieren und wie viel sie sparen wollen, und legen damit ihre künftigen Konsummöglichkeiten fest. Unternehmen müssen Investitionsentscheidungen treffen und damit ihre künftige Produktionskapazität beschließen. Arbeitnehmer bzw. ihre Vertreter handeln mit den Arbeitgebern die künftige Lohnentwicklung aus und entscheiden damit über die zukünftigen Einkommen bzw. Kosten. Insgesamt treffen die Wirtschaftssubjekte zukunftsgerichtete Entscheidungen über die Richtung und das Ausmaß ihres Handelns und legen dabei ihre Erwartungen im Hinblick auf die künftige Inflation und die allgemeine Wirtschaftsentwicklung zu Grunde.

Die Schlüsselrolle von Erwartungen für die verschiedenen Wirtschaftsabläufe hat mehrere bedeutende Konsequenzen für den monetären Transmissionsmechanismus und die Geldpolitik allgemein. Erstens leistet die geldpolitische Strategie des Eurosystems mit ihrer Ausrichtung auf die mittelfristige Preisstabilität einen wichtigen Beitrag dazu, die Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau zu halten. Denn Veränderungen der Inflationserwartungen können sich über ihren direkten Einfluss auf die Preisgestaltung erheblich auf die künftige Inflationsentwicklung auswirken. Erwartungen spielen beispielsweise an den Arbeitsmärkten eine wichtige Rolle, wo die Löhne mit Blick auf die künftige Entwicklung verhandelt werden, wie dies im Eurogebiet recht üblich ist. In der geldpolitischen Strategie des Eurosystems nimmt die

genaue Definition der Preisstabilität eine zentrale Stellung ein, da sie den Wirtschaftsakteuren hilft, zukunftsgerichtete Entscheidungen hinsichtlich ihrer Inflationserwartungen zu treffen.

Zweitens hängen die Auswirkungen eines Zinsschritts der EZB auf die Finanzmärkte und die Gesamtwirtschaft davon ab, ob diese geldpolitische Maßnahme erwartet wurde, und ganz allgemein davon, wie sie die Erwartungen in Bezug auf künftige Zinsbeschlüsse und die künftige Wirtschafts- und Inflationsentwicklung beeinflusst. Da Erwartungen in der Regel schwierig zu messen sind und sich noch schwerer vorhersagen lässt, wie sie auf Änderungen reagieren werden, wird die Analyse des Transmissionsmechanismus zusätzlich erschwert.

Drittens folgt aus der Schlüsselrolle, die die Erwartungen einnehmen, dass das geldpolitische Umfeld, in dem ein Zinsschritt vorgenommen wird, neben der Höhe und dem Zeitpunkt des Zinsbeschlusses wichtig für die Erklärung seiner Auswirkungen ist. Auch hier kann der Einfluss der geldpolitischen Strategie des Eurosystems und ihrer Glaubwürdigkeit auf die Erwartungsbildung als Teil des allgemeinen monetären Transmissionsprozesses aufgefasst werden. Wenn die Finanzmärkte und die Wirtschaftsteilnehmer allgemein die geldpolitischen Ziele und die Zinspolitik zur Erreichung dieser Ziele verstehen, werden sie Zinsschritte weitgehend vorwegnehmen und damit die Aufgabe der Zentralbank erleichtern. So werden beispielsweise die Anleihemärkte automatisch eine Anhebung der Leitzinsen in nominaler und realer Rechnung vorwegnehmen, wenn es Anzeichen eines Inflationsdrucks gibt. Der daraus resultierende Anstieg der kurz- und mittelfristigen Marktzinsen übt dann einen kontraktiven Effekt auf die Wirtschaft aus, was der Zentralbank bei der Wahrung der Preisstabilität hilft.

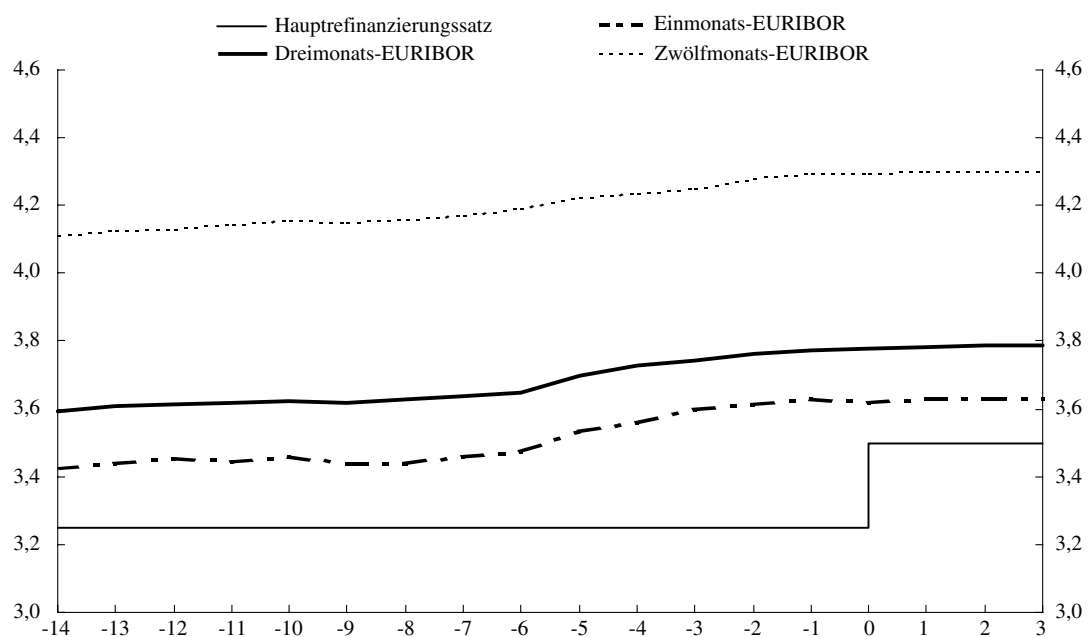
## 4 Änderungen des Hauptrefinanzierungssatzes und ihre Folgen für die Märkte für Finanz- und Vermögenswerte

Am Anfang der Wirkungskette geldpolitischer Impulse im Euro-Währungsgebiet stehen Änderungen der EZB-Zinssätze, das heißt der Zinsen für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und für die ständigen Fazilitäten, und deren Auswirkungen auf den Geldmarkt. Andere Zinsen, der Wechselkurs und die Preise für Vermögenswerte passen sich den neuen Geldmarktbedingungen mit unterschiedlicher zeitlicher Verzögerung an. Des Weiteren können sich daraus auch Änderungen bei den preisunabhängigen Bedingungen, wie beim Kreditangebot an den Kreditmärkten, ergeben. Das Ausmaß, die Zielrichtung und der Zeitpunkt dieser Anpassungen hängen in der Regel von der Finanzmarktstruktur und den wirtschaftlichen Besonderheiten der Marktteilnehmer ab. So wirken sich insbesondere die Wettbewerbslage, die Marktliquidität und die Arbitragemöglichkeiten im Hinblick auf unterschiedliche Finanzinstrumente direkt auf die Beziehungen zwischen den Märkten für Finanz- und Vermögenswerte aus.

Bevor im Einzelnen auf diese durch geldpolitische Maßnahmen herbeigeführten Änderungen der Finanzmarktbedingungen eingegangen wird, ist auf zwei Herausforderungen hinzuweisen, denen sich jede empirische Untersuchung der Transmissionskanäle gegenübersehen muss. Zum einen ändert sich die Lage am Finanzmarkt zum Teil bereits vor und nicht erst nach den geldpolitischen Entscheidungen, wenn diese allgemein erwartet wurden. Dies wird aus Abbildung 2 deutlich, die auf die durchschnittliche Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktzinsen vor den Zinsschritten am 3. Februar, 16. März und 27. April 2000 abstellt. An diesen Tagen hob der EZB-Rat den Hauptrefinanzierungssatz um jeweils 25 Basispunkte an. Es zeigt sich, dass sich die Geldmarktsätze bereits einige Tage vor dem Zinsbeschluss ihrem neuen Niveau annäherten und sich kaum noch änderten, als die Zinsentscheidung gefallen war. Daran wird deutlich, dass die Märkte die Zinserhöhung weitgehend vorweggenommen hatten und die

**Abbildung 2**  
Durchschnittliche Zinsentwicklung vor und nach EZB-Zinsschritten

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Am Tag 0 wird der Hauptrefinanzierungssatz um 25 Basispunkte angehoben. Die dargestellten Zinsen sind die Durchschnittssätze 14 Tage vor bis 3 Tage nach der Erhöhung um jeweils 25 Basispunkte vom 3. Februar, 16. März und 27. April 2000.

Geldmarktsätze daher bereits vor und nicht erst nach dem Zinsschritt stiegen. Zum anderen werden bei einer stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie Maßnahmen in der Regel als Reaktion auf wirtschaftliche Entwicklungen, die mit Risiken für die Preisstabilität verbunden sind, ergriffen. Natürlich sind auch die Finanzmärkte von diesen wirtschaftlichen Schocks betroffen. Es fällt daher oft sehr schwer, die Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen von den direkten Folgen dieser ökonomischen Schocks für die Finanzmärkte und die Gesamtwirtschaft zu unterscheiden.

Nach einer Änderung der Konditionen am Geldmarkt führen Arbitragemöglichkeiten normalerweise zu einer raschen Angleichung der Preise für andere Finanz- und Vermögenswerte. Da die Erwartungen jedoch eine bedeutende Rolle spielen, lässt sich das Ausmaß und selbst die Richtung dieser Auswirkungen nach einer Leitzinsänderung nicht eindeutig abschätzen.

So geht zum Beispiel die Erwartungstheorie hinsichtlich der Zinsstrukturentwicklung davon aus, dass die längerfristigen Nominalzinsen ungefähr dem Durchschnitt aus den gegenwärtigen und den während der Laufzeit einer längerfristigen Anlage erwarteten künftigen Kurzfristzinsen entsprechen. Somit hängt der Einfluss einer unerwarteten Änderung der gegenwärtigen Kurzfristzinsen auf die längerfristigen Zinsen davon ab, wie sich diese Änderung auf die erwartete künftige Entwicklung der kurzfristigen Nominalzinsen auswirkt. Wenn erwartet wird, dass die Änderung anhaltender Natur ist, werden sich die längerfristigen Zinsen in der Regel in dieselbe Richtung bewegen. Wird dagegen eine baldige Umkehr der Änderung angenommen, werden die längerfristigen Zinsen möglicherweise kaum reagieren oder können sogar sinken, wenn der Zinsschritt zu niedrigeren Inflationserwartungen führt. Infolge korrigierter Erwartungen in Bezug auf die künftige Entwicklung der Kurzfristzinsen hat sich der Verlauf der Zinsstrukturkurve im Euroraum seit Anfang 1999 erheblich verändert (siehe den Artikel „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“ im Monatsbericht vom Mai 2000).

Eine Determinante von Erwartungsänderungen nach Zinsbeschlüssen ist die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik selbst. Wenn angenommen wird, dass die Zentralbank rechtzeitig Maßnahmen zur Wahrung der Preisstabilität ergreift, ändern sich die Inflationserwartungen und damit auch die in Zukunft erwarteten Nominalzinsen möglicherweise kaum. Daher werden die Langfristzinsen relativ stabil bleiben. So ist die Sensitivität der Langfristzinsen gegenüber einer unerwarteten Leitzinsänderung in der Regel in Ländern mit geringen und stabilen Teuerungsraten niedriger als in Ländern mit hohen und schwankenden Inflationsraten. Ferner können die längerfristigen Zinsen auch andere Elemente wie Liquiditäts- und Inflationsprämien enthalten, die sich im Zeitablauf oder auf Grund geldpolitischer Maßnahmen ändern können.

Eine weitere Arbitragebedingung ist die so genannte ungedeckte Zinsparität, die einen Zusammenhang zwischen der Differenz der Nominalzinsen in den verschiedenen Währungen und ihren nominalen Wechselkursen herstellt. Dieser Bedingung zufolge entspricht das Gefälle zwischen den inländischen und ausländischen Zinsen ungefähr der erwarteten Abwertung des Wechselkurses innerhalb der Anlagedauer, sodass ein Anleger davon ausgehen könnte, dass der Ertrag seiner Anlage in den verschiedenen Währungen gleich hoch ausfallen wird. Auch dieser Zusammenhang dürfte nur näherungsweise zutreffen, weil das Wechselkursrisiko, Liquiditätsaufschläge und sonstige Prämien zu Abweichungen von den erwarteten Zinsen führen können. In der Praxis kann die Theorie der ungedeckten Zinsparität empirisch nicht stichhaltig belegt werden, wenn sie in Verbindung mit der Hypothese der rationalen Erwartungen am Devisenmarkt getestet wird. Normalerweise hängt die tatsächliche Auswirkung von Änderungen der Kurzfristzinsen auf den Wechselkurs davon ab, in welchem Ausmaß die Erwartungen hinsichtlich künftiger Zinsänderungen und andere wirtschaftliche Variablen betroffen sind.

Und schließlich können sich Änderungen der Marktzinsen auch auf den Marktwert von Wertpapieren und Sachwerten wie Aktien, Anleihen und Immobilien auswirken. Die Arbitragebedingungen setzen den Wert der Wertpapiere und Sachwerte mit den abgezinsten künftigen Einnahmen daraus gleich. So kann zum Beispiel der Wert einer Aktie als der gegenwärtige abgezinste Wert künftiger Dividendenzahlungen betrachtet werden, die wiederum von den zukünftigen Gewinnen des Unternehmens abhängen. Daher könnte sich eine Zinsanhebung über zwei verschiedene Kanäle auf die Preise für Vermögenswerte auswirken. Die Transmission erfolgt zum einen über den intertemporalen Diskontsatz. Bei steigenden Zinsen werden die künftigen Geldströme mit einem höheren Satz abgezinst, was den gegenwärtigen abgezinsten Wert verringert. Zum anderen wirken sich die höheren Zinsen auf die künftigen Erträge aus. Dies betrifft vor allem Aktien. Eine Zinsanhebung führt zu höheren finanziellen Aufwendungen der Unternehmen und kann die Nachfrage nach ihren Produkten beeinträchtigen, was in der Regel Gewinneinbußen nach sich zieht. Dieser geringere Gewinn wirkt sich auch negativ auf die Aktienkurse aus. Gehen die Gewinneinbußen mit einem höheren Risiko von Zahlungsausfällen einher, könnten auch die Risikoprämien für Anleihen steigen. Wie oben erläutert, kann eine Leitzinserhöhung jedoch auch zu einem Rückgang der Inflationsprämien und der längerfristigen Zinsen beitragen, was sich günstig auf den Marktwert von Wertpapieren und Vermögenswerten auswirken könnte.

### **Transmission über den Bankensektor**

Die Geldmarktzinsen beeinflussen schließlich auch die gesamte Bandbreite der Kredit- und Einlagenzinsen im Kundengeschäft der Banken. Diese Zinsen sind die Preise für die intertemporale Mittelanlage oder -aufnahme für viele Wirtschaftsteilnehmer. Die Kreditaufnahme und -gewährung erfolgt im Euroraum nach wie vor überwiegend über den MFI-Sektor. Ende 1999 beliefen sich die ausstehenden Kredite der MFIs an Unternehmen im

Euro-Währungsgebiet auf 45,2 % des BIP. Der Umlauf an Schuldverschreibungen von Unternehmen machte 7,4 % des BIP aus, während die Schuldverschreibungen des Unternehmenssektors in den Vereinigten Staaten Ende 1999 29 % des BIP erreichten. Im Jahr 1999 lag der Anteil der Summe der Bankaktiva am BIP im Euroraum bei 175,4 % verglichen mit 98,8 % in den Vereinigten Staaten.

Das Durchwirken der Geldmarktzinsen auf die Zinsen im Kundengeschäft der Banken hängt von dem Zusammenspiel zwischen Angebot und Nachfrage bei Krediten und Einlagen sowie von der Struktur der Bankenmärkte ab. Die Angleichung der Zinsen im Kundengeschäft wird von mehreren strukturellen Faktoren beeinflusst, wie zum Beispiel dem Wettbewerb im Finanzdienstleistungssektor, den Präferenzen in Bezug auf die Laufzeiten von Krediten und Einlagen oder der Anpassungsfähigkeit der Zinsen, verschiedenen Risikoaufschlägen und den Verwaltungskosten der tatsächlichen Durchführung der Zinsänderung. Abbildung 3 zeigt, dass sich die Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Euroraum im Allgemeinen recht stark an die Geldmarktsätze anlehnen, dabei jedoch weniger starken Schwankungen unterworfen sind.

Das Durchwirken der Geldmarktzinsen auf die Kredit- und Einlagenzinsen der Banken vollzieht sich schrittweise. Oft sind die Auswirkungen von Geldmarktzinsänderungen auf die Kreditzinsen und auf die Einlagenzinsen miteinander verwoben. Eine Bank, die bei der Hereinnahme von Termineinlagen kaum Konkurrenz hat, kann es sich leisten, eine Erhöhung der Geldmarktzinsen erst später in Form einer höheren Verzinsung der Termineinlagen an ihre Kunden weiterzugeben. Ferner steht eine solche Bank weniger unter Druck, die Kreditzinsen zu erhöhen, als eine Bank, deren Refinanzierungskosten proportional zu den Änderungen der Geldmarktsätze gestiegen sind. Die Erfahrung in Europa und anderen Ländern hat nicht nur gezeigt, dass die Bankzinsen zögerlich angeglichen werden, sondern auch, dass das Anpassungstempo bei Zinserhöhungen und Zinssenkungen unterschiedlich ist. Nicht vollständige Konkurrenz

**Tabelle I****Eckdaten zum Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten***(in % des BIP von 1999)*

<b>BIP-Verwendungskomponenten</b>	Euro-Währungsgebiet	Vereinigte Staaten
Private Konsumausgaben	56,8	67,6
Konsumausgaben des Staats	20,1	14,4
Bruttoanlageinvestitionen	20,7	20,3
Exporte	16,9	10,8
Importe	15,4	13,5
<b>Finanzmärkte</b>		
Börsenkapitalisierung	90,2	179,8
Schuldverschreibungen	98,8	166,2 <sup>1)</sup>
<i>darunter, nach Emittentengruppen:</i>		
Staat	54,9	48,4
Banken <sup>2)</sup>	36,4	46,8
Unternehmen	7,4	29,0
Bankaktiva <sup>3)</sup>	175,4	98,8
<i>darunter:</i>		
Kredite an öffentliche Haushalte	13,5	...
Unternehmenskredite	45,2	12,6
Wohnungsbaukredite	27,8	24,6
Sonstige Kredite an private Haushalte	16,7	8,6

*Quellen: Finanzierungsrechnungen von EZB, BIZ, Eurostat und der amerikanischen Notenbank.**1) Umfasst auch Schuldverschreibungen von öffentlich geförderten Unternehmen und Hypotheken-Pools mit öffentlichem Bezug (42 % des BIP).**2) Im Euroraum MFIs ohne Eurosystem, in den Vereinigten Staaten alle Finanzinstitute.**3) Im Euroraum MFIs ohne Eurosystem, in den Vereinigten Staaten Geschäftsbanken, Sparkassen, Genossenschaftsbanken und Geldmarktfonds.**Auf Grund von Erhebungsunterschieden sind die Angaben für das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten nicht vollständig vergleichbar.*

auf den Märkten könnte es Banken ermöglichen, durch diese Zinsgestaltung von Änderungen des allgemeinen Zinsniveaus zu profitieren.

Einige Ökonomen messen dem Kreditangebot eine besondere Bedeutung für den Transmissionsprozess bei. Steigende Kurzfristzinsen gehen in der Regel mit einer geringeren Zunahme der täglich fälligen Einlagen einher. Dies kann dazu führen, dass Banken ihr Kreditangebot zurückfahren, insbesondere dann, wenn sie diese Einlagen nicht problemlos durch andere Verbindlichkeiten ersetzen können. Auf Banken angewiesene Kreditnehmer, wie zum Beispiel kleine und mittelständische Unternehmen und private Haushalte, könnten dann in ihren Kreditaufnahmemöglichkeiten stark eingeschränkt werden. Aus empirischer Sicht ist es jedoch auf Grund der gleichzeitigen Veränderungen der Kreditnachfrage und des Kreditangebots keine leichte Aufga-

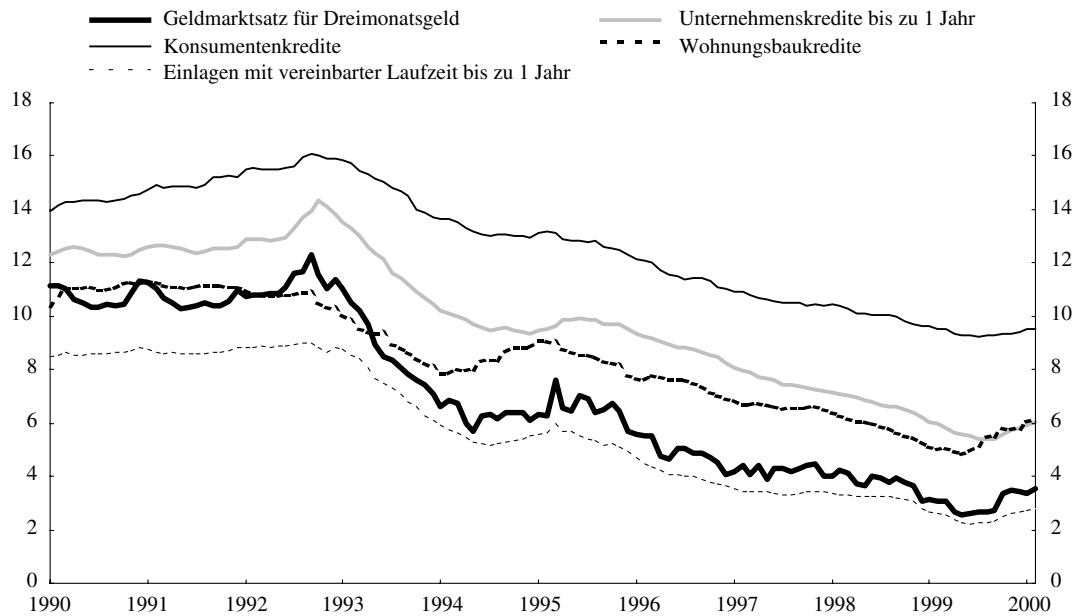
be, die unterschiedlichen Wirkungsabläufe zu erkennen. Es bleibt daher unklar, ob die Geldpolitik das Kreditangebot der Banken maßgeblich beeinflussen kann.

Da der Finanzsektor im Euroraum zurzeit eine tief greifende Umstrukturierung erfährt, dürfte auch bei den auf Zinsentscheidungen folgenden Angleichungen im Kundengeschäft der Banken ein Wandel zu erwarten sein. In einigen Bereichen ist die Disintermediation der Banken, das heißt die zunehmende Verdrängung des Bankensektors als Finanzvermittler durch die Direktfinanzierung insbesondere über die Finanzmärkte, bereits weit fortgeschritten. So werden beispielsweise Ersparnisse mehr und mehr in Investmentfonds angelegt. Vor allem die Entwicklung der Geldmarktfonds spornt die Banken an, höhere Zinsen auf traditionelle Einlagen zu bieten und die Einlagenzinsen schneller an die Geldmarktsätze anzupassen.

### Abbildung 3

## Geldmarktsätze und Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a., Monatswerte)



Quelle: EZB.

Insgesamt sorgt der zunehmende Wettbewerb in jedem Teilbereich des Finanzdienstleistungssektors für eine effizientere Preisgestaltung der Banken im Euro-Währungsgebiet hinsichtlich ihrer gesamten Produktpalette. Die Zinsspannen bei Bankeinlagen sind in den Neunzigerjahren zurückgegangen. Das Angebot an Unternehmenskrediten hat nun Konkurrenz durch die Ausweitung des Markts für Unternehmensschuldverschreibungen bekom-

men. Der Wettbewerb nimmt jedoch auch in Bereichen zu, in denen die Banken vor allem untereinander konkurrieren, wie zum Beispiel im Hypothekarkreditgeschäft. Sowohl die Disintermediation als auch die Rationalisierungswelle im europäischen Bankensektor dürften dazu führen, dass die Banken Veränderungen der Marktbedingungen weitaus schneller als bisher an ihre Kunden weitergeben.

## 5 Veränderungen an den Märkten für Finanz- und Vermögenswerte und ihre Folgen für die Ausgabenentwicklung

Die vorstehend erörterten Veränderungen der Finanzmarktkonditionen führen mit zeitlicher Verzögerung zu Änderungen der nominalen Ausgaben. Bei vollständig flexiblen Preisen wären keine Veränderungen der realen Ausgaben zu erwarten. Im Allgemeinen passen sich die Preise aber nur allmählich an. Da die Inflationserwartungen diese langsame Anpassung berücksichtigen, führen nominale Veränderungen der Finanzmarktkonditionen kurzfristig zu realen Veränderungen. Insbesondere bei konstanten kurzfristigen Inflationserwartungen bedeutet eine Änderung des nominalen Zinssatzes eine Veränderung des kurzfristigen realen Zinssatzes.

Nicht alle Ausgabenkomponenten sind gleichermaßen betroffen, und die Wirkungen könnten über einen gewissen Zeitraum verteilt sein. Umfang und Zeitpunkt der Ausgabenveränderungen hängen weitgehend von der finanziellen und ökonomischen Struktur der Wirtschaft ab. Darüber hinaus beeinflussen auch andere Faktoren, beispielsweise Verschiebungen in der Auslandsnachfrage, Staatsausgaben und Veränderungen bei den erwarteten Gewinnen und Löhnen, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und erschweren damit Rückschlüsse auf die Bedeutung der Stärke und des Ausmaßes der verschiedenen Faktoren.

### Kapitalkosteneffekte

Die Realzinsen sind ein wichtiger Bestimmungsfaktor der Kapitalkosten. Steigt beispielsweise der reale Zinssatz für Bankkredite oder Anleihen, so erhöhen sich die über Bankkredite oder Anleihen finanzierten Lagerhaltungskosten bzw. Anlageinvestitionskosten der Unternehmen und die Rentabilität von Investitionen sinkt. Außerdem wird es attraktiver, Investitionen zurückzustellen, bis die Realzinsen zurückgehen. Steigende Realzinsen wirken sich somit in der Regel – ceteris paribus – negativ auf die Unternehmensinvestitionen aus. Empirisch ist dieser Zusam-

menhang allerdings wegen der prozyklischen Schwankungen der Realzinsen schwer nachzuweisen. Wie stark und mit welcher zeitlichen Verzögerung sich Zinsänderungen auswirken, ist von Branche zu Branche verschieden. Kapitalintensive Branchen beispielsweise, die umfangreiche Investitionen benötigen, dürften davon stärker betroffen sein als weniger kapitalintensive Dienstleistungsbereiche.

Solche Kapitalkosteneffekte können auch die Ausgaben der privaten Haushalte für Gebrauchsgüter wie Pkw und Wohneigentum stark beeinflussen. Oft werden solche Güter teilweise durch Konsumenten- oder Hypothekarkredite finanziert. Ferner wirken sich Realzinsänderungen auf den Ertrag von Ersparnissen aus. So wird durch einen Zinsrückgang das Sparen weniger attraktiv, und dies kann die privaten Haushalte veranlassen, mehr zu konsumieren. Es zeigt sich aber, dass solche intertemporalen Substitutionseffekte zwischen Konsum und Ersparnis insgesamt eher gering sind.

Da keine einheitliche Datenreihen zu verschiedenen Arten von Konsum- und Investitionsausgaben für den Euroraum vorliegen, ist eine systematische Beurteilung der Reaktion verschiedener Ausgabenkategorien auf geldpolitische Impulse nicht möglich. Ökonometrische Berechnungen für einen großen Kreis von Ländern deuten darauf hin, dass Investitionen, die sehr viel empfindlicher auf Veränderungen der Kapitalkosten reagieren dürften, zinsabhängiger sind als der Konsum.

### Einkommenseffekte

Eine Zinsänderung beeinflusst auch die Zins Einkünfte von Gläubigern und die Zinszahlungen von Schuldern. Wie in den meisten Volkswirtschaften sind auch im Eurogebiet die privaten Haushalte in der Regel Nettogläubiger, während der Staats- und der Unternehmenssektor Nettoschuldner sind. Ein Zinsanstieg lässt daher das gesamte Verfügbare Ein-



kommen der privaten Haushalte steigen, verringert aber die Gewinne im Unternehmenssektor und erhöht das Defizit der öffentlichen Haushalte. Der Umfang dieser Einkommenseffekte hängt von der Bilanzsumme und -struktur der Wirtschaftsakteure aus dem nichtfinanziellen Bereich und insbesondere von der Fristigkeit ihrer Forderungen und Verbindlichkeiten ab. Darüber hinaus werden die zeitlichen Verzögerungen, mit denen Einkommenseffekte auftreten, davon beeinflusst, ob die Zinszahlungen mit den Kurzfristzinsen schwanken oder Festzinsen vereinbart sind.

Die Finanzierungsrechnung der privaten Haushalte und des Unternehmenssektors im Eurogebiet als Ganzes liegt noch nicht vollständig vor. Die verfügbaren Bilanzzahlen der privaten Haushalte und Unternehmen in den großen Ländern des Eurogebiets zeigen jedoch, dass die Netto-Zinseinkünfte/-aufwendungen gesamtwirtschaftlich gesehen tendenziell kaum auf Veränderungen des Kurzfristzinses reagieren. Die Finanzierungskosten des Unternehmenssektors, dessen Schulden teilweise (zu einem Drittel) auf weniger als ein Jahr befristet sind, dürften nach einer Zinserhöhung leicht steigen, insbesondere wenn die Anschlußfinanzierung kurzfristiger Schulden zu höheren Sätzen erfolgt. Der geringere Cashflow kann die Wirkung des Kapitalkosteneffekts auf die Investitionsausgaben dadurch verstärken, dass die finanzielle Position der Unternehmen geschwächt und die Risikoprämie für ihre Schulden erhöht wird.

Bei den privaten Haushalten gelten für einen Großteil der verzinslichen Forderungen und Verbindlichkeiten längerfristige feste Zinssätze, wobei allerdings in manchen Ländern feste und in anderen Ländern variable Zinsen üblicher sind. Infolgedessen passen sich die Zinseinkünfte im Allgemeinen nur allmählich an Zinsänderungen an. Die Einkommensumverteilung bei den Unternehmen bzw. privaten Haushalten wirkt sich auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nur aus, wenn Nettoschuldner eher als Nettogläubiger geneigt sind, Einkommensänderungen für Ausgaben zu verwenden. Dies dürfte der Fall sein,

wenn Kreditnehmer nicht ohne weiteres Kredite erhalten.

### **Vermögenseffekte**

Schließlich können – wie bereits erwähnt – Zinsänderungen den Wert von finanziellen Vermögenswerten wie Aktien und Anleihen und von Immobilien, etwa Häusern, beeinflussen und sich somit unmittelbar auf die Höhe des Vermögens der privaten Haushalte, die diese Vermögenswerte besitzen, auswirken. Inwieweit solche Wertänderungen des Vermögens auf die Ausgaben durchschlagen, hängt von der Bereitschaft ab, dieses Vermögen zur Finanzierung von Konsumausgaben heranzuziehen, aber auch vom Umfang und der Zusammensetzung des Vermögens und davon, inwieweit die Veränderungen der Preise dieser Vermögenswerte als dauerhaft angesehen werden. Da die Reaktion des Konsums auf Vermögensänderungen im Allgemeinen gering veranschlagt wird, haben nur größere Preisänderungen bei Vermögenswerten, die generell von einem erheblichen Teil der Bevölkerung gehalten werden, signifikante gesamtwirtschaftliche Auswirkungen auf die Ausgaben.

Die Börsenkapitalisierung im Euroraum, die sich Ende 1999 auf 90,2 % des BIP belief, gewinnt zwar an Bedeutung, ist jedoch viel niedriger als in den Vereinigten Staaten (siehe Tabelle 1), und der Aktienbesitz ist nicht so weit verbreitet. Deshalb ist weniger damit zu rechnen, dass starke Aktienkursschwankungen große unmittelbare Auswirkungen auf die Konsumausgaben haben. Hinzu kommt, dass die Wirtschaftsakteure die jüngsten Aufwärts- und Abwärtsbewegungen angesichts der Volatilität der Aktienkurse teilweise als temporär betrachten könnten, und in diesem Fall würden die Ausgaben davon nicht allzu sehr berührt (siehe Kasten 2 mit der Überschrift „Jüngste Tendenzen bei der Volatilität von Aktienkursindizes“ im Monatsbericht vom Mai 2000).

Im Eurogebiet dürften sich Vermögenseffekte bei den privaten Haushalten eher über die

Preise sonstiger Vermögenswerte bemerkbar machen. Der Bestand an Anleihen, die von privaten Haushalten in der Regel entweder direkt oder indirekt gehalten werden, entspricht etwa 100 % des BIP. Da sich diese Schuldtitel jedoch überwiegend im Besitz von inländischen Gebietsansässigen befinden, ergeben sich aus Kursschwankungen hauptsächlich Verteilungswirkungen. Eine noch wichtigere Rolle beim Vermögen der privaten Haushalte spielt der Grundbesitz. In den EWU-Ländern beläuft sich der Anteil der Eigenheimbesitzer, d. h. der privaten Haushalte, die Eigentümer ihres Wohnraums sind, im Durchschnitt auf fast 50 %. Die Bedeutung solcher über den Wohnungsmarkt transportierten Vermögenseffekte könnte wachsen, wenn Kreditaufnahmen, bei denen das Wohneigentum als Sicherheit genutzt wird, stärkere Verbreitung finden, was anscheinend in mehreren EWU-Ländern mit boomendem Immobilienmarkt der Fall ist.

Schließlich können Zinsänderungen auch den Wert des Anlagevermögens der Unternehmen beeinflussen, etwa der Maschinen und der betrieblich genutzten Grundstücke und

Gebäude. Soweit solche Vermögenswerte in Kreditverträgen als Sicherheit verwendet werden, können Wertänderungen einen Einfluss auf die Kreditkonditionen und indirekt auf die Ausgaben der Unternehmen haben.

### Wechselkurseffekte

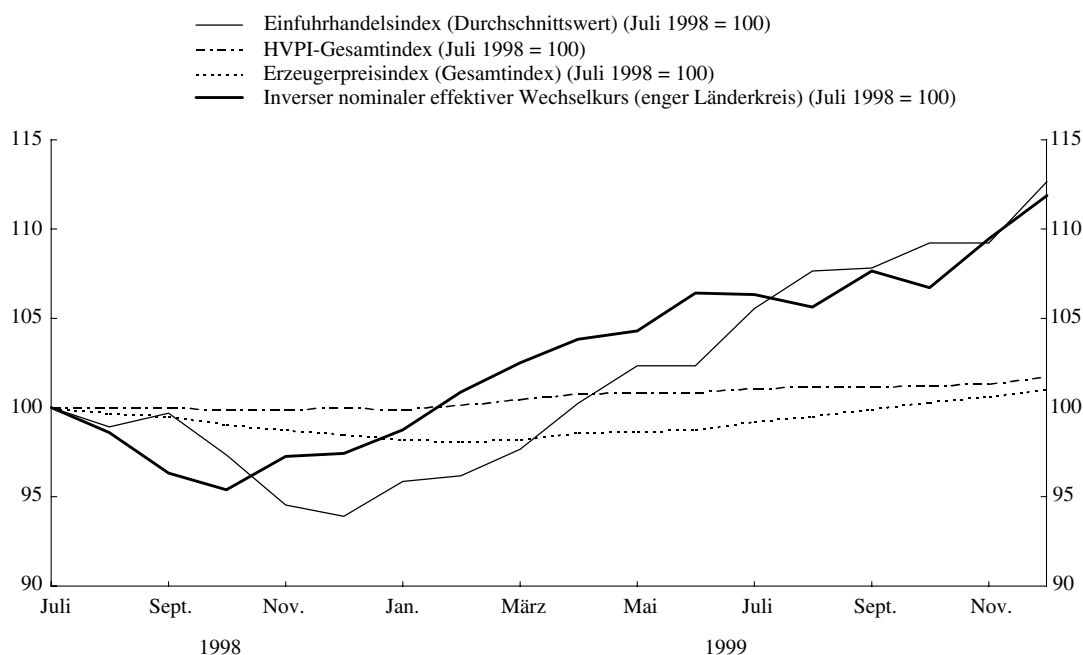
Wechselkursänderungen wirken sich über die Einfuhrpreise unmittelbar auf die Verbraucherpreisinflation aus. Veränderungen der Einfuhrpreise für Güter, die als Vorleistungen im Produktionsprozess verwendet werden, beeinflussen die Produktionskosten und führen daher tendenziell zu Veränderungen der Erzeugerpreise. Abbildung 4 zeigt den engen Zusammenhang zwischen dem nominalen effektiven Wechselkurs und den Einfuhrpreisen. Auf Grund des relativ begrenzten Anteils der Einfuhrgüter schlagen Wechselkursänderungen jedoch in sehr viel geringerem Maße auf den HVPI durch.

Eine Wechselkursänderung wirkt sich auch auf den Außenhandel aus. So verbilligen sich exportierte Produkte und Dienstleistungen in

### Abbildung 4

#### Effektive Wechselkurse und Preisindizes

(Monatswerte)



Quelle: EZB.

## Kasten

### Der Zinskanal des Transmissionsmechanismus im Eurogebiet: Schätzverfahren und Beispielsberechnung

In zahlreichen Veröffentlichungen der Fach- und Zentralbankliteratur wird versucht, die Intensität und Schnelligkeit, mit der sich Änderungen der Leitzinsen auf die Wirtschaftsentwicklung und die Preise auswirken, zu schätzen. Dabei werden verschiedene ökonometrische Methoden verwendet, unter anderem so genannte vektorautoregressive Modelle (VAR-Modelle), kleine Strukturmodelle und große makroökonomische Modelle.

Jede Methode hat ihre Stärken und Schwächen. VAR-Modelle und kleine Strukturmodelle bieten den Vorteil, dass sie leicht zu handhaben sind und nicht allzu viele Daten erfordern, da die Schätzungen meist anhand einiger weniger Variablen vorgenommen werden. Darin liegt allerdings auch eine der Schwächen dieser Methoden, da auf diese Weise der Einfluss wichtiger Variablen auf die Ergebnisse außer Betracht bleiben könnte. Auf Grund der mangelnden ökonomischen Struktur und der Schwierigkeiten bei der Identifizierung der kausalen Zusammenhänge zwischen den wichtigsten Variablen geraten die VAR-Modelle immer wieder unter Kritik. Hinzu kommt, dass diese Methoden lediglich Schätzungen unerwarteter Schocks für die Geldpolitik ermöglichen; sie sind nicht geeignet, Veränderungen der systematischen Komponente der Geldpolitik zu analysieren, was jedoch weitaus bedeutender sein dürfte. Solche Analysen werden durch kleine Strukturmodelle ermöglicht, allerdings werden dabei oftmals die dynamischen Wechselwirkungen zwischen den ökonomischen Größen zu sehr vereinfacht. Große makroökonomische Modelle bieten schließlich den Vorteil, dass sie die wichtigsten Variablen und Beziehungen berücksichtigen. Allerdings erfordern sie in der Regel eine Vielzahl von Daten und restriktive Identifikationsannahmen. Spezifikationsfehler in einem Teil des Modells können auf Grund der zahlreichen Verknüpfungen, die diese Modelle üblicherweise enthalten, Fehler in den übrigen Teilen nach sich ziehen.

Aus diesen Erörterungen ergibt sich, dass eine einzelne Methode nicht alle erforderlichen Antworten liefern kann. Stattdessen sollten die verschiedenen Methoden als komplementär betrachtet werden. Da das Verständnis der Übertragungswege für die Geldpolitik von äußerster Bedeutung ist, betreibt das Eurosystem rege Forschung im Hinblick auf die verschiedenen Transmissionskanäle im Eurogebiet, wobei parallel drei Forschungsansätze verfolgt werden. Erstens werden sowohl für den Euroraum als auch für verschiedene Ländergruppen strukturelle ökonometrische Modelle erarbeitet. Dies geschieht in aktiver Zusammenarbeit zwischen den Forschungsabteilungen der EZB und der NZBen. Zweitens werden anhand makroökonomischer Daten Schätzungen und Analysen kleiner Simulationsmodelle und VAR-Modelle für das Eurogebiet durchgeführt. Diese Modelle bieten unter anderem alternative Bezugsgrößen für die Untersuchung der geldpolitischen Übertragungswege. Drittens werden mikroökonomische Daten (insbesondere auf der Ebene der einzelnen Banken und Unternehmen) verwendet, um die monetäre Wirkungskette eingehender zu untersuchen. Zu diesem Zweck wurde eine Transmissionsforschungsgruppe des Eurosystems (*Eurosystem Monetary Transmission Network*) gegründet, in dem Wirtschaftswissenschaftler der EZB und der NZBen zusammenarbeiten, die auf diesem Gebiet empirische Forschung betreiben.

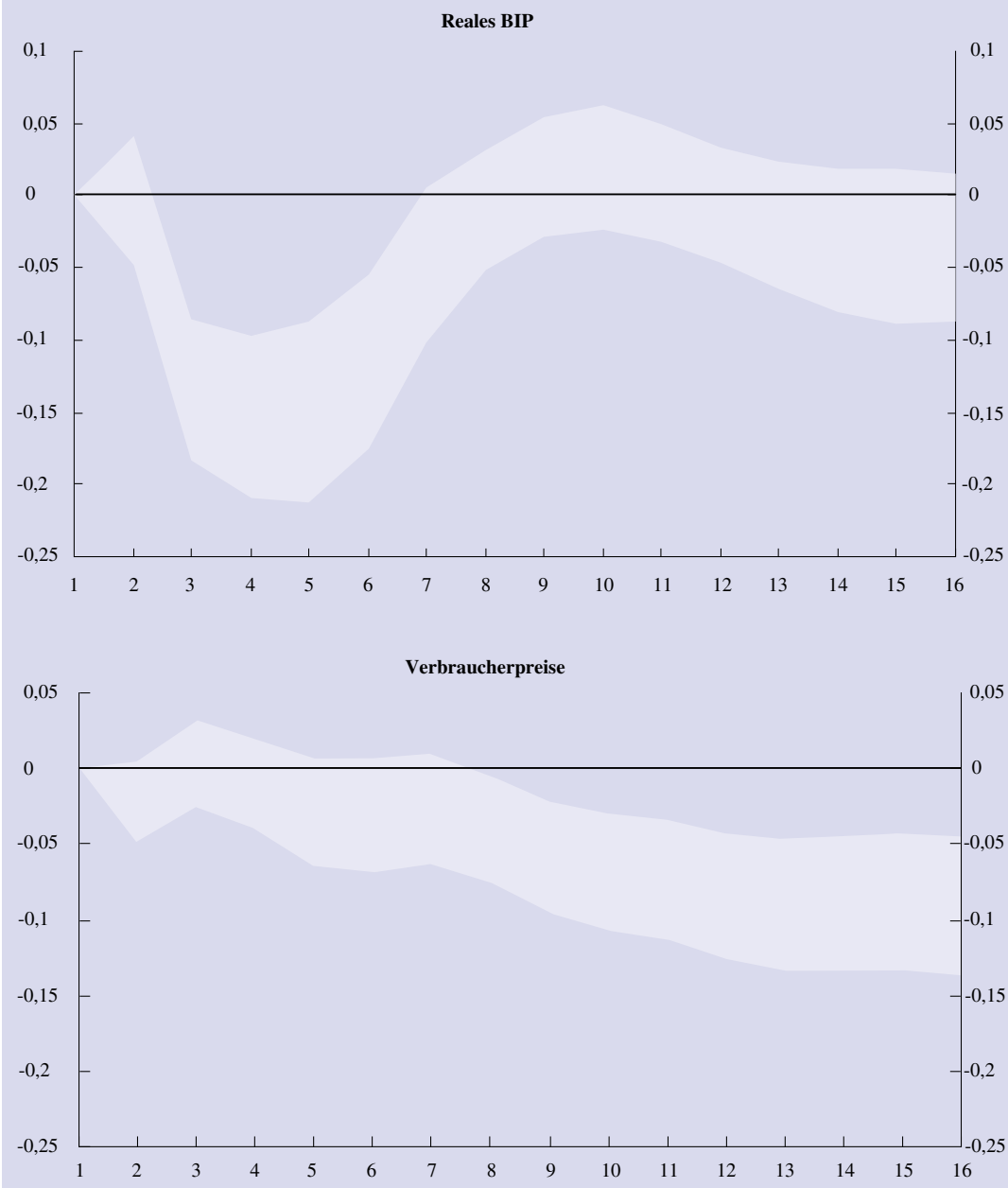
Die meisten makroökonomischen Veröffentlichungen, die sich auf einzelne Länder beziehen, kommen zu dem Ergebnis, dass unerwartete temporäre Schocks des Kurzfristzinses eine vergleichsweise rasche, aber oftmals begrenzte Wirkung auf das reale Produktionswachstum und eine viel langsamere, aber länger anhaltende Wirkung auf die Preise entwickeln. Dieses allgemeine Verlaufsmuster ist relativ durchgängig über verschiedene Länder und Zeiträume hinweg zu beobachten, doch herrscht hinsichtlich des genauen Ausmaßes und Eintrittszeitpunkts dieser Effekte weit weniger Sicherheit. So haben beispielsweise Versuche, anhand dieser makroökonomischen Verfahren nationale Unterschiede zu identifizieren, in der Regel keine soliden Ergebnisse geliefert. Dies sollte nicht überraschen, da es erstens ausgesprochen schwierig ist, die Auswirkungen eines geldpolitischen Beschlusses von den Wirkungen anderer Schocks zu unterscheiden, zweitens (nicht messbare) Erwartungen eine wichtige Rolle im Transmissionsprozess spielen und der Transmissionsmechanismus

drittens auf Grund struktureller Veränderungen und Änderungen der geldpolitischen Rahmenbedingungen im Wandel begriffen ist.

Der Mangel an eindeutigen Anzeichen für signifikante nationale Unterschiede im Transmissionsmechanismus stärkt die Gültigkeit von Untersuchungen, die sich auf den Euroraum insgesamt beziehen. Gleichzeitig sollten jedoch angesichts der bestehenden analytischen Unsicherheiten alle Schätzungen zu den Auswirkungen einer geldpolitischen Maßnahme mit Vorsicht interpretiert werden. Dies gilt insbesondere in Anbetracht der Tatsache, dass die Modelle für den Euroraum gegenwärtig für einen Referenzzeitraum geschätzt werden müssen, der zum Großteil noch die Phase umfasst, in dem die elf Länder des jetzigen Eurogebiets noch keinen gemeinsamen Währungsraum bildeten. Die unten stehenden Abbildungen, die ausschließlich der Veranschaulichung dienen, zeigen die Ergebnisse einer einfachen VAR-Impuls-Antwort-Simulation, mittels derer die

### Auswirkungen eines temporären Zinsschocks

(Abweichung in %; Quartalswerte; Schätzzeitraum: 1980–98; Konfidenzintervall: 90 %)



Resultate der einschlägigen Fachliteratur dargestellt und zusammengefasst werden. Das Modell wurde für den Zeitraum von 1980 bis 1998 anhand von Quartalswerten für das reale BIP, die Verbraucherpreise, M3, einen kurzfristigen nominalen Zinssatz und einen realen effektiven Wechselkurs geschätzt. Ferner beinhaltet das VAR-Modell als exogene Variablen eine Konstante, einen linearen Trend, einen Rohstoffpreisindex sowie den nominalen Kurzfristzins und das reale BIP in den Vereinigten Staaten. Die geldpolitischen Schocks werden berechnet, indem die standardmäßige Choleski-Zerlegung auf die VAR-Residuen angewendet wird, wobei die Variablen wie oben erwähnt angeordnet sind.

Die Ergebnisse in den oben stehenden Abbildungen entsprechen im Großen und Ganzen der einschlägigen Fachliteratur sowie der Beschreibung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus in diesem Artikel. Ein unerwarteter temporärer Anstieg des kurzfristigen Zinssatzes um etwa 25 Basispunkte führt tendenziell nach zwei Quartalen zu einem vorübergehenden BIP-Rückgang. Die Wirkung auf die Preise vollzieht sich viel schleppender; diese beginnen erst nach sechs Quartalen, deutlich unter null zu fallen. Diese Schätzungen beinhalten breite Konfidenzintervalle, die auf die beträchtliche Unsicherheit hinsichtlich solcher Schätzungen zu den Auswirkungen monetärer Impulse hindeuten.

Fremdwährungen gerechnet durch eine reale Wechselkursabwertung des Euro. Im Allgemeinen führt dies zu einer höheren Auslandsnachfrage nach Gütern und Dienstleistungen aus dem Eurogebiet und einem Anstieg des Ausfuhrvolumens. Entsprechend verteuert eine reale Abwertung die Einfuhrerzeugnisse, die in Fremdwährung fakturiert sind, in Euro und dämpft damit in der Regel die Importe. Eine Aufwertung hat die entgegengesetzte Wirkung. Allerdings sollte der Einfluss ge-

ringfügiger Veränderungen der Nettoausfuhren auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Euroraum nicht überschätzt werden. Das Eurogebiet insgesamt ist ein relativ geschlossener Wirtschaftsraum, der mit den Vereinigten Staaten vergleichbar ist (siehe Tabelle 1); seine Ausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets belaufen sich auf rund 16,8 % des BIP, während die Einfuhren rund 15,2 % ausmachen.

## 6 Veränderungen der Ausgaben- und der Inflationsentwicklung

Das Tempo, mit dem Veränderungen der Ausgaben zu einem Preisdruck führen, hängt vom Grad der Rigiditäten der nominalen Preise und der Flexibilität der Wirtschaft insgesamt ab. Langfristig bestimmen Angebotsfaktoren wie Technologie, Kapitalstock und Arbeitskräfteangebot in der Regel das Produktionsniveau. Dieses langfristige Produktionsniveau (oder Produktionspotenzial) kann im Zeitverlauf auf Grund vieler Faktoren schwanken, beispielsweise auf Grund von Veränderungen der Erwerbsbeteiligungsraten, Kapitalinvestitionen, der Erfindung neuer Technologien oder Änderungen des Steuersystems. Zudem können Arbeitskräfte kurzfristig intensiver oder weniger intensiv eingesetzt werden, etwa durch Überstunden, zusätzliche Schichten usw. Auch der Kapitalstock kann mehr oder weniger intensiv genutzt werden, indem man die Auslastung der verfügbaren Kapazitäten entsprechend ändert. Unter normalen Umständen führt ein über das Produktionspotenzial hinausgehender Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage jedoch tendenziell zu Engpässen in der Wirtschaft, die die Inflation anheizen.

Dieser Inflationsdruck kann über verschiedene Kanäle entstehen. Übersteigt die Produktion der Unternehmen ihre Kapazitäten, so erhöhen sie die Beschäftigung und fragen zusätzliche Arbeitskräfte bzw. Überstunden nach. Wenn die Bedingungen am Arbeitsmarkt bereits angespannt sind, führt dies zu einem steigenden Lohndruck. Gehen die Lohnsteigerungen über das Produktivitätsniveau hinaus, so steigen die Stückkosten und die Produktionskosten. Überdies führen Engpässe bei den Vorleistungen und eine bei Überauslastung der Kapazitäten ineffiziente Produktion zu einem Druck auf die Lohnstückkosten. Dieser Kostendruck mündet

schließlich in einen Preisauftrieb, wenn die Unternehmen versuchen, ihre Rentabilität zu sichern.

Langsame Anpassungen der Reallöhne und sonstiger relativer Preise haben in der Regel länger anhaltende Auswirkungen auf die Realwirtschaft. Die vorliegenden Ergebnisse ökonomischer Untersuchungen für das Eurogebiet zeigen, dass die Rigiditäten der nominalen Preise zwar beispielsweise mit denen in den USA vergleichbar sind, dass aber das Tempo, mit dem die Reallöhne an veränderte Arbeitslosenquoten und Produktivitätsänderungen angepasst werden, im Durchschnitt sehr viel geringer ist. Dies dokumentierte beispielsweise eine kürzlich veröffentlichte Studie der OECD mit dem Titel „EMU one year on“. Es besteht auch weitgehende Übereinstimmung darüber, dass ein Großteil der Arbeitslosigkeit im Eurogebiet strukturell bedingt ist. Wenn strukturelle Reformen ausbleiben, birgt dies die Gefahr, dass von einem durch die höhere Nachfrage verursachten Rückgang der Arbeitslosigkeit relativ rasch ein Lohnkostendruck ausgeht, der, falls ihm nicht eine entsprechende Produktivitätssteigerung gegenübersteht, zu einem Preisdruck und zu Risiken für die Preisstabilität führen würde. Weitere strukturelle Reformen zur Erhöhung der Flexibilität an den Arbeits- und Gütermärkten im Euroraum würden dazu beitragen, das Problem der strukturellen Arbeitslosigkeit zu lösen und ein höheres inflationsfreies Wachstum zu erreichen, wobei auch die Vorteile der neuen Informations- und Kommunikationstechnologien besser genutzt werden könnten. Gleichzeitig lässt sich mit derartigen Reformen auch das vorrangige Ziel des Eurosystems, nämlich die Gewährleistung von Preisstabilität, leichter erreichen.

## 7 Schlussbemerkungen

Geldpolitische Maßnahmen beeinflussen über eine Vielzahl komplexer und oft miteinander verflochtener Übertragungswege letztlich die Preise. In diesem Artikel wurde ein allgemeiner Überblick über den derzeitigen Wissensstand in Bezug auf den Transmissionsmechanismus im Eurogebiet gegeben. Abschließend sind drei Aspekte wegen ihrer Bedeutung für die Geldpolitik besonders hervorzuheben: Erstens ergeben sich bei der Weitergabe geldpolitischer Impulse an die Wirtschaft beträchtliche Zeitverzögerungen. Dies bedeutet, dass alle Versuche, kurzfristige Preisschocks zu kontrollieren, auf erhebliche Schwierigkeiten stoßen würden und längerfristig sogar destabilisierend wirken könnten. Stattdessen müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger eine vorausschauende Politik betreiben und fortlaufend beurteilen, wie sich die aktuellen wirtschaftlichen Bedingungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität auswirken.

Zweitens besteht erhebliche Unsicherheit in Bezug auf die Frage, wie stark und wann sich

geldpolitische Maßnahmen in Veränderungen des Preisniveaus niederschlagen. Dies gilt insbesondere für das Eurogebiet, in dem infolge der Einführung der einheitlichen Geldpolitik eine strukturelle Veränderung eingetreten sein könnte. Außerdem wird in vielen Bereichen erst noch ein statistischer Rahmen für Analysen zum Euroraum als Ganzes erarbeitet. Angesichts dieser Unsicherheit wären ehrgeizige Versuche der Feinsteuerung oder der Verwendung eines einzigen Modells bzw. Indikators nicht sinnvoll. Schließlich stellt die Bildung von Inflationserwartungen bei den privaten Haushalten, Unternehmen, Tarifpartnern und Finanzmarktteilnehmern ein wesentliches Element der Transmission und Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen dar. Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems wurde mit Blick auf die erfolgreiche Bewältigung der vorgenannten Anforderungen gestaltet. Sie liefert einen vorausschauenden geldpolitischen Rahmen, der die Inflationserwartungen auf einem Niveau verankern soll, das mit Preisstabilität vereinbar ist.

# Die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet unter den Bedingungen einer alternden Bevölkerung

*Sinkende Geburtenraten und höhere Lebenserwartungen werden die öffentlichen Finanzen der Länder des Eurogebiets in den kommenden Jahrzehnten verstärkt unter Druck setzen. Auf Grund der Unterschiede in der demographischen Entwicklung und der Struktur der gesetzlichen Altersversorgungssysteme weichen auch die zu erwartenden Belastungen sowie die erforderlichen strukturellen finanzpolitischen Anpassungen im Eurogebiet voneinander ab. In einigen Ländern haben die aus den umlagefinanzierten Alterssicherungssystemen resultierenden impliziten Verbindlichkeiten einen erheblichen Umfang und übersteigen sogar die offen ausgewiesene Staatsschuld. Die drohenden Auswirkungen der alternden Bevölkerung auf die öffentlichen Haushalte wie auch die Wirtschaft insgesamt geben ernsthaften Anlass zur Sorge. Aus heutiger Sicht dürften die Finanzpolitik und insbesondere die öffentlichen Transfersysteme in vielen Ländern kaum dauerhaft tragbar sein. Denn entsprechend dem wachsenden Finanzierungsbedarf der Alterssicherungssysteme steigende öffentliche Defizite und Schuldenstände wirken sich negativ auf die mittelfristigen Stabilitäts- und Wachstumsaussichten aus. Eine kräftige Erhöhung der Steuer- und Sozialabgabenlast in den Volkswirtschaften des Euroraums wäre sicherlich nicht geeignet, um das Problem der Finanzierung der öffentlichen Transferleistungen zu lösen. Vielmehr sollten die gegenwärtigen Altersversorgungssysteme auf ein erträglicheres Maß reduziert und durch andere Formen der Alterssicherung, insbesondere eine stärkere Kapitaldeckung der zukünftigen Verpflichtungen sowie bestimmte Elemente einer privaten Altersvorsorge, ergänzt werden. Grundsätzlich sollten Rentenreformen die langfristige Tragfähigkeit der Altersversorgungssysteme zum Ziel haben, statt lediglich kurzfristige Finanzierungsengpässe zu überbrücken.*

## I Die Auswirkungen einer alternden Bevölkerung

### Demographische Entwicklung

Die Alterung der Bevölkerung ist ein im Euroraum und den meisten übrigen Industrieländern weit verbreitetes Phänomen. Hierzu haben insbesondere sinkende Geburtenraten und steigende Lebenserwartungen beigetragen. Demzufolge wird sich im Eurogebiet die Zahl der Personen im Rentenalter in Relation zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (oft als „Altenquotient“ bezeichnet) mittel- bis langfristig voraussichtlich beträchtlich erhöhen, wobei von dem Jahr 2020 an mit einem besonders kräftigen Anstieg zu rechnen ist, da ab diesem Zeitpunkt die geburtenstärksten Jahrgänge das Renteneintrittsalter erreichen werden.

Während der letzten Jahrzehnte sind die Geburtenraten in den industrialisierten Volkswirtschaften erheblich zurückgegangen. Die derzeitigen Geburtenraten – im Durchschnitt rund 1 ½ Kinder je Frau – sind zu niedrig, um einen natürlichen Ersatz der Bevölkerung und eine Stabilisierung ihrer Struktur zu gewährleisten. Ein weiterer wichtiger Bestimmungsfaktor für die Alterung der Bevölkerung ist die hohe Lebenserwartung. Nach Angaben

von Eurostat ist die Lebenserwartung von männlichen Neugeborenen in den EWU-Ländern vor allem auf Grund der verbesserten medizinischen Versorgung und Gesundheitsvorsorge zwischen 1960 und 1997 von rund 67 Jahren auf 75 Jahre gestiegen. Bei weiblichen Neugeborenen hat sich die Lebenserwartung von 73 Jahren auf 81 Jahre erhöht. Zwar kann sich auch die Nettozuwanderung auf den Umfang und die Struktur der Bevölkerung auswirken, doch hat dieser Faktor nach allgemeiner Ansicht in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) nur einen begrenzten Einfluss. Zwar wird häufig darauf hingewiesen, dass die Zuwanderung dazu beitragen könne, die aus der Alterung der Bevölkerung entstehenden finanziellen Probleme der gesetzlichen Alterssicherungssysteme abzumildern, doch wird der Zustrom von Arbeitskräften in EU-Staaten oft durch regulierte Arbeitsmärkte oder andere strukturelle Faktoren begrenzt. Darüber hinaus müsste die Nettozuwanderung, die erforderlich wäre, um eine erhebliche Verlangsamung des Alterungsprozesses der Bevölkerung herbeizuführen, deutlich über den bisher in Europa verzeichneten Zuwanderungszahlen liegen.



Die beschriebenen Tendenzen sind ausreichend belegt, um den Schluss zuzulassen, dass die mittelfristige demographische Entwicklung eine ernsthafte Herausforderung für die Tragfähigkeit der derzeitigen Alterssicherungssysteme darstellt. Der Zuwachs bei den Generationen im erwerbsfähigen Alter wird wesentlich von der Geburtenrate der Vergangenheit bestimmt, und die Zahl der zukünftigen Rentner hängt von der Lebenserwartung der gegenwärtig lebenden Generationen ab; deren Entwicklung ist im Zeitverlauf recht stabil. Mittelfristige Vorausberechnungen zur Bevölkerungsentwicklung werden daher als weitgehend zuverlässig angesehen. Den Prognosen von Eurostat zufolge werden sich die Altenquotienten in den EWU-Ländern im Zeitraum von 1995 bis 2040 im Durchschnitt von rund 23 % auf etwa 48 % erhöhen und damit mehr als verdoppeln (siehe Tabelle I). Während diese Zahlen einen allgemeinen Trend beschreiben, sind zwischen den einzelnen Ländern sowohl in Bezug auf die Ausgangslage als auch hinsichtlich der erwarteten Verlaufsmuster der Verschiebung der Altersstruktur Unterschiede festzustellen. Es gibt Anzeichen dafür, dass insbesondere die größten Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets in den kommenden Jahrzehnten mit einer einschneidenden Veränderung ihrer demographischen Struktur konfrontiert sein werden.

## Alterssicherungssysteme im Euro-Währungsgebiet

In nahezu allen Ländern des Euroraums beruht der größte Teil der Altersversorgung auf einem staatlichen Pflichtversicherungssystem mit im Voraus definierten Leistungen, das nach dem Umlageverfahren finanziert wird. In einigen Ländern wird dieses System durch kapitalgedeckte Rentenversicherungen ergänzt, die sich hinsichtlich des Umfangs und der konkreten Ausgestaltung unterscheiden. Traditionell wird als Hauptargument für ein umfassendes gesetzlich geregeltes Altersversorgungssystem angeführt, dass Personen im erwerbsfähigen Alter vor den Folgen einer unzureichenden Eigenvorsorge für ihre zukünftigen Bedürfnisse bewahrt und davon abgehalten werden sollen, im Alter als Trittbrettfahrer auf öffentliche Fürsorgeleistungen angewiesen zu sein. Ferner enthalten die gesetzlichen Alterssicherungssysteme der meisten EWU-Staaten auch Umverteilungselemente, wie z. B. Invaliden-, Witwen- oder Waisenrenten. Gesetzliche oder private Alterssicherungssysteme auf kapitalgedeckter Basis, in denen der Zunahme von Verbindlichkeiten auf Grund zukünftig zu leistender Rentenzahlungen ein kontinuierlicher Aufbau von Finanzaktiva gegenübersteht, haben im Eurogebiet eine eher geringe Bedeutung, wenngleich sie in einigen Mitgliedstaaten eine größere

**Tabelle I**

### Voraussichtliche Entwicklung der Altenquotienten im Euro-Währungsgebiet

(Bevölkerung im Alter von 65 Jahren und älter in Relation zur Bevölkerung zwischen 15 und 64 Jahren (in %))

	1995	2000	2020	2040
Belgien	23,8	25,4	32,6	45,5
Deutschland	22,5	23,3	31,9	48,2
Spanien	22,2	24,4	29,8	49,2
Frankreich	22,9	24,3	32,6	45,6
Irland	18,0	17,4	24,5	34,6
Italien	24,0	26,5	35,5	54,9
Luxemburg	20,6	21,5	27,9	39,9
Niederlande	19,3	20,1	29,8	44,0
Österreich	22,4	22,6	28,5	45,3
Portugal	21,4	22,5	27,3	39,2
Finnland	21,1	21,9	35,0	42,1
<b>Euro-Währungsgebiet</b>	<b>22,6</b>	<b>24,0</b>	<b>32,0</b>	<b>47,8</b>

Quelle: Eurostat.

Rolle zu spielen beginnen. Insgesamt werden die Altersrenten im Euroraum also weitgehend aus Beiträgen der derzeit Erwerbstätigen sowie ihrer Arbeitgeber finanziert. Angesichts dieser Verbindung zwischen aktuellen Beitrags- und Rentenzahlungen ist die Bevölkerungsstruktur ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Finanzierung eines umlagefinanzierten Altersversorgungssystems.

Neben den Leistungen der gesetzlichen Altersversorgungssysteme, die im Vordergrund der aktuellen Diskussion stehen, können auch andere den öffentlichen Sektor betreffende Politikbereiche von der Veränderung der Altersstruktur der Bevölkerung beeinflusst werden. So wird darauf hingewiesen, dass sich die Folgen der höheren Lebenserwartung und geringeren Geburtenrate auch auf die Ausgaben im Gesundheits- und im Bildungswesen auswirken werden. Allerdings sind sowohl die theoretische Basis als auch die empirische Evidenz dieser Argumentation weniger eindeutig als im Fall der Altersversorgung. Hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung im Ge-

sundheitswesen stellt sich die Frage, inwieweit eine höhere Lebenserwartung und kostenintensive technische Innovationen zu einem Anstieg der Pro-Kopf-Ausgaben führen werden, und ob Produktivitätsgewinne und Anreize zur Kosteneinsparung diese ausgabensteigernden Effekte ausgleichen können. Es wird gemeinhin angenommen, dass die Auswirkungen einer alternden Bevölkerung auf diese öffentlichen Ausgabenbereiche leichter verkraftet werden können als die mittelfristig in der gesetzlichen Alterssicherung entstehenden Kosten. Die Entwicklung der Ausgaben im Bildungswesen wird durch eine erhebliche Verkleinerung jüngerer Jahrgänge während der kommenden Jahrzehnte beeinflusst. Allerdings könnten verstärkte Investitionen in Humankapital die Pro-Kopf-Ausgaben erhöhen und damit die alterungsbedingten Einsparungen möglicherweise aufzehren. Insgesamt hat sich die bisher in der Öffentlichkeit und der Wissenschaft geführte Diskussion vor allem auf die Auswirkungen der alternden Bevölkerung auf die gesetzliche Altersversorgung konzentriert.

**Tabelle 2**  
**Merkmale der gesetzlichen Altersversorgungssysteme in den EWU-Staaten <sup>1)</sup>**

	Gesetzliches Renteneintrittsalter <sup>2) 3)</sup>		Durchschnittliches Renteneintrittsalter (1998) <sup>3)</sup>		Indexierungssystem <sup>3)</sup>	Öffentliche Ausgaben für die Altersversorgung in Relation zum BIP (1995) <sup>4)</sup>
	Männer	Frauen	Altersrente	Vorgezogene Rente <sup>5)</sup>		
Belgien	65	61	62,6	55,6	Preise	12,0
Deutschland	65	60	62,6 <sup>6)</sup>	-	Nettolöhne	12,0
Spanien	65	65	65,3	60,9	Preise	10,6
Frankreich	60	60	58,8	.	Preise	13,3
Irland	65/66	65/66	62,0	.	Diskretionär	5,4
Italien	65	60	61,4	55,6	Preise	15,0
Luxemburg	65	65	.	.	Löhne/Preise	12,6
Niederlande	65	65	65,0	60,0	Löhne/Preise	11,9
Österreich	65	60	64,1	57,9	Nettolöhne	14,9
Portugal	65	65	65,8	.	Diskretionär	9,5
Finnland	65	65	64,5 <sup>7)</sup>	60,4	Löhne/Preise	12,8
<b>Euro-Währungsgebiet</b>	.	.	.	.	.	<b>12,7</b>

1) Alle Angaben beziehen sich auf Beschäftigte in der Privatwirtschaft.

2) Wegen Alters.

3) Nationale Quellen.

4) Quellen: OECD, Social Expenditure Database 1980–1996; Durchschnittswerte für das Euro-Währungsgebiet: EZB-Berechnungen.

5) Ohne Invalidenrenten.

6) Einschließlich vorgezogener Renten.

7) Einkommensabhängiges Alterssicherungssystem.

In diesem Zusammenhang ist ein weiterer Aspekt hervorzuheben: Die in der Vergangenheit zu beobachtende Ausgabenentwicklung im Rahmen der öffentlichen Transfersysteme – insbesondere der sehr steile Anstieg der Ausgaben für die gesetzliche Altersversorgung seit den Sechzigerjahren – wurde in erster Linie von Faktoren bestimmt, die unabhängig von der Veränderung der Bevölkerungsstruktur sind. Hierzu zählen die Erweiterung des in die gesetzliche Alterssicherung einbezogenen Personenkreises, die Ausweitung großzügiger Leistungen, zusätzliche Umverteilungsaufgaben für die Transfersysteme und die steigenden Kosten im Gesundheitswesen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist noch ungewiss, ob diese Faktoren auch weiterhin die zukünftige Ausgabenentwicklung beeinflussen werden bzw. inwieweit sie sich stärker als bisher zurückführen lassen. Es liegt auf der Hand, dass sich die große finanzielle Belastung, die sich aus dem drohenden Problem einer alternden Bevölkerung ergibt, noch verstärken wird, falls die Transfersysteme weiterhin diesem immanenten Kostendruck ausgesetzt bleiben.

Generell lassen sich zwei Typen umlagefinanzierter Rentensysteme unterscheiden, deren Elemente in den bestehenden gesetzlichen Altersversorgungsprogrammen häufig miteinander kombiniert werden. In einigen Ländern gewähren die Alterssicherungssysteme relativ niedrige individuelle Renten, die weitgehend unabhängig von der Erwerbsbiografie der Rentenempfänger gezahlt werden und lediglich eine Grundversorgung im Alter darstellen. Derartige Grundrenten werden gewöhnlich durch zusätzliche Leistungen aus einer obligatorischen oder freiwilligen, zumeist kapitalgedeckten Altersvorsorge ergänzt. In anderen Ländern liegt der Schwerpunkt eher auf versicherungsbezogenen Systemen, die Altersrenten entsprechend dem in der Vergangenheit bezogenen Entgelt gewähren und darauf ausgerichtet sind, im Rentenalter das Arbeitseinkommen weitgehend zu ersetzen. In beiden Systemen wird die Finanzlage durch die folgenden vier Größen bestimmt: (1) den lohnbezogenen Beitragssatz, (2) das Rentenniveau, d. h. die Durchschnittsrente in Rela-

tion zum Durchschnittseinkommen, (3) die Beitragszahlerquote, d. h. die Anzahl der Beitragszahler in Relation zur Anzahl der Rentner, die im Wesentlichen vom effektiven Renteneintrittsalter, der Erwerbsbeteiligung und der Beschäftigtenquote abhängt, und (4) Übertragungen aus den öffentlichen Haushalten. Die Beitragssätze müssen umso höher sein, je großzügiger das Alterssicherungssystem (also je höher die Rentenniveaus), je niedriger die Beitragszahlerquoten und je niedriger die Übertragungen aus anderen öffentlichen Haushalten sind.

Die Beitragssätze zu den gesetzlichen umlagefinanzierten Alterssicherungssystemen werden in der Regel in periodischen Abständen angepasst, um die jährlichen Einnahmen- und Ausgabenströme miteinander in Einklang zu bringen. Zwar unterscheiden sich die Beitragssätze von Land zu Land, doch wird in allen Staaten ein Teil der Beiträge – üblicherweise rund die Hälfte oder mehr – von den Arbeitgebern entrichtet. Angesichts des unterschiedlichen Umfangs und Versichertenkreises der gesetzlichen Alterssicherung unterscheiden sich auch die Rentenniveaus der einzelnen EWU-Staaten stark voneinander. Das gesetzliche Renteneintrittsalter im Euro-Raum liegt in der Regel zwischen 60 und 65 Jahren, wobei großzügige Regelungen für vorgezogene Renten zu einem Absinken des durchschnittlichen effektiven Renteneintrittsalters geführt haben (siehe Tabelle 2). In den umlagefinanzierten Rentensystemen mit einer bestimmten Leistungszusage hängt der individuelle Rentenanspruch in der Regel vom vorherigen Arbeitseinkommen ab, sei es das insgesamt durchschnittliche, das zuletzt verdiente oder das eine gewisse Zeit vor dem Renteneintritt erzielte Einkommen. Die an die jeweiligen Rentner gezahlten Leistungen werden normalerweise entsprechend einem Preissteigerungsindex, der Wachstumsrate der Löhne oder einer Kombination aus beiden angepasst.

### **Folgen einer alternden Bevölkerung für die öffentlichen Haushalte**

Die Diskussion um die finanzielle Belastung der öffentlichen Haushalte und der Gesamtwirtschaft konzentriert sich in der Regel auf die herkömmlichen finanzpolitischen Indikatoren, also hauptsächlich auf den Finanzierungssaldo und den öffentlichen Schuldenstand. Diese Indikatoren haben im Rahmen der Wirtschafts- und Währungsunion eine noch größere Bedeutung erlangt, da sie als Referenzwerte herangezogen werden, um zu beurteilen, ob ein Mitgliedstaat ein übermäßiges Haushaltsdefizit aufweist. Wenngleich sich die Lage der öffentlichen Haushalte seit Mitte der Neunzigerjahre verbessert und die öffentliche Schuldenquote in den letzten Jahren zurückgeführt werden konnte, verzeichnen etliche Mitgliedstaaten noch immer ein erhebliches Haushaltsdefizit und einen sehr hohen Schuldenstand.

Da sich die üblichen Haushaltskennziffern auf einen kurzen Zeitraum beziehen – in der Regel auf ein Jahr –, eignen sie sich naturgemäß nicht für eine umfassende Beurteilung der langfristigen finanziellen Konsequenzen einer alternden Bevölkerung im Rahmen eines umlagefinanzierten Altersversorgungssystems. Bei einer alternden Bevölkerung werden mit den laufenden Rentenausgaben und der aktuellen Einnahmenentwicklung in einem umlagefinanzierten Alterssicherungssystem die wachsenden zukünftigen Zahlungsverpflichtungen unterschätzt. Außerdem eignen sich kurzfristige Haushaltsindikatoren nur bedingt zur Erfassung der langfristigen Belastungen, da die Erfassung bestimmter Finanztransaktionen und somit auch deren Berücksichtigung bei der Ermittlung des Budgetsaldos mit konzeptionellen Schwierigkeiten verbunden ist. So werden beispielsweise Sozialversicherungsbeiträge in der Regel genau wie Steuern, d. h. als Zahlungsströme, die das jährliche Haushaltsdefizit verringern, behandelt. Allerdings begründen diese Zahlungen beim Beitragszahler einen Rentenanspruch im Alter und sind somit – ökonomisch gesehen – mit einer staatlichen Schuldenaufnahme zu vergleichen. Ebenso könnte man Transferzah-

lungen an heutige Rentempfänger als die Tilgung dieser Verbindlichkeiten betrachten, anstatt sie als laufende Ausgaben zu behandeln. Bei einer Änderung der Erfassungsgrundlage der aus diesen Transaktionen erwachsenden Zahlungsströme würde sich zwangsläufig nicht nur die Höhe der Staatseinnahmen und -ausgaben verändern, sondern auch der Haushaltssaldo bzw. der im Laufe der Zeit als öffentlicher Schuldenstand kumulierte Haushaltssaldo. Deshalb können aus den üblicherweise verwendeten Haushaltsindikatoren nur bedingt Schlussfolgerungen bezüglich der langfristigen wirtschaftlichen Konsequenzen und Umverteilungseffekte der gegenwärtigen Haushaltspolitik gezogen werden.

In der jüngsten Vergangenheit wurden zahlreiche Versuche unternommen, um die fiskalischen und wirtschaftlichen Kosten der Verschiebung der Altersstruktur umfassend zu ermitteln. Diese Ansätze stützen sich im Allgemeinen auf langfristige Vorausberechnungen der künftigen Rentenbezüge und -beiträge, die auf mehr oder weniger genauen Prognosen der demographischen und wirtschaftlichen Entwicklung beruhen. Darüber hinaus ist eine Reihe von zusammenfassenden Indikatoren entwickelt worden, mit denen die voraussichtliche Entwicklung der Rentenbezüge und -beiträge in Kennziffern für die gesamten impliziten Nettoverbindlichkeiten des Alterssicherungssystems bzw. in quantitative Indikatoren der politischen Anpassungsmaßnahmen, die zur Wiederherstellung der langfristigen Zahlungsfähigkeit der öffentlichen Haushalte erforderlich sind, umgerechnet werden können. In einem weiteren Schritt macht sich das Konzept des „Generational Accounting“ den wirtschaftlichen Rahmen der Lebenszyklustheorien zu Nutze, um besonders die Aspekte der allgemeinen dauerhaften Tragbarkeit der öffentlichen Finanzen und der Umverteilung zwischen den Generationen hervorzuheben.

Die einfachste Methode zur Berechnung der möglichen künftigen Entwicklung der Ausgaben für die Alterssicherung geht davon aus, dass die gesetzlichen Rententransfers pro

Kopf proportional zum realen Pro-Kopf-Einkommen zunehmen, und wendet diese Annahme auf demographische Prognosen an. Allerdings finden bei dieser Methode künftige strukturelle und institutionelle Veränderungen bzw. Anpassungen des individuellen Verhaltens keine Berücksichtigung, weshalb sie nur als grober Indikator für die bevorstehenden finanziellen Belastungen betrachtet werden können. Genauere Methoden simulieren die Haushaltsentwicklung auf der Grundlage gesetzlich beschlossener, über mehrere Jahre hinweg durchgeführter Reformen. Hierzu ist eine Modellierung der Besonderheiten der einzelnen Länder hinsichtlich des Umfangs und der Struktur der gesetzlichen Renten und Beitragssätze erforderlich. Diese Simulationen kommen zu dem Ergebnis, dass die Aufwendungen für die Alterssicherung gemessen am BIP in den Jahren 2000 bis 2030 in den meisten EWU-Staaten ganz erheblich zunehmen werden, und zwar in einer Größenordnung von 5 Prozentpunkten des BIP oder sogar mehr. Bei Beibehaltung der derzeitigen Systeme wäre der Netto-Barwert des Saldos aus Rentenbezügen und -beiträgen in manchen Ländern bis zu zweimal so hoch wie das BIP, und dies bei den derzeitigen öffentlichen Schuldenständen, die im Euroraum im Durchschnitt nach wie vor sehr hoch sind.

Angesichts dieser Ergebnisse sind Korrekturen in der Politik dringend erforderlich. Infolge der bevorstehenden Verschiebung der Altersstruktur kommt es zwangsläufig zu einer erheblichen Verschlechterung des Primärsaldos im Verhältnis zum BIP, wenn keine tief greifenden Anpassungen erfolgen. Dies würde die gegenwärtig bestehenden Haushaltsungleichgewichte weiter verschärfen und die in einigen Mitgliedstaaten ohnehin hohen Schuldenstände noch besorgniserregender erscheinen lassen. Um einen Aufbau übermäßiger Verbindlichkeiten aus der gesetzlichen Alterssicherung zu vermeiden, wäre Schätzungen zufolge eine erhebliche Verbesserung der derzeitigen Primärsalden erforderlich. Ein Aufschub der notwendigen politischen Gegenmaßnahmen würde in späteren Jahren umso größere Anpassungen erfordern.

Außerdem wird behauptet, dass gesetzliche Altersversorgungssysteme zu einer starken intergenerativen Umverteilung zu Lasten künftiger Generationen führen. Das Konzept des *Generational Accounting*, das die von den öffentlichen Haushalten ausgehende finanzielle Belastung verschiedener Altersklassen quantifiziert, geht davon aus, dass die heutigen Generationen von der Finanzpolitik und den öffentlichen Transfersystemen der Gegenwart betroffen sind, während die künftigen Generationen die volle Finanzlast zur Sicherung der langfristigen Zahlungsfähigkeit der öffentlichen Haushalte zu tragen haben werden. Diese Annahme dient hauptsächlich der Veranschaulichung, und die Ergebnisse verdeutlichen die Größenordnung der zur Einhaltung der gegenwärtigen Versprechungen notwendigen politischen Anpassungen. Die erforderliche Netto-Steuerlast während der gesamten Lebenszeit wäre in einigen Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets für zukünftige Generationen mindestens um die Hälfte höher als für heute lebende Generationen. Außerdem zeigen diese Berechnungen, dass die Politik die schwierige Entscheidung zu treffen hat, welche Generation die Finanzlast, die sich aus der alternden Gesellschaft ergibt, letztlich tragen muss.

Langfristige Vorausberechnungen zur Entwicklung der öffentlichen Haushalte beruhen naturgemäß auf zahlreichen, oftmals recht unsicheren und umstrittenen Annahmen über die künftige Entwicklung und sind daher mit entsprechender Vorsicht zu interpretieren. Allerdings scheinen die meisten Ergebnisse übereinstimmend darauf hinzuweisen, dass die Finanzpolitik und insbesondere die öffentlichen Transfersysteme in vielen EWU-Ländern auf längere Sicht kaum tragbar sind. Deshalb sind umfangreiche finanzpolitische Anpassungen tatsächlich sehr dringend erforderlich. Insbesondere könnte eine entsprechende Politik zur Rückführung der öffentlichen Defizite und Schuldenstände sowie der öffentlichen Ausgaben und der Steuern die alterungsbedingt zu erwartenden Haushaltsprobleme deutlich entschärfen.

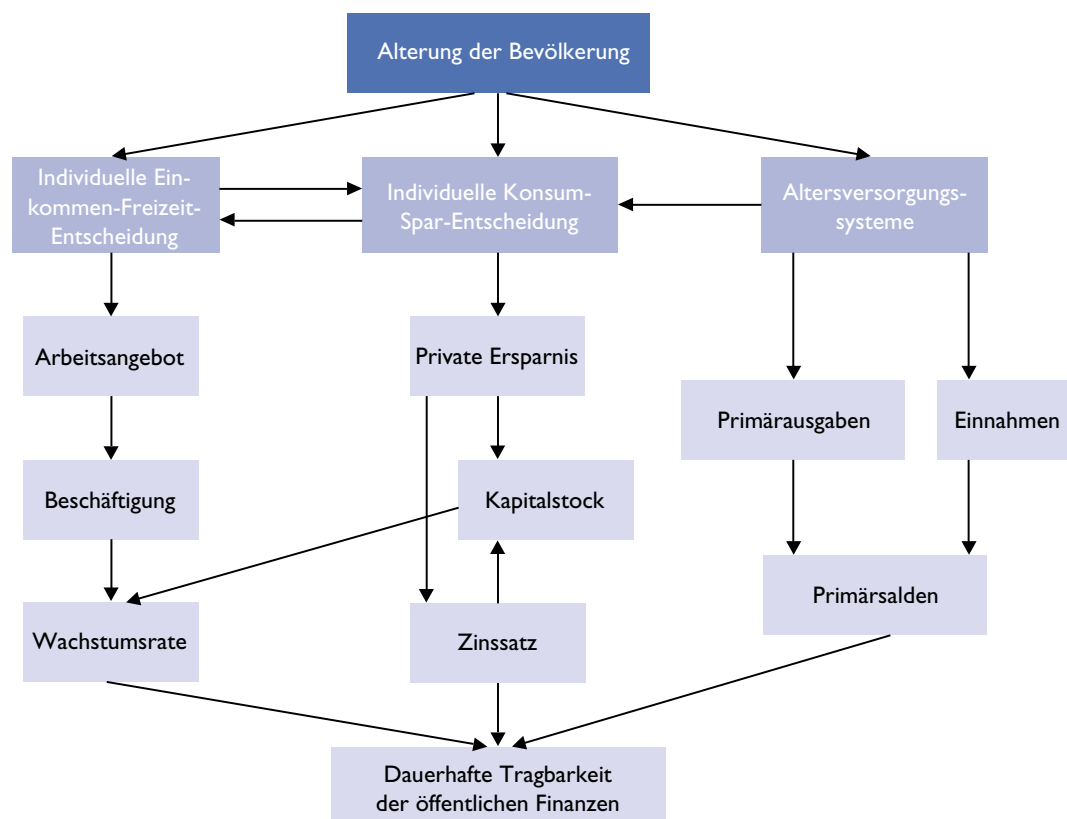
## Wirtschaftliche Folgen einer alternden Bevölkerung und Konsequenzen für die dauerhafte Tragbarkeit der öffentlichen Finanzen

Abgesehen von den unmittelbaren Folgen für die öffentlichen Haushalte und die dauerhafte Tragbarkeit der gegenwärtigen Finanzpolitik wirft die genannte Veränderung der Bevölkerungsstruktur auch Fragen hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen, insbesondere auf das Wirtschaftswachstum, die Beschäftigung, die Arbeitsproduktivität, das private Sparverhalten und den Lebensstandard, auf. Diese Veränderungen können gravierende Folgen im Hinblick auf das Funktionieren der Märkte und deren Effizienz, den Transmissionsmechanismus und die Wirksamkeit der Geldpolitik sowie die Aussichten für die Preisstabilität haben. Es ist zu betonen, dass die dauerhafte Tragbarkeit der öffentlichen Haushalte eine Grundvoraussetzung für die zukünftige monetäre Stabilität darstellt.

Somit werden die wirtschaftlichen Folgen der alternden Bevölkerung mit der Zeit auch Auswirkungen auf die Geldpolitik des Eurosystems haben.

Der Einfluss einer alternden Bevölkerung auf die einzelnen wirtschaftlichen Variablen ist auf Grund ihrer gegenseitigen Abhängigkeiten kaum zu isolieren. In Abbildung 1 sind die grundlegendsten und relevantesten wechselseitigen Beziehungen dargestellt. Eine für den Zusammenhang zwischen der Alterung der Bevölkerung und der dauerhaften Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen entscheidende Variable ist das private Sparen. Private Ersparnisse stellen eine der wichtigsten Quellen des individuellen Alterseinkommens wie auch des gesamtwirtschaftlichen Kapitalangebots dar. Wenn die Alterung der Bevölkerung die individuellen Konsum-Spar-Entscheidungen beeinflusst, könnte sie auch wichtige gesamtwirtschaftliche Konsequenzen haben, die insbesondere das künftige Wachstums-

**Abbildung 1**  
Wirtschaftliche und finanzpolitische Folgen einer alternden Bevölkerung



potenzial des BIP und die Höhe des Pro-Kopf-Einkommens betreffen. Entsprechend hat sich in der jüngeren Fachliteratur zu diesem Thema auch ein Forschungsschwerpunkt herausgebildet, der sich mit den Auswirkungen der alternden Gesellschaft auf die Ersparnis beschäftigt. Dabei wird vor allem untersucht, wie sich das individuelle Sparverhalten ändert und inwieweit der Rückgang der Spartätigkeit des öffentlichen Sektors auf Grund steigender Rentenausgaben durch vermehrte private Sparaktivitäten kompensiert werden kann.

Den grundlegenden Lebenszyklusmodellen zufolge legen Personen im erwerbsfähigen Alter einen Teil ihres Einkommens zur Seite und brauchen ihre Ersparnisse im Rentenalter auf, um den Konsum gleichmäßiger über die Dauer ihres Lebens zu verteilen. In einer alternden Gesellschaft müsste die aggregierte private Sparquote deshalb sinken, da ein zunehmender Teil der Bevölkerung eher Ersparnisse zurückführt, anstatt Vermögen zu akkumulieren. Oft wird darauf hingewiesen, dass sich umfassende umlagefinanzierte gesetzliche Alterssicherungssysteme ungünstig auf die Sparquote einer Volkswirtschaft auswirken dürften. Wenn die heutigen Arbeitnehmer die Rentenansprüche als einen angemessenen Ersatz für ihre privaten Ersparnisse ansehen, sparen sie weniger als bei nicht vorhandenen oder weniger umfassenden gesetzlichen Altersversorgungssystemen. Allerdings stellen Rentenansprüche eine recht illiquide Form der Ersparnis dar, da sie erst bei Erreichen des gesetzlichen Rentenalters geltend gemacht werden können. Deshalb kommt die Entrichtung von Sozialversicherungsbeiträgen nicht dem vorsorglichen Sparen gleich, mit dem sich Sparer gegen die Unwägbarkeiten der Zukunft und das Risiko unvorhergesehener Einkommensschwankungen absichern wollen. Die Annahme einer vollständigen Verdrängung der privaten Spartätigkeit durch die gesetzliche Altersvorsorge ist daher nicht plausibel und entspricht auch nicht den empirisch gewonnenen Erkenntnissen.

Bei einer alternden Bevölkerung könnte sich die private Ersparnis auch auf Grund der Um-

verteilung zwischen den Generationen verringern. Die erwähnten Ergebnisse der Berechnungen im Rahmen des Generational Accounting zeigen, dass mit einem umlagefinanzierten Alterssicherungssystem finanzielle Lasten möglicherweise zu Ungunsten künftiger Generationen verschoben werden, da in Zukunft entweder die Beitragssätze angehoben oder die Rentenbezüge gekürzt werden müssen, um die dauerhafte Zahlungsfähigkeit der öffentlichen Haushalte zu gewährleisten. Dies würde die Sparneigung der heutigen Steuerzahler, die noch mit einer vergleichsweise hohen Rendite ihrer Sozialversicherungsbeiträge rechnen können, nochmals vermindern.

Angesichts des Problems einer alternden Bevölkerung können jedoch auch gegenteilige Effekte zum Tragen kommen, die einen Anstieg der privaten Spartätigkeit auslösen. So könnten Arbeitnehmer bei absehbaren deutlichen Steuererhöhungen oder Leistungskürzungen ihre laufenden Konsumausgaben drosseln, um sich oder ihre Angehörigen gegen die mit der Mehrbelastung einhergehenden Einkommensausfälle abzusichern. Insbesondere in hoch verschuldeten Ländern kann eine derartige Reaktion auch durch die wachsende Unsicherheit der heutigen Generation von Steuerzahlern im Hinblick auf die dauerhafte Tragbarkeit der Rentensysteme und der Wirksamkeit von Rentenreformen hervorgerufen werden. Zudem hängen die intergenerativen Verteilungswirkungen auch vom Umfang der privaten Transfers zwischen den Generationen in Form von Vererbungen und Schenkungen ab. Diese können den mit den gesetzlichen Altersvorsorgesystemen verbundenen Umverteilungswirkungen teilweise entgegenwirken. Es ist jedoch nicht davon auszugehen, dass diese positiven Auswirkungen auf die private Spartätigkeit die erwähnten negativen Effekte aufwiegen werden. Darüber hinaus hängen die Auswirkungen einer alternden Bevölkerung auf die private Ersparnis bei einem umlagefinanzierten Altersvorsorgesystem auch von der Unvollkommenheit der Kapitalmärkte und der Kurzsichtigkeit im privaten Sparverhalten ab. Wenn Personen mit Liquiditätsbeschränkungen kon-

frontiert sind oder zu kurzfristigen Sparscheidungen neigen, ist es weniger wahrscheinlich, dass Beiträge zu einem umlagefinanzierten Alterssicherungssystem freiwillige private Sparaktivitäten verdrängen.

Zwar wird die Kapitalversorgung einer Volkswirtschaft wesentlich durch die privaten Sparentscheidungen bestimmt, doch hängt die gesamtwirtschaftliche Ersparnis auch von der Finanzierungs- und Investitionspolitik des Staatssektors ab. Daher muss die Beurteilung der künftigen Entwicklung des gesamtwirtschaftlichen Kapitalangebots auch die wechselseitigen Beziehungen zwischen der staatlichen und der privaten Spartätigkeit berücksichtigen. Insbesondere ist der Frage nachzugehen, ob eine verstärkte private Spartätigkeit den Rückgang der staatlichen Spartätigkeit infolge steigender Rentenausgaben mit der Zeit zumindest teilweise ausgleichen kann. Daneben wirkt sich auch die Gewichtung, die eine Regierung den öffentlichen Investitionsausgaben im Vergleich zu den laufenden Primärausgaben einräumt, auf den Kapitalstock einer Volkswirtschaft aus.

Die bislang vorliegenden empirischen Untersuchungen zu den Auswirkungen einer alternierenden Gesellschaft auf die private und gesamtwirtschaftliche Ersparnis lassen keine eindeutigen Schlussfolgerungen zu. Allerdings ist in Fachkreisen die Besorgnis weit verbreitet, dass sich das Kapitalangebot in den Industrieländern angesichts der zu erwartenden mittelfristigen Bevölkerungsentwicklung deutlich verknappen wird. Die Folge wäre eine zu geringe Bildung von Sachkapital und somit ein niedrigerer Lebensstandard, sofern der altersbedingte Rückgang der Zahl der Erwerbspersonen nicht zu einer ausreichenden Stabilisierung der Arbeitsproduktivität führen würde, sodass sich das Pro-Kopf-Einkommen selbst bei geringeren Investitionsquoten stabilisieren könnte. Überdies könnte eine Verminderung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis gravierende Folgen für die Leistungsbilanz, die internationalen Kapitalbewegungen und somit auch für die realen Zinssätze und die Wechselkurse haben.

Die zu erwartenden Auswirkungen einer alternierenden Bevölkerung auf die bestehenden Altersversorgungssysteme bleiben darüber hinaus nicht ohne Folgen für die Bereitschaft des Einzelnen, seine Arbeitskraft am Markt anzubieten, und beeinflusst somit auch die künftige Lage am Arbeitsmarkt in der EWU (siehe auch den Artikel „Entwicklung und Strukturmerkmale der Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Mai 2000). Sowohl die bestehenden Anreize zum vorgezogenen Renteneintritt als auch die steigenden Sozialbeiträge haben in der Vergangenheit zu Störungen auf den Arbeitsmärkten der EWU-Länder beigetragen. Der zur Wiederherstellung der dauerhaften Tragbarkeit der öffentlichen Finanzen erforderliche Anstieg der Beitragssätze zur Sozialversicherung würde die Lage an den Arbeitsmärkten erheblich beeinträchtigen, weil damit die Kluft zwischen Arbeitskosten und Nettogehältern ausgeweitet und die Bereitschaft, Arbeit anzubieten und Arbeitskräfte einzustellen, gemindert würde. Auch deshalb hat die Höhe der Beiträge einen wesentlichen Einfluss auf die finanzielle Solidität eines gesetzlichen Rentensystems und, darüber hinaus, auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets. Angesichts der hohen Arbeitslosigkeit in den meisten Mitgliedstaaten ist eine weitere Anhebung der ohnehin hohen Beitragssätze kein gangbarer Weg zur Deckung des mittel- und langfristigen Finanzbedarfs der Alterssicherungssysteme.

Des Weiteren wird häufig angeführt, dass die Alterung der Gesellschaft auf Grund der geringeren Mobilität und Flexibilität älterer Arbeitnehmer mit einem Rückgang der Arbeitsproduktivität verbunden sei. Neben einem möglichen gesamtwirtschaftlichen Produktionsverlust infolge der rückläufigen Zahl der Erwerbspersonen in einer alternierenden Bevölkerung hätte dies zusätzliche nachteilige Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Andererseits steht diesem Effekt aber die größere Berufserfahrung älterer Arbeitnehmer entgegen.

Insgesamt dürfte das Altern der Bevölkerung insbesondere im Falle umfassender umlagefi-



nanzierter Alterssicherungssysteme mit komplexen und womöglich unerwünschten wirtschaftlichen Konsequenzen verbunden sein. Simulationsstudien mit Gleichgewichtsmodellen zur künftigen fiskalischen und wirtschaftlichen Entwicklung, in denen die verschiedenen Auswirkungen einer alternden Gesellschaft und die jeweiligen Zusammenhänge zwischen den wirtschaftlichen Variablen berücksichtigt wurden, haben ergeben, dass eine Beibehaltung der heutigen Politik in den nächsten 50 Jahren in der gesamten EU einen erheblichen Produktionsverlust zur Folge hätte. Das Altern der Bevölkerung würde zu einer deutlichen Verminderung des jährlichen BIP-Wachstums führen und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der EU wie auch den

Lebensstandard ihrer Einwohner beeinträchtigen. Eine solche Entwicklung würde die von der Alterung der Bevölkerung ohnehin schon ausgehende direkte finanzielle Belastung für die öffentlichen Haushalte und deren dauerhafte Tragbarkeit nochmals merklich erhöhen. Ein rückläufiges Wirtschaftswachstum und langfristig steigende Realzinsen würden die zu erwartenden Finanzierungsprobleme der gesetzlichen Altersversorgungssysteme erheblich vergrößern. Seitens der Regierungen wäre es deshalb erforderlich, die haushaltspolitischen Folgen des Anstiegs der Rentenausgaben direkt anzugehen sowie Anreize für eine stärkere Investitionstätigkeit und höhere Beschäftigung zu schaffen.

## 2 Reform der Altersversorgungssysteme

Die mit der Alterung der Bevölkerung verbundenen künftigen Probleme sind in ihren quantitativen Auswirkungen beispiellos. Das Bewusstsein der durch diese Entwicklung verursachten finanzpolitischen und gesamtwirtschaftlichen Risiken hat eine Diskussion über die Struktur der öffentlichen Transfersysteme ausgelöst und in vielen Ländern zu ersten Reformen der Alterssicherungssysteme geführt. Einzelne Mitgliedstaaten haben ihre Systeme bereits in der Vergangenheit auf eine solidere finanzielle Grundlage gestellt. Dennoch ist mittlerweile klar geworden, dass weitere, umfassendere Anpassungen der Rentensysteme in Verbindung mit Reformen in anderen Bereichen der öffentlichen Finanzen notwendig sind. Bleiben diese Anpassungen aus, werden beträchtliche Beitragssatzanhebungen, ein Anstieg der Staatsverschuldung oder spürbare Einschnitte bei den Leistungen die wirtschaftliche Effizienz sowie eine gleichmäßige Lastenverteilung zwischen den Generationen gefährden. Ein Aufschub der notwendigen finanzpolitischen Veränderungen wird letztlich dazu führen, dass später umso einschneidendere Maßnahmen ergriffen werden müssen. Grundsätzlich sind zwei Arten von Reformen der Alterssicherungssysteme ausführlich diskutiert worden: (1) die Anpassung der bestehenden gesetzlichen Altersver-

sorgungssysteme hinsichtlich der Struktur ihrer Leistungen und Beiträge (häufig als „parametrische Reformen“ bezeichnet) und (2) grundlegendere Veränderungen der Altersversorgung in Richtung kapitalgedeckter Systeme, bei denen zukünftige Leistungen auf akkumulierten Vermögenswerten beruhen („Systemreformen“). In der politischen Praxis ist häufig eine Kombination dieser beiden Varianten vorgeschlagen worden.

Bevor nun auf diese beiden Arten der Reform der Alterssicherungssysteme im Einzelnen eingegangen wird, ist nochmals zu betonen, dass allgemeine strukturelle Reformen des Staatssektors und Einsparungen in den öffentlichen Haushalten insgesamt dazu beitragen, die Finanzierung des auf mittlere Sicht zu erwartenden starken Anstiegs der Rentenausgaben zu erleichtern. Die Lage der öffentlichen Finanzen zu dem Zeitpunkt, zu dem die demographischen Veränderungen am deutlichsten sichtbar werden, ist von entscheidender Bedeutung für die Fähigkeit des Staates, auf die künftigen Herausforderungen zu reagieren. Wenn erst die mit der alternden Bevölkerung verbundenen Ausgaben wie vorhergesagt dramatisch zu steigen beginnen, wird es für die Länder schwierig sein, die zwischen den EU-Mitgliedstaaten vereinbar-

ten finanzpolitischen Vorgaben zu erfüllen und gleichzeitig flexibel genug zu bleiben, um auch auf konjunkturelle oder andere unvorhergesehene Veränderungen reagieren zu können. Daher wären die Regierungen heute gut beraten, wenn sie eine präventive Politik des beschleunigten Defizit- und Schuldenabbaus verfolgen würden. Die Notwendigkeit, in den öffentlichen Haushalten größere Spielräume zu schaffen, mit deren Hilfe auch demographisch bedingte Risiken bewältigt werden können, wird in vielen Ländern immer dringlicher. Die derzeitige positive Wirtschaftsentwicklung bietet den Regierungen die beste Voraussetzung, die erforderlichen Schritte in naher Zukunft durchzuführen, statt sie auf einen späteren Zeitpunkt zu verschieben.

Darüber hinaus ist die mittelfristige Entwicklung auf den Arbeitsmärkten ein zentraler Aspekt bei den mit der Alterung der Bevölkerung zusammenhängenden fiskalischen und gesamtwirtschaftlichen Belastungen. Wie bereits erwähnt, bestimmt nicht der „demographische“ Altenquotient, sondern vielmehr die Beitragszahlerquote (d. h. die Anzahl der Beitragszahler in Relation zur Anzahl der Leistungsempfänger innerhalb eines Rentensystems) den zukünftigen Anstieg der finanziellen Belastungen in einem umlagefinanzierten öffentlichen Transfersystem. Daher ist eine Steigerung des Anteils der Erwerbstätigen an der Gesamtbevölkerung durch eine Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Arbeitsmärkte und eine Verringerung der bestehenden negativen Anreize, Arbeit anzubieten und Arbeitskräfte einzustellen, eine grundlegende Voraussetzung dafür, die kommenden Herausforderungen meistern zu können.

### **Parametrische Reformen**

Auf Grund des Beharrungsvermögens der bestehenden Alterssicherungssysteme erscheinen parametrische Veränderungen den politischen Entscheidungsträgern eher durchsetzbar. Außerdem genügte in der Vergangenheit normalerweise eine relativ geringfügige Anhebung der Beitragssätze oder der Zuschüsse aus anderen öffentlichen Haushalten zum

jeweiligen Rentensystem, um dessen Zahlungsfähigkeit im Falle zunehmender finanzieller Ungleichgewichte wiederherzustellen. Angesichts der Dimension der bevorstehenden Alterungsproblematik werden jedoch tiefer greifende Veränderungen der Alterssicherungssysteme benötigt und in vielen Ländern des Euro-Währungsgebiets auch bereits diskutiert. Diese Diskussion findet im Umfeld einer rasch voranschreitenden Globalisierung der Volkswirtschaften statt. Der wachsende Widerstand seitens der jetzigen Steuerzahler und der internationale Wettbewerb zwischen den Steuersystemen hindern Regierungen in zunehmendem Maße daran, den zukünftigen Anstieg der Leistungen für die Altersversorgung durch Steuererhöhungen zu finanzieren. Daher konzentriert sich die Diskussion über eine effektive parametrische Reform der Alterssicherung hauptsächlich auf verschiedene Arten von Leistungskürzungen, die in der Regel allmählich durchgeführt werden sollen und hauptsächlich zukünftige Rentner betreffen. Grundsätzliche Möglichkeiten für eine Leistungskürzung sind: (1) Eine Heraufsetzung des effektiven durchschnittlichen Renteneintrittsalters, (2) eine Senkung der Rentenniveaus und (3) eine Änderung der Anpassungsvorschriften für die Renten. Es wird allgemein für notwendig erachtet, dass die neuen Regelungen erst nach einem relativ langen Zeitraum vollständig wirksam werden. Damit wird den Arbeitnehmern ermöglicht, ihre Pläne bezüglich Konsum und Ersparnis allmählich anzupassen, sodass sie den Verlust der für das Alter erwarteten Rente durch höhere Ersparnisse während ihrer Erwerbstätigkeit ersetzen können.

Häufig wird argumentiert, dass sich eine Anhebung des gesetzlichen Rentenalters mit der höheren Lebenserwartung und dem verbesserten Gesundheitszustand des durchschnittlichen Arbeitnehmers in einem Alter, das bisher als angemessen für den Renteneintritt galt, rechtfertigen lässt. So wurden die Regelaltersgrenzen in einer Zeit festgelegt, als die Lebenserwartung deutlich unter der derzeitigen bzw. der für die Zukunft prognostizierten Lebenserwartung lag. Auf Grund der starken Anreize, aus dem Arbeitsmarkt auszu-

scheiden, neigte der durchschnittliche Arbeitnehmer in den letzten Jahrzehnten darüber hinaus dazu, lange vor Erreichen der gesetzlichen Altersgrenze in Rente zu gehen. Aus haushaltspolitischer Sicht wirken sich höhere Regelaltersgrenzen positiv aus, da sich dadurch die Anzahl der Jahre, in denen ein Durchschnittsarbeitnehmer Beiträge zum Altersversorgungssystem leistet, erhöht und die Anzahl der Jahre, in denen ein Durchschnittsrentner Transferleistungen erhält, verringert. Eine Reihe von Ländern des Euroraums hat in letzter Zeit eine allmähliche Anhebung des gesetzlichen Rentenalters eingeführt bzw. angekündigt. Verschiedenen Schätzungen zufolge würde eine Anhebung des effektiven Rentenalters um fünf Jahre die zukünftigen finanziellen Belastungen der Alterssicherungssysteme in einigen Ländern deutlich verringern.

Ein anderer häufig diskutierter Reformvorschlag bezieht sich auf die Anpassung des durchschnittlichen Rentenniveaus. Die Großzügigkeit eines umlagefinanzierten Rentensystems spiegelt sich insbesondere in der Anzahl der Jahre, die zur Bewertung des individuellen Arbeitsverlaufs herangezogen wird, und in dem Faktor, der die angesammelten Rentenansprüche im Verhältnis zum jährlich gemessenen Einkommen bestimmt (dem „Rentenfaktor“), wider. Das durchschnittliche Rentenniveau kann somit angepasst werden, indem die Rentenfaktoren geändert werden oder indem die Anzahl der zur Berechnung der Rentenansprüche berücksichtigten Erwerbsjahre heraufgesetzt wird. Durch solche Reformen würde die in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets als übertrieben angesehene Großzügigkeit der gesetzlichen Altersversorgungssysteme verringert. Darüber hinaus würde verstärkt dem Aspekt der versicherungsmathematischen Äquivalenz, d. h. eines engeren Zusammenhangs zwischen gezahlten Beiträgen und zustehenden Rentenansprüchen, Rechnung getragen.

Auch eine Änderung der Anpassungsvorschriften für die Renten würde sich auf die Entwicklung der Rentenniveaus auswirken. Folgen die Renten der Preis- statt der Lohnentwicklung, können die öffentlichen Haushalte wesentlich

entlastet werden. Kommt es allerdings im Lauf der Zeit zu einem Anstieg der Reallöhne, so würde eine solche Indexierungsregel mit der Zeit zu einer Verschlechterung der Einkommenssituation der Rentner gegenüber den Arbeitnehmern führen. Werden die Renten dagegen an die Höhe der nominalen Bruttolöhne gekoppelt, so werden die Rentner im Falle steigender Steuern oder Sozialversicherungsbeiträge gegenüber den Arbeitnehmern bevorzugt. Eine Reihe von Ländern, in denen der Anstieg der Löhne als Maßstab für die Rentenanpassungen verwendet wird, hat daher die Renten an die Nettolöhne und nicht an die Bruttolöhne gekoppelt. Die Hauptargumente der Verfechter dieser Maßnahme waren Einsparungen im Haushalt und eine gleichmäßigere Verteilung der finanziellen Belastung auf die Generationen. Positive Auswirkungen auf die Finanzlage sind auch von einer zeitweiligen Aussetzung der Lohnindexierung zu erwarten, die zu einer dauerhaften Verringerung der Rentenniveaus für den Rentenbestand führen würde. Einige Länder haben bereits eine Änderung der Indexierung der Renten über einen begrenzten Zeitraum hinweg eingeführt bzw. angekündigt.

Die in der Vergangenheit eingeleiteten oder diskutierten parametrischen Reformen standen oft – und in vielen Fällen zu Recht – im Verdacht, nur vorübergehender Natur zu sein. Da die Beiträge und Leistungen erneut angepasst werden können, falls die finanzielle oder politische Situation dies erfordert, wurde diesen Reformen nicht zugetraut, die sozialen Sicherungssysteme auf eine dauerhaft tragfähige Grundlage stellen zu können. Verfechter einer tiefer greifenden Rentenreform vertreten daher die Auffassung, dass der Widerstand gegen parametrische Reformen oft von diesem Glaubwürdigkeitsproblem herührt. Hinzu kommt, dass eine stärkere Kapitaldeckung der zukünftigen Renten auf Grund der Aussage, die Finanzierung eines umfassenden umlagefinanzierten Altersversorgungssystems sei angesichts der absehbaren demographischen Entwicklung untragbar, in den vergangenen Jahrzehnten verstärkt Unterstützung gefunden hat. Solche Veränderungen entsprechen jedoch eher einer Systemreform als einer parametrischen Reform.

## Systemreformen

Kapitalgedeckte Rentensysteme bieten denjenigen, die gegenwärtig Sozialversicherungsbeiträge zahlen, individuelle Anwartschaften, die private Eigentumsrechte darstellen und mit dem Besitz anderer Vermögenswerte vergleichbar sind. In einem Festbeitragssystem ist die Höhe der Beiträge – in der Regel ein prozentualer Anteil am Arbeitsentgelt – von vornherein festgelegt, während die Leistungen als jährliche Auszahlungen erfolgen, die sich aus dem auf einem individuellen Konto angesammelten Vermögen sowie den darauf entfallenden Zinsen speisen. In einem versicherungsmathematisch ausgeglichenen Kapitaldeckungssystem werden die Beitragssätze so festgelegt, dass der Barwert aller zukünftigen Einnahmen dem Barwert aller zukünftigen Leistungen entspricht, wobei Annahmen etwa über die Anzahl der künftigen Rentempfänger und Beitragszahler sowie über das Lohnwachstum getroffen werden. Dies hat gegenüber den umlagefinanzierten Systemen den großen Vorteil, dass der Beitragssatz eines kapitalgedeckten Systems insofern eine Signalfunktion hat, als er die tatsächlichen laufenden und zukünftigen Kosten der Renten widerspiegelt, wohingegen diese Kosten bei den derzeitigen Beitragssätzen zu den umlagefinanzierten Systemen stark unterzeichnet werden können. Unter den EWU-Ländern haben die Niederlande und Finnland bereits einen bedeutenden Teil ihrer Altersversorgung auf eine kapitalgedeckte Grundlage gestellt. Auch in anderen EU-Mitgliedstaaten und Industrienationen weltweit ist dieser Trend zu beobachten.

Man unterscheidet im Allgemeinen zwei Arten einer kapitalgedeckten Altersversorgung, die wiederum in den bestehenden Systemen gewöhnlich kombiniert vorkommen: teilweise und vollständig kapitalgedeckte Systeme. Darüber hinaus können kapitalgedeckte Systeme durch den Staat oder in privater Trägerschaft verwaltet werden, die Mitgliedschaft kann obligatorisch oder freiwillig sein. Eine teilweise kapitalgedeckte soziale Absicherung findet üblicherweise im Rahmen von gesetzlichen Pflichtversicherungssystemen Anwendung und ist in verschiedenen Ländern des

Euroraums bereits eingeführt worden. Darüber hinaus arbeiten einige Länder mit fiktiv kapitalgedeckten Systemen. In solchen Fällen werden die Beitragssätze im Einklang mit den Anforderungen eines kapitalgedeckten Systems und somit oberhalb des für die Finanzierung der laufenden Rentenzahlungen benötigten Niveaus festgelegt. Allerdings werden die Beiträge nicht in Vermögenswerten angelegt, sondern fallen dem Staat zu, der die laufenden Überschüsse des Rentensystems zur Senkung seines Schuldenstands verwenden kann. Die zuvor erwähnte Signalfunktion der Beitragssätze in einem kapitalgedeckten System bleibt somit erhalten.

Im Vergleich zu umlagefinanzierten Systemen besteht in kapitalgedeckten Systemen eine engere Verbindung zwischen den von den Arbeitnehmern geleisteten Beiträgen und ihren voraussichtlichen Rentenansprüchen. Diese Verbindung wird in umlagefinanzierten Systemen häufig dadurch überlagert, dass solche Systeme eine Reihe von Verteilungsaufgaben übernehmen – oft handelt es sich dabei auch um Aufgaben, die nicht in Zusammenhang mit der Zahlung von Altersrenten stehen, z. B. das Ersetzen von Transfers an Arbeitslose durch eine vorgezogene Altersrente – und gewöhnlich keine marktüblichen Renditen für die Beiträge bieten können. Daher wird eine stärkere Kapitaldeckung als ein Mittel angesehen, Verzerrungen auf den Arbeitsmärkten durch die Schaffung einer versicherungsmathematischen Äquivalenz von Beiträgen und Leistungen zu verringern. Es wurde auch dahingehend argumentiert, dass eine Ansammlung finanzieller Rücklagen zur Deckung der Rentenverpflichtungen mit geringeren Kosten verbunden sei als die Finanzierung per Umlageverfahren. Es kann gezeigt werden, dass dies grundsätzlich dann zutrifft, wenn der Realzins über dem Produktivitätszuwachs zuzüglich des Bevölkerungswachstums liegt, d. h. wenn sich die Wirtschaft auf einem dynamisch effizienten Wachstumskurs befindet. Mit einer Kapitaldeckung der Renten würde somit ein weiterer Anstieg der Beitragssätze oder eine deutliche Senkung der Rentenleistungen, die zur Fortführung der bestehenden umlagefinanzierten Alterssicherungssysteme

notwendig wären, weitgehend verhindert. Durch eine Verlagerung auf stärker kapitalgedeckte Renten könnten die Arbeitsmärkte vor weiteren negativen Auswirkungen der steigenden Kosten für die Altersversorgung und des damit verbundenen Finanzierungsbedarfs geschützt werden. Effizienzgewinne und Kosteneinsparungen könnten auch durch eine größere Einbeziehung der Privatwirtschaft in die Verwaltung der Rentenfonds erreicht werden. Außerdem würde die Sozialversicherung so dem politischen Druck entzogen, weniger von Wahlzyklen beeinflusst und somit aus Sicht der Bevölkerung verlässlicher werden.

Darüber hinaus dürfte in einem kapitalgedeckten System die effizientere Allokation erreicht werden, da die Ansammlung eines großen Rentenvermögens günstige Kapitalmarktentwicklungen erfordern und diese tatsächlich auch beschleunigen würde. Die Errichtung großer Pensionsfonds würde eine bedeutende Nachfrage nach entsprechenden Kapitalmarktinstrumenten schaffen. Es wird angenommen, dass damit die Liquidität und Tiefe der Märkte vergrößert würde. Weiterhin wurde darauf hingewiesen, dass kapitalgedeckte Renten zu einer stärkeren Beteiligung der Arbeitnehmer an den wirtschaftlichen Vorteilen der Globalisierung beitragen und somit die Akzeptanz der Kapitalmärkte und der Renditen der Finanzaktiva in der Bevölkerung verbessern würden. Schließlich wird immer wieder angeführt, dass der Übergang zu einem kapitalgedeckten System die gesamtwirtschaftliche Ersparnis und damit auch das längerfristige Wachstumspotenzial erhöhen würde sowie im Hinblick auf die intergenerative Lastenverteilung gerechter sei als ein umlagefinanziertes System.

Wichtige Fragen ergeben sich jedoch bezüglich des Übergangs zu einem kapitalgedeckten Altersversorgungssystem. Erster und wichtigster Punkt ist, dass der Wechsel von einem umlagefinanzierten zu einem kapitalgedeckten System große Probleme mit sich bringt. Wenn sich die heutigen Arbeitnehmer an einem beitragsorientierten Altersversorgungssystem beteiligen würden, flössen ihre

Beiträge auf ihre individuellen Rentensparkonten. Auf diese Weise müsste der Staat die aus dem umlagefinanzierten System herrührenden Leistungsansprüche der jetzigen Rentner befriedigen, ohne auf die aus den Löhnen der derzeitigen Arbeitnehmer entrichteten Abgaben zurückgreifen zu können. Das Ausmaß der sich ergebenden Defizite würde die impliziten Verbindlichkeiten offen legen, die sich im umlagefinanzierten System angesammelt haben.

Außerdem könnte der Betrag, der Niedriglohneempfängern normalerweise für Rücklagen für die Altersversorgung zur Verfügung steht, nicht immer ausreichen, um diesen nach Renteneintritt einen angemessenen Lebensstandard zu ermöglichen. Allgemeiner gesehen liegt einer der wesentlichen Nachteile eines kapitalgedeckten Festbeitragssystems in dem Anlagerisiko, dem die Rentner ausgesetzt werden, da die Leistungen aus der Altersvorsorge im Wesentlichen von der ungewissen realen Rendite des angesammelten Vermögens abhängen. Die akkumulierten Rentenfonds könnten insofern keine ausreichende Kompensation des Verlusts des Arbeitseinkommens nach Renteneintritt bieten. In diesen Fällen müssten zusätzliche steuerfinanzierte finanzpolitische Instrumente die Umverteilungsaufgaben übernehmen.

Einige andere vermeintliche Vorteile des kapitalgedeckten Systems wurden ebenfalls angezweifelt. Normalerweise wird davon ausgegangen, dass die finanzielle Grundlage eines umlagefinanzierten Systems bei einem Rückgang der Zahl der Beitragszahler allmählich ausgehöhlt wird. Grundsätzlich hängt jedoch auch ein kapitalgedecktes System von der Altersstruktur der Bevölkerung ab. In einem kapitalgedeckten Festbeitragssystem werden die Rentner versuchen, die in ihren Rentenfonds angesammelten Vermögenswerte an Personen im erwerbsfähigen Alter zu veräußern. Angesichts des zu erwartenden Rückgangs der Zahl der Erwerbstätigen könnten die Nachfrage nach den Vermögenswerten der Rentner sowie der Wert der Vermögenswerte selbst und die jährliche Rente, die daraus gezahlt wird, entsprechend niedriger

ausfallen. Ein weiteres mit der Einführung eines kapitalgedeckten Altersversorgungssystems zusammenhängendes Problem ergibt sich aus der Notwendigkeit, zusätzliche private Ersparnisse am Kapitalmarkt zu investieren, womit ein Rückgang der Rendite der Finanzaktiva verbunden sein könnte. Diesem Argument kann jedoch entgegengesetzt werden, dass die Rentenfonds auch in Ländern investieren können, in denen der Kapitalbedarf und die Renditen für Finanzaktiva relativ hoch sind, wie dies etwa in Transformations-, Schwellen- oder Entwicklungsländern der Fall ist. Grundsätzlich sollte bei kapitalgedeckten Systemen die Möglichkeit bestehen, Anlagestrategien zu wählen, die die höchste Rendite versprechen, ohne dabei untragbare Risiken einzugehen. Dies kann zum Beispiel durch eine internationale Diversifizierung der jeweiligen Portfolios geschehen. In den bestehenden Systemen ist diese Möglichkeit jedoch häufig durch die nationale Gesetzgebung eingeschränkt.

### 3 Schlussbemerkungen

Die Alterung der Bevölkerung dürfte in den kommenden Jahrzehnten die größte absehbare Herausforderung für die Finanzpolitik im Eurogebiet darstellen. Angesichts der Dimension des zu erwartenden Bruchs in der Bevölkerungsstruktur und des hohen Anteils der Aufwendungen für die Altersversorgung an den Staatsausgaben sind sowohl Reformen der Alterssicherungssysteme als auch weit reichende Anpassungen innerhalb des öffentlichen Sektors vonnöten, um den zukünftigen finanziellen Verpflichtungen nachkommen zu können. Bei der Durchführung der Rentenreformen sollten sich die Regierungen nicht von ihrem kurzfristigen Finanzierungsbedarf, sondern von dem Ziel der langfristigen Tragfähigkeit der Altersversorgungssysteme leiten lassen. Die meisten Staaten des Euro-Währungsgebiets haben die Umsetzung der notwendigen Maßnahmen aufgeschoben und scheinen daher nicht ausreichend gerüstet zu sein, um das Problem des erwarteten sprunghaften Anstiegs der öffentlichen Transferzahlungen bewältigen zu können. Darüber hinaus weisen zahlreiche Länder noch eine übermä-

Fasst man die Diskussion zusammen, so stellt man eine gewisse Präferenz für ein Mischsystem fest, das sowohl kapitalgedeckte als auch umlagefinanzierte Elemente enthält und deren spezifische Vorteile nutzt sowie die Risiken weit streut. So wird häufig verlangt, dass gesetzliche umlagefinanzierte Systeme nur eine pauschale Grundrente bieten sollten, die dann durch zusätzliche, auf dem früheren Einkommen basierende Zahlungen ergänzt würden. Diese zusätzlichen Leistungen zur Altersversorgung sollten sowohl aus einer obligatorischen privaten oder gesetzlichen kapitalgedeckten Säule als auch aus einer freiwilligen privaten kapitalgedeckten Säule finanziert werden. Dieser Drei-Säulen-Ansatz – der sich im Detail freilich unterscheiden kann – wurde in der Vergangenheit von einigen Ländern erfolgreich eingeführt und wird derzeit in vielen anderen Ländern diskutiert.

Big hohe explizite öffentliche Verschuldung auf oder müssen erst noch eine Haushaltsposition erreichen, die mit den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts vereinbar ist. Diesen Vorgaben zufolge müssen die Mitgliedstaaten zumindest Haushaltspositionen erzielen, die über den Konjunkturzyklus hinweg die volle Wirksamkeit der automatischen Stabilisatoren ermöglichen, ohne dass dabei die Defizitobergrenze von 3 % des BIP überschritten wird. Es bedarf jedoch eines zusätzlichen Sicherheitsabstands zur Obergrenze, damit die öffentlichen Haushalte auch gegen Risiken gewappnet sind, die nicht auf konjunkturelle Schwankungen zurückzuführen sind. Durch eine Beschleunigung des Defizit- und Schuldenabbaus sollten die Regierungen schon bald einen solchen Sicherheitsabstand realisieren, damit die öffentlichen Finanzen auf eine ausreichend solide Grundlage gestellt sein werden, wenn die Alterung der Bevölkerung einmal ihren Höhepunkt erreicht haben wird. Das für die nächsten Jahre prognostizierte kräftige Wirtschaftswachstum bietet den Regierungen die günstigsten Voraussetzungen für

die Durchführung der erforderlichen Maßnahmen.

Wenngleich insgesamt solide öffentliche Finanzen die sich aus der Alterung der Bevölkerung ergebenden finanziellen Belastungen abmildern würden, scheinen doch auch spezifische Reformen der öffentlichen Transfersysteme erforderlich. In diesen Zusammenhang gehört auch ein Abbau der Verzerrungen auf den Arbeitsmärkten der EU, die durch die hohe Abgabenlast und die negativen Anreize, Arbeit anzubieten und nachzufragen, entstanden sind. Von den Reformen sollte das klare Signal ausgehen, dass die Politik der Dringlichkeit des Problems Rechnung trägt und die langfristige Tragbarkeit der öffentli-

chen Finanzen zum Ziel hat, statt sich mit einer Korrektur der kurzfristigen Haushaltsungleichgewichte zu begnügen. Innerhalb der bestehenden Systeme ist die Anpassung der Regelaltersgrenzen und der Rentenniveaus – gegebenenfalls gekoppelt an die Entwicklung der Lebenserwartung – Teil einer effektiven Reform. Neben einer Reduzierung der Rentenansprüche gegenüber den umlagefinanzierten gesetzlichen Altersversorgungssystemen würde eine schrittweise Ergänzung dieser Alterssicherungssysteme durch kapitalgedeckte Elemente unter Beteiligung des privaten Sektors einen positiven Beitrag zur dauerhaften Tragbarkeit der öffentlichen Finanzen leisten. Einige Mitgliedstaaten haben diesen Weg bereits mit Erfolg eingeschlagen.