



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

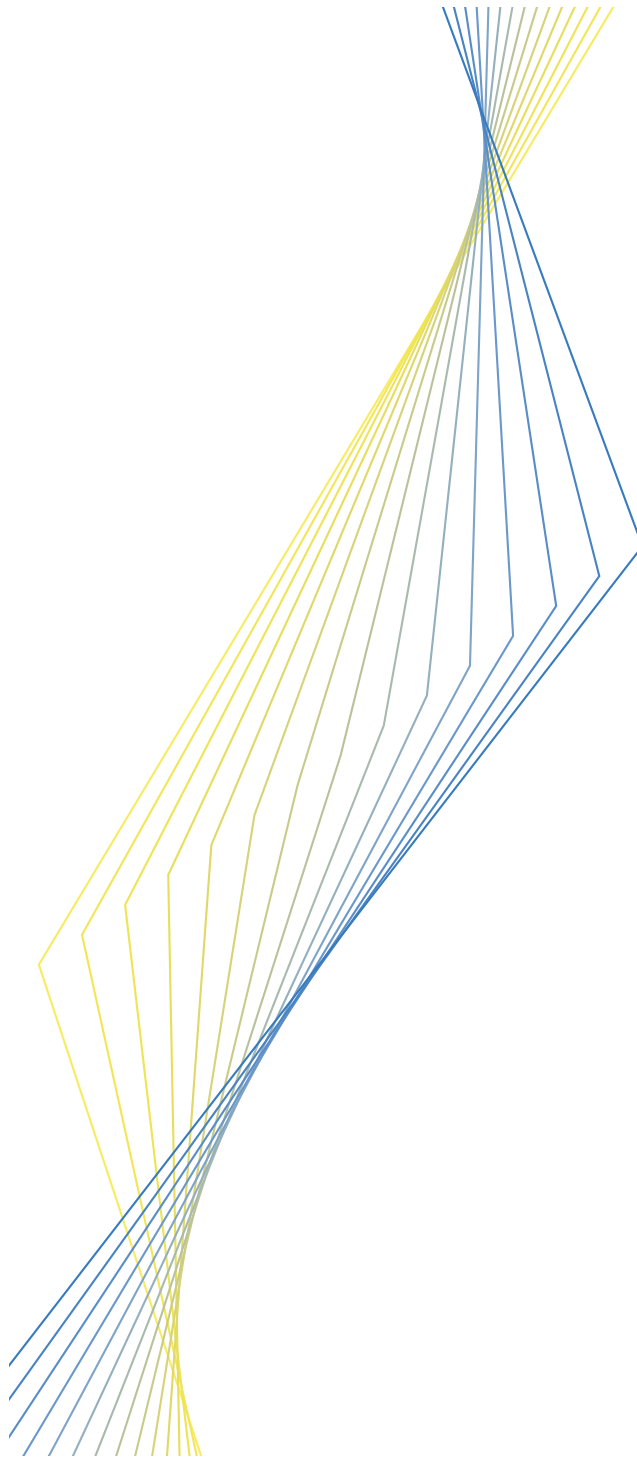
ECB EZB EKT BCE EKP

**MONATSBERICHT**

August 2001



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**August 2001**

© Europäische Zentralbank, 2001

<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 1. August 2001.*

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	20
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	25
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	36
Kästen:	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Juli 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	13
2 Jüngste Entwicklungen bei den Renditeabständen von Unternehmensanleihen	16
3 Veröffentlichung von Konjunkturstatistiken, untergliedert nach harmonisierten industriellen Hauptgruppen	23
4 Korrektur der Daten der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet	27
5 Beschäftigungswachstum nach Sektoren im Euro-Währungsgebiet	34
6 Saisonbereinigung in der Leistungsbilanz	41
Finanzpolitik und Wirtschaftswachstum	43
Gütermarktreformen im Euro-Währungsgebiet	61
Die Rolle zentraler Kontrahenten bei der Konsolidierung der Wertpapierabwicklung im Euro-Währungsgebiet	77
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	85*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	91*

## Abkürzungen

### Länder

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

### Sonstige

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

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

Auf seinen Sitzungen am 19. Juli und 2. August 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei 4,50 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert, und zwar bei 5,50 % bzw. 3,50 %.

Die derzeitigen EZB-Leitzinssätze werden als angemessen betrachtet, um die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Diese Einschätzung beruht auf der Analyse von Informationen, die sich aus den beiden Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB ergeben.

Im Hinblick auf die erste Säule stieg der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten der Geldmenge M3 (bereinigt um die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktfondsanteile) von 4,8 % im Zeitraum von März bis Mai 2001 auf 5,3 % im Zeitraum von April bis Juni 2001. Unter Berücksichtigung der Verzerrung nach oben, die sich durch die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren ergibt (und die auf etwa einen drei viertel Prozentpunkt geschätzt wird), entspricht der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 allerdings weitgehend dem Referenzwert von 4 ½ %. Die Zunahme des Wachstums von M3 in den letzten Monaten dürfte auf die Auswirkungen von vermutlich vorübergehenden Faktoren auf die Geldnachfrage zurückzuführen sein, wie zum Beispiel den Anstieg der Teuerung, die allmähliche Abflachung der Zinsstrukturkurve und die Unsicherheit an den Finanzmärkten. Die in den nächsten Monaten verfügbar werdenden Daten müssen sorgfältig auf eine Bestätigung dieser Einschätzung hin analysiert werden. Insgesamt gesehen und auch unter Berücksichtigung des langsamen, aber bis Juni 2001 anhaltenden Rückgangs der Jahresrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor ist die Einschätzung im Rahmen der ersten Säule weitgehend unverändert geblieben.

Was die zweite Säule und hier zunächst die Wirtschaftstätigkeit betrifft, so weisen die jüngsten Daten zur Industrieproduktion und auf Umfragen beruhende Indikatoren darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal 2001 schwächer war als in vorangegangenen Quartalen. Daher wird nun davon ausgegangen, dass das reale BIP-Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2001 unter dem vorher projizierten Stand gelegen hat, was wiederum Auswirkungen auf die Schätzungen der Jahreswachstumsrate hat. Die Abschwächung ist erstens auf die weltweite Konjunkturverlangsamung zurückzuführen, die sich offenbar erheblich auf die Ausfuhren und die Investitionstätigkeit des Euro-Währungsgebiets ausgewirkt hat, und zweitens auf das hinter den Erwartungen zurückbleibende Wachstum des privaten Verbrauchs, das teilweise mit den Auswirkungen des Preisanstiegs für Energie und Nahrungsmittel auf das real verfügbare Einkommen in Zusammenhang stehen könnte. Daher besteht erhöhte Unsicherheit hinsichtlich des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet in der zweiten Jahreshälfte 2001, insbesondere angesichts möglicher weiterer Auswirkungen der schwächeren Wirtschaftsentwicklung in verschiedenen Regionen der Welt und des möglichen Einflusses, den eine Änderung in der Einschätzung der Wirtschaftslage auf die inländische Nachfrage ausüben könnte. Allerdings dürfte der zu erwartende Rückgang des Verbraucherpreisanstiegs im weiteren Jahresverlauf 2001 und insbesondere 2002 zu einer Erholung des privaten Verbrauchs im Euroraum beitragen. Weitere positive Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum des Euro-Währungsgebiets dürften von Steuerensenkungen in einigen Ländern des Euroraums sowie den günstigen Finanzierungsbedingungen ausgehen.

Betrachtet man die Preisentwicklung, so ging der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), von 3,4 % im Mai 2001 auf 3 % im Juni 2001 zurück, während die jährliche Steigerungsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie unverändert bei 2,2 % lag.

Vorläufige nationale Daten weisen darauf hin, dass der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise im Euroraum im Juli 2001 weiter zurückgegangen sein könnte. Zwar ist die Preissteigerung weiterhin hoch, doch bestätigt diese Entwicklung die Ansicht, dass der vergangene Anstieg der Teuerung nach dem HVPI zu einem erheblichen Teil eine direkte Auswirkung vorübergehender und allmählich nachlassender Faktoren darstellte. Die indirekten Auswirkungen früherer Einfuhrpreissteigerungen dürften sich ebenfalls langsam abschwächen, wenngleich sie die Inflationsentwicklung noch einige Zeit beeinflussen können. Der Rückgang der jährlichen Steigerungsrate der Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet (besonders für Vorleistungsgüter und Energieerzeugnisse) stützt diese Erwartung. Die jüngsten Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet lassen erkennen, dass die Lohnzurückhaltung Anfang 2001 anhielt.

Sofern keine weiteren nachteiligen Preishocks auftreten, dürfte sich die rückläufige Entwicklung der Verbraucherpreissteigerungen fortsetzen, wobei vorübergehende Unterbrechungen möglich sind. Diese Aussichten stehen im Einklang mit der Einschätzung der Märkte im Hinblick auf die Preissteigerung im Euroraum. Vor diesem Hintergrund und angesichts der gegenwärtigen Konjunkturlage sowie der bisherigen Lohnentwicklung besteht Grund zu der Annahme, dass weiterhin Lohnzurückhaltung geübt wird. Allerdings kann die Gefahr, dass sich der zurückliegende Anstieg der Teuerungsrate nach dem HVPI auf die Lohnsteigerungen auswirkt, noch nicht ausgeschlossen werden, und angesichts anstehender Tarifverhandlungen ist Vorsicht angebracht.

Insgesamt gesehen wird der derzeitige geldpolitische Kurs angesichts der aktuellen Informationen im Rahmen der beiden Säulen als angemessen betrachtet, um die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Gleichzeitig müssen Entwicklungen, die diese

Einschätzung beeinflussen könnten, genau beobachtet werden.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es wichtig, auf die Faktoren zu verweisen, die am besten dazu beitragen, ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum im Euroraum zu stützen. Die Geldpolitik wird sich weiterhin auf Preisstabilität auf mittlere Sicht konzentrieren und somit dazu beitragen, ein für das Wirtschaftswachstum günstiges Umfeld zu gewährleisten. Ein stetiger Rückgang der Teuerungsrate ist für die Entwicklung des real verfügbaren Einkommens und des privaten Verbrauchs von entscheidender Bedeutung. Lohnzurückhaltung wird ein maßgeblicher Faktor sein, um die gegenwärtige Konjunkturverlangsamung zu überwinden, das Wirtschaftswachstum längerfristig zu stützen und insbesondere das Beschäftigungswachstum zu fördern. Die Regierungen der Länder des Euroraums sollten durch eine am Stabilitäts- und Wachstumspakt ausgerichtete Finanzpolitik sowie durch umfassendere und tiefer greifende Struktur-reformen ihren Beitrag dazu leisten. So könnte die Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets negativen Schocks am besten begegnen und dürfte von dem steigenden langfristigen Potenzialwachstum profitieren.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Artikel. Der erste Artikel beschäftigt sich mit der Rolle der Finanzpolitik bei der Stimulierung des langfristigen Wirtschaftswachstums sowie mit ihren Auswirkungen auf die Konjunktur. Der zweite Beitrag analysiert, weshalb Struktur-reformen, die darauf ausgerichtet sind, den Wettbewerb zu verstärken und die Verzerrungen an den Güter- und Dienstleistungsmärkten des Euro-Währungsgebiets zu reduzieren, erhebliche wirtschaftliche Vorteile mit sich bringen und die mit volkswirtschaftlichen Schocks verbundenen Anpassungskosten verringern dürften. Der dritte Artikel schließlich beschreibt die Rolle zentraler Kontrahenten bei der Konsolidierung der Wertpapierabwicklung im Euro-Währungsgebiet.

# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seinen Sitzungen am 19. Juli und 2. August 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die als Zinstender durchgeführt werden) bei 4,50 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert, und zwar bei 5,50 % bzw. 3,50 % (siehe Abbildung 1).

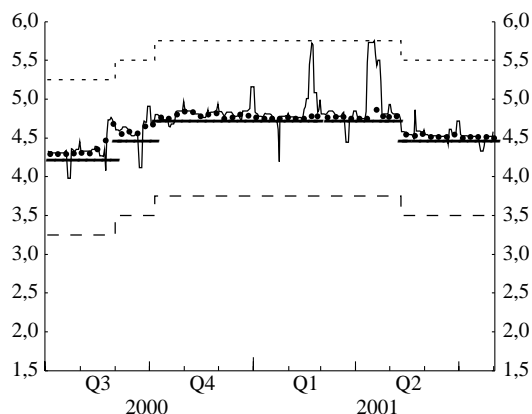
### Kürzerfristige Dynamik von M3 verstärkte sich weiter

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 erhöhte sich im Juni 2001 auf 6,1 %, verglichen mit 5,1 % im Vormonat<sup>1</sup> (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 stieg in der Zeit von April bis Juni 2001 auf 5,3 %, nachdem er im Zeitraum von März bis Mai 4,8 % betragen hatte. Vorläufigen Angaben zufolge belaufen sich die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Geldmarktpapiere und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren auf etwa einen drei viertel Prozentpunkt der Jahreswachstumsrate von M3.

### Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

- Spitzenrefinanzierungssatz
- - - Einlagesatz
- Mindestbietungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften
- Tagesgeldsatz (EONIA)
- ..... Marginaler Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften

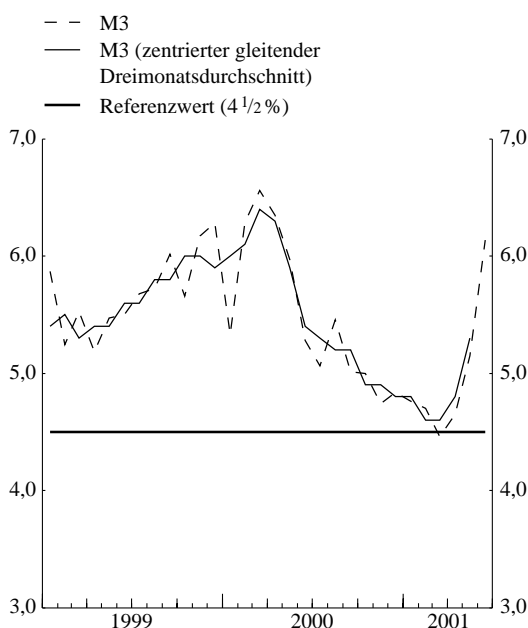


Quellen: EZB und Reuters.

### Abbildung 2

#### M3-Wachstum und der Referenzwert

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



Quelle: EZB.

Wird der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 vollständig um die von Gebietsfremden gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente bereinigt, so entspricht er weitgehend dem Referenzwert von 4 1/2 %.

<sup>1</sup> Ab Juni 2001 werden die Jahreswachstumsraten des Bargeldumschlags, der täglich fälligen Einlagen, der Geldmenge M1, der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) (M2 - M1), der Geldmenge M2, der marktfähigen Finanzinstrumente (M3 - M2) und der Geldmenge M3 anhand von Angaben berechnet, die um saisonale Einflüsse und Kalendereffekte am Monatsende bereinigt sind. Aufgrund dieses Verfahrens spiegeln die Jahreswachstumsraten die zu Grunde liegende Entwicklung genauer wider als die auf nicht bereinigten Angaben beruhenden Jahreswachstumsraten. Zum Zeitpunkt der ersten Veröffentlichung der monetären Statistik durch die EZB waren keine ausreichend zuverlässigen und stabilen saisonbereinigten Angaben verfügbar. Mittlerweile hat die EZB ein Verfahren zur Berechnung dieser Daten entwickelt (siehe die EZB-Veröffentlichung „Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area“, August 2000) und ist nun der Ansicht, dass die Qualität dieser Daten ausreichend getestet worden ist. Hinsichtlich weiterer Posten der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors werden derzeit Jahreswachstumsraten auf der Grundlage von saison- und kalenderbereinigten Angaben ermittelt.



Der Anstieg der Jahreswachstumsrate von M3 im Juni 2001 ist teilweise auf einen Basis-effekt zurückzuführen, da der im Juni letzten Jahres verzeichnete monatliche Rückgang nicht mehr bei der Berechnung der jährlichen Wachstumsrate berücksichtigt wird. Zugleich war eine zunehmende Verstärkung der kürzerfristigen Dynamik von M3 zu beobachten. Im Juni erhöhte sich die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete sechsmonatige Wachstumsrate von M3 weiter auf 7,4 %, verglichen mit 6,8 % im Vormonat und 4,9 % im Dezember 2000. Die in nominaler Rechnung erhöhte Geldhaltung der Wirtschaftsteilnehmer lässt sich zumindest teilweise mit dem im vergangenen Jahr und in der ersten Hälfte dieses Jahres verzeichneten Anstieg der Teuerungsrate erklären. Darüber hinaus halten Anleger angesichts der allmählichen Abflachung der Zinsstrukturkurve und der Unsicherheit an den Aktienmärkten tendenziell einen vergleichsweise hohen Anteil ihres Portfolios in Form von liquiden Mitteln. Schließlich ist der Tatsache Rechnung zu tragen, dass sich die Geldmenge M3 – vollständig bereinigt um den geschätzten Einfluss der von Gebietsfremden gehaltenen marktfähigen

Finanzinstrumente – Ende 2000 und Anfang 2001 relativ langsam ausweitete, so dass ein Anstieg des M3-Wachstums zu erwarten war.

Bei den Komponenten von M3 war ein Anstieg der jährlichen Wachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 zu verzeichnen, und zwar von 2,9 % im Mai auf 3,8 % im Juni (siehe Tabelle 1). Allerdings waren bei den beiden Komponenten von M1 stark gegenläufige Entwicklungen zu beobachten. Der Anstieg der jährlichen Zuwachsrates von M1 ist ausschließlich auf die Zunahme der Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen zurückzuführen, während der Bargeldumlauf stärker als zuvor zurückging. Nach der außergewöhnlich geringen Zunahme der täglich fälligen Einlagen im zweiten Halbjahr 2000 und Anfang 2001 ist der Anstieg der Jahreswachstumsrate dieser Einlagen (von 4,3 % im Vormonat auf 5,6 %) weitgehend als Normalisierung zu deuten. Die Jahresänderungsrate des Bargeldumlaufs belief sich auf -4,7 %, gegenüber -3,9 % im Mai. Dieser anhaltende Rückgang des Bargeldumlaufs dürfte mit der bevorstehenden Euro-Bargeldumstellung in Zusammenhang stehen.

**Tabelle 1**  
**Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet**  
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitt)

	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 März	2001 April	2001 Mai	2001 Juni
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
<b>M1</b>	5,7	2,6	2,3	1,6	1,4	2,9	3,8
Bargeldumlauf	1,9	-1,3	-3,2	-1,9	-2,5	-3,9	-4,7
Täglich fällige Einlagen	6,5	3,5	3,5	2,3	2,2	4,3	5,6
M2-M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	2,2	3,4	4,4	4,3	4,8	4,1	4,6
<b>M2</b>	3,8	3,1	3,5	3,0	3,2	3,5	4,3
M3-M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	11,4	14,7	14,4	12,9	13,5	14,8	17,3
<b>M3</b>	4,9	4,7	5,0	4,5	4,6	5,1	6,1
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten</b>							
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>	6,1	4,5	3,8	4,7	3,8	3,6	3,3
Kredite an öffentliche Haushalte	-6,0	-5,9	-3,6	-5,5	-4,6	-2,7	-1,5
<i>darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte</i>	-1,9	-0,1	-1,3	-0,3	-1,5	-1,4	-1,6
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	10,5	9,9	8,9	9,4	9,1	8,6	8,4
<i>darunter: Buchkredite an den privaten Sektor</i>	9,6	9,1	8,2	8,7	8,4	8,0	7,8

Quelle: EZB.

Ansässige im Euro-Währungsgebiet reduzieren ihre Banknotenbestände und dürften diese zu einem großen Teil in andere sichere und liquide Anlageformen, die in M3 enthalten sind, umschichten. Was die außerhalb des Eurogebiets gehaltenen, auf nationale Währungen der Länder des Euroraums lautenden Banknotenbestände betrifft, gibt es keine Anzeichen für umfangreiche Rückflüsse in den Euroraum.

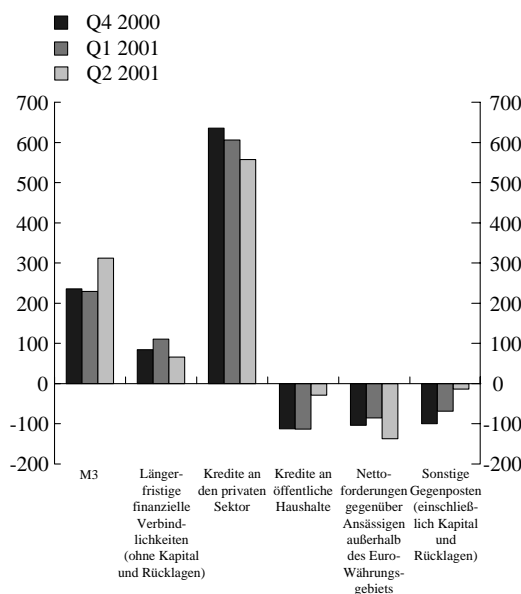
Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) nahm von 4,1 % im Mai auf 4,6 % im Juni zu. Die nicht saison- und kalenderbereinigte jährliche Veränderungsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten war weniger ausgeprägt und lag im Juni bei -1,0 %, verglichen mit -2,3 % im Vormonat, während das nicht saison- und kalenderbereinigte jährliche Wachstum der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren einen leichten Rückgang aufwies, und zwar von 12,7 % im Mai auf 12,4 %. Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente nahm weiter stark zu und erhöhte sich von 14,8 % im Mai auf 17,3 % im Juni. Die Nachfrage nach diesen Finanzinstrumenten wurde möglicherweise durch die Unsicherheit an den Aktienmärkten und die allmähliche Abflachung der Zinsstrukturkurve angeregt, die die Anleger dazu veranlassten, weiterhin stärker in kurzfristige Geldmarktanlagen anstatt in längerfristige Vermögenswerte zu investieren. Darauf weist auch die anhaltende Verlangsamung des jährlichen Wachstums der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (von 3,6 % im Vormonat auf 3,3 % im Juni, nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt) hin.

### Weitere Verlangsamung des Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor

Bei den ebenfalls nicht saisonbereinigten Gegenposten zu M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im Juni leicht auf 6,1 %, verglichen mit 5,9 % im Mai. Diese

### Abbildung 3 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

Entwicklung war ausschließlich auf eine niedrigere Jahresänderungsrate der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte zurückzuführen (1,5 % gegenüber 2,7 % im Mai). Allerdings war auch eine weitere Verlangsamung des jährlichen Wachstums der Kreditgewährung an den privaten Sektor zu verzeichnen, und zwar von 8,6 % im Vormonat auf 8,4 % (siehe Tabelle I und Abbildung 3). Hierfür war die weitere Abschwächung der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor von 8,0 % im Mai auf 7,8 % im Juni verantwortlich. Die rückläufige Entwicklung der Kreditgewährung an den privaten Sektor dürfte zum Teil mit dem abnehmenden Einfluss einiger Sonderfaktoren zusammenhängen, die eine gesteigerte Nachfrage nach Buchkrediten im vergangenen Jahr verursachten, wie z. B. Fusions- und Übernahmeaktivitäten und das Zusammenspiel zwischen boomenden Wohnungsmärkten und der Aufnahme von Hypothekarkrediten in einigen Ländern des Eurogebiets. Darüber hinaus dürften die Abkühlung der Konjunktur und das sich seit Mitte letzten Jahres verschlechternde Geschäfts-

klima im Euroraum das Wachstum der Kreditgewährung gedämpft haben.

### Weiterhin hohe Emission von Schuldverschreibungen im Mai 2001

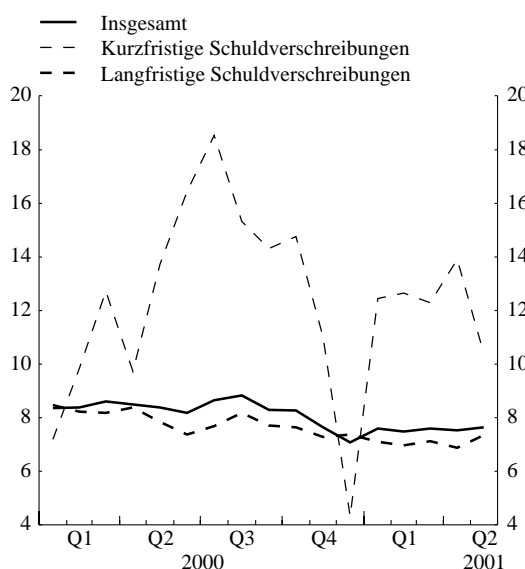
Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen blieb im Mai 2001 mit 7,6 % weitgehend unverändert gegenüber dem Vormonat (im April hatte sie 7,5 % betragen). Hinter der geringfügigen Veränderung dieser Wachstumsrate verbargen sich ein Rückgang des jährlichen Wachstums des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen von 13,9 % im April auf 10,4 % im Mai sowie ein Anstieg des jährlichen Wachstums des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen von 6,9 % im April auf 7,3 % im Berichtsmonat (siehe Abbildung 4).

Die Aufgliederung der Angaben nach Währungen zeigt, dass die Jahreswachstumsrate

des Umlaufs an von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets begebenen Euro-Schuldverschreibungen, die seit Anfang 2001 angestiegen war, von 6,4 % im April auf 6,0 % im Mai zurückging. Der Anteil des Bruttoabsatzes dieser Schuldverschreibungen erhöhte sich im Mai weiter auf 95,1 %, verglichen mit 94,1 % im Vormonat.

Bei der Aufgliederung nach Emittentengruppen wird deutlich, dass sich die Emission von Schuldverschreibungen durch den MFI-Sektor im Mai verringert hat, während sich der Absatz von Schuldverschreibungen des Unternehmenssektors und der öffentlichen Haushalte erhöhte. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von MFIs begebenen Schuldverschreibungen belief sich im Berichtsmonat auf 6,2 %, verglichen mit 7,9 % im Vormonat. Der Rückgang dieser Wachstumsrate war hauptsächlich auf erhebliche Tilgungen von kurzfristigen Schuldverschreibungen durch den MFI-Sektor zurückzuführen. Letzteres könnte damit zusammenhängen, dass sich die MFIs zeitweise weniger stark über den Absatz von Schuldverschreibungen refinanzieren mussten, weil die Einlagen in den letzten Monaten beschleunigt gewachsen sind und die Kredite der MFIs an den privaten Sektor im Eurogebiet gleichzeitig schwächer expandierten. Zu dieser Abnahme der Emissionstätigkeit dürfte auch der trendmäßige Rückgang der Umstrukturierungsmaßnahmen im Finanzsektor beigetragen haben. Die Emissionstätigkeit der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften erhöhte sich im Mai, und der jährliche Zuwachs blieb mit gut 30 % weiterhin hoch. Die durchschnittliche Vorjahrsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen stieg im Mai 2001 auf 22,2 %, verglichen mit 19,6 % im April. Trotz weniger optimistischer Wachstumsaussichten, einer Verschlechterung des Geschäftsklimas und einer leichten Abnahme der Umstrukturierungsmaßnahmen im Unternehmenssektor zeichnete sich in den letzten zwölf Monaten bei dieser Wachstumsrate ein positiver Gesamttrend ab. Allerdings könnten sich darin auch die erschwerten Emissionsbedingungen am Aktienmarkt wider-

**Abbildung 4**  
**Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet**  
 (Veränderung gegen Vorjahr in %)



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

gespiegelt haben, während sich gleichzeitig die Renditeabstände insbesondere zwischen erstklassigen Unternehmensanleihen seit Beginn dieses Jahres verringern (siehe Kasten 2).

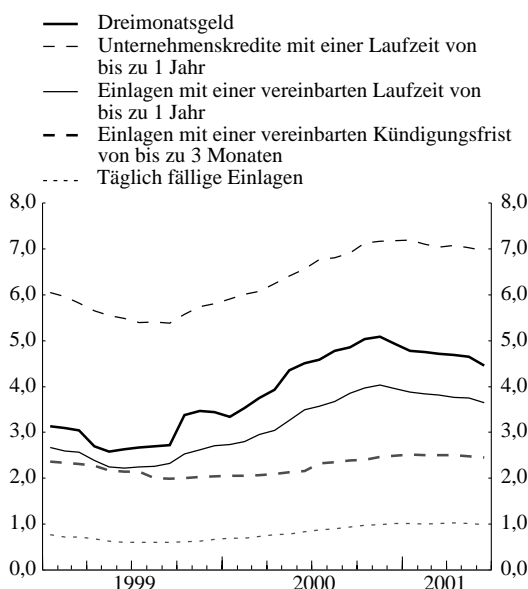
Im öffentlichen Sektor stieg die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen von 2,3 % im April auf 2,5 % im Mai und setzte damit den in den letzten zwei Monaten zu beobachtenden Trend leicht steigender Wachstumsraten fort. Dieser Anstieg dürfte auf sich geringfügig verschlechternde staatliche Finanzierungssalden im gesamten Eurogebiet und eine Verlagerung von der indirekten zur direkten Finanzierung zurückzuführen sein, da die Kreditvergabe des MFI-Sektors an Zentralstaaten im Mai weiterhin rückläufig war.

### Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im Juni 2001 rückläufig

Im Juni 2001 waren die kurzfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken weiter rückläufig (siehe Abbildung 5). Die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr gingen zwischen Mai und Juni 2001 um 9 Basispunkte zurück, wohingegen sich die Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten lediglich um 3 Basispunkte verringerten. Der Zinssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr fiel im gleichen Zeitraum um 7 Basispunkte, was auf ein schwächeres Durchschlagen der jüngsten Rückgänge der Geldmarktsätze für Dreimonatsgelder hindeutet, die zwischen Mai und Juni 2001 um rund 20 Basispunkte fielen. Im Zeitraum zwischen November 2000, als der Abwärtstrend bei den Geldmarktsätzen einsetzte, und Juni 2001 gingen die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen und Unternehmenskredite mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr um rund 40 bzw. 20 Basispunkte zurück. Indessen blieben die Zinssätze für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten weitgehend un-

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

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



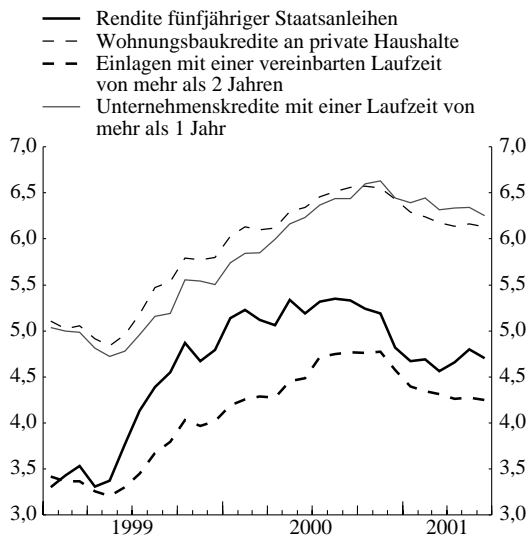
Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.  
Anmerkung: Seit dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

verändert, was der typischen Unbeweglichkeit dieser Zinssätze entspricht. Im gleichen Zeitraum fiel der durchschnittliche Satz für Dreimonatsgeld um etwas mehr als 60 Basispunkte.

Auch bei den langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken war zwischen Mai und Juni 2001 ein Rückgang zu verzeichnen (siehe Abbildung 6). In diesem Zeitraum sank der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren um 2 Basispunkte. Darüber hinaus sanken auch die Zinssätze für Unternehmenskredite mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als einem Jahr und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte zwischen Mai und Juni 2001 um 9 bzw. 4 Basispunkte. Insbesondere der Rückgang des Zinssatzes für Wohnungsbaukredite an private Haushalte spiegelte die Fortsetzung des seit Oktober 2000 zu beobachtenden Abwärtstrends wider, der nur durch einige leichte Anstiege im Mai 2001 unterbrochen worden war.

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

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



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

Insgesamt stehen die jüngsten Entwicklungen bei den langfristigen Zinsen im Kundengeschäft in Einklang mit den früheren Erfahrungen, dass die Entwicklungen bei den Kapitalmarktzinssätzen relativ schnell auf die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken durchschlagen.

**Geldmarktzinsen am längeren Ende rückläufig**

Die Zinsen am kürzeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt blieben im Zeitraum von Ende Juni bis 1. August 2001 weitgehend stabil, nachdem sie in den Monaten davor beträchtlich gesunken waren. Da die Geldmarktzinsen am längeren Ende der Kurve rückläufig waren, verstärkte sich die negative Steigung der EURIBOR-Zinsstrukturkurve.

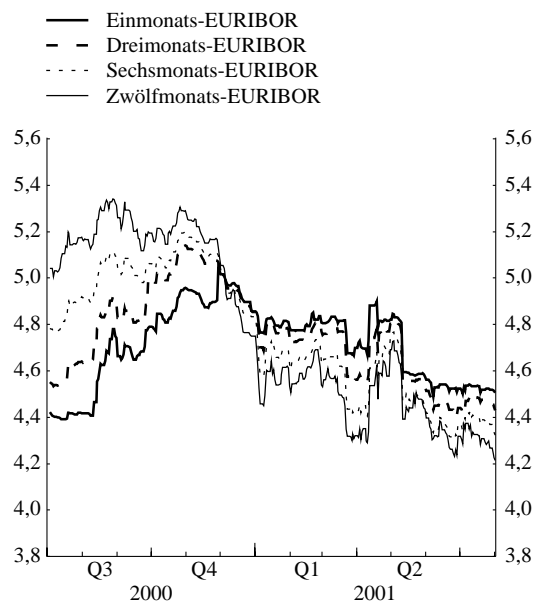
Die Geldmarktzinsen am kürzeren Ende der Zinsstrukturkurve blieben im Juli praktisch unverändert. Der EONIA-Satz verzeichnete

äußerst geringe Schwankungen knapp über dem Mindestbietungssatz von 4,50 % und fiel nur während der letzten Tage der am 23. Juli endenden Erfüllungsperiode unter diesen Wert. Dieser Rückgang war darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer die Liquiditätsversorgung als reichlich einschätzten. Die Zinssätze für Geschäfte mit einer Laufzeit von zwei Wochen verharrten im selben Zeitraum innerhalb einer geringen Bandbreite um den Mindestbietungssatz. Bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften, die im Juli abgewickelt wurden (siehe Kasten I), wichen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz um höchstens 2 Basispunkte vom Mindestbietungssatz ab.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR blieben zwischen Ende Juni und dem 1. August mit zuletzt 4,51 % bzw. 4,43 % beinahe unverändert (siehe Abbildung 7). Bei dem am 26. Juli abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft lagen der marginale Zuteilungssatz (4,39 %) und der durchschnittliche Zuteilungssatz (4,42 %) sehr nahe am Dreimonats-EURIBOR (3 Basispunkte höher

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

## Kasten I

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

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

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz in Höhe von 4,50 % durchgeführt. Die Zuteilungsvolumen lagen zwischen 73 Mrd € und 85 Mrd €. Das Verhältnis des Bietungsaufkommens zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,29 und 1,94 und betrug während dieser Mindestreserve-Erfüllungsperiode durchschnittlich 1,70. Mit Ausnahme des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts, bei dem der marginale Zuteilungssatz 4,54 % betrug, lagen die marginalen Zuteilungssätze 1 Basispunkt über oder in Höhe des Mindestbietungssatzes. Bei allen vier Hauptrefinanzierungsgeschäften lagen die gewichteten Durchschnittssätze 1 Basispunkt über den marginalen Zuteilungssätzen. Die Zahl der an diesen Tendern teilnehmenden Bieter schwankte zwischen 391 und 452 und betrug durchschnittlich 424.

Am 27. Juni führte das Eurosystem ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorab bekannt gegebenen Zuteilungsvolumen von 20 Mrd € durch. An diesem Geschäft nahmen insgesamt 250 Bieter teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 44,2 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz belief sich bei diesem Geschäft auf 4,36 %, und der gewichtete Durchschnittssatz lag bei 4,39 %.

Während der ersten vier Tage der Erfüllungsperiode lag der EONIA unverändert bei rund 4,55 % und stieg am 29. Juni wegen des Halbjahresendes bis auf 4,72 %. Am 2. Juli sank der EONIA auf 4,54 %, und während der folgenden zweieinhalb Wochen ging er beständig bis auf 4,51 % am 17. Juli zurück. Am 19. Juli fiel er auf 4,41 % und am 20. Juli auf 4,33 %, da die Marktteilnehmer von ausreichender Liquidität am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode ausgingen. Bei Ablauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode am 23. Juli lag der EONIA bei 4,40 %, und die Nettoinanspruchnahme der Einlagenfazilität belief sich auf 3,5 Mrd €.

### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Juni bis 23. Juli 2001

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>222,0</b>	<b>0,4</b>	<b>+ 221,6</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	161,9	-	+ 161,9
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	59,9	-	+ 59,9
Ständige Fazilitäten	0,2	0,4	- 0,2
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>	<b>397,6</b>	<b>492,1</b>	<b>- 94,5</b>
Banknotenumlauf	-	350,8	- 350,8
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	42,5	- 42,5
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	397,6	-	+ 397,6
Sonstige Faktoren (netto)	-	98,8	- 98,8
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>127,1</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>126,4</b>

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Die autonomen Faktoren (das heißt die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren) entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 94,5 Mrd € (Posten (b) in der obigen Tabelle). Die tägliche Summe der autonomen Faktoren schwankte zwischen 80,3 Mrd € und 118,4 Mrd €. Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 86,6 Mrd € und 106,4 Mrd €. Die Abweichung von den Ist-Zahlen lag zwischen -2,3 Mrd € und +2,3 Mrd €.

als beim letzten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft am 28. Juni).

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve gingen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR zwischen Ende Juni und dem 1. August um 5 bzw. 10 Basispunkte auf zuletzt 4,32 % bzw. 4,22 % zurück. Die negative Steigung der Zinsstrukturkurve des EURIBOR, die anhand der Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR ermittelt wird, erhöhte sich von Ende Juni bis zum 1. August auf -29 Basispunkte.

Der Dreimonats-EURIBOR, der in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im September 2001 zum Ausdruck kommt, blieb zwischen Ende Juni und dem 1. August im Großen und Ganzen unverändert und stand am 1. August bei 4,24 %. Der Satz, der in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2001 bzw. März 2002 zum Ausdruck kommt, fiel hingegen bis zum 1. August 2001 um 16 bzw. 20 Basispunkte auf einen Stand von 4,05 % bzw. 3,95 %.

### Renditen langfristiger Anleihen im Juli rückläufig

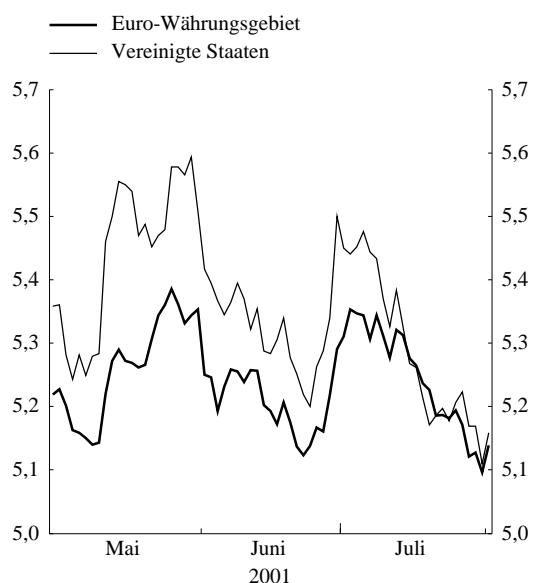
Nach dem insgesamt leichten Rückgang im Juni waren die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum auch im Juli rückläufig (siehe Abbildung 8). Bis zum 1. August 2001 war die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Anleihen im Eurogebiet auf knapp über 5,1 % gesunken und lag damit ungefähr 20 Basispunkte unter dem Ende Juni verzeichneten Wert. Bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten war mit etwa 30 Basispunkten im selben Zeitraum eine noch deutlichere Abnahme auf

knapp unter 5,2 % zu beobachten. Der Renditenabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet verringerte sich dadurch um rund 20 Basispunkte auf ungefähr null.

Der im Monat Juli verzeichnete Rückgang der Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten dürfte eine Folge niedrigerer langfristiger Inflationserwartungen und zusätzlicher Bedenken der Marktteilnehmer wegen der Wachstumsaussichten der US-Wirtschaft gewesen sein. So deuteten die

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

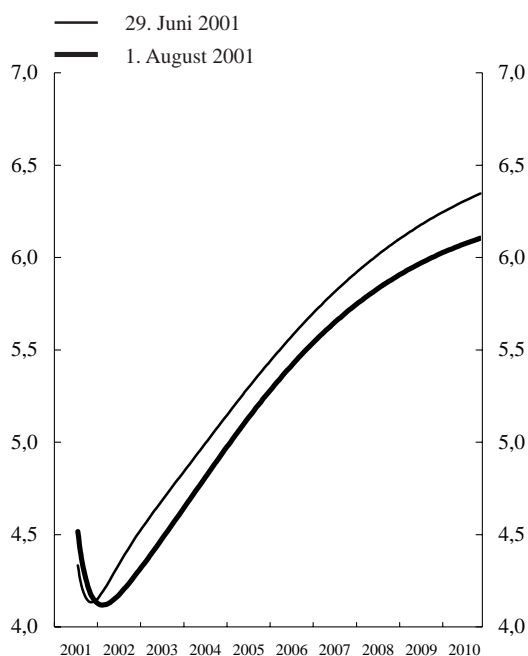
Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten. Seit dem 1. Januar 2001 enthalten die Angaben für das Euro-Währungsgebiet die Daten zu Griechenland.

Marktteilnehmer insbesondere die Erläuterungen des Vorsitzenden der amerikanischen Notenbank zu dem am 18. Juli dem amerikanischen Kongress vorgelegten Monetary Policy Report – in diesem Bericht legt die Fed zweimal im Jahr Rechenschaft über ihre Geld- und Währungspolitik ab – als Signal einer weiter nachlassenden Dynamik der US-Wirtschaft. Allerdings ist nicht auszuschließen, dass die größere Unsicherheit in den Schwellenländern ebenfalls zur Verringerung der Renditen langfristiger Anleihen beitrug. Die Entwicklung an den Märkten für indexgebundene US-Anleihen deutet darauf hin, dass der Rückgang der nominalen Anleiherenditen auf die Annahme einer langfristig geringeren Inflation in den Vereinigten Staaten und erst nachrangig auf gesunkene Wachstumsaussichten zurückzuführen ist. In den Vereinigten Staaten fiel die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate zwischen Ende Juni und dem 1. August um rund 20 Basispunkte auf etwa 1,8 Prozentpunkte. Im selben Zeitraum verringerte sich die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen um rund 10 Basispunkte auf 3,4 %. Die Renditenstrukturkurve flachte in den Vereinigten Staaten im Juli ab, wobei sich der Abstand zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und dem Dreimonats-Zinssatz zwischen Ende Juni und dem 1. August von ungefähr 170 Basispunkten auf 150 Basispunkte verkürzte.

In Japan erhöhte sich die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Juni und dem 1. August um rund 15 Basispunkte auf ungefähr 1,3 % und lag damit nahe an den höchsten Ständen, die seit Ende April 2001 erreicht wurden. Obwohl die Renditen langfristiger Staatsanleihen durch die fortdauernde Unsicherheit hinsichtlich der Konjunkturaussichten in Japan, die sich auch in den jüngsten Entwicklungen an den Aktienmärkten widerspiegelt, unter Abwärtsdruck geraten sein dürften, scheint dies durch zunehmende Befürchtungen über eine notwendig werdende zusätzliche Staatsverschuldung wieder ausgeglichen worden zu sein.

Im Euro-Währungsgebiet waren die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Juli über weite Strecken rückläufig. Hinter dieser Entwicklung verbargen sich hauptsächlich niedrigere Inflationserwartungen für den Euroraum, die insbesondere auf den gestiegenen Eurokurs, weiter sinkende Ölpreise und den im Juni verzeichneten Rückgang der Teuerungsrate nach dem HVPI zurückzuführen waren. Dieser Eindruck wird durch die Entwicklung am Markt für französische indexierte Anleihen bestätigt, an dem die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate zwischen Ende Juni und dem 1. August um rund 25 Basispunkte auf nahezu 1,35 % fiel, den niedrigsten Stand seit Anfang April 2000. Die Entwicklung an den Märkten für indexgebundene Anleihen und die der Breakeven-Inflationsraten sollte jedoch wie üblich mit Vorsicht betrachtet werden, da bekanntlich eine Reihe von Einschränkungen,

**Abbildung 9**  
**Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**  
*(in % p.a.; Tageswerte)*



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



## Kasten 2

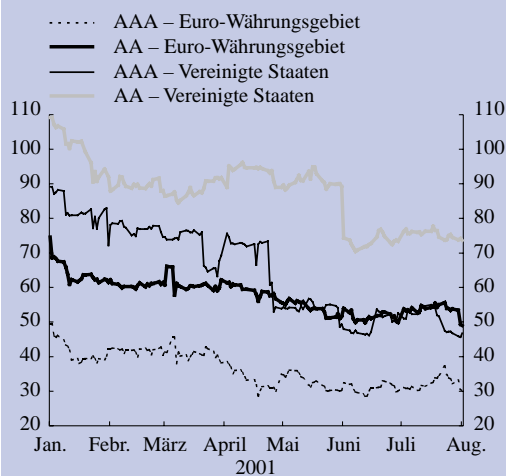
### Jüngste Entwicklungen bei den Renditeabständen von Unternehmensanleihen

Im Laufe dieses Jahres verringerten sich die Renditeabstände zwischen langfristigen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen insbesondere in den Vereinigten Staaten deutlich. Dieser Prozess dürfte eingesetzt haben, nachdem die amerikanische Notenbank am 3. Januar 2001 eine Senkung ihres Zielzinssatzes für Tagesgeld beschlossen hatte. Insgesamt nahm der Renditeabstand zwischen langfristigen US-amerikanischen Unternehmensanleihen mit AAA-Rating und zehnjährigen US-Staatsanleihen zwischen Ende Dezember 2000 und dem 1. August 2001 um 40 Basispunkte ab. Bei den schlechter bewerteten Unternehmensanleihen kam es in absoluter Rechnung zu einem noch größeren Rückgang. Im Euro-Währungsgebiet gingen die Renditeabstände bei Unternehmensanleihen ebenfalls, wenn auch in geringerem Ausmaß, zurück.

In den Abbildungen A und B wird die Entwicklung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten seit Januar 2001 dargestellt. Bemerkenswert ist dabei, dass der jüngste Rückgang der Renditeabstände sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum vor dem Hintergrund einer sich abschwächenden Weltkonjunktur, weiter fallender Aktienkurse auf Grund schlechterer Aussichten für die Unternehmenserträge und einer hohen Emission von Unternehmensanleihen stattgefunden hat. Normalerweise hätte man in einer solchen Situation davon ausgehen können, dass die Renditeabstände von Unternehmensanleihen einem gewissen Aufwärtsdruck unterliegen. So erhöhten sie sich beispielsweise Anfang der Neunzigerjahre, als in den Vereinigten Staaten eine Rezession herrschte. Die Renditeabstände vergrößern sich auch häufig in Zeiten von Turbulenzen am Finanzmarkt, wie etwa 1998 oder im zweiten Halbjahr 2000. Häufig wird diese Vergrößerung von Renditeabständen als Anzeichen eines bevorstehenden Abschwungs gewertet. Daher ist es für die Interpretation des jüngsten Rückgangs der Renditeabstände vor dem Hintergrund eines schwächeren Weltwirtschaftswachstums sinnvoll, die Hauptdeterminanten der Renditeabstände von Unternehmensanleihen genauer zu betrachten.

**Abbildung A: Renditeabstände zwischen erstklassigen langfristigen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

(in Basispunkten p.a.; Tageswerte)

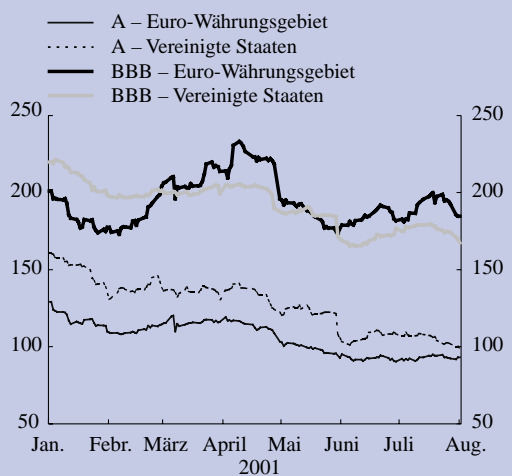


Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Renditeabstände der Unternehmensanleihen werden als Differenz zwischen Renditen sieben- bis zehnjähriger Unternehmensanleihen und Renditen sieben- bis zehnjähriger Staatsanleihen berechnet und beruhen auf den von Merrill Lynch veröffentlichten Anleiheindizes.

**Abbildung B: Renditeabstände zwischen schlechter bewerteten langfristigen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

(in Basispunkten p.a.; Tageswerte)



Die Renditeabstände von Unternehmensanleihen können in zwei Komponenten zerlegt werden: den Marktpreis für das Kreditrisiko und die Kreditrisikoprämie. Der Marktpreis für das Kreditrisiko und damit auch die Renditeabstände von Unternehmensanleihen können sich verringern, wenn sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum verbessern. Wenn also Marktteilnehmer in einer solchen Situation erwarten, dass sich die Ertragsaussichten eines Unternehmens verbessern, dann können sie auch mit einem geringeren Risiko für ihre Investitionen rechnen, da es unwahrscheinlich ist, dass das Unternehmen bei der Rückzahlung seiner Schulden Schwierigkeiten haben wird. Da die Ausfallraten bei einem Konjunkturaufschwung tendenziell rückläufig sind, führt ein abnehmendes Kreditrisiko *ceteris paribus* zu geringeren Renditeabständen von Unternehmensanleihen.

Die Renditeabstände der Unternehmensanleihen spiegeln auch die Unsicherheit der Inhaber dieser Papiere wider. Kreditrisikoprämien und damit auch die Renditeabstände von Unternehmensanleihen können abnehmen, wenn die Volatilität der Unternehmenserträge sinkt. Selbst wenn die erwarteten durchschnittlichen Erträge unverändert bleiben, können regelmäßige Erträge dafür sorgen, dass Firmen weniger anfällig für finanzielle Probleme sind.

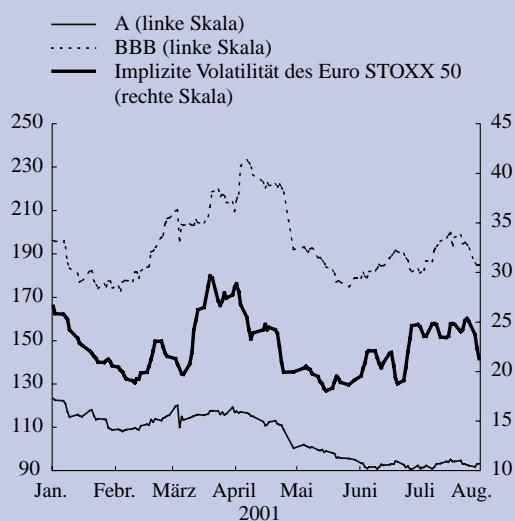
Die Optionspreistheorie kann dabei helfen, die Renditeabstände von Unternehmensanleihen in die oben erwähnten Risikoprämien zu zerlegen. Die Bedeutung der Unsicherheit der Anleger zeigt sich vor allem, wenn man einen Zusammenhang zwischen den Risikoprämien und anderen ökonomischen Größen wie etwa der impliziten Aktienkursvolatilität herstellt. So gibt es deutliche theoretische Anhaltspunkte dafür, dass es eine Verbindung zwischen Renditeabständen bei Unternehmensanleihen und der Aktienkursvolatilität gibt. Eine derartige Verbindung lässt sich durch die Annahme erklären, dass das Stammkapital eines Unternehmens eine Kaufoption auf den Barwert künftiger Cash Flows ist, die sich aus den Aktiva des Unternehmens (also dem Firmenwert) ergeben. Dabei entspricht der Ausübungskurs, also der Kaufpreis, dem Nominalwert der Verschuldung des Unternehmens. Entsprechend ist davon auszugehen, dass Inhaber von Schuldverschreibungen eine „Short-Position“ (d. h. eine Position, in der sie zum Verkauf von nicht in ihrem Besitz befindlichen Vermögenswerten verpflichtet sind) bezüglich einer Verkaufsoption haben, wobei auch hier der Ausübungskurs gleich dem Nominalwert der Verschuldung ist. Neben anderen Faktoren zeigt sich in der Bewertung dieser Optionen die Unsicherheit über den zukünftigen Wert der zu Grunde liegenden Aktiva des Unternehmens. Verringert sich diese Unsicherheit, d. h. die implizite Volatilität, so reduziert sich auch der Optionswert zu Gunsten der Anleiheninhaber und zu Ungunsten der Aktionäre.

Der Zusammenhang mit der impliziten Volatilität wird dann deutlich, wenn man berücksichtigt, dass die Rückzahlung der Anleihe bei Fälligkeit dem Ertrag des Stillhalters einer Verkaufsoption ähnelt, bei der die zu Grunde liegenden Aktiva dem Firmenwert und der Ausübungskurs dem Nominalwert der Anleihe entsprechen. Wenn der Firmenwert (die zu Grunde liegenden Aktiva) bei Fälligkeit der Anleihe niedriger als der Wert der Anleihe (Ausübungskurs) ist, werden die Aktionäre ihre Verkaufsoption ausüben und die Schulden nicht zurückzahlen. Außerdem verringert eine geringere Volatilität des Firmenwerts die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls und führt damit auch zu einem Rückgang der Renditeabstände bei Unternehmensanleihen. Somit kann eine niedrigere Aktienkursvolatilität, die sich aus einem geringeren Wert der Verkaufsoption, den die Inhaber von Anleihen den Aktionären zugesichert haben, ergibt, zu einer Schmälerung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen führen.

Die jüngsten Trends bei den Renditeabständen von Unternehmensanleihen, und hier besonders bei den schlechter bewerteten Unternehmensanleihen, dürften sich teilweise mit der impliziten Aktienkursvolatilität erklären lassen. Aus den Abbildungen C und D ist ersichtlich, dass die grundlegenden Tendenzen bei den Renditeabständen und der Aktienkursvolatilität offenbar miteinander im Einklang stehen. Augenfällig ist, dass sich sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten die Renditeabstände von Unternehmensanleihen verringerten, wenn die Volatilität abnahm und umgekehrt. Wenngleich die seit Anfang dieses Jahres rückläufigen Aktienkurse darauf hindeuten dürften, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen

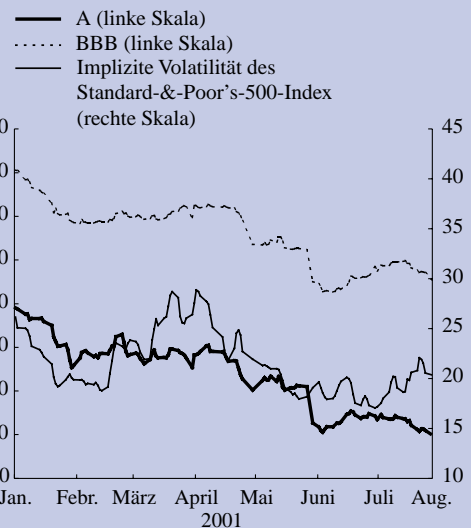
**Abbildung C: Renditeabstände langfristiger Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und implizite Volatilität des Euro STOXX 50**

(linke Achse: Basispunkte; rechte Achse: % p.a.)



**Abbildung D: Renditeabstände langfristiger Unternehmensanleihen in den Vereinigten Staaten und implizite Volatilität des Standard-&-Poor's-500-Index**

(linke Achse: Basispunkte; rechte Achse: % p.a.)



Quelle: Bloomberg.

bezüglich der Ertragsentwicklung der Unternehmen zurückgeschraubt haben, dürften die niedrigere Aktienkursvolatilität und die geringeren Renditeabstände darauf hinweisen, dass sich der Grad der Unsicherheit, der die wichtigsten Erwartungen der Marktteilnehmer umgibt, ebenfalls verringert hat.

Oggleich sich die Unternehmenserträge im Eurogebiet im ersten Halbjahr 2001 weitgehend günstiger entwickelten als in den Vereinigten Staaten, gingen die Renditeabstände von Unternehmensanleihen insbesondere bei den schlechter bewerteten Anleihen nicht so stark zurück wie in den USA. Dies scheint teilweise mit den besonderen Umständen einiger Unternehmen im Euroraum mit schlechteren Bonitätseinstufungen zusammenzuhängen. Eine große Anzahl von Unternehmen in diesen Rating-Kategorien kommen aus dem Telekommunikationsbereich, der auf Grund der kostspieligen Finanzierung der UMTS-Lizenzen hoch verschuldet ist.

unter anderem im Hinblick auf die niedrige Liquidität der Märkte für indexgebundene Anleihen, die Einschätzung ihrer Bedeutung für die zu Grunde liegenden Fundamentalfaktoren erschweren können.

Da die Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet im Juli weitgehend unverändert blieben, flachte sich die Zinsstrukturkurve, gemessen an der Differenz zwischen der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen und dem Dreimonatssatz, zwischen Ende Juni und dem 1. August um rund 15 Basispunkte auf

ungefähr 70 Basispunkte ab. Folglich behielt die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euroraum zum 1. August im kurzfristigen Bereich ihre inverse Verlaufsförmigkeit bei, während sie im mittel- und langfristigen Laufzeitenspektrum weiterhin steigend war (siehe Abbildung 9). Obwohl also die Zinsstrukturkurve auf eine weitere Abschwächung der Konjunktur im Eurogebiet in der nächsten Zeit hindeutet, weist sie auch auf Markterwartungen hin, wonach das Wirtschaftswachstum in der Folgezeit wieder ziemlich kräftig anziehen wird.

## Aktienkurse im Juli weiterhin rückläufig

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan waren, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, dem Standard-&Poor's-500-Index und dem Nikkei 225, zwischen Ende Juni und dem 1. August in einem relativ volatilen Umfeld rückläufig (siehe Abbildung 10). Damit setzte sich die gegen Ende Mai 2001 begonnene Abwärtsbewegung an den weltweiten Aktienmärkten fort. Für die Rückgänge scheinen zum Großteil Berichte über schwache Unternehmensgewinne im zweiten Quartal 2001 ausschlaggebend gewesen zu sein. Die implizite Volatilität an den Aktienmärkten nahm im Juli bei allen der oben genannten Börsenindizes zu und spiegelte eine erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der Perspektiven für die Weltkonjunktur wider. Am stärksten nahm die Volatilität im Euroraum zu.

In den Vereinigten Staaten gab der Standard-&Poor's-500-Index zwischen Ende Juni und dem 1. August um 1 % nach. Obwohl die für das zweite Quartal 2001 bekannt gegebenen Unter-

nehmensgewinne die Erwartungen am Markt insgesamt zu übertreffen schienen, waren sie im historischen Vergleich doch sehr gering. Darüber hinaus korrigierten mehrere Unternehmen ihre Gewinnprognosen für das dritte Quartal nach unten, während die Unsicherheit über die Konjunkturaussichten zuzunehmen schien. Die von den Optionen auf den Standard-&Poor's-500-Index abgeleitete Volatilität stieg leicht an. Damit verzeichnete diese Messgröße wieder einen Stand, der dem in den vergangenen zwei Jahren zu beobachtenden Niveau eher entsprach.

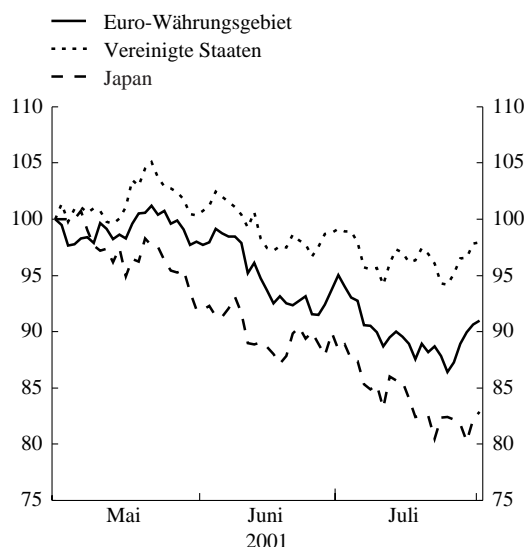
Die Aktienkurse in Japan fielen zwischen Ende Juni und dem 1. August um 8 %, und am 30. Juli erreichte der Nikkei 225 den niedrigsten Stand seit der ersten Hälfte der Achtzigerjahre. Der ausgeprägte Rückgang der japanischen Aktienkurse dürfte hauptsächlich der fortdauernden Unsicherheit hinsichtlich der Wirtschaftslage und der Besorgnis über das Problem der Not leidenden Kredite im Bankensektor zuzuschreiben sein. Die implizite Volatilität des Nikkei 225 stieg auf ein Maß, das über dem des Eurogebiets oder der Vereinigten Staaten lag und auch das Durchschnittsniveau der vergangenen zwei Jahre übertraf.

Die Lage an den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet war relativ volatil, und der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index sank zwischen Ende Juni und dem 1. August um 3 %. Offenbar fielen die für das zweite Quartal 2001 gemeldeten Unternehmensgewinne, insbesondere im Technologiesektor, allgemein niedriger aus als erwartet. In den meisten Branchen waren die Aktienkurse rückläufig. Es ist zu vermuten, dass sich hinter dieser erneut negativen Entwicklung großenteils Erwartungen eines schwächeren Wirtschaftswachstums verbergen. Wie bereits im Juni fiel der Indexrückgang im Technologiesektor am stärksten aus, wo er zwischen Ende Juni und dem 1. August um mehr als 7 % einbüßte. Der Anstieg der von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleiteten Volatilität der Aktienkurse war stärker ausgeprägt als bei den Gesamtindizes in den Vereinigten Staaten und Japan. Dies dürfte auf einen größeren Unsicherheitsgrad am Aktienmarkt hinsichtlich der Perspektiven für die Unternehmensgewinne im Euroraum hindeuten.

### Abbildung 10

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

(Index: 1. Mai 2001 = 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. Seit dem 1. Januar 2001 enthalten die Angaben für das Euro-Währungsgebiet die Daten zu Griechenland.

## 2 Preisentwicklung

### Rückgang der Teuerung nach dem HVPI im Juni 2001 infolge der Energiepreisentwicklung

Eurostat zufolge und entsprechend den Erwartungen sank die jährliche Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet im Juni auf 3,0 %, gegenüber 3,4 % im Mai. Diese Abnahme um 0,4 Prozentpunkte war fast ausschließlich auf einen deutlichen Rückgang des Beitrags der Energiepreise zurückzuführen. Wenn man die Angaben zu Griechenland in das Basisjahr 2000, für das die Jahresrate berechnet wird, einbezieht, fällt der Inflationsrückgang etwas geringer aus (um 0,3 Prozentpunkte auf 3,1 % im Juni 2001, siehe Tabelle 2). Während die Gesamtinflation sank, verharrte die jährliche

Steigerungsrate des HVPI ohne die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel (wenn Griechenland ebenfalls in die Basisperiode einbezogen wird) im Juni bei 2,2 % und war damit im Vergleich zum Mai unverändert.

Die jährliche Steigerungsrate der Energiepreiskomponente ging im Juni 2001 auf 5,5 % zurück (gegenüber 8,6 % im Mai 2001); im Vergleich zur Situation im Jahr 2000 setzte sich somit die generell rückläufige Tendenz des Beitrags der Energiepreise zur Gesamtinflation fort (siehe Abbildung 11). Der jüngste Rückgang ist in erster Linie auf den mit dem starken Anstieg der Energiepreise von Mai bis Juni 2000 verbundenen Basiseffekt zu-

**Tabelle 2**  
**Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet**

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

	1998	1999	2000	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Febr.	2001 März	2001 April	2001 Mai	2001 Juni	2001 Juli
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex	1,2	1,1	2,4	2,5	2,7	2,6	3,2	2,6	2,6	3,0	3,4	3,1	.
<i>darunter:</i>													
Waren	0,7	0,9	2,7	2,9	3,2	2,8	3,5	2,9	2,8	3,3	3,8	3,4	.
Nahrungsmittel	1,7	0,6	1,4	1,9	2,2	3,2	5,0	3,0	3,9	4,3	5,2	5,4	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,5	1,0	1,2	1,2	1,4	2,0	2,8	2,1	2,2	2,6	2,8	3,1	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,0	0,1	1,7	3,1	3,5	5,2	8,4	4,5	6,5	7,1	9,0	9,1	.
Industrieerzeugnisse	0,2	1,0	3,4	3,4	3,8	2,6	2,8	2,8	2,3	2,9	3,2	2,4	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	1,0	0,7	0,7	0,6	1,1	1,3	1,5	1,3	1,3	1,5	1,6	1,6	.
Energie	-2,6	2,3	13,4	13,7	13,8	7,2	7,3	8,3	5,6	7,9	8,6	5,5	.
Dienstleistungen	2,0	1,6	1,7	1,8	1,8	2,3	2,5	2,3	2,3	2,4	2,5	2,6	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise <sup>1)</sup>	-0,7	-0,4	5,4	5,8	6,1	4,5	.	4,5	4,2	4,2	3,7	.	.
Lohnstückkosten <sup>2)</sup>	0,2	1,3	1,1	1,2	1,7	2,0	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität <sup>2)</sup>	1,2	0,9	1,3	1,1	0,5	0,2	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>2)</sup>	1,5	2,2	2,5	2,3	2,1	2,2	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde <sup>3)</sup>	1,7	2,3	3,5	3,6	3,2	3,1	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) <sup>4)</sup>	12,0	17,1	31,0	33,7	34,5	28,4	31,7	29,9	28,1	29,8	32,7	32,5	29,4
Rohstoffpreise <sup>5)</sup>	-12,5	-3,1	18,1	18,0	16,4	1,4	0,9	1,7	-0,8	-1,1	-4,0	2,5	-1,0

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

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

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

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

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

rückzuführen. Außerdem trug das von Mai bis Juni 2001 leicht gesunkene Energiepreisniveau zu dieser Entwicklung bei. Der Rückgang der auf Euro lautenden Ölpreise von 32,5 € je Barrel im Juni 2001 auf 29,4 € je Barrel im Juli deutet auf eine erneute Abnahme der jährlichen Steigerungsrate der Preise für Energie im Juli dieses Jahres hin. Schaut man etwas weiter in die Zukunft, so dürfte der jährliche Anstieg der Preise für Energie im September 2001 – trotz der sehr großen Unsicherheit in Bezug auf die aktuelle Ölpreisentwicklung – erneut in erheblichem Umfang von dem Basiseffekt im Zusammenhang mit der sehr kräftigen Erhöhung der Energiepreise im September des Vorjahres profitieren. Die Energiepreise dürften in den kommenden Monaten allerdings Schwankun-

gen unterworfen sein, da die zu Grunde liegenden Basiseffekte nicht gleichmäßig verteilt sind.

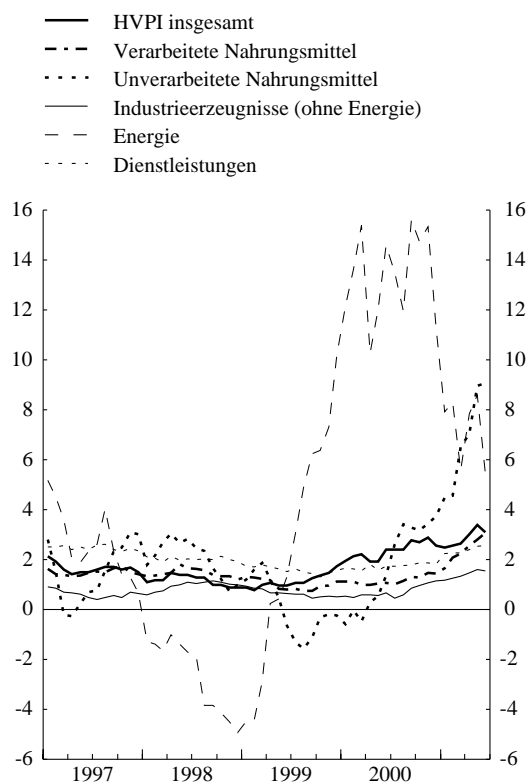
Im Gegensatz zur Energiepreisentwicklung war bei den Preisen für Nahrungsmittel im Juni ein weiterer Anstieg der jährlichen Steigerungsrate zu verzeichnen. Dies ist auf ein kräftigeres Wachstum sowohl bei den unverarbeiteten als auch bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln zurückzuführen. Die jährliche Steigerungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel stieg zwar stark an (um 0,3 Prozentpunkte auf 3,1 % im Juni 2001), aber die Rate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel erhöhte sich nur geringfügig, nämlich um 0,1 Prozentpunkte auf 9,1 %. Dies lässt darauf schließen, dass sich der in den ersten fünf Monaten des Jahres hauptsächlich infolge von BSE und der Maul- und Klauenseuche verzeichnete sehr starke Aufwärtsschub auf die Preise für Nahrungsmittel langsam abschwächen dürfte. Insbesondere die Fleischpreise, die einen der wichtigsten von diesen Faktoren beeinflussten Posten der unverarbeiteten Nahrungsmittel darstellen, blieben im Juni gegenüber dem Vormonat nahezu unverändert.

Was die Entwicklung der anderen Komponenten des HVPI angeht, so belief sich die Jahresrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) – nach einem kontinuierlichen Anstieg im letzten Jahr – im Juni 2001 auf 1,6 % und blieb somit im Vergleich zum Mai unverändert. Die Preissteigerungen bei den Dienstleistungen setzten jedoch ihren allmählichen Aufwärtstrend fort, wobei sich die Jahresänderungsrate von 2,5 % im Mai auf 2,6 % im Juni 2001 erhöhte. Was die Zukunft betrifft, so dürfte der Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate, der mit den Importpreissteigerungen in den Jahren 1999 und 2000 zusammenhängt, allmählich nachlassen. Dies bestätigt die Vermutung, dass die Teuerung nach dem HVPI insgesamt bis Ende dieses Jahres und im Jahr 2002 allmählich, wenn auch ungleichmäßig, zurückgehen wird.

### Abbildung 1

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

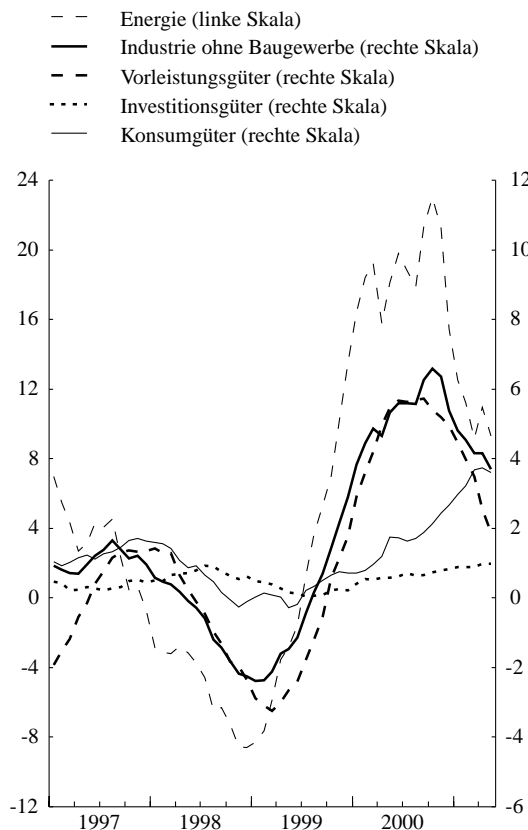


Quelle: Eurostat.

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

## Abbildung 12 Industrielle Erzeugerpreise im Euro- Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

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

### Weiterer Rückgang der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise im Mai 2001

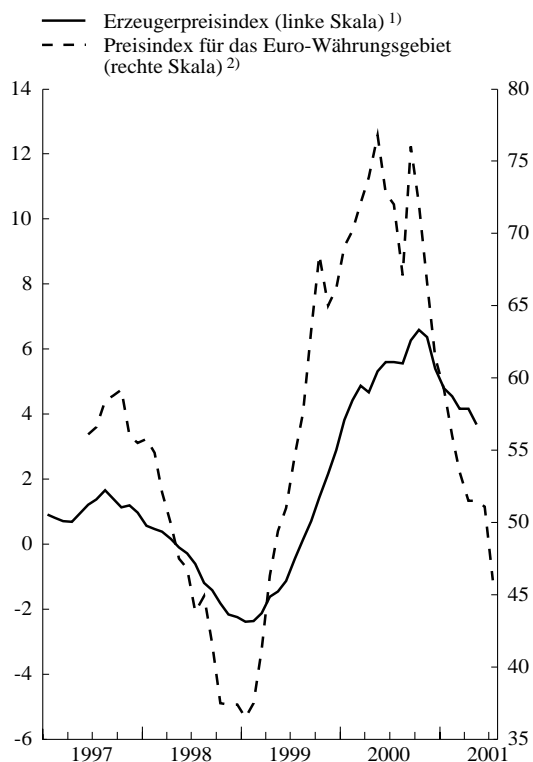
Die jährliche Steigerungsrate der Erzeugerpreise insgesamt im Euro-Währungsgebiet ging weiter zurück und belief sich im Mai 2001 auf 3,7 % (gegenüber 4,2 % im April); der seit Oktober 2000 beobachtete Abwärtstrend setzte sich somit fort. Dies ist hauptsächlich auf geringere Preissteigerungen in den frühen Produktionsphasen – insbesondere bei den Preisen für Energie und Vorleistungsgüter – zurückzuführen (siehe Abbildung 12). Wie in Kasten 3 ausführlich erläutert wird, wendet Eurostat seit kurzem neue harmonisierte Definitionen der industriellen Hauptgruppen auf die Erzeugerpreisdaten für das Euro-

Währungsgebiet an. Die wichtigste Änderung besteht darin, dass die Energiepreise nunmehr eine eigene Kategorie darstellen, während sie zuvor größtenteils in den Preisen für Vorleistungsgüter enthalten waren.

Betrachtet man die wahrscheinliche Entwicklung der Erzeugerpreise nach Mai 2001, so dürfte sich der im Juni beobachtete geringfügige Rückgang der auf Euro lautenden Ölpreise erneut dämpfend auf die Jahresänderungsrate ausgewirkt haben. Dementsprechend ging der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet, der die Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe misst, weiter zu-

## Abbildung 13 Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet insgesamt

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

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

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

rück (siehe Abbildung 13). Insgesamt erhärtet dies die These, dass die jüngsten Entwicklungen bei den Preisen für Energie und Vorleistungsgüter eine allmähliche Abschwächung des Aufwärtsdrucks auf die Preise der nachgelagerten Produktionsstufen zur Folge haben dürften.

### **Weiterhin moderate Lohnsteigerungen im ersten Quartal 2001**

Die jüngsten Informationen zu den Arbeitskosten, die sich auf das erste Quartal 2001 beziehen, deuten auf eine Fortsetzung der im Jahr 2000 insgesamt beobachteten moderaten Lohnsteigerungen hin. Die jährliche Steigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer belief sich im ersten Quartal 2001 auf 2,2 %, was zwar im Vergleich zum Vorquartal einen Anstieg um 0,1 Prozentpunkte darstellte, aber der durchschnittlichen Steigerungsrate für das gesamte Jahr 2000 entsprach. Das Wachstum der Lohnstückkosten erhöhte sich im ersten Quartal des Jahres 2001 gegenüber dem Vorjahr auf 2,0 %, was im Vergleich zu 1,7 % im letzten Quartal des Jahres 2000 einen An-

stieg um 0,3 Prozentpunkte bedeutete. Dieser Anstieg war hauptsächlich auf einen konjunkturbedingten Rückgang der Arbeitsproduktivität zurückzuführen.

Im Gegensatz zu diesen Arbeitskostenindikatoren belief sich das jährliche Wachstum der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im ersten Quartal des Jahres 2001 auf 3,1 %. Die Entwicklung dieses Indikators könnte jedoch noch von der Arbeitszeitverkürzung in Frankreich und anderen statistischen Auswirkungen infolge der geringeren Anzahl von Arbeitstagen im Jahr 2000 beeinflusst werden. (Weitere Informationen hierzu sind Kasten 3 im Monatsbericht vom Februar 2001 zu entnehmen.)

Insgesamt ist die Lohnentwicklung moderat geblieben und stützt weiterhin die These, dass die Verbraucherpreisinflation in der zweiten Hälfte des Jahres 2001 und Anfang 2002 zurückgehen wird. Allerdings stehen im weiteren Verlauf dieses Jahres einige Tarifrunden an, und deshalb wird es erforderlich sein, die aus der Lohnentwicklung resultierenden Risiken für die Preisstabilität genau zu verfolgen.

### **Kasten 3**

#### **Veröffentlichung von Konjunkturstatistiken, untergliedert nach harmonisierten industriellen Hauptgruppen**

Zur Durchführung der Verordnung des Rates über Konjunkturstatistiken hat Eurostat in Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten begonnen, für die Veröffentlichung von industriellen Konjunkturstatistiken neue und harmonisierte Definitionen der industriellen Hauptgruppen (MIGS) anzuwenden.<sup>1</sup> Die industriellen Hauptgruppen ergeben sich aus der Aufgliederung des Sektors „Industrie ohne Baugewerbe“<sup>2</sup> in die Wirtschaftssektoren „Vorleistungsgüter“, „Investitionsgüter“, „Gebrauchsgüter“, „Verbrauchsgüter“ und „Energie“. Es ist schon seit langem gängige Praxis, für den Industriesektor regelmäßig Sub-Aggregate, untergliedert nach Endverwendung der Erzeugnisse, zu veröffentlichen. Da sich die Zusammensetzung dieser Sub-Aggregate jedoch von Land zu Land unterschied, waren die Ergebnisse nicht vollständig vergleichbar. Dies wirkte sich auch auf die jeweiligen Aggregate für das Euro-Währungsgebiet aus, die von Eurostat auf der Grundlage der nationalen Angaben berechnet werden. Eurostat ist jetzt in der Lage, harmonisierte Sub-Aggregate für den Euroraum zu erstellen, die auf der Grundlage von detaillierteren Informationen über die wirtschaftlichen Tätigkeiten gemäß der NACE-Rev.-1-Systematik berechnet werden. Eurostat wird die harmonisierte Gliederung und Definition der Sub-Aggregate auf alle industriellen Konjunkturstatistiken anwenden. Die neue Aufgliederung wird ab dieser Ausgabe des Monatsberichts auch im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“, und zwar in den Tabellen 4.2 und 5.2, verwendet.

<sup>1</sup> Siehe auch Verordnung (EG) Nr. 586/2001 der Kommission vom 26. März 2001.

<sup>2</sup> Eurostat-Terminologie. Das deutsche Statistische Bundesamt verwendet statt „Industrie“ „Produzierendes Gewerbe“.

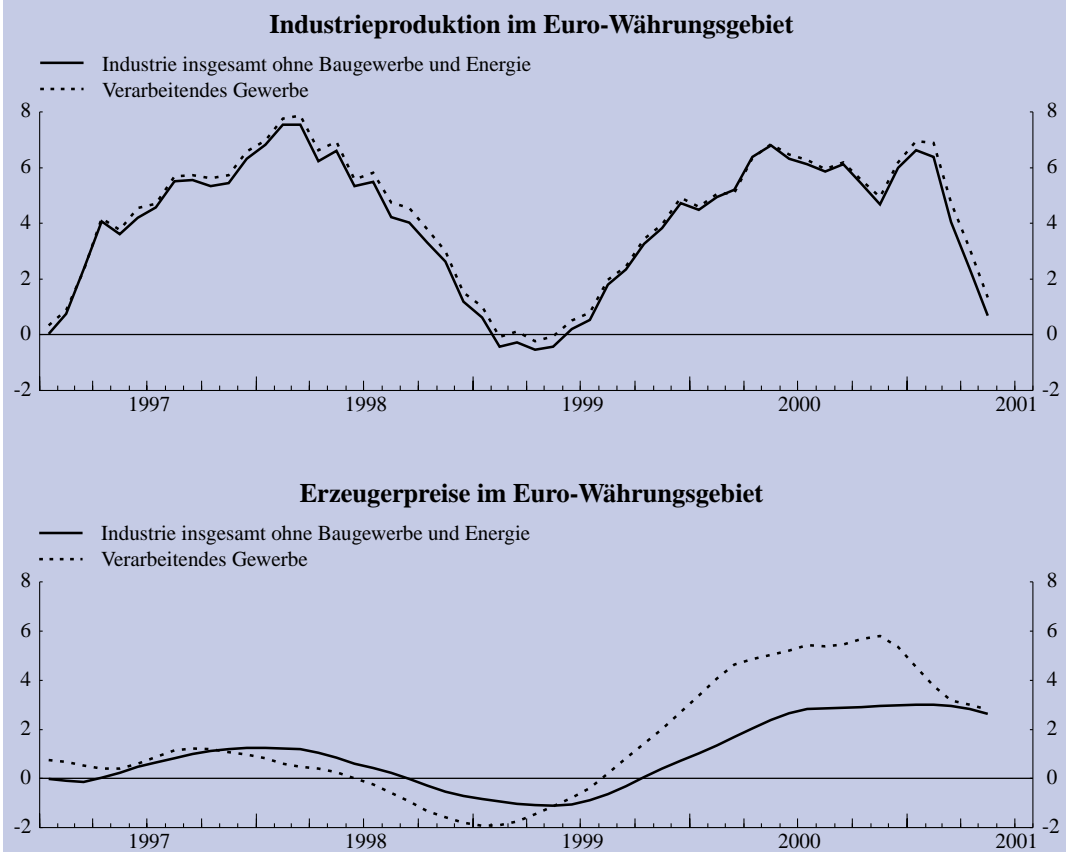


Eine wichtige Änderung in der Systematik der Sub-Aggregate ist, dass der Energiesektor, der bisher in den Vorleistungsgütern enthalten war, nunmehr einen eigenen Sektor bildet. Im Index für die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) hat er ein Gewicht von 12,1 %. Infolge dieser Änderung haben die Vorleistungsgüterproduzenten nun einen Anteil von 36,1 % und sind damit nach wie vor die Komponente mit dem größten Gewicht. Wichtige Tätigkeiten wie die Herstellung von Kraftfahrzeugen und Computern werden jetzt vollständig den Investitionsgüterproduzenten zugerechnet. Zuvor wurden diese Komponenten in einigen Ländern teilweise im Investitionsgütersektor und teilweise im Gebrauchsgütersektor erfasst. Dies erklärt den starken Anstieg des Gewichts der Investitionsgüter und den Rückgang des Gewichts der Gebrauchsgüter. Die Anteile der Investitionsgüter und der Gebrauchsgüter betragen jetzt 25,2 % bzw. 4,4 %. Der Anteil der Verbrauchsgüterproduzenten liegt bei 22,2 %.

Die Definition der Kategorie „Industrie ohne Baugewerbe und Energie“, die den Vorleistungsgüter-, Investitionsgüter- und Konsumgütersektoren insgesamt entspricht, unterscheidet sich etwas von der konventionellen Definition des Verarbeitenden Gewerbes. Ein Unterschied liegt darin, dass „Kokerei, Mineralölverarbeitung, Herstellung und Verarbeitung von Spalt- und Brutstoffen“, eine Kategorie, die traditionell zum Verarbeitenden Gewerbe zählt, gemäß der Neugliederung unter „Energie“ erfasst wird, wobei dieser Sektor nicht zur „Industrie ohne Baugewerbe und Energie“ gehört. Außerdem wird „Gewinnung von Steinen und Erden, sonstiger Bergbau“ nunmehr der Kategorie „Vorleistungsgüter“ zugeordnet und zählt damit zur „Industrie ohne Baugewerbe und Energie“, nicht aber zum „Verarbeitenden Gewerbe“. Auf Grund der häufigen Verwendung des Begriffs „Verarbeitendes Gewerbe“ in der ökonomischen Diskussion und Analyse werden im Monatsbericht zukünftig Angaben sowohl für die gesamte Industrie (ohne Baugewerbe

### Industrieproduktion und Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in % als gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

und Energie) als auch für den konventionell definierten Sektor „Verarbeitendes Gewerbe“ enthalten sein. Zwar sind die Unterschiede zwischen diesen beiden Reihen, was die jeweiligen Indizes für die industrielle Erzeugung angeht, im Allgemeinen gering; für die jeweiligen Erzeugerpreisindizes können sie jedoch recht ausgeprägt sein (siehe oben stehende Abbildungen). Insbesondere hat der starke Anstieg der Energiepreise seit Anfang 1999 zu einem höheren Produktionspreisanstieg im Verarbeitenden Gewerbe (einschließlich Kokerei und Mineralölverarbeitung) geführt, als dies in der Industrie (ohne Baugewerbe) und dem gesamten Energiesektor der Fall war. Außerdem fällt der jüngste Anstieg der Preise für Vorleistungsgüter jetzt – nach der Ausgliederung der Energiekomponente – viel geringer aus.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

**Reales BIP-Wachstum für das erste Quartal leicht nach oben korrigiert, inländische Nachfrage jedoch weiterhin verhalten**

Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge stieg das reale Bruttoinlandsprodukt des Euro-Währungsgebiets im ersten Quartal des

laufenden Jahres um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal (siehe Tabelle 3) und lag damit 0,1 Prozentpunkte über der ersten Schätzung. Somit ist das Wachstum des realen BIP im Quartalsvergleich seit dem dritten Quartal 2000 weitgehend unverändert geblieben. Im Vorjahrsvergleich allerdings sind die Wachstumsraten zwischen dem zweiten

**Tabelle 3**

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

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

Quartal 2000 und dem ersten Quartal dieses Jahres von 3,8 % auf 2,6 % gesunken.

Während das vierteljährliche BIP-Wachstum in der zweiten Schätzung nur geringfügig nach oben korrigiert wurde, waren bei den Hauptkomponenten des BIP deutlichere Revisionen zu verzeichnen. Wie der ausführlicheren Erläuterung in Kasten 4 zu entnehmen ist, sind die Korrekturen bei den Einzelkomponenten in der Regel ausgeprägter als beim BIP insgesamt. Letztere fielen bei den in jüngerer Zeit veröffentlichten Daten kaum ins Gewicht. Verglichen mit der ursprünglichen Eurostat-Schätzung für das erste Quartal 2001 verdienen zwei Korrekturen in der zweiten Schätzung besondere Aufmerksamkeit. Erstens wurde die Veränderungsrate der Investitionen von -0,9 % auf -0,4 % und die der Importe von -1,5 % auf -1,2 % nach oben revidiert. Und zweitens hat sich die Konsumententwicklung etwas geändert. Die vierteljährlichen Wachstumsraten weisen nun einen allmählichen Anstieg auf, und zwar von 0,2 % im dritten Quartal 2000 auf 0,3 % im Schlussquartal und 0,4 % im ersten Quartal des laufenden Jahres (verglichen mit 0,2 %, 0,2 % und 0,3 % in der vorangegangenen

Schätzung). Gegenüber der ersten Jahreshälfte 2000 ist damit jedoch nach wie vor ein deutlicher Rückgang zu verbuchen, der in erster Linie auf den Einfluss ungünstiger Preisentwicklungen zurückzuführen ist.

Der Beitrag der inländischen Endnachfrage zum vierteljährlichen Wachstum des realen BIP im ersten Quartal des laufenden Jahres wird nun auf rund 0,2 Prozentpunkte geschätzt, und der Außenhandel leistete den aktuellen Schätzungen zufolge einen Beitrag von 0,5 Prozentpunkten. Die Vorratsveränderungen wirkten sich mit -0,1 Prozentpunkten negativ auf das reale BIP-Wachstum aus. Das gegenüber dem Vorquartal insgesamt unveränderte vierteljährliche Wachstum des realen BIP in den ersten drei Monaten dieses Jahres ist vor allem auf den starken Rückgang der Importe zurückzuführen, während die inländische Nachfrage verhalten blieb.

#### Industrieproduktion im Mai 2001 weiter rückläufig

Nach einem Rückgang von 0,7 % im April sank die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe)

**Tabelle 4**  
**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet**

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Verarbeitendes Gewerbe ohne Kokerei und Mineralölverarbeitung, jedoch einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (ohne Energie).

## Kasten 4

### Korrektur der Daten der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet

Die regelmäßig von Eurostat veröffentlichten vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) für das Euro-Währungsgebiet enthalten Korrekturen der vorher veröffentlichten Daten. Diese Revisionen erhöhen die Zuverlässigkeit der Schätzungen im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, machen jedoch gleichzeitig auch deutlich, dass die VGR-Daten für die jüngsten Quartale mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren sind. Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ursachen und das Ausmaß der Korrekturen an den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum erörtert.

Es lassen sich verschiedene Ursachen für die Revisionen feststellen. Erstens liefern einige EWU-Länder noch keine VGR-Daten auf Quartalsbasis. In diesen Fällen legt Eurostat die jeweils verfügbaren Angaben aus den jährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu Grunde. Zweitens erhöht sich der geographische Erfassungsgrad der amtlichen VGR-Daten im Zeitverlauf. Da die einzelnen EWU-Länder die vierteljährlichen Daten zu unterschiedlichen Zeitpunkten veröffentlichen, berechnet Eurostat die vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Euroraum insgesamt auf der Grundlage der zum jeweiligen Zeitpunkt verfügbaren Daten. Diese Angaben werden um Schätzungen zu den Ländern, die noch keine Daten für die jüngsten Quartale veröffentlicht haben, ergänzt. Drittens werden für die VGR-Schätzungen in den einzelnen Ländern eine ganze Reihe von Informationsquellen herangezogen. Da für die Berechnung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen mit der Zeit immer mehr Informationen zur Verfügung stehen, sind die früheren Daten in der Regel revisionsbedürftig. Viertens ändern sich die veröffentlichten Zahlen auf Grund der regelmäßigen Revision der für die saisonale und arbeitstägliche Bereinigung maßgeblichen Faktoren. Insgesamt gesehen ziehen neue und revidierte Schätzungen auf Länderebene in der Regel eine Korrektur der Angaben zum gesamten Euroraum sowohl für das letzte Berichtsquartal als auch für die vorangegangenen Quartale nach sich.

Die Tabelle unten veranschaulicht das Ausmaß der Korrekturen bei den Angaben zum vierteljährlichen Wachstum des realen BIP und seiner Komponenten und zeigt einige typische Merkmale der seit dem ersten Quartal 1999 vorgenommenen Revisionen auf.

#### Korrekturen zwischen den ersten und aktuellen Schätzungen

(soweit nicht anders angegeben, in Prozentpunkten des vierteljährlichen Wachstums; saisonbereinigt)

	Jüngste Quartale					Berichtszeitraum: 1999 Q1– 2001 Q1			
	2000				2001	Durchschnittliches Wachstum	Korrekturen		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1		Durchschnitt in absoluter Rechnung	Anzahl <sup>1)</sup>	Höchstwert
BIP	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,8	0,2	5/3	0,4
Private Konsumausgaben	0,6	-0,1	-0,2	-0,1	0,1	0,6	0,2	4/4	0,6
Konsumausgaben des Staats	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,4	0,1	2/5	0,4
Bruttoanlageinvestitionen	-0,5	0,7	-0,4	-0,2	0,6	0,9	0,6	5/3	1,2
Exporte	-0,3	-1,2	-0,1	-0,4	0,0	2,3	0,8	4/4	2,3
Importe	-0,6	-1,6	-1,3	-0,7	0,3	2,0	1,0	5/4	2,5
Außenbeitrag <sup>2)</sup>	-0,1	0,2	0,4	0,1	-0,1	0,2 <sup>3)</sup>	0,2	6/3	0,7
Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	0,2	-0,4	-0,3	-0,1	0,0	0,1 <sup>3)</sup>	0,3	2/6	0,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen anhand von gerundeten Wachstumsraten.

1) Der erste Wert gibt die Anzahl der Korrekturen nach oben und der zweite die Anzahl der Korrekturen nach unten an.

2) Beitrag zum vierteljährlichen Wachstum des BIP.

3) Durchschnitt der absoluten Zahlen.

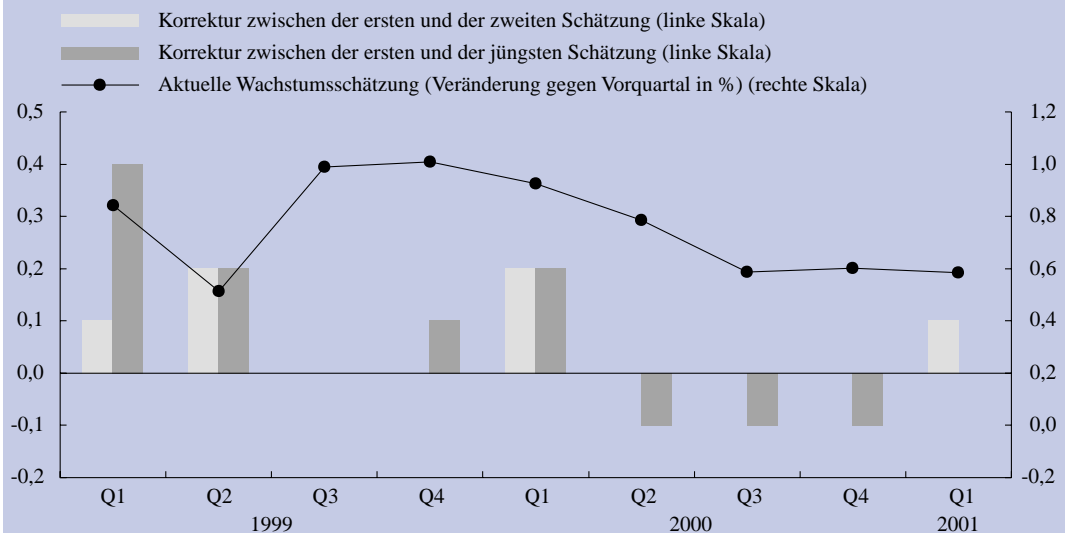
### Nur geringe Korrekturen des realen BIP insgesamt in den letzten Quartalen

Die Daten zum vierteljährlichen Wachstum des realen BIP im Euroraum wurden seit dem ersten Quartal 1999 im Schnitt um 0,2 Prozentpunkte nach oben bzw. nach unten korrigiert. In den vier Quartalen bis zum ersten Vierteljahr des laufenden Jahres fielen die Korrekturen geringer aus und lagen zwischen null und 0,1 Prozentpunkten. Freilich können bei zukünftigen Veröffentlichungen mit der Verfügbarkeit umfassenderer Informationen weitere Revisionen dieser Angaben erfolgen. Zwei Faktoren dürften allerdings zu einer höheren Genauigkeit der ersten BIP-Schätzungen beigetragen haben. Zum einen war der geographische Erfassungsgrad in den jüngsten Veröffentlichungen, insbesondere bei der ersten Eurostat-Schätzung, höher und lag bei rund 80 %, verglichen mit zuvor 60 % bis 70 % (für die zweite Schätzung stehen Daten zur Verfügung, die rund 95 % des Euroraums abdecken). Im Einklang mit dem Aktionsplan zu den statistischen Anforderungen der WWU vom September 2000 war die Zahl der EWU-Länder, für die Daten zum realen BIP innerhalb von 70 Tagen nach dem Ende des Referenzquartals verfügbar sind, gestiegen (siehe den Beitrag „Beurteilung der allgemeinen Wirtschaftsstatistik für den Euroraum“ im Monatsbericht April 2001, in welchem der Aktionsplan vorgestellt und die Verzögerungen bei der Datenveröffentlichung in den Ländern des Eurogebiets veranschaulicht wurden). Zum anderen verringern sich die Korrekturen, die auf Grund der neuen Abgrenzungen und Methoden im Zuge der Einführung des ESVG 95 durch die nationalen Statistikämter seit Beginn des Jahres 1999 erforderlich waren, da die Umstellung in den meisten Ländern inzwischen abgeschlossen ist.

Die Schätzungen zum BIP-Wachstum scheinen keine Verzerrungen aufzuweisen, da sich Zahl und Ausmaß der jeweiligen Korrekturen nach oben bzw. nach unten im Großen und Ganzen die Waage halten. Zudem scheint zwischen dem Vorzeichen und dem Ausmaß der Revisionen einerseits sowie dem tatsächlichen BIP-Wachstum andererseits kein systematischer Zusammenhang zu bestehen (siehe Abbildung unten).

### Schätzungen zum BIP-Wachstum

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen anhand von gerundeten Wachstumsraten.

### Weiterhin erhebliche Korrekturen bei den Komponenten des realen BIP

Die Korrekturen der Angaben zu den einzelnen Komponenten des realen BIP fielen im Schnitt größer aus als beim BIP insgesamt. Abgesehen davon, dass die Schwankungen bei einigen Komponenten üblicherweise stärker sind als beim BIP insgesamt, ist dies zum Teil auch auf den geringeren geographischen Erfassungsgrad zurückzuführen (rund 60 % bei der Erstveröffentlichung von Eurostat und 85 % bei der Zweitveröffentlichung).

Darüber hinaus sind die Schätzungen zu den Komponenten des BIP in der Regel weniger zuverlässig. Beim BIP insgesamt ist jedoch keine spezifische Verzerrung erkennbar.

Bei den Schätzungen zum Wachstum der *privaten Konsumausgaben* blieben die Korrekturen im Allgemeinen unter 0,2 Prozentpunkten. In einigen Fällen jedoch sind die Korrekturen größer ausgefallen. Für das erste Quartal 2000 etwa ist die Differenz zwischen der ersten und der aktuellen Schätzung mit 0,6 Prozentpunkten so groß wie die seit Anfang 1999 verzeichnete durchschnittliche vierteljährliche Wachstumsrate der privaten Konsumausgaben. Bei den Angaben zu den *Bruttoanlageinvestitionen* betrug die Korrekturen in absoluter Rechnung durchschnittlich 0,6 Prozentpunkte (bei einer durchschnittlichen vierteljährlichen Wachstumsrate der Investitionen von 0,9 %). Beim Wachstum der *Exporte und Importe* waren die Korrekturen mit durchschnittlich 0,8 bzw. 1,0 Prozentpunkten noch ausgeprägter. Gemessen an der durchschnittlichen Wachstumsrate der Aus- und Einfuhren weisen diese Revisionen eine ähnliche Größenordnung auf wie bei den Investitionen. Die Korrekturen im Hinblick auf den Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum waren geringfügiger, da ein Großteil der Exporte und Importe des Eurogebiets auf den Handel zwischen den Teilnehmerländern entfällt und dieser sich bei der Berechnung des Saldos der Tendenz nach ausgleicht. Gleichwohl waren in einigen Quartalen relativ große Korrekturen zu verzeichnen. Beim Beitrag der *Vorratsveränderungen* zum BIP-Wachstum schließlich kam es zu erheblichen Korrekturen, die sich häufig in einer Bandbreite von 0,2 bis 0,4 Prozentpunkten bewegten. Erste Schätzungen zu den Vorratsveränderungen sind besonders unzuverlässig, da nur wenige Daten verfügbar sind und die Schätzungen oft nur dazu dienen, die Differenz zwischen den Messgrößen der Verwendungs- und der Entstehungsseite des BIP auszugleichen.

Insgesamt gesehen hielten sich die Korrekturen der Daten zum realen BIP-Wachstum im Eurogebiet insbesondere in den jüngsten Veröffentlichungen in Grenzen. Die Revisionen bei den Komponenten des BIP fallen allerdings in der Regel größer aus. Neben präzisen Schätzungen des BIP-Wachstums ist vor allem die Kenntnis seiner Zusammensetzung entscheidend, da diese die Analyse der Wachstums- und Inflationsaussichten beeinflusst. Für die Zukunft ist mit weiteren Verbesserungen zu rechnen, weil sich der geographische Erfassungsgrad der ersten Schätzung mit zunehmender Verfügbarkeit zeitnaher nationaler Schätzungen im Einklang mit den Anforderungen des WWU-Aktionsplans erhöht.

werbe) im Mai um 0,1 % gegenüber dem Vormonat (siehe Tabelle 4). Erstmals seit Mai 1999 war auch im Vorjahresvergleich im Mai des laufenden Jahres eine negative Wachstumsrate von -0,1 % zu verbuchen. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe wies einen ähnlichen Verlauf auf: Sie ging im Mai 2001 um 0,2 % gegenüber dem Vormonat zurück (nach 1,3 % im April). Im Vorjahresvergleich verringerte sie sich im Mai dieses Jahres (erstmals seit Mai 1999) um 0,6 %. In dieser Entwicklung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe schlägt sich die Abschwächung der Auslandsnachfrage sowie die gedämpfte Nachfrage innerhalb des Euro-Währungsgebiets nieder.

Wie in Kasten 3 erläutert, ging die jüngste Veröffentlichung von Zahlen zur Industrieproduktion auch mit einer bedeutenden Veränderung der Aufschlüsselung einher, die nun der harmo-

nisierten Definition der industriellen Hauptgruppen entspricht. Die auf Grund dieser Harmonisierung vorgenommene Änderung in der Zusammensetzung und Gewichtung der Vorleistungsgüter-, Investitionsgüter- und Konsumgütersektoren ändert jedoch nichts an der Gesamtentwicklung. Hinter dieser Entwicklung verbergen sich nach wie vor leicht gegenläufige Tendenzen bei den industriellen Hauptgruppen. Die Produktion von Vorleistungs- und Investitionsgütern nahm im Mai 2001 gegenüber dem Vormonat geringfügig zu, während sie bei den Konsumgütern rückläufig war. Die im Mai leicht gestiegene Wachstumsrate in der Investitionsgüterindustrie war vorwiegend auf die Entwicklung im Sektor „Rundfunk-, Fernseh- und Nachrichtentechnik“ zurückzuführen. Im Dreimonatszeitraum von März bis Mai 2001 nahm die Produktion der Vorleistungs- und Investitionsgüter gegenüber dem Zeitraum von Dezember bis Februar um 2,6 % bzw. 2,2 % ab.

Die Erzeugung in der Konsumgüterindustrie verringerte sich im Mai dieses Jahres um 0,2 % gegenüber dem Vormonat (nach einer Abnahme von 0,6 % im April). Die Produktion ging sowohl im Gebrauchsgüter- als auch im Verbrauchsgütersektor weiter zurück, wenngleich der Rückgang bei den Verbrauchsgütern weniger ausgeprägt war.

### Zuversicht der Industrie und der Verbraucher im Juni 2001 gesunken

Wie bereits zuvor berichtet, war der Branchenumfrage der Europäischen Kommission zufolge in der Industrie des Euroraums im Juni ein weiterer Vertrauensverlust zu verzeichnen, und die verfügbaren nationalen Angaben deuten darauf hin, dass sich diese Entwicklung im Juli fortgesetzt hat (siehe Tabelle 5). Der Purchasing Managers' Index (PMI) für das Euro-Währungsgebiet ging weiter von 47,9 Indexpunkten im Juni auf 47,3 Punkte im Juli zurück. Er blieb damit unter der Referenzlinie von 50 Punkten. Dies deutet darauf hin, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe rückläufig ist. Insgesamt lassen die Ergebnisse der vorliegenden Umfragen in der

Industrie darauf schließen, dass die industrielle Erzeugung im Laufe der letzten Monate weiter abgenommen hat (siehe Abbildung 14).

Wie bereits früher erwähnt, sank das Vertrauen der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet im Juni 2001 im zweiten Monat in Folge und dürfte den verfügbaren nationalen Daten zufolge im Juli noch weiter abgenommen haben. Das in den letzten Monaten gesunkene Stimmungsbarometer für die Verbraucher ist wahrscheinlich auf den seit Anfang dieses Jahres geringeren Abbau der Arbeitslosigkeit und auf die vergangenen Preissteigerungen zurückzuführen. Gleichwohl blieb der entsprechende Vertrauensindikator auf einem recht hohen Niveau.

Mit -0,1 % verringerten sich die Einzelhandelsumsätze im Mai des laufenden Jahres geringfügig, nachdem sie im April um 0,5 % gestiegen waren. Im Dreimonatszeitraum von März bis Mai 2001 nahmen die Umsätze im Einzelhandel gegenüber dem Zeitraum von Dezember bis Februar um 0,3 % zu. Im Vorjahrsvergleich sank das Umsatzwachstum von 2,6 % im Januar auf 0,5 %. Dabei ist zu beachten, dass Basiseffekte im Mai einen negativen Einfluss auf die Vorjahrs-

**Tabelle 5**  
**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet**

(saisonbereinigte Daten)

	1998	1999	2000	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März	2001 April	2001 Mai	2001 Juni
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	2,9	0,1	1,6	-0,3	-0,9	-0,6	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	-0,2	-0,4	-0,7
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	6	8	10	10	8	9	7	10	9	9	9	7	6
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	6	0	12	14	12	8	2	10	8	6	3	2	0
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	2	14	22	23	20	19	17	21	18	18	18	18	15
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	2	0	5	3	2	3	-1	5	5	-1	1	-2	-2
Geschäftsklimaindikator <sup>3)</sup>	0,7	-0,1	1,3	1,4	1,3	0,9	0,1	1,0	1,0	0,6	0,4	0,1	0,0
Kapazitätsauslastung (%) <sup>4)</sup>	82,9	81,9	83,9	84,3	84,5	84,1	.	84,4	-	-	83,7	-	-

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

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

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

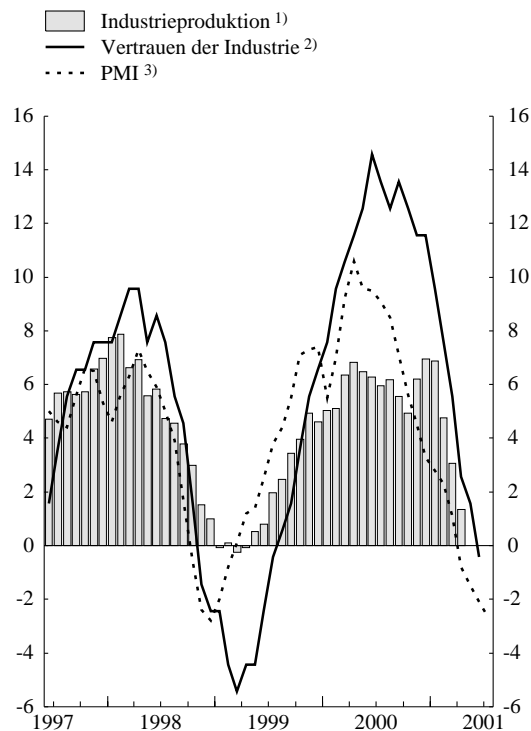
2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

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

## Abbildung 14 Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet

(Monatswerte)



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

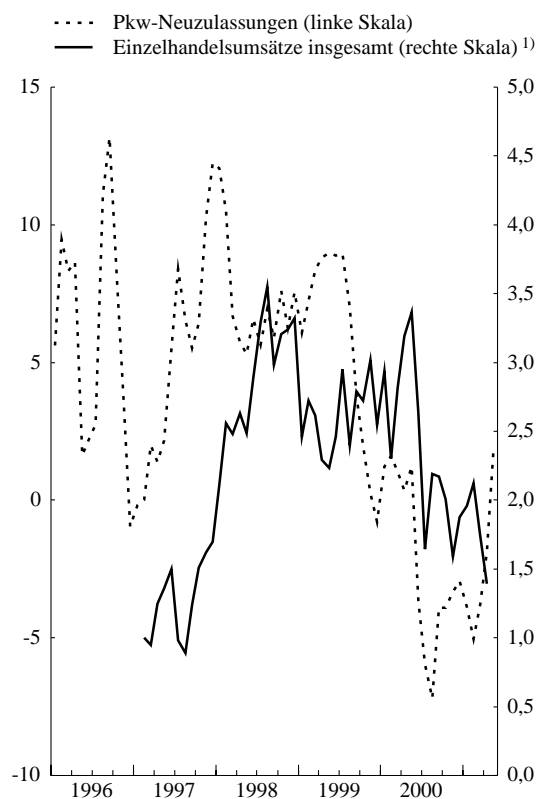
- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeits-tätiglich bereinigt.
- 2) Salden in %; Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten;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

rate ausübten. Im Quartalsvergleich ergab sich im Einzelhandel seit Jahresbeginn dennoch eine leichte Zunahme. Die Pkw-Neuzulassungen stiegen im Juni 2001 um 6,6 % im Vergleich zum Vormonat. Im zweiten Quartal insgesamt legten die Pkw-Zulassungen um 6,9 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem sie im ersten Vierteljahr um 0,5 % gestiegen waren. Die Vorjahrsrate erholte sich und stieg im zweiten Quartal auf 1,8 % (siehe Abbildung 15). Zusammengekommen lassen diese Indikatoren darauf schließen, dass die privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal trotz des etwas geringeren Verbrauchervertrauens leicht zugenommen haben.

Insgesamt deuten die jüngsten Angaben darauf hin, dass sich das Wachstum im zweiten Quartal dieses Jahres weiter abgeschwächt hat und dass nach wie vor erhebliche Risiken für die Wachstumsentwicklung in der zweiten Jahreshälfte bestehen. Einerseits dürften solide ökonomische Fundamentalfaktoren, der Inflationsrückgang, die Auswirkungen der Steuersenkungen und günstige Finanzierungsbedingungen die inländische Nachfrage weiter stützen. Andererseits sind vor allem mit der Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Aussichten, aber auch mit den möglichen Folgen der veränderten Zuversicht für die inländische Nachfrage weiterhin große Unsicherheiten verbunden.

## Abbildung 15 Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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

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

- 1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.



**Tabelle 6****Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

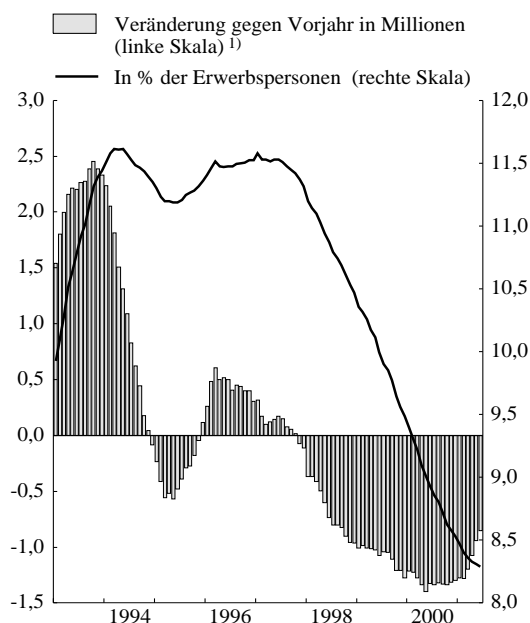
	1998	1999	2000	2000 Q3	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Jan.	2001 Febr.	2001 März	2001 April	2001 Mai	2001 Juni
Insgesamt	10,8	10,0	8,9	8,8	8,6	8,4	8,3	8,5	8,4	8,4	8,3	8,3	8,3
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	21,5	19,5	17,5	17,3	16,8	16,5	16,3	16,6	16,5	16,4	16,4	16,3	16,3
25 Jahre und älter	9,3	8,6	7,8	7,6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

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf EWU-Staaten.**1) Im Jahr 2000 entfielen auf diese Gruppe 23,6 % der Arbeitslosen insgesamt.***Arbeitslosenquote im Juni 2001 unverändert**

Im Juni 2001 lag die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet bei 8,3 % der Erwerbspersonen und ist damit seit April dieses Jahres unverändert geblieben (siehe Tabelle 6). Dahinter verbirgt sich jedoch ein anhaltender Rückgang der Zahl der Arbeitslosen. Sie sank im Juni um rund 26 000 gegenüber dem Vormonat und somit etwas stärker als im Mai. Gegenüber dem Vorquartal ging die

Arbeitslosenquote im zweiten Quartal des laufenden Jahres um 0,1 Prozentpunkte zurück. Dies verdeutlicht, dass sich der Abbau der Arbeitslosigkeit in der ersten Jahreshälfte 2001 verglichen mit dem Vorjahr verlangsamt hat (siehe Abbildung 16).

Sowohl bei den unter 25-Jährigen als auch bei den über 25-Jährigen blieb die Arbeitslosenquote im Juni 2001 mit 16,3 % bzw. 7,2 % unverändert. Der Abbau der Arbeitslosigkeit hat sich zwar in beiden Altersgruppen verlangsamt, doch sind die unter 25-Jährigen davon stärker betroffen. In dieser Altersgruppe hat sich der Rückgang deutlich abgeschwächt, und zwar von durchschnittlich 0,5 Prozentpunkten in der zweiten Jahreshälfte 2000 auf 0,2 Prozentpunkte in der ersten Jahreshälfte 2001. Dagegen ist der in diesem Zeitraum verzeichnete Rückgang der Arbeitslosigkeit bei den über 25-Jährigen vergleichbar mit der Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte 2000; die Quote sank im Durchschnitt jeweils um rund 0,2 Prozentpunkte.

**Abbildung 16****Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte)**Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf EWU-Staaten.**1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.***Anhaltendes, wenngleich gedämpfteres Beschäftigungswachstum im ersten Quartal 2001**

Den Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zufolge stieg die Beschäftigung in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres im Quartalsvergleich um 0,4 %. Damit fiel der Beschäftigungszuwachs erwartungsgemäß etwas geringer aus als in den vorangegangenen Quartalen (siehe Tabelle 7). Für das erste Quartal 2001 ergibt sich daraus

**Tabelle 7****Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; saisonbereinigt)*

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

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf EWU-Staaten.**1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.**2) Umfasst auch Forstwirtschaft.**3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.**4) Umfasst auch Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Vermietung beweglicher Sachen.**5) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen des Gesundheitswesens sowie sonstige Dienstleistungen.*

eine Jahreswachstumsrate der Beschäftigung von 2,0 %, verglichen mit 2,1 % im Schlussquartal 2000. Dem leichten Rückgang des Beschäftigungswachstums im ersten Quartal dieses Jahres war ein anhaltender Beschäftigungszuwachs im Jahresverlauf 2000 vorausgegangen, obwohl sich die Konjunktur bereits Mitte des vergangenen Jahres einzutrüben begann. Dies zeigt, dass sich die Konjunkturentwicklung mit zeitlicher Verzögerung auf den Arbeitsmarkt auswirkt.

Das geringere Wachstum der Gesamtbeschäftigung spiegelt unterschiedliche Entwicklungen auf sektoraler Ebene wider. Die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) stieg im ersten Quartal des laufenden Jahres um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal; der Zuwachs lag damit 0,1 Prozentpunkte über dem des Vorquartals. Aus den jüngsten Ergebnissen der Branchenumfragen der Europäischen Kommission lassen sich jedoch geringere Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe ablesen, was für das zweite Quartal 2001 auf einen langsameren Beschäftigungszuwachs in diesem Sektor schließen lässt. Im Baugewerbe hingegen war

im ersten Quartal dieses Jahres im Einklang mit der spürbaren Konjunkturabschwächung ein Rückgang der Beschäftigung um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal zu verzeichnen. Dementsprechend belief sich der Beschäftigungszuwachs in der Industrie insgesamt (einschließlich Baugewerbe) gegenüber dem vierten Quartal 2000 auf 0,3 % und lag damit knapp unter der im zweiten Halbjahr 2000 verzeichneten durchschnittlichen Wachstumsrate von 0,4 %. Im Dienstleistungssektor verlangsamte sich der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im ersten Quartal dieses Jahres um 0,2 Prozentpunkte auf 0,5 % im Quartalsvergleich. Diese Entwicklung, die möglicherweise die seit Mitte 2000 rückläufige inländische Nachfrage widerspiegelt, war in erster Linie auf die Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im Teilsektor „Handel und Verkehr“ zurückzuführen; in den Teilsektoren „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ sowie „Öffentliche Verwaltung“ blieb der Beschäftigungszuwachs hingegen weitgehend unverändert. In Kasten 5 wird die Beschäftigung im Euroraum nach Sektoren aufgeschlüsselt und ihre längerfristige Entwicklung erläutert.

## Kasten 5

### Beschäftigungswachstum nach Sektoren im Euro-Währungsgebiet

Im letzten Jahr nahm die Gesamtbeschäftigung im Euroraum um 2 % zu. Diese Rate lag deutlich über der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate der Neunzigerjahre von rund 0,5 %. Gleichzeitig waren sowohl in der jüngsten Zeit als auch in den gesamten Neunzigerjahren erhebliche sektorale Unterschiede bei der Beschäftigungsentwicklung zu beobachten. Die Entwicklung der Gesamtbeschäftigung spiegelt die unterschiedliche Konjunkturereagibilität der einzelnen Sektoren und die Anteile der Sektoren an der Gesamtbeschäftigung wider. Dieser Kasten gibt einen Überblick über diese Unterschiede in den letzten zehn Jahren und stützt sich dabei auf die jüngsten Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Die Sektoren werden aufgeschlüsselt in Landwirtschaft, Industrie (mit und ohne Baugewerbe) und Dienstleistungen (Handel und Verkehr, Finanzierung und Unternehmensdienstleister sowie öffentliche Verwaltung).

#### Dienstleistungssektor als Motor des Beschäftigungswachstums in den Neunzigerjahren

Die im Laufe der Neunzigerjahre zu beobachtende Zunahme der Gesamtbeschäftigung im Euro-Währungsgebiet war ausschließlich dem Dienstleistungssektor zuzuschreiben. Infolgedessen stieg der Anteil dieses Sektors an der Gesamtbeschäftigung um mehr als 6 Prozentpunkte auf 68,6 % im Jahr 2000 (siehe Tabelle). Innerhalb des Dienstleistungssektors wies die Beschäftigung im Bereich „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ die dynamischste Entwicklung auf. Sie legte zwischen 1991 und 2000 um durchschnittlich 3,6 % pro Jahr zu, verglichen mit 0,8 % im Bereich „Handel und Verkehr“ und 1,3 % im Bereich „Öffentliche Verwaltung“. Dagegen ging die Beschäftigung in der Industrie im selben Zeitraum größtenteils zurück; insgesamt sank der Anteil dieses Sektors an der Gesamtbeschäftigung zwischen 1991 und 2000 um 4,7 Prozentpunkte auf 27,1 %. Dies ist teilweise auf das in den letzten Jahren von den Unternehmen verstärkt betriebene Outsourcing zurückzuführen, das im deutlichen Wachstum der Unternehmensdienstleistungen zum Ausdruck kommt. Innerhalb der Industrie ging die Beschäftigung im Baugewerbe in den letzten zehn Jahren mit durchschnittlich -0,1 % nur geringfügig zurück, obwohl die Beschäftigung in diesem

#### Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(soweit nicht anders angegeben, in % der Gesamtbeschäftigung)

	Anteil 1991	Anteil 2000	Durchschnittliches Wachstum in % 1991–2000	
Gesamtwirtschaft	100,0	100,0	0,5	
Landwirtschaft und Fischerei	6,5	4,3	-3,7	Umfasst Landwirtschaft, Fischerei und Fischzucht sowie Forstwirtschaft
Industrie	31,8	27,1	-1,2	
ohne Baugewerbe	24,4	20,0	-1,6	
Baugewerbe	7,4	7,1	-0,1	Umfasst Verarbeitendes Gewerbe, Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden, Energie- und Wasserversorgung
Dienstleistungen	61,7	68,6	1,5	
Handel und Verkehr	24,2	25,1	0,8	Umfasst Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	10,5	14,2	3,6	Umfasst Kredit- und Versicherungsgewerbe, Grundstücks- und Wohnungswesen, Vermietung beweglicher Sachen, Erbringung von Dienstleistungen überwiegend für Unternehmen
Öffentliche Verwaltung	27,0	29,3	1,3	Umfasst öffentliche Verwaltung, Verteidigung, Sozialversicherung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits-, Veterinär- und Sozialwesen, Erbringung von sonstigen öffentlichen und persönlichen Dienstleistungen

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Sektor deutlich schwankungsanfälliger als im Verarbeitenden Gewerbe ist. Ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung blieb mit gut 7 % weitgehend unverändert. Die Beschäftigung in der Landwirtschaft sank bei zunehmender Produktivität weiter, und ihr Anteil an der Gesamtbeschäftigung verringerte sich auf 4,3 % (-2,2 Prozentpunkte seit 1991).

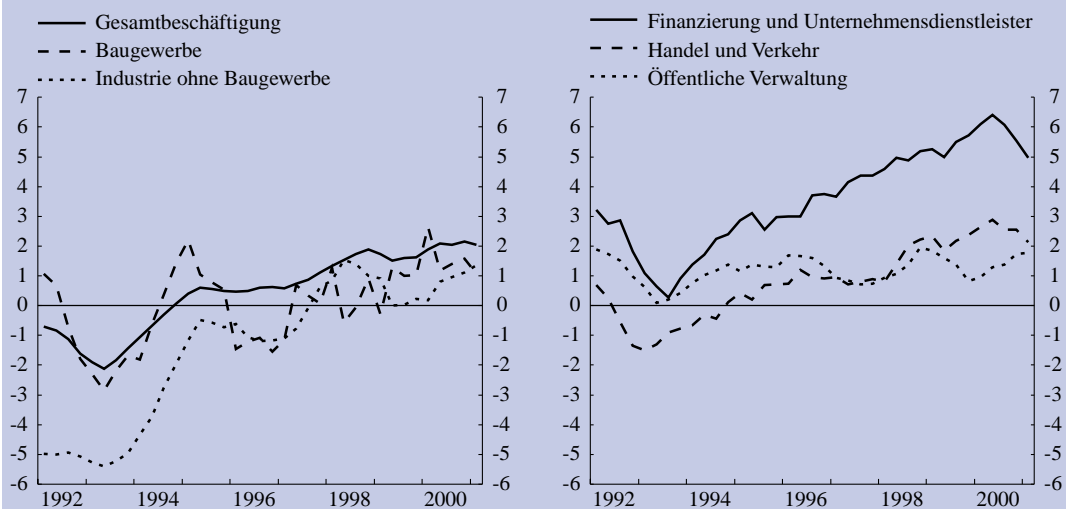
### Sektoral unterschiedliche Konjunkturereagibilität der Beschäftigung

Abgesehen von den Arbeitsmarktreflexen in einigen Ländern wurde die Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet von der positiven Konjunkturentwicklung insbesondere in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre begünstigt. Allerdings war der Einfluss der veränderten konjunkturellen Dynamik auf die Beschäftigung in den einzelnen Sektoren unterschiedlich groß. Das Beschäftigungswachstum in der Industrie hatte in den Neunzigerjahren bedeutende Auswirkungen auf die konjunkturell bedingte Entwicklung der Gesamtbeschäftigung (siehe Abbildung). Beide Teilspektoren der Industrie wiesen höhere Schwankungen auf als die Dienstleistungsteilspektoren. Das Beschäftigungswachstum im Dienstleistungssektor zeigte sich ebenfalls konjunkturereagibel, blieb jedoch in den Neunzigerjahren stabiler. Die Beschäftigung in der Industrie steht tatsächlich in einem engeren Zusammenhang mit der Gesamtkonjunktur als die Beschäftigung im Dienstleistungssektor. Beide Sektoren reagieren mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung auf konjunkturelle Entwicklungen. Die Beschäftigung im Dienstleistungssektor korreliert besonders stark, allerdings ebenfalls zeitlich verzögert, mit der inländischen Nachfrage und den privaten Konsumausgaben.

Die jüngste Beschäftigungsentwicklung bis zum ersten Quartal 2001 lässt einen deutlichen Zuwachs der Beschäftigung in der Industrie erkennen. Umfragen zu den Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe deuten jedoch darauf hin, dass sich das Beschäftigungswachstum in diesem Sektor im zweiten Quartal wieder verringert hat. Diese Entwicklung in Verbindung mit einem etwas geringeren Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor, der mit der gedämpften inländischen Nachfrage im Einklang steht, dürfte im Laufe dieses Jahres zu einer gewissen konjunkturereagibel bedingten Abschwächung des Beschäftigungswachstums führen.

### Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### Weiterer Kursanstieg des Euro im Juli 2001

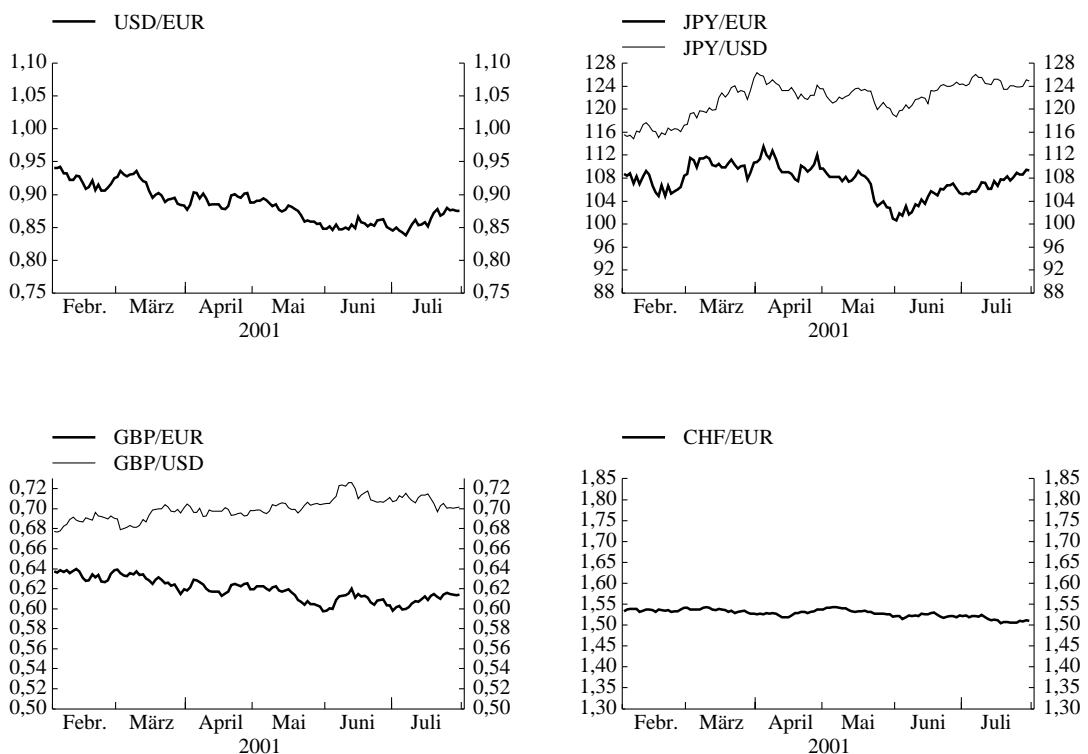
Im Juli standen die Devisenmärkte im Zeichen einer Kurserholung des Euro gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen. Vor dem Hintergrund anhaltender Unsicherheit hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Aussichten und einer stärkeren Volatilität an den Finanzmärkten mehrerer Schwellenländer konnte der Euro Kursgewinne verzeichnen.

Gegenüber dem US-Dollar gewann der Euro im Juli stetig an Wert, nachdem er zum Monatsbeginn zunächst nachgegeben hatte (siehe Abbildung 17). Sein Anstieg spiegelte die Abschwächung des US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen wider, die offenbar in erster Linie mit anhaltenden Anzeichen einer Wachstumsschwäche in den

Vereinigten Staaten zusammenhing: Die Industrieproduktion ging im neunten Monat in Folge zurück, die Lage am Arbeitsmarkt verschlechterte sich, und die Vorausschätzung für das BIP-Wachstum im zweiten Quartal dieses Jahres blieb hinter den Erwartungen zurück. Zudem dürften sich die unmittelbaren Inflationsrisiken, die von dem in letzter Zeit schwächeren Produktivitätswachstum ausgingen, durch die Konjunkturabkühlung in den Vereinigten Staaten sowie die sinkenden Ölpreise verringert haben. Die erwarteten niedrigeren Inflations- und Wachstumsraten trugen zu einem Rückgang der langfristigen amerikanischen Zinsen im Juli bei, wodurch der Dollar etwas unter Druck geraten sein dürfte. Am 1. August notierte der Euro bei 0,88 USD und damit 4,0 % höher als Ende Juni, aber 4,5 % unter seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr.

**Abbildung 17**  
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



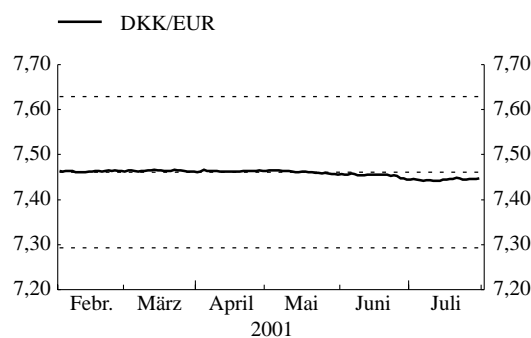
Quelle: EZB.

Auch gegenüber dem japanischen Yen gewann der Euro im Juli unter dem Einfluss der sich abzeichnenden anhaltenden Konjunkturschwäche und der Kursverluste an den Wertpapierbörsen in Japan an Boden. Negativ auf den Yen dürfte sich auch die Ungewissheit über Art und Ausmaß der ins Auge gefassten strukturellen Reformen in Japan ausgewirkt haben, die im Vorfeld der Oberhauswahlen Ende Juli noch verstärkt wurde. Gegenüber dem US-Dollar konnte sich der Yen im Juli weitgehend behaupten, was zum Teil der jüngsten Schwächeneigung der amerikanischen Währung zuzuschreiben war. Mit 110 JPY notierte der Euro am 1. August 4,3 % über seinem Stand von Ende Juni und 10,5 % über dem Durchschnittsniveau des vergangenen Jahres.

Im Juli wertete der Euro auch gegenüber dem britischen Pfund auf, was zunächst auf Spekulationen über potenzielle Übernahmeaktivitäten zurückgeführt wurde. Gegen Monatsende profitierte der Euro gegenüber dem Pfund Sterling in der Einschätzung der Marktteilnehmer offenbar von der neu entfachten Diskussion über den Beitritt des Vereinigten Königreichs zur dritten Stufe der WWU. Am 1. August wurde er mit 0,62 GBP gehandelt, also 2,1 % höher als Ende Juni und 1,0 % über seinem Durchschnittswert im Jahr 2000.

**Abbildung 18**  
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

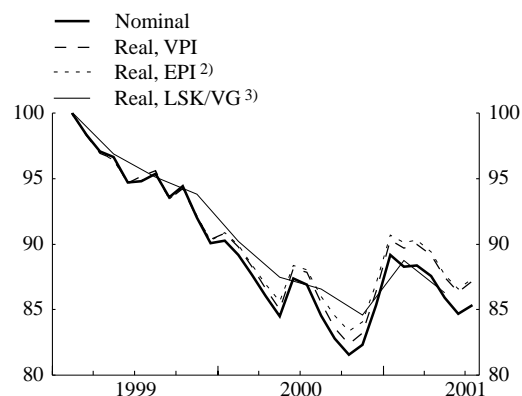
Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs (7,46 DKK) und die Bandbreite ( $\pm 2,25\%$ ) für die dänische Krone an.

Im Juli pendelte die dänische Krone im WKM II weiter innerhalb einer engen Marge um ihren Leitkurs zum Euro (siehe Abbildung 18). Nach kräftigen Ausschlägen im Juni konnte der Euro im Juli gegenüber der schwedischen Krone leichte Kursgewinne verzeichnen. Außerhalb der EU musste er hingegen geringfügige Kursverluste zum Schweizer Franken hinnehmen, der im Juli gegenüber allen Währungen zulegte. Die allgemeine Stärke der Schweizer Währung hing höchstwahrscheinlich mit der zunehmenden Risikoaversion an den Finanzmärkten angesichts der hohen Volatilität der Währungen einiger Schwellenländer zusammen.

**Abbildung 19**  
Effektive Euro-Wechselkurse

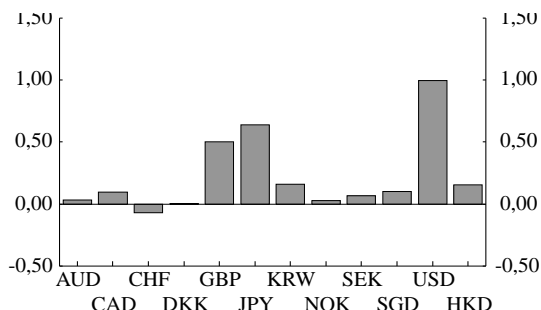
Nominale und reale effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

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



Beiträge zu den Veränderungen  
der nominalen effektiven Wechselkurse<sup>4)</sup>

(29. Juni 2001 bis 1. August 2001; in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Juli 2001 und für den auf den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das zweite Quartal 2001.

2) Erzeugerpreisindex.

3) Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe.

4) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

In nominaler effektiver Rechnung, das heißt gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets, stieg der Euro im Juli um 2,7 %, und am 1. August übertraf er sein Durchschnittsniveau des Vorjahrs um rund 1,2 %. Die mit dem VPI, dem Erzeugerpreisindex und den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe deflationierten realen effektiven Wechselkurse des Euro bewegten sich weitgehend parallel zum nominalen Wechselkursindex (siehe Abbildung 19).

### Leichter Rückgang des Leistungsbilanzdefizits im Mai 2001

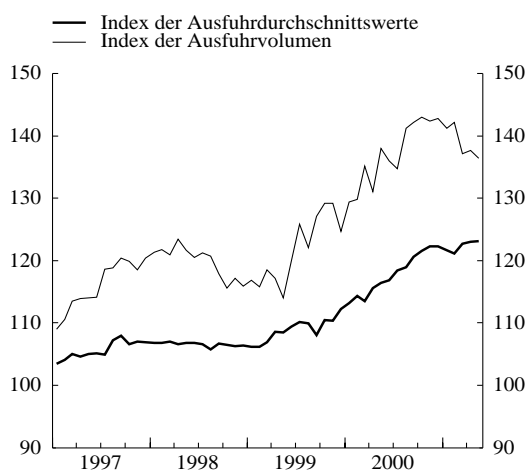
Das Leistungsbilanzdefizit des Euro-Währungsgebiets ging im Mai 2001 geringfügig auf 0,8 Mrd € zurück. Im entsprechenden Vorjahrsmonat hatte es sich auf 1,0 Mrd € belaufen (siehe Tabelle 8). Der Überschuss beim Warenhandel und bei den Dienstleistungen hat sich im Vorjahrsvergleich zwar mehr als verdoppelt, doch wurde diese Zunahme durch den Anstieg des Defizits sowohl bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen als auch bei den laufenden Übertragungen fast vollständig ausgeglichen.

Das kumulierte Leistungsbilanzdefizit für die ersten fünf Monate dieses Jahres sank auf 10,3 Mrd € (im Vergleich zu 19,4 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum). Dies war in erster Linie auf einen starken Anstieg des kumulierten Warenhandelsüberschusses (auf 18,0 Mrd €, nach 7,9 Mrd € im entsprechenden Vergleichszeitraum des Vorjahrs) sowie auf einen Rückgang des Defizits bei den Dienstleistungen in Höhe von 1,2 Mrd € zurückzuführen, die nur teilweise durch das um 2,6 Mrd € gestiegene Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen ausgeglichen wurden. Der Fehlbetrag bei den laufenden Übertragungen blieb hingegen nahezu unverändert. Der höhere kumulierte Warenhandelsüberschuss war hauptsächlich dadurch bedingt, dass die Ausfuhrwerte mit 14,0 % stärker zunahmen als die Einfuhrwerte (11,6 %). Die Zuwachsraten bei den Exporten und Importen fielen aber wesentlich geringer aus als Ende letzten Jahres.

### Abbildung 20

#### Ausfuhrvolumen und Indizes der Ausfuhrdurchschnittswerte der elf EWU-Staaten

(1995=100, saisonbereinigt)



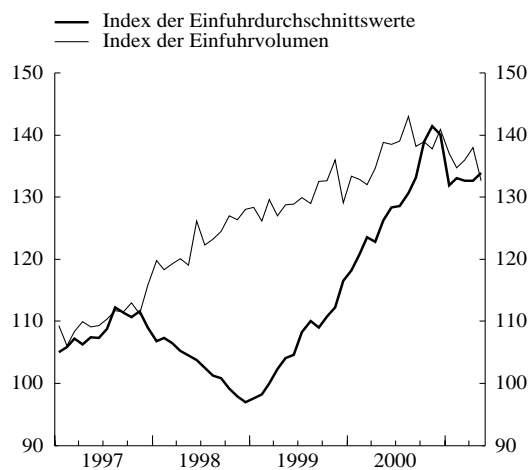
Quelle: EZB.

Wie aus den saisonbereinigten Angaben zu den einzelnen Komponenten der Leistungsbilanz (siehe Kasten 6) hervorgeht, ist das Leistungsbilanzdefizit in den letzten Monaten vor allem deshalb gesunken, weil die Wareneinfuhren dem Wert nach zurückgegangen sind. Die Ausfuhrwerte blieben dagegen

### Abbildung 21

#### Einfuhrvolumen und Indizes der Einfuhrdurchschnittswerte der elf EWU-Staaten

(1995=100, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

nahezu unverändert. Nach vorläufigen Schätzungen und den bis Mai 2001 vorliegenden vorläufigen Angaben zum Außenhandelsvolumen und zu den Preisen der EWU-Staaten ohne Griechenland sind die Ausfuhren, deren Wachstum sich bereits im Schlussquartal des vergangenen Jahres abgeschwächt

hatte, in den letzten Monaten in konstanten Preisen gerechnet sogar zurückgegangen (siehe Abbildung 20 und 21). Dies dürfte teilweise mit der deutlich schwächeren Auslandsnachfrage zu erklären sein, was durch das langsamere Wachstum der volumemäßigen Exporte in die Vereinigten Staaten,

**Tabelle 8**

**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	2000 Jan.–Mai	2000 Mai	2001 Jan.–Mai	2001 März	2001 April	2001 Mai
<b>Saldo der Leistungsbilanz-</b>	-19,4	-1,0	-10,3	0,9	-3,3	-0,8
Einnahmen	615,2	138,4	708,0	147,5	138,1	146,2
Ausgaben	634,5	139,4	718,4	146,7	141,4	147,0
Saldo des Warenhandels	7,9	2,3	18,0	7,0	5,3	5,3
Ausfuhr	373,6	83,9	426,1	92,1	84,0	88,9
Einfuhr	365,7	81,6	408,2	85,1	78,7	83,6
Saldo der Dienstleistungen	-4,0	0,7	-2,8	-1,6	0,3	1,8
Einnahmen	106,7	24,3	119,6	23,7	24,3	26,7
Ausgaben	110,7	23,6	122,4	25,3	24,0	24,9
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-11,5	-1,1	-14,1	-0,5	-4,7	-2,6
Saldo der laufenden Übertragungen	-11,8	-2,9	-11,4	-4,0	-4,2	-5,3
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	6,8	0,6	5,6	0,2	2,2	0,5
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	65,6	10,9	20,0	18,9	11,8	-4,6
Direktinvestitionen	140,1	-8,5	-83,2	-33,1	0,1	-40,4
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-113,3	-33,7	-114,8	-26,0	-6,6	-48,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-55,9	-15,1	-80,5	-13,6	-10,3	-41,6
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-57,4	-18,6	-34,4	-12,4	3,8	-6,7
Im Euro-Währungsgebiet	253,4	25,2	31,6	-7,1	6,7	8,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	207,7	11,4	37,8	7,5	2,5	7,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	45,7	13,8	-6,2	-14,6	4,2	0,3
Wertpapieranlagen	-194,9	1,1	-34,2	6,2	-20,9	24,9
Dividendenwerte	-254,6	-10,2	38,3	12,6	-2,8	48,7
Aktiva	-153,2	-18,6	-49,5	4,3	-11,3	-9,7
Passiva	-101,4	8,5	87,8	8,3	8,5	58,4
Schuldverschreibungen	59,7	11,3	-72,5	-6,4	-18,1	-23,8
Aktiva	-51,3	-8,8	-63,7	-22,0	3,2	-12,1
Passiva	111,0	20,0	-8,8	15,6	-21,3	-11,7
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-54,7	-7,4	-117,4	-26,9	-20,8	-15,4
Finanzderivate	5,2	0,4	1,7	3,0	1,1	3,4
Übriger Kapitalverkehr	114,5	16,8	122,8	40,2	24,6	11,1
Währungsreserven	0,6	1,1	12,9	2,7	7,0	-3,6
<b>Restposten</b>	-53,0	-10,5	-15,3	-19,9	-10,7	4,9

Quelle: EZB.

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



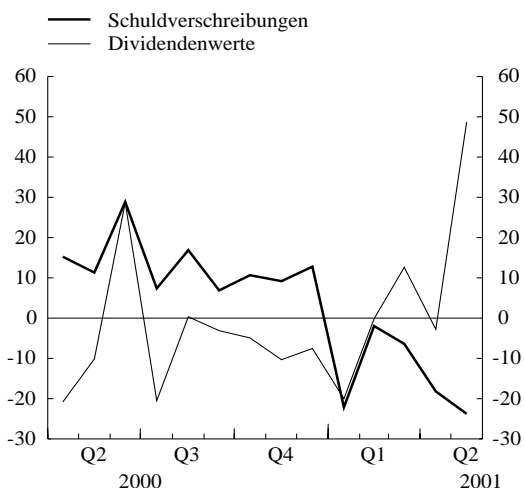
das Vereinigte Königreich und Japan bestätigt wird. Der Rückgang der Einfuhrwerte dürfte indes zum Teil darauf zurückzuführen sein, dass die Einfuhrdurchschnittswerte vor allem infolge der niedrigeren Ölpreise seit Ende letzten Jahres sinken. Auch die Einfuhrvolumen nehmen seit einiger Zeit ab. Ausschlaggebend hierfür waren zunächst die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit auf Grund der vorangegangenen Euroschwäche und anschließend das schwächere Wachstum der Inlandsnachfrage im Eurogebiet.

### Veränderung der Kapitalbilanzentwicklung im Jahr 2001

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kam es im Mai 2001 zu einem Netto-Kapitalabfluss von 15,5 Mrd €, der somit etwas geringer als im Durchschnitt der ersten fünf Monate dieses Jahres war. Bei den Direktinvestitionen war im Mai 2001 mit 40,4 Mrd € ein relativ hoher Mittelabfluss zu verzeichnen. Am stärksten hat hierzu der Posten „Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne“ mit einem Netto-Kapitalabfluss von 33,9 Mrd € beigetragen. Dieser war überwiegend auf eine große Übernahmetransaktion zurückzuführen, die im Wesentlichen mittels Aktientausch abgewickelt wurde. Bei den Wertpapieranlagen wurde hingegen ein Netto-Kapitalzufluss von 24,9 Mrd € ausgewiesen, der aus einem erheblichen Nettozufluss bei den Dividendenwerten (48,7 Mrd €) resultierte, vor allem im Zusammenhang mit der oben erwähnten Übernahme. Der Nettozufluss bei den Dividendenwerten wurde nur teilweise durch einen Netto-Kapitalabfluss von 23,8 Mrd € bei den Anleihen ausgeglichen.

### Abbildung 22 Netto-Kapitalströme auf Grund von Wertpapieranlagen

(Mrd €)



Quelle: EZB.

Insgesamt ist aus den Zahlen der Kapitalbilanz trotz der anhaltenden Netto-Kapitalabflüsse aus dem Euroraum eine Umkehrung der Kapitalströme in den ersten fünf Monaten dieses Jahres ersichtlich (siehe Abbildung 22). Bei den Anlagen in Dividendenwerten, die im vergangenen Jahr meist zu Kapitalabflüssen geführt hatten, war von Januar bis Mai 2001 ein Netto-Kapitalzufluss von 38,3 Mrd € zu verzeichnen, während bei den Schuldverschreibungen ein Umschwung von Nettozuflüssen im vergangenen Jahr hin zu einem beträchtlichen Nettoabfluss (72,5 Mrd €) in den ersten fünf Monaten dieses Jahres festzustellen war. Diese Richtungsänderungen der Kapitalströme dürften teilweise mit den erwarteten US-amerikanischen Zinssenkungen zu erklären sein. Die Aussicht auf Kapitalgewinne dürfte eine Umschichtung in US-Schuldverschreibungen begünstigt haben.

## Kasten 6

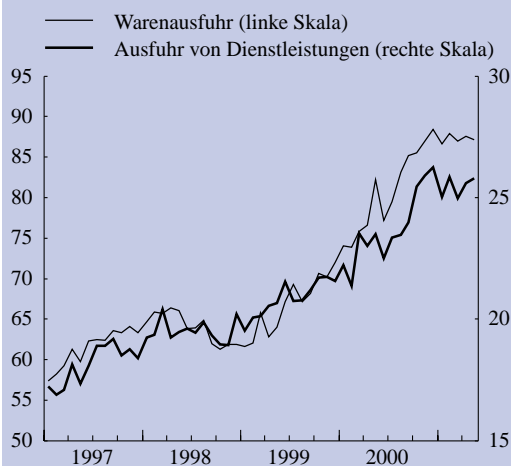
### Saisonbereinigung in der Leistungsbilanz

Für die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets stehen jetzt saisonbereinigte Daten zur Verfügung (siehe Tabelle 8.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts). Die bereinigten Daten für die Einnahmen und Ausgaben in den Kategorien Warenhandel, Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen und laufende Übertragungen werden mit Hilfe des X-12-ARIMA-Verfahrens (einschließlich Kalenderbereinigung) gewonnen. Die saisonbereinigte Leistungsbilanz wird erstellt, indem das Aggregat ihrer saisonbereinigten Komponenten gebildet wird. Auf Grund der Modellierung der Saisonfaktoren ist es möglich, dass die Summe der saisonbereinigten Monatswerte nicht mit den veröffentlichten jährlichen Aggregaten der nicht saisonbereinigten Ursprungswerte übereinstimmt. Die Differenzen sind allerdings vernachlässigbar.

Wenn unbereinigte Daten verwendet werden, können trendmäßige Änderungen bei den Komponenten der Leistungsbilanz nur schwer ermittelt werden, und beim Vergleich der aktuellen Monatswerte mit den Werten des entsprechenden Vorjahrszeitraums kann es zu Ungenauigkeiten kommen. Dagegen können saisonbereinigte Daten wichtige Informationen über Trends liefern, da sie ein deutlicheres Bild der Entwicklung im Vergleich zum Vormonat zeichnen. So deuten beispielsweise die saisonbereinigten Daten darauf hin, dass sich in den letzten Monaten das wertmäßige Wachstum sowohl der Ausfuhr als auch der Einfuhr von Waren und Dienstleistungen im Euroraum verlangsamt hat, und geben auch Aufschluss darüber, wann diese Entwicklung einsetzte. Die unten stehenden Abbildungen, denen saisonbereinigte Daten zu Grunde liegen, zeigen, dass die wertmäßige Entwicklung der Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen 1999 und 2000 sowohl von der Abwertung des Euro als auch von der starken Auslandsnachfrage zumeist sehr positiv beeinflusst wurde, aber etwa seit dem letzten Quartal des Jahres 2000 einen relativ flachen Verlauf nahm, was teilweise auf das nachlassende Wachstum der Weltnachfrage zurückzuführen war. Eine ähnliche Entwicklung war bei den Einfuhrwerten zu beobachten: Nach einer starken Zunahme auf Grund von steigenden Einfuhrpreisen und einer robusten Nachfrage im Euro-Währungsgebiet begannen diese gegen Ende des Jahres 2000 infolge der in jüngster Zeit fallenden Einfuhrpreise und der konjunkturellen Abkühlung im Euroraum zu sinken. Eine weitere Analyse dieser Entwicklungen auf der Grundlage von saisonbereinigten Handelsvolumen- und Preisindizes findet sich im Haupttext. Es ist allerdings zu berücksichtigen, dass letztere Indizes auf der Statistik des Außenhandels basieren, die nicht vollständig mit dem Posten Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik vergleichbar ist.

#### Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen der zwölf EWU-Staaten

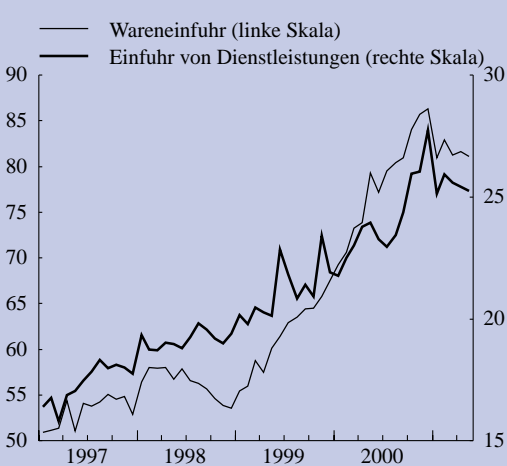
(Werte in Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

#### Einfuhr von Waren und Dienstleistungen der zwölf EWU-Staaten

(Werte in Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.



# Finanzpolitik und Wirtschaftswachstum

*In diesem Artikel werden die Rolle der Finanzpolitik bei der Stimulierung des langfristigen Wirtschaftswachstums sowie deren kurzfristige Auswirkungen auf die Konjunktur erörtert. Es wird dargelegt, dass die Regeln und Institutionen, denen die Märkte und die Politik unterworfen sind, die richtigen Anreize setzen müssen, damit private Wirtschaftsakteure und politische Entscheidungsträger wachstums- und stabilitätsorientierte Entscheidungen treffen. Darüber hinaus werden die theoretischen Überlegungen und die verfügbaren empirischen Daten dahingehend untersucht, wie finanzpolitische Maßnahmen dazu geeignet sind, die Hauptdeterminanten langfristigen Wachstums zu beeinflussen und kurzfristige konjunkturelle Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage zu stabilisieren.*

*Im vorliegenden Artikel wird der Standpunkt vertreten, dass sich eine stabile, tragfähige und effiziente Finanzpolitik positiv auf das langfristige Wachstum auswirkt. Sie regt Sparen, Kapitalbildung, Beschäftigung sowie Innovationen an und schafft darüber hinaus ein gesamtwirtschaftliches Umfeld, das einer stabilitätsorientierten Zentralbank die Erfüllung ihrer Aufgabe erleichtert.*

*Im Euro-Währungsgebiet bilden gemeinsame Regeln über die Haushaltsdisziplin verbunden mit einer klaren Zuweisung der Verantwortung für die Finanzpolitik an die nationalen Regierungen einen geeigneten Rahmen für eine stabile und tragfähige Fiskalpolitik. In diesem Zusammenhang können die in den vergangenen Jahren erzielte Verbesserung der staatlichen Finanzierungssalden sowie die Rückführung der öffentlichen Schuldenquoten als positives Zeichen gewertet werden. Was die Effizienz finanzpolitischer Maßnahmen anbelangt, so werden in diesem Artikel die Schlüsselemente der EU-Strategie dargestellt, durch die der Beitrag der öffentlichen Finanzen zum wirtschaftlichen Wachstum gesteigert werden soll. Die Verantwortung für die Umsetzung dieser Strategie liegt jedoch bei den nationalen Regierungen. Angesichts der ehrgeizigen Ziele der gemeinsamen Strategie sollten die Regierungen die erforderlichen Reformen ihrer nationalen Regeln und Institutionen nicht auf die lange Bank schieben, um so den positiven Einfluss der Finanzpolitik auf das Wachstum zu stärken.*

## I Einleitung

Betrachtet man das in den EWU-Ländern erzielte Wirtschaftswachstum der letzten Jahrzehnte, so sind zwei Beobachtungen von besonderem Interesse. Zum einen ist das Wachstum seit den Sechzigerjahren stark rückläufig, zum anderen blieb es in den Achtziger- und Neunzigerjahren hinter dem der Vereinigten Staaten zurück. Teilweise begründet wurde dies häufig mit einer gewissen Starrheit des Arbeitsmarktes, die sich in relativ niedrigen Beschäftigungsquoten und relativ hohen Arbeitslosenquoten sowie mangelnden Strukturreformen niederschlug. Die Beschäftigungsquote im Euro-Währungsgebiet ist über fünfzehn Prozentpunkte niedriger als in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildungen 1 und 2). Bei der Untersuchung einiger fiskalischer Indikatoren im Eurogebiet zeigt sich, dass der öffentliche Sektor eine wesentlich größere Rolle spielt als in den Vereinigten Staaten. Die Staatsausgaben im Euro-

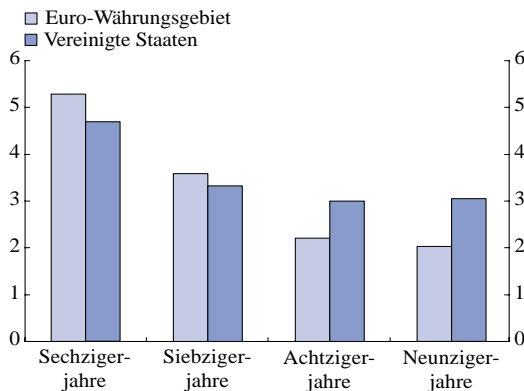
Währungsgebiet machen im Durchschnitt beinahe die Hälfte des BIP aus, verglichen mit weniger als einem Drittel in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 3). Daraus ergibt sich, dass das Steueraufkommen im Eurogebiet notwendigerweise deutlich höher sein muss (siehe Abbildung 4). Inzwischen liegen die Haushaltsdefizite im Durchschnitt zwar auf relativ niedrigem Niveau, doch ist dies erst seit einigen Jahren der Fall, sodass die durchschnittliche Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet mit 70 % des BIP immer noch hoch ist (siehe Abbildungen 5 und 6).

Es besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass diese Entwicklung der Fiskalpolitik zum relativ schwachen Wirtschaftswachstum im Eurogebiet beiträgt. Die Defizite der Vergangenheit waren zu hoch und führten zu einer signifikanten Verschuldung, die die gesamtwirtschaftliche Stabilität beeinträchtigen

### Abbildung 1

#### Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten, Sechziger- bis Neunzigerjahre

(Veränderungen des realen BIP gegenüber dem Vorjahr, in Prozentpunkten)

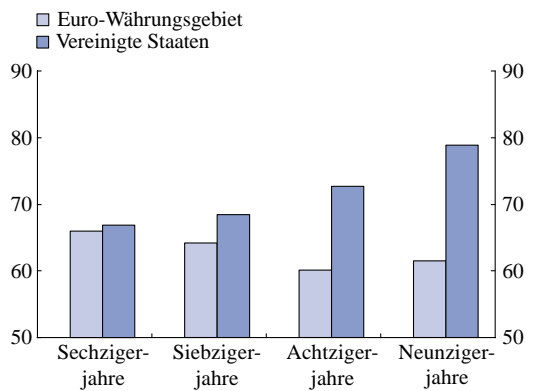


Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

### Abbildung 2

#### Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten, Sechziger- bis Neunzigerjahre

(in % der Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren)

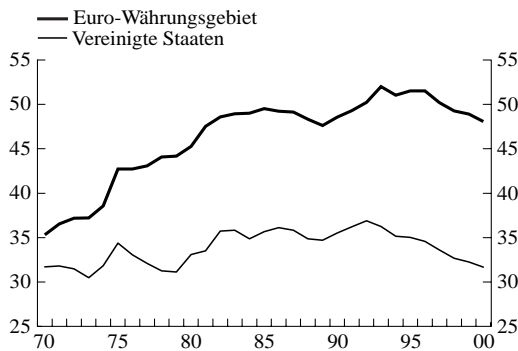


Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

### Abbildung 3

#### Öffentliche Ausgaben im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten, 1970 bis 2000

(in % des BIP)

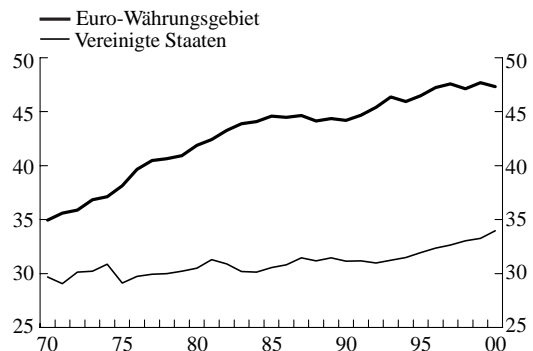


Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Angaben für das Euro-Währungsgebiet von 1988 bis 1994 ohne Luxemburg.

### Abbildung 4

#### Öffentliche Einnahmen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten, 1970 bis 2000

(in % des BIP)



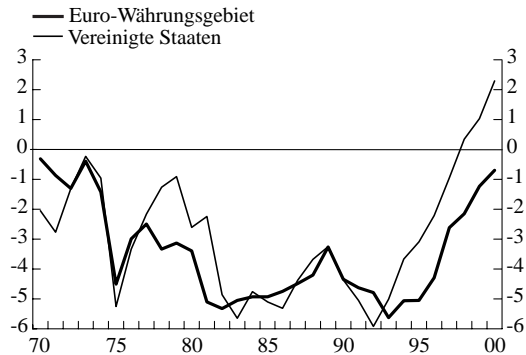
Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Angaben für das Euro-Währungsgebiet von 1988 bis 1994 ohne Luxemburg.

könnte. Zudem halten die Zinszahlungen auf die Schulden die Steuerbelastung auf einem wesentlich höheren Niveau als zur Finanzierung der Primärausgaben allein nötig wäre. Finanzpolitische Maßnahmen waren häufig prozyklisch ausgerichtet und trugen somit nicht angemessen dazu bei, Schwankungen in der Nachfrage zu glätten. Außerdem erschweren überhöhte Staatsausgaben die nachhaltige Verringerung einer verzerrenden Besteuerung und verhindern, dass das Wachstumspotenzial der europäischen Volkswirtschaften voll ausgeschöpft werden kann.

Es wird hier die These vertreten, dass der institutionelle Rahmen, innerhalb dessen private und staatliche Wirtschaftsteilnehmer agieren, entscheidend für das Wirtschaftswachstum ist. Dieser Ordnungsrahmen umfasst die Rechtsvorschriften und -normen, an die die politischen Entscheidungsträger gebunden sind und die ihre Handlungsanreize eingrenzen (zum Beispiel die im Maastricht-Vertrag festgelegte Obergrenze für Haushaltsdefizite). Solche Institutionen sind allerdings nicht zu verwechseln mit Institutionen, die Organisationen sind (wie die EZB oder die

**Abbildung 5**  
**Öffentlicher Finanzierungssaldo im**  
**Euro-Währungsgebiet und in den**  
**Vereinigten Staaten, 1970 bis 2000**

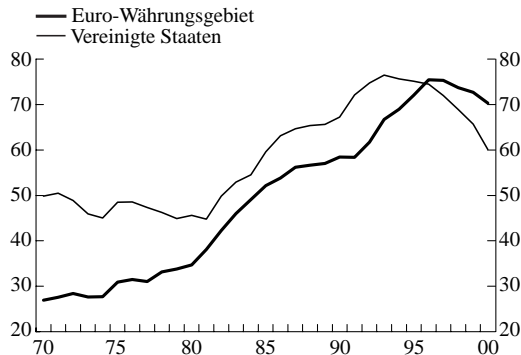
(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Angaben für das Euro-Währungsgebiet 1988 und 1989 ohne Luxemburg.

**Abbildung 6**  
**Öffentliche Verschuldung im Euro-**  
**Währungsgebiet und in den Vereinigten**  
**Staaten, 1970 bis 2000**

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Europäische Kommission). Eine wachstumsfördernde Finanzpolitik kann durch Veränderungen der Regeln und Institutionen erreicht werden. Ein konzeptioneller Ansatz zu diesem Thema wird in Kasten I dargestellt.

Im folgenden Abschnitt wird untersucht, auf welche Weise fiskalpolitische Maßnahmen die Hauptdeterminanten des langfristigen Wachstums beeinflussen können. In Abschnitt 3 werden die Auswirkungen der Finanzpolitik auf die kurzfristige Konjunkturentwicklung und deren Stabilität behandelt. Anschließend werden in Abschnitt 4 die Regeln und Institutionen, die den Rahmen der Finanzpolitik der EWU-Länder abstecken, im Hinblick auf die kürzlich von der

Kommission und dem ECOFIN-Rat vorgeschlagene EU-Wachstumsstrategie überprüft. Der Artikel gelangt zu dem Schluss, dass die aktuellen EU-weiten Regeln eine stabilitätsorientierte und tragfähige Fiskalpolitik und damit das Wirtschaftswachstum fördern. Die Effizienz der Finanzpolitik, die einen starken Einfluss auf das Wachstum der verschiedenen Volkswirtschaften ausübt, unterliegt dabei allerdings weiterhin der einzelstaatlichen Verantwortung. Die Länder des Euro-Währungsgebiets sollten ihre Regeln und Institutionen umfassend reformieren, um zu einer effizienteren Fiskalpolitik zu gelangen und somit die in der EU-Strategie enthaltenen ehrgeizigen Ziele zu erfüllen.

### Kasten I

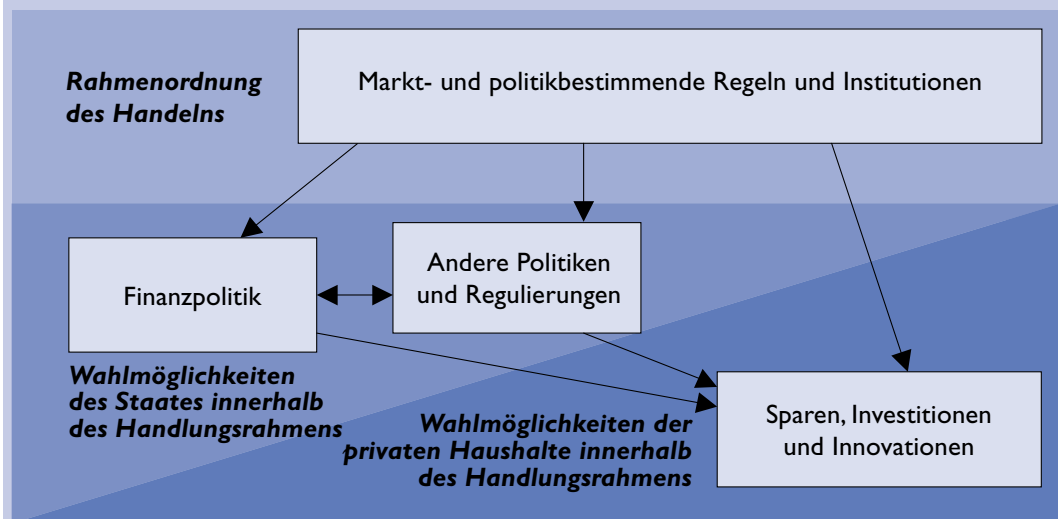
#### Regeln und Institutionen, Finanzpolitik und Wirtschaftswachstum

Regeln und Institutionen sind ausschlaggebend für das Wachstum. Sie setzen den gesetzlichen (und bisweilen informellen oder kulturellen) Rahmen, in dem der Staat und die privaten Wirtschaftssubjekte ihre Anreize zum Konsumieren, Sparen, Investieren, Arbeiten und zur Innovation erhalten. Sie bestimmen das Wachstum auf direkte Weise durch ihre Auswirkungen auf die Märkte und indirekt durch ihren Einfluss auf staatliche Maßnahmen. Regeln können sich auf die Stabilität, Tragfähigkeit und Effizienz finanzpolitischer Maßnahmen sowie auf deren Wechselwirkung mit anderen Politiken auswirken. Diagramm 1 zeigt den Zusammenhang zwischen Regeln und Institutionen einerseits und den wachstumsfördernden Komponenten Sparen, Investition und Innovation andererseits.

**Privatinitiative erfordert eine sichere Funktionsweise der Märkte, durch die angemessene Erträge aus Kapitalakkumulation, Arbeit und Innovation erzielt werden können.**

- Die Wirtschaftssubjekte müssen sich weitgehend sicher sein, dass ihre Investitionen oder Innovationen Gewinne abwerfen. Im Wesentlichen wird dies durch zwei Grundregeln gewährleistet:

Diagramm 1: Zusammenhang zwischen Regeln und Wirtschaftswachstum



- Gesicherte Eigentumsrechte verstärken die Kontrolle über Einkünfte aus Kapitalanlagen und deren Sicherheit.
- Regeln zur Förderung der Marktaktivitäten (Vertragsrecht, freie Preisgestaltung usw.) sind eine Grundvoraussetzung für jede Marktwirtschaft. Funktionierende Märkte geben über den Preismechanismus Informationen ab, auf deren Grundlage die Wirtschaftsakteure arbeiten, investieren, sich spezialisieren und innovativ sind, um Gewinne zu realisieren.
- Regeln müssen den Wettbewerb fördern, adäquate Informationen gewährleisten und ein effizientes Risikomanagement ermöglichen.

**Regeln sollten auch sicherstellen, dass staatliche Maßnahmen die Funktionsfähigkeit der Märkte nicht einschränken, sondern fördern.**

- Staatliche Maßnahmen sollten durch entsprechende Regeln und Institutionen begrenzt und weitgehend eingeschränkt werden.
- Regeln können die Effizienz finanzpolitischer Maßnahmen steigern und die Möglichkeiten für einzelne Gruppen einschränken, sich ungerechtfertigte Vorteile zu verschaffen. Als Beispiele seien Vorschriften der Rechnungsprüfung, Beschaffungsregeln für öffentliche Aufträge und Kosten-Nutzen-Analysen bei Entscheidungen über staatliche Aktivitäten und Regulierungen genannt.
- Regeln können auch die finanzpolitische Stabilität sichern, indem sie erratischen Schwankungen bei Defiziten, Steuergesetzen und Ausgabenprogrammen vorbeugen.
- Institutionen des Haushaltsprozesses und finanzpolitische Regeln können der im politischen Raum oft zu beobachtenden Neigung zu übermäßigen Ausgaben und Haushaltsdefiziten entgegenwirken, die sowohl den Staatssektor zu sehr aufblähen als auch die Stabilität und dauerhafte Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gefährden kann.

**Die Wechselwirkungen zwischen den einzelnen Bereichen der Politik und den Regulierungen sind bedeutsam und erfordern eine umfassende Reform der Regeln und Institutionen.**

- Kosten und Nutzen staatlicher Maßnahmen müssen sorgfältig gegeneinander abgewogen werden und können je nach institutionellem Rahmen, in dem solche Maßnahmen ergriffen werden, unterschiedlich sein.
- Finanzpolitische Regeln könnten die Haushaltsdisziplin vergrößern und damit die Glaubwürdigkeit geldpolitischer Maßnahmen erhöhen. Ähnliche Wechselwirkungen gibt es zum Beispiel zwischen Haushalts- und Arbeitsmarktpolitik sowie zwischen Haushalts- und Wettbewerbspolitik.
- Marktregeln können die Finanzpolitik einschränken und umgekehrt: Der Schutz der Eigentumsrechte sollte einer konfiskatorischen Besteuerung entgegenwirken. Subventionierte öffentliche Dienstleistungen können private Anbieter verdrängen, ja sogar ganz ausschalten.

## 2 Finanzpolitik und langfristiges Wirtschaftswachstum

### Wirtschaftswachstum wird bestimmt durch Kapitalbildung, technischen Fortschritt, Beschäftigung und Sparen

In der frühen Wachstumsliteratur wird die langfristige Produktionswachstumsrate allein durch das Bevölkerungswachstum und den technischen Fortschritt exogen bestimmt. Danach können Politikänderungen das Gleichgewichtsniveau der Produktion beeinflussen (beispielsweise durch eine Erhöhung der Kapitalinvestitionen und des Arbeitsangebots), die langfristige Wachstumsrate jedoch nicht.

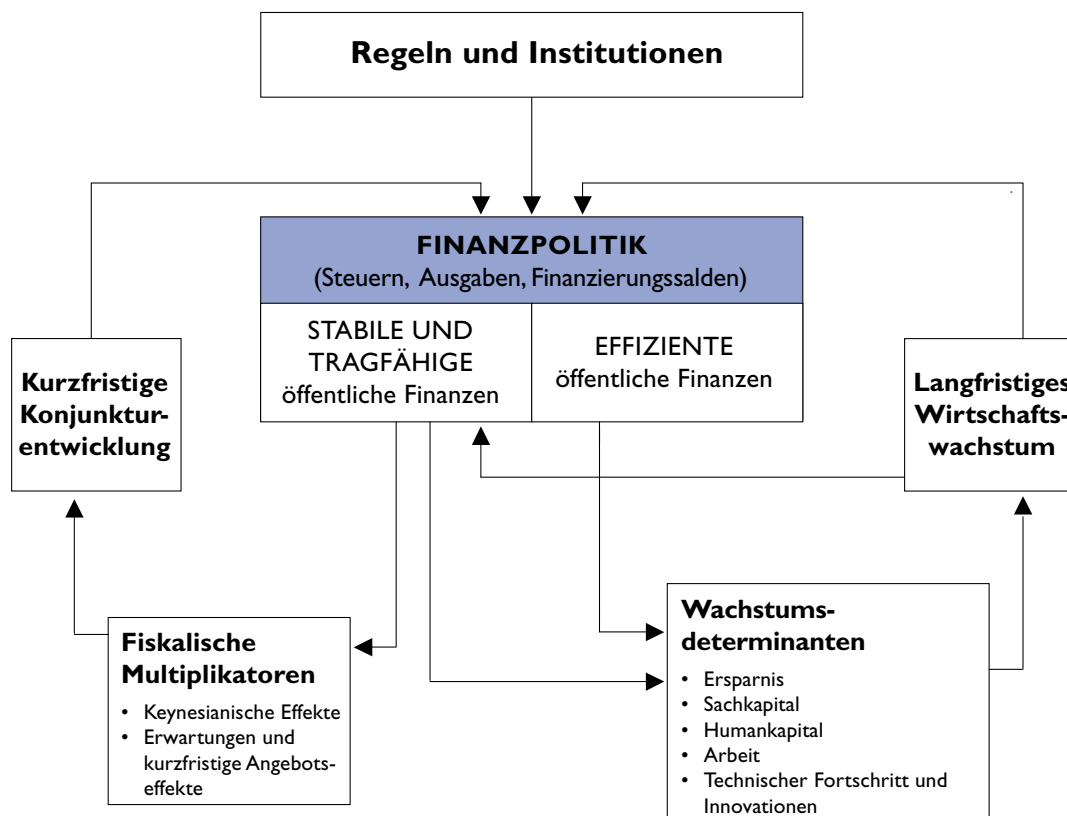
In der neueren Literatur über das „endogene Wachstum“ wird das langfristige Wirtschaftswachstum dagegen durch die Einführung zusätzlicher Elemente erklärt, von denen eines zum Beispiel ein „wissenerzeugender Sektor“ ist. Dabei wird der Begriff Kapital weit gefasst und schließt auch das Humankapital so-

wie die in anderen Sektoren ausgelösten technologischen Impulse ein. Des Weiteren wird von der Annahme ausgegangen, dass die Akkumulation von Kapital zu umfassenden positiven externen Effekten führt. Investitionen in einem Sektor können positive Auswirkungen auf die Produktivität des Human- und Sachkapitals in anderen Sektoren haben. So führen die in einer Firma getätigten Investitionen in Computer zum Beispiel zu einer Verbreitung von Computerwissen und können auf diese Weise den Einsatz solcher Geräte auch in anderen Unternehmen oder Sektoren begünstigen.

Diese neuere Literatur befasst sich mit den Wachstumsdeterminanten (Investitionen in Sach- und Humankapital, technischer Fortschritt, Beschäftigung und Sparen) und gelangt zu dem Schluss, dass die langfristige Wachstumsrate durch Politikänderungen be-

**Fig. 1**

### Zusammenhang zwischen Finanzpolitik, Wirtschaftswachstum und Konjunktur





einflusst werden kann, da sie sich auf die Entscheidungen der Wirtschaftsakteure bezüglich dieser Variablen auswirken. Veränderungen bei den Staatsausgaben und Steuern, durch die externe Investitionseffekte erhöht, Humankapital vermehrt oder Wissen erzeugt wird, können sich dann auf das Niveau und die Wachstumsrate der Produktion auswirken.

Es soll jedoch betont werden, dass ein Einfluss der Finanzpolitik auf das Wachstum nur innerhalb eines angemessenen, weiter gefassten wirtschaftspolitischen Rahmens entstehen kann. Solide öffentliche Haushalte begünstigen ein gesamtwirtschaftliches Klima, in dem die Aufgaben einer stabilitätsorientierten Zentralbank erheblich erleichtert werden und tragen somit zur Schaffung eines Umfelds wachstumsfördernden Sparens und Investierens bei. Finanzpolitische Maßnahmen, die Beschäftigung und Innovation stimulieren, erzielen ihre größte Wirkung, wenn sie nicht durch ungünstige politische Maßnahmen oder Vorschriften für die Arbeitsmärkte, den Handel oder den Wettbewerb unterlaufen werden. Diese Übertragungswege und grundlegenden Wechselwirkungen zwischen Fiskalpolitik und langfristigem Wirtschaftswachstum werden in Fig. 1 erläutert.

### **Finanzpolitik, Kapitalbildung und technischer Fortschritt**

Die Regierungen haben sich bisher darauf konzentriert, das Wirtschaftswachstum durch Kapitalbildung und speziell durch die Schaffung öffentlicher Infrastrukturen wie Autobahnen, bestimmte Transporteinrichtungen und Wasser- bzw. Abwassernetze anzuregen. Für staatliche Eingriffe auf diesem Gebiet wurden zwei Argumente genannt. Erstens wurde der Bereich der Infrastruktur in der Regel als natürliches Monopol betrachtet, in dem private Unternehmen Monopolpreise in Rechnung stellen und somit eine potenziell große Ineffizienz verursachen würden. Zweitens wurde angeführt, dass die Nutzung der Infrastruktur zum Teil nur schwer zu kontrollieren ist, sodass ihre Bereitstellung durch

Privatunternehmen nicht möglich ist. In den letzten Jahren wurde die Rolle der Regierungen als alleinige Anbieter von Infrastruktur in Frage gestellt. Stattdessen wurden in zahlreichen Fällen Erfahrungen mit Privatunternehmen gesammelt, die unter Aufsicht und Kontrolle der öffentlichen Hand Infrastruktur bereitstellen und betreiben.

In den Industrieländern gibt es hinreichende Belege für die positiven Impulse, die öffentliche Investitionen dem Wachstum verleihen. Trotzdem können Investitionen des privaten Sektors in Sachkapital durch staatliche Investitionen verdrängt werden. Dies geschieht entweder, indem sie direkt an ihre Stelle treten oder indem Mittel aus einem unelastischen Angebot an Ersparnissen beansprucht werden müssen, sodass die steigenden Kosten der Kapitalbeschaffung bestimmte private Projekte unrentabel machen. Eine staatliche Förderung privater Investitionen durch Steueranreize könnte die Kapitalbildung zusätzlich zu dem anregen, was der Markt von sich aus bereitstellt. Negative Effekte auf das Wachstum entstehen jedoch dadurch, dass staatliche Investitionen über Steuern finanziert werden müssen. Was die Sachkapitalbildung durch Privatunternehmen anbelangt, so erhöht die Unternehmensbesteuerung die Kapitalkosten, führt so zu einer Verringerung des Nettokapitalertrags und kann daher der Sachkapitalbildung entgegenwirken. Zahlreiche Studien gelangen in der Tat zu der Erkenntnis, dass insbesondere kurzfristige Investitionen in beachtlichem, wenn auch nicht extrem großem Umfang negativ an die Kapitalkosten gekoppelt sind.

Als Schlüssel zum Wirtschaftswachstum wird für gewöhnlich die Akkumulation von Humankapital gesehen. Insbesondere hoch qualifizierte Arbeitskräfte werden dafür benötigt, dass Volkswirtschaften von neuen Technologien profitieren können. Regierungen haben traditionell die Bildung von Humankapital durch Investitionen in das Bildungswesen (Schulen, Universitäten, berufliche Aus- und Weiterbildung, Erwachsenenbildung) angeregt. Das Bildungsangebot wird entweder direkt vom Staat bereitgestellt, oder Privat-

Unternehmen des Bildungssektors werden durch öffentliche Mittel finanziert (bzw. bezuschusst). Auf jeden Fall scheint die staatliche Förderung in diesem Bereich von großer Bedeutung für Menschen zu sein, die Kreditbeschränkungen unterworfen sind. Dies gilt beispielsweise für Kinder oder auch deren Eltern, wenn sie nicht über ein ausreichendes Einkommen bzw. genügende Sicherheiten verfügen, um Kredite für die bestmögliche private Ausbildung zu erhalten.

Die meisten gesicherten empirischen Angaben deuten darauf hin, dass sich die Bildung von Humankapital in erheblichem Maße auf das wirtschaftliche Wachstum auswirkt. Empirische Untersuchungen haben ebenfalls ergeben, dass staatliche Investitionen in Aus- und Weiterbildung einen großen Einfluss auf das zukünftige Wirtschaftswachstum haben. Wenn allerdings zusätzliche öffentliche Ausgaben im Bildungswesen durch eine höhere Besteuerung des Faktors Arbeit finanziert werden, könnte das Ergebnis unter dem Strich – je nach progressiver Ausgestaltung der Steuern – negativ auf die Investitionen in Humankapital wirken. Je ausgeprägter die Progression des Steuersystems, desto größer wird die Wahrscheinlichkeit, dass Investitionen in Aus- und Fortbildung zurückgehen, da die Steuern den Ertrag aus den Investitionen in Bildung unter Umständen stärker schmälern, als sie die Kosten, in sie zu investieren, senken.

Finanzpolitische Maßnahmen können auch den technischen Fortschritt und Innovationen fördern und damit die Wirtschaftswachstumsrate positiv beeinflussen. Investitionen in Forschung und Entwicklung sind ein Schlüsselfaktor des technischen Fortschritts und der Innovation. Es gibt zwei wesentliche Gründe für unzureichende private Investitionen in Forschung und Entwicklung, die staatliche Aktivitäten auf diesem Gebiet rechtfertigen könnten. Für private Investoren sind positive Nebeneffekte in anderen Wirtschaftssektoren, die bedeuten könnten, dass höhere Investitionen gesellschaftlich wünschenswert wären, nicht von Belang. Außerdem wären private Wirtschaftsteilnehmer unter Umständen nicht in der Lage, andere von der Nut-

zung der Ergebnisse ihrer Investitionen auf diesem Gebiet auszuschließen, und würden daher nicht genügend investieren. Direkte staatliche Interventionen, zum Beispiel durch Bereitstellung von Bildungseinrichtungen oder durch Finanzierung, wie auch indirekte staatliche Interventionen über steuerliche Anreize könnten die Forschung und Entwicklung näher an das gesellschaftliche Optimum heranzuführen. Die staatliche Förderung von Forschung und Entwicklung hat jedoch auch ihre Tücken, da der Staat nicht unbedingt über die notwendigen Informationen verfügt, um jeweils die Forschungsprojekte mit den besten Ertragsaussichten zu fördern. Außerdem können staatliche Investitionen in diesem Bereich nicht nur unproduktiv sein, sondern sie können sogar produktiveren Projekten Energie und Mittel entziehen und Innovation und Wachstum auf diese Weise hemmen.

Empirische Untersuchungen in industriellen Marktwirtschaften legen den Schluss nahe, dass Forschung und Entwicklung von zentraler Bedeutung für die Förderung des Wirtschaftswachstums sind. Sie deuten darauf hin, dass private Investitionen auf diesem Gebiet derzeit in den meisten Ländern unter dem Optimum liegen.

Aus finanzpolitischer Sicht ist einer der wichtigsten Aspekte der EU-Wachstumsstrategie die Umlenkung öffentlicher Ausgaben in Sach- und Humankapitalbildung, wobei Bildung und Ausbildung sowie Forschung und Entwicklung Vorrang haben sollten (zur Erläuterung der EU-Wachstumsstrategie siehe Kasten 2).

### **Finanzpolitik und Beschäftigung**

Bei der Art und Weise, in der sich die finanzpolitischen Maßnahmen auf die Beschäftigung auswirken, handelt es sich um einen sehr komplexen Sachverhalt, bei dem die beschäftigungsfördernden bzw. -hemmenden Effekte staatlicher Intervention sorgsam gegeneinander abgewogen werden müssen. Eine ausgewogene Arbeitslosenunterstützung zum Beispiel bietet den Menschen nicht nur ein wichtiges Sicherheitsnetz, sondern sie er-

## Kasten 2

### Beitrag der öffentlichen Finanzen zum Wachstum: die EU-Wachstumsstrategie<sup>1</sup>

Auf dem Gipfel des Europäischen Rats in Lissabon wurde ein neues strategisches Ziel für die Europäische Union festgesetzt, und zwar sie „...zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen, einem Wirtschaftsraum, der fähig ist, ein dauerhaftes Wirtschaftswachstum mit mehr und besseren Arbeitsplätzen und größerem sozialen Zusammenhalt zu gewährleisten.“ Die öffentlichen Haushalte können zur Erreichung dieses Ziels beitragen, indem sie Wachstum und Beschäftigung auf dreierlei Weise unterstützen – durch die Förderung stabiler gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen mittels gesunder öffentlicher Finanzen, durch beschäftigungsfreundlichere Steuer- und Sozialleistungssysteme und durch eine Umlenkung der öffentlichen Ausgaben in die Bildung von Sach- und Humankapital. Das bisherige Ziel der Haushaltsstabilität um einen weiteren Schwerpunkt, den generellen Beitrag der öffentlichen Finanzen zu Wachstum und Beschäftigung, zu erweitern, bedeutet eine neue Stufe im Rahmen der finanzpolitischen Tagesordnung der EWU.

**Dauerhaft gesunde öffentliche Finanzen:** Nach langjährigen Bemühungen um die Erreichung gesunder Staatsfinanzen stehen die EWU-Länder nun vor der Herausforderung, diese Aufgabe zu vollenden und die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte dauerhaft zu sichern. Gleichzeitig sollten sie das Ziel verfolgen, die Abgabenlast (insbesondere bei den Niedriglöhnen) zu mindern, die öffentlichen Investitionen in Sach-, Human- und Wissenskapital zu verstärken und die öffentlichen Haushalte auf die Konsequenzen einer alternden Bevölkerung vorzubereiten.

- Um die kurzfristigen Herausforderungen bewältigen zu können und im Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt bekräftigen der Rat und die Kommission daher, dass eine prozyklische Finanzpolitik insbesondere durch strenge Ausgabenbeschränkungen vermieden werden muss. Der Rat und die Kommission stimmen überein, dass zu diesem Zweck konjunkturbereinigte Finanzierungssalden bei der Beurteilung der Haushaltslage als zusätzliches Hilfsmittel herangezogen werden sollten. Die Kommission wird sich in Zusammenarbeit mit dem Wirtschafts- und Finanzausschuss sowie dem Ausschuss für Wirtschaftspolitik darum bemühen, die Methodik zur Bestimmung der konjunkturellen Komponente des Finanzierungssaldos weiter zu entwickeln.
- Um den mittelfristigen Herausforderungen gerecht werden zu können, müssen Steuer- und Ausgabenreformen so gestaltet werden, dass eine nachhaltige Verringerung der Abgabenquote und ein größtmöglicher Wachstums- und Beschäftigungsbeitrag erreicht werden. Deshalb müssen Steuersenkungen von einer engen Begrenzung und gegebenenfalls Kürzung der Staatsausgaben begleitet werden. Die Reformen sollten auch auf den Abbau von Rigiditäten, besonders am Arbeitsmarkt, ausgerichtet sein. Für die Rückführung der öffentlichen Verschuldung, Steuersenkungen und die Finanzierung öffentlicher Investitionen in Schlüsselbereichen muss ein ausgewogenes Verhältnis und die richtige Reihenfolge gefunden werden. Die Gewichtung kann je nach den Gegebenheiten und Prioritäten der einzelnen Mitgliedstaaten unterschiedlich ausfallen.
- Um die langfristigen Herausforderungen bewältigen zu können, ist nach übereinstimmender Auffassung des Rats und der Kommission eine auf drei Säulen gründende Strategie erforderlich, um die wirtschaftlichen und haushaltsmäßigen Probleme einer alternden Bevölkerung zu lösen. Sie verlangt eine geeignete Kombination von beschleunigtem Abbau der Staatsverschuldung, Maßnahmen zur Anhebung der Beschäftigungsquoten (insbesondere der Frauen und älteren Arbeitnehmer) und einer Reform der Rentensysteme, um diese auf ein solides finanzielles Fundament zu stellen. Dies schließt auch eine stärkere Kapitaldeckung der gesetzlichen Rentenversicherung ein. Der ECOFIN-Rat beabsichtigt, seine Untersuchung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, insbesondere im Rahmen der multilateralen Überwachung und der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme, zu vertiefen.

<sup>1</sup> Kernpunkte aus dem Joint Report of the Commission and the ECOFIN Council to the European Council, Stockholm, 23.–24. März 2001.

**Beschäftigungsfreundlichere Steuer- und Rentensysteme:** Es sind bereits einige Fortschritte auf dem Weg zur beschäftigungsfreundlicheren Gestaltung der Steuersysteme zu verzeichnen, und zwar durch eine Verminderung der steuerlichen Belastung des Faktors Arbeit sowie die Senkung der Grenzsteuersätze. Insgesamt ist die Abgabenbelastung des Faktors Arbeit (Steuern und Sozialversicherungsbeiträge) in vielen Mitgliedstaaten im internationalen Vergleich aber noch immer hoch, und die Reformen in manchen Ländern sind Stückwerk geblieben. Sehr viel weniger ist es bislang gelungen, die Sozialleistungssysteme beschäftigungsfreundlicher zu machen, und die Veränderungen der Nettolohnersatzquoten waren bisher relativ gering. Nur in wenigen Mitgliedstaaten sind bislang Einkommenssubventionen für Geringverdiener vorgesehen. Der Rat fordert die Mitgliedstaaten nachdrücklich auf, die Reform von Steuer- und Leistungssystemen erforderlichenfalls zu beschleunigen und dafür zu sorgen, dass sich Arbeit lohnt und die so genannte Arbeitslosigkeitsfalle abgemildert wird.

**Umlenkung von Staatsausgaben in die Bildung von Sach- und Humankapital:** Die jüngste Entwicklung zeigt, dass das Niveau der öffentlichen Investitionen nicht mehr zurückgeht und in einigen Ländern sogar wieder ansteigt. Dies ist zu begrüßen, insbesondere weil gleichzeitig versucht wird, die Effizienz dieser Investitionen durch die Einführung von Marktmechanismen zu erhöhen. Bei der Umstrukturierung der öffentlichen Finanzen sollten Bildung und Ausbildung sowie Forschung und Entwicklung Priorität erhalten. Der angestrebte Aufbau von Sach- und Humankapital muss weitgehend über eine Ausgabenumschichtung finanziert werden. Der Rat fordert die Mitgliedstaaten nachdrücklich auf, Ausgabenumschichtungen, Steuerreformen und sonstige strukturelle Maßnahmen in einem ausgewogenen Verhältnis durchzuführen. Nur mit einer solchen umfassenden Strategie kann die EU die Herausforderungen, die sich aus dem Gipfeltreffen von Lissabon ergeben, bewältigen.

möglichst es Arbeitnehmern darüber hinaus auch, mehr Zeit für die Suche nach der für sie produktivsten Beschäftigung aufzuwenden. Dies könnte allerdings die Zeit der Arbeitslosigkeit verlängern und somit Zweitrundeneffekte auf das Produktionspotenzial der Volkswirtschaft ausüben, da Langzeitarbeitslose eine Verringerung ihres Humankapitals in Kauf nehmen müssen.

Die potenziellen Nachteile von Sozialleistungen werden am deutlichsten, wenn man ihre Auswirkungen auf das Arbeitsangebot betrachtet. Die nicht an Bedingungen geknüpfte bzw. zeitlich unbegrenzte Zahlung von Arbeitslosenunterstützung wird häufig als entscheidender negativer Arbeitsanreiz genannt. Desgleichen kann Arbeitslosenunterstützung den Druck vermindern, ineffiziente Arbeitsmärkte mit hoher Arbeitslosigkeit zu reformieren, gerade weil die Arbeitslosen vom Staat unterstützt werden. Auch staatliche Rentensysteme üben einen erheblichen Einfluss auf das Arbeitsangebot aus (in Kasten 3 werden die potenziellen Effekte von Rentenreformen auf die Determinanten des Wachstums dargelegt). Geringe Rentenabschläge

oder gar die aktive Förderung des Vorruhestands haben das Arbeitsangebot geschmälert. Die Aussicht, vorzeitig in den Ruhestand zu treten, stellt überdies einen negativen Anreiz für Arbeitnehmer dar, ihre berufliche Qualifikation zu erhalten und sich auf lebenslanges Lernen einzulassen. Anreize für den Vorruhestand können zudem den Abbau von Arbeitsplätzen begünstigen, selbst wenn Entlassungen nur sehr schwierig möglich sind. Daher werden Unternehmen, die Personal abbauen müssen, die Anzahl ihrer älteren Mitarbeiter verringern, wobei es sich um die erfahrenen, jedoch nicht notwendigerweise um die weniger produktiven Mitarbeiter handeln kann.

Eine gut ausgestaltete und umgesetzte Arbeitsmarktpolitik kann Arbeitsangebot und -nachfrage verbessern und folglich den Beschäftigungsstand erhöhen. Fortbildungsprogramme können den Erhalt und Ausbau der beruflichen Qualifikation erleichtern und damit dazu beitragen, Qualifikationsinkongruenzen und Abwertungen des Humankapitals unter den Langzeitarbeitslosen zu verringern. Eine weitere Herausforderung ist die Wieder-

### **Kasten 3**

#### **Rentenreform und die Bestimmungsgründe des Wachstums**

##### **Reform umlagefinanzierter Systeme kann Wachstum fördern**

Mit der zunehmenden Sensibilisierung für die wirtschaftlichen und finanzpolitischen Folgen der Bevölkerungsalterung hat in vielen Industrieländern eine allgemeine Debatte über die Reform der staatlich finanzierten Rentensysteme eingesetzt. Die Auswirkungen der alternden Bevölkerung bereiten besonders den Ländern des Eurogebiets Sorgen, in denen sich der Altenquotient den Prognosen zufolge in den kommenden Jahrzehnten verdoppeln wird (eine ausführlichere Erörterung hierzu findet sich in dem Beitrag „Die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet unter den Bedingungen einer alternden Bevölkerung“ im Monatsbericht vom Juli 2000). Nach dem Bericht des Ausschusses für Wirtschaftspolitik über die Alterung der Bevölkerung würde dies die Ausgaben für die gesetzliche Altersversorgung im Eurogebiet von gegenwärtig durchschnittlich 11,2 % des BIP um mehr als 4 Prozentpunkte des BIP erhöhen. Dies würde der heutigen und den nachfolgenden Generationen hohe Abgabenlasten aufbürden, falls nicht umgehend Reformen eingeleitet werden. Für die Reform von Umlagesystemen gibt es im Wesentlichen zwei Wege: parametrische Reformen, bei denen das bestehende System an das sich wandelnde Umfeld angepasst wird, und Systemreformen, bei denen die Finanzierung des Systems auf eine breitere Grundlage gestellt wird. Beide Ansätze können wachstumsfördernd wirken, indem sie die Tragfähigkeit und Effizienz der öffentlichen Finanzen verbessern.

##### **Parametrische Reformen**

Parametrische Reformen beeinflussen die finanzielle Tragfähigkeit von umlagefinanzierten Systemen durch Veränderungen der regulatorischen Parameter, die Beiträge und Leistungen bestimmen.

- Solche Reformen verbessern die Tragfähigkeit des Rentensystems und der öffentlichen Finanzen insgesamt; die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen wiederum wirkt sich günstig auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und das Investitionsklima aus.
- Durch eine Anhebung des effektiven Renteneintrittsalters und der Erwerbsquote älterer Männer und Frauen können parametrische Reformen das Arbeitskräfteangebot erhöhen.
- Eine Verlängerung der Lebensarbeitszeit verstärkt außerdem den Anreiz für Arbeitnehmer und Unternehmen zum Aufbau von Humankapital. Ein größeres Humankapital dürfte die Produktivität steigern.
- Im Zuge weiterer Reformen kann der tatsächliche oder empfundene Zusammenhang zwischen Beiträgen und Leistungen verbessert werden. Auf diese Weise würde die wahrgenommene Abgabenbelastung des Faktors Arbeit reduziert, was sich positiv auf Arbeitskräfteangebot und -nachfrage auswirken würde. So könnte etwa das Arbeitseinkommen stärker in die Rentenformel einfließen, oder es könnten fiktive Konten eingeführt werden, die gewährleisten, dass die individuellen Beiträge unmittelbar an die jeweiligen künftigen Rentenzahlungen gekoppelt werden.

##### **Systemreformen**

Systemreformen unterstützen die Finanzierung des Rentensystems durch die Einführung einer zusätzlichen, vollständig kapitalgedeckten Säule.

- Ähnlich wie bei den parametrischen Reformen verbessert die Diversifikation der Rentenfinanzierung die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushalte und das gesamtwirtschaftliche Umfeld.
- Die Einführung kapitalgedeckter Renten dürfte zu einer höheren Ersparnisbildung führen. Dadurch würde ein größerer Kapitalbestand zur Finanzierung von Investitionsprojekten entstehen.
- Zusätzliches Kapital führt zu einer größeren Tiefe der Finanzmärkte. Dies wirkt auf Grund der effizienteren Kapitalallokation und der geringeren Kosten der Finanzintermediation wachstumsfördernd.
- Da die Teilnehmer ihre Beiträge zur kapitalgedeckten Säule des Rentensystems nicht als Steuern, sondern als Ersparnisse ansehen, werden die negativen Verzerrungen durch die steuerliche Belastung der Arbeitseinkommen gemildert und Arbeitsangebot und -nachfrage steigen.

### **Jüngste Erfahrungen**

Das Problem ist wohl bekannt und es besteht Einigkeit über viele der erforderlichen Einzelreformen. Insgesamt sind die Fortschritte bei der Rentenreform im Eurogebiet bisher aber enttäuschend, und vielfach werden einschneidende Veränderungen offensichtlich hinausgeschoben. Überdies ist es in einigen Mitgliedstaaten schwierig, die privaten Sparaktivitäten für die Alterssicherung zu verstärken, da angemessene rechtliche und steuerliche Regelungen für kapitalgedeckte Renten fehlen.

eingliederung von schwer zu vermittelnden Gruppen (z. B. Arbeitnehmer mit geringer Qualifikation, Langzeitarbeitslose oder ältere Menschen) in den Arbeitsmarkt.

All diese potenziell günstigen Auswirkungen staatlicher Maßnahmen können jedoch nicht beurteilt werden, ohne die Auswirkungen zu betrachten, die von den zur Finanzierung erforderlichen Steuern ausgehen. Die Belastung des Faktors Arbeit mit Steuern und Sozialbeiträgen als wichtigsten Finanzierungsquellen für diese Maßnahmen führt zu einer Erhöhung der Arbeitskosten und lässt den Abstand zwischen den vom Arbeitgeber gezahlten Bruttolöhnen und den Nettolöhnen der Arbeitnehmer immer größer werden. Wenn Arbeitgeber auf Grund einer gewissen Starrheit des Arbeitsmarktes gezwungen sind, die Kosten höherer Steuern zu tragen, dann führt dies in der Regel dazu, dass sie ihre Nachfrage nach Arbeitskräften reduzieren. Als Maß dafür, wie stark Unternehmen ihre Beschäftigung zurückführen, dient die Elastizität der Arbeitsnachfrage bezogen auf die realen Arbeitskosten. Diese Elastizität scheint im Durchschnitt nicht sehr groß zu sein, sie nimmt jedoch im Fall von weniger qualifizierten Arbeitskräften zu, die häufig leichter durch Sachkapital oder Rationalisierung ersetzt werden können als hoch qualifizierte Arbeitnehmer. Entscheidungen über das Arbeitsangebot könnten auch dann negativ durch Steuern beeinflusst werden, wenn die Steuerlast zu niedrigeren Nettolöhnen führt. Empirische Untersuchungen belegen, dass sich die Steuern stärker auf die Nachfrage nach Arbeitskräften als auf das Arbeitsangebot niederschlagen.

Die vorliegenden empirischen Daten erlauben den Schluss, dass es unter dem Strich häufig eine Kombination von hohen Steuern

auf Arbeit und großzügigen Sozialsystemen ist, die negative Beschäftigungsanreize setzt. Am ausgeprägtesten sind diese nachteiligen Effekte für gewöhnlich bei Arbeitern mit geringer Qualifikation/niedrigem Einkommen. In ihrem Fall liegen die effektiven Grenzsteuersätze, also die Einbußen durch Steuern und entgangene Leistungen pro zusätzlich verdientem Euro, in vielen Ländern des Eurogebiets bei bestimmten Segmenten des Lohnspektrums nahe bei oder sogar über 100 % (die so genannte Arbeitslosigkeitsfalle).

Die Reform von Steuer- und Sozialleistungssystemen, die beschäftigungsfreundlicher werden müssen, ist ein weiteres Schlüsselement der EU-Strategie, den Beitrag der öffentlichen Finanzen zum Wirtschaftswachstum zu erhöhen.

### **Finanzpolitik und Ersparnisbildung**

Sämtliche Investitionen müssen durch Ersparnisse finanziert werden. Die meisten Ersparnisse kommen dabei aus dem Inland, während die Ersparnisse aus dem Ausland normalerweise lediglich ergänzend hinzutreten. Innerhalb der Binnenwirtschaft bildet der private Sektor die bei weitem ergiebigste Quelle für Ersparnisse.

Der wichtigste Weg, auf dem öffentliche Ausgaben privates Sparen anregen, sind Übertragungen an die privaten Haushalte einschließlich Sozialleistungen. In diesem Zusammenhang ist jedoch zu bedenken, dass diese Übertragungen die privaten Ersparnisse auch negativ beeinflussen können.

Rentenzahlungen stellen mittlerweile den größten Posten innerhalb der staatlichen Sozialleistungssysteme dar. Sollte die derzei-

tige Rentenpolitik fortgeführt werden, dann ist für die Zukunft mit einem signifikanten Ausgabenanstieg zu rechnen. Ein Aufschub des effektiven Renteneintritts und die Ausweitung des Angebots an kapitalgedeckten Rentenversicherungen würde zu größeren Ersparnissen für die Altersvorsorge führen, was sich günstig auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnis auswirken dürfte.

Insgesamt lässt sich aus den empirischen Angaben mit hinreichender Sicherheit ableiten, dass hohe Steuern zur Finanzierung eines großen Staatssektors die Ersparnis und damit auch die Investitionen und das Wachstum tendenziell negativ beeinflussen. So wie von der Abgabenbelastung des Faktors Arbeit ein negativer Impuls auf die Arbeit ausgeht, dämpfen auch Steuern auf Ersparnisse der Tendenz nach die Spartätigkeit und fördern den Konsum. Insbesondere die Besteuerung von Unternehmensgewinnen, aber auch andere Kapitalertragsteuern, haben gewöhnlich eine Verringerung der privaten Ersparnis zur Folge, indem sie deren Nettoertrag mindern.

#### **Niedrige und stabile Defizite sowie tragfähige öffentliche Haushalte fördern das langfristige Wirtschaftswachstum**

Solide öffentliche Haushalte wirken sich in der Regel positiv auf die gesamtwirtschaftliche Ersparnis und die Investitionen aus. Wenn die staatlichen Investitionen unverändert bleiben, dann bedeuten niedrigere Defizite eine höhere öffentliche Ersparnis. Werden letztere nicht vollständig durch eine niedrigere private Ersparnis ausgeglichen, dann steigt die aggregierte gesamtwirtschaftliche Ersparnis. Dies wiederum führt über ein größeres Kapitalangebot und niedrigere Realzinssätze zu einem Anstieg der privaten Investitionen. Der Einfluss verbesserter staatlicher Finanzierungssalden hängt allerdings wesentlich vom Grad der Substituierbarkeit von staatlicher und privater Ersparnis ab. Wenngleich die vorliegenden empirischen Ergebnisse keine eindeutigen Schlussfolgerungen zulassen, so scheinen sie doch die Hypothese eines vollständigen Ausgleichs staatli-

cher Defizite durch die private Ersparnis zu widerlegen. Daher bewirken niedrigere öffentliche Defizite tendenziell eine Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis und eine Verbesserung der langfristigen Wachstumsaussichten.

Ernst zu nehmende negative Wachstumseffekte sind zu erwarten, wenn die öffentlichen Defizite eine signifikante Verschuldung nach sich ziehen und das Vertrauen in die langfristige Solvenz des Staates erschüttert wird. Gelten die öffentlichen Finanzen als nicht tragfähig, dann müssen Regierungen, die sich in einer solchen Lage befinden, eine steigende Risikoprämie auf die Zinsen für die Staatsverschuldung zahlen, die das öffentliche Defizit ihrerseits weiter erhöht. Im Ergebnis wird ein zunehmender Teil der Ersparnis in Schuldtitel des Staates statt in private Investitionen gelenkt („crowding out“).

Hohe Defizite sind nicht tragfähig; sie vermindern die Ersparnis und erschüttern das Vertrauen der Investoren auf eine weitere Art. Wenn eine hohe öffentliche Verschuldung den Eindruck drohender staatlicher Zahlungsunfähigkeit erweckt – und sei es in noch so ferner Zukunft – dann sehen die Menschen eine zunehmende Gefahr finanzieller Instabilität. Dieses Risiko wiederum schreckt Sparer und Investoren ab. In einem derartigen Umfeld verliert der Preismechanismus als Richtschnur für Investitionsentscheidungen an Bedeutung, da die Investoren nicht feststellen können, ob die Preisentwicklung Instabilität oder Gewinnmöglichkeiten signalisiert.

Ist die finanzielle Tragfähigkeit in Frage gestellt, können Regierungen genötigt sein, kurzfristig die Steuern anzuheben oder die Ausgaben zu senken, wodurch die Stabilität und Berechenbarkeit staatlicher Maßnahmen vermindert würde. In extremen Fällen können Regierungen sogar mit Liquiditätsproblemen konfrontiert werden, die zu einer Beeinträchtigung zentraler Regierungsfunktionen könnten (beispielsweise wenn Gehälter von Beschäftigten im öffentlichen Dienst nicht ausbezahlt oder Instandhaltungsarbeiten nicht

durchgeführt werden). Mit anderen Worten dürften nicht tragfähige öffentliche Haushaltspositionen die Effizienz staatlicher Maßnahmen tendenziell beeinträchtigen.

Aus den obigen Ausführungen ergibt sich, dass eine tragfähige und effiziente Finanzpolitik dem Wirtschaftswachstum zuträglich ist. Diese Sichtweise liegt auch der EU-Wachstumsstrategie zu Grunde. Sie fördert Investitionen und Innovationen, während sie potenziell

wachstumshemmende Impulse infolge negativer Spar-, Investitions-, Arbeits- oder Innovationsanreize eingrenzt. Ein schlanker öffentlicher Sektor mit einem geringen Anteil an unproduktiven Ausgaben und einem effizienten Steuersystem, niedriger Staatsverschuldung und der Aussicht auf gedeckte zukünftige Verbindlichkeiten schafft die Voraussetzungen für ein kräftiges Wirtschaftswachstum.

### **3 Kurzfristige Auswirkungen der Finanzpolitik auf die Konjunkturentwicklung**

Eine wachstumsfördernde Fiskalpolitik muss nicht nur auf Dauer tragfähig und effizient sein, sondern sollte auch kurzfristig zur Konjunkturstabilität beitragen. Es besteht zwar weitgehende Übereinstimmung darüber, dass die Fiskalpolitik angemessene Anreize und einen geeigneten Rahmen zur Förderung nachhaltigen Wachstums schaffen kann. Sehr viel weniger Einigkeit herrscht aber darüber, ob sie die Konjunktur kurzfristig in vorhersehbarer Weise beeinflussen kann.

#### **Automatische Stabilisierung ist diskretionärer Feinsteuerung vorzuziehen**

Die Fiskalpolitik kann die Konjunktur kurzfristig über verschiedene Nachfrage- und Angebotskanäle beeinflussen. Keynesianische Theorien betonen die nachfrageseitigen Konjunkturreffekte. Eine mehr restriktive Fiskalpolitik kann sich vorübergehend kontraktiv auf die Produktion auswirken, während eine expansive Fiskalpolitik die Produktion über die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zeitweise steigern kann. Die durch eine Änderung der Staatsausgaben oder Steuern hervorgerufene veränderte Nachfrage beeinflusst die Produktion dadurch, dass die privaten Wirtschaftssubjekte auf die durch die staatlichen Maßnahmen bewirkte Veränderung ihrer verfügbaren Einkommen reagieren. Dies sind die so genannten fiskalischen Multiplikatoreffekte. Empirische Untersuchun-

gen bestätigen, dass es unter normalen Umständen zu solchen Multiplikatoreffekten kommt. Auf Grund dieser Überlegungen und empirischen Ergebnisse und in der Annahme, dass Regierungen stets wissen, welche finanzpolitische Maßnahme zu jedem gegebenen Zeitpunkt angezeigt ist, fordern Befürworter dieses Ansatzes eine aktive Fiskalpolitik zur Stabilisierung der Konjunkturentwicklung.

Gleichwohl treffen diese Vorstellungen auf Widerspruch, und sie liefern keine fundierte Begründung für diskretionäre Feinsteuerungsmaßnahmen (oder eine aktive Nachfragesteuerung) der Fiskalpolitik. Die Regierung müsste wissen, wann sie eingreifen und wie stark sie die Nachfrage ankurbeln oder bremsen muss. Außerdem stößt eine aktive Nachfragesteuerung durch die Finanzpolitik auf erhebliche Umsetzungsprobleme.

Angenommen, es tritt ein gesamtwirtschaftlicher Schock auf, der zu einer Konjunkturabschwächung führt und expansive Gegenmaßnahmen angebracht erscheinen lässt. Bis diese Maßnahmen den administrativen oder legislativen Prozess durchlaufen haben, dauert es aber eine gewisse Zeit, und noch mehr Zeit vergeht, bis sie wirksam werden. Bis dahin kann der gesamtwirtschaftliche Schock, der den Anstoß zu der Entscheidung gab, bereits abgeklungen sein. Die Maßnahmen könnten prozyklisch wirken, wenn sie im anschließenden Aufschwung zu greifen beginnen. Zu einer automatischen Stabilisierung



kommt es dagegen, weil Konjunkturschwankungen direkte Veränderungen einiger Einnahmen- und Ausgabenposten (wie etwa Einkommensteuern und Arbeitslosenunterstützung) auslösen. Noch entscheidender aber ist, dass die Menschen Erwartungen hinsichtlich dieser Effekte bilden und somit rechtzeitig darauf reagieren können. Außerdem entfällt die Notwendigkeit, Maßnahmen im Konjunkturverlauf zu ändern oder aufzuheben.

Wirkt eine aktive Fiskalpolitik prozyklisch, statt Nachfrageschwankungen abzuschwächen, könnte dies auch eine stabilitätsorientierte Geldpolitik erschweren. Eine Verstärkung inflationärer oder deflationärer Tendenzen könnte von der Geldpolitik einschneidendere Gegenmaßnahmen erfordern, als ohne finanzpolitische Eingriffe notwendig gewesen wären.

Bei einer aktiven Fiskalpolitik könnte es auch schwer fallen, die ursprünglichen Entscheidungen später wieder aufzuheben, da dies den Widerstand der Begünstigten dieser Maßnahmen provozieren könnte. Dies könnte zu einer einseitig expansiven Ausrichtung der Fiskalpolitik insgesamt und in den folgenden Konjunkturzyklen zu untragbaren Haushaltsdefiziten führen. Darüber hinaus dürfte eine aktive Fiskalpolitik eher Unsicherheit über den künftigen finanzpolitischen Kurs schaffen und eine angemessene Erwartungsbildung, die die Produktion auf kurze Sicht verstetigen würde, behindern. Dies könnte sich auch negativ auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auswirken und die langfristigen Wachstumsaussichten der Wirtschaft beeinträchtigen.

Eine auf automatischer Stabilisierung beruhende Fiskalpolitik dürfte daher normale Konjunkturschwankungen zuverlässiger dämpfen als eine diskretionäre Nachfragesteuerung. Außerdem kann eine diskretionäre Fiskalpolitik die Konjunktur wirksam und in vorhersehbarer Weise wahrscheinlich nur dann beeinflussen, wenn die öffentliche Haushaltslage tragfähig bleibt. Bestehen Zweifel daran, können andere Effekte als die keynesianischen Multiplikatoren bedeutsam werden.

### **Erwartungen und kurzfristige Angebotseffekte können auf kurze Sicht die Folgen finanzpolitischer Reformen bestimmen**

Neue Hypothesen, die die Zweifel an der Wirksamkeit einer aktiven fiskalpolitischen Nachfragesteuerung weiter verstärkt haben, sind von besonderem Interesse, wenn man die negativen Effekte betrachtet, die von strukturellen finanzpolitischen Reformen auf die kurzfristige Konjunkturentwicklung ausgehen können. Bei strukturellen Reformen, die auch eine kurzfristige Haushaltskonsolidierung beinhalten, ist die Wahrscheinlichkeit besonders groß, dass sie geringere Konjunkturwirkungen haben als jene, die nach dem Keynesianischen Ansatz zu erwarten wären, oder dass es sogar zu entgegengesetzten (nichtkeynesianischen) Effekten kommt.

Erwartungen und kurzfristige Angebotseffekte können nichtkeynesianische Effekte hervorrufen und dazu führen, dass die Haushaltskonsolidierung expansiv wirkt. So könnten beispielsweise die negativen Effekte der fiskalischen Multiplikatoren nach Haushaltskonsolidierungen vollständig ausgeglichen werden oder sich sogar ins Gegenteil verkehren, wenn der private Konsum auf Grund von Veränderungen des erwarteten dauerhaften Einkommens und Marktwerts des Vermögens privater Haushalte ausgeweitet wird. Zum einen steigt das erwartete permanente Einkommen der privaten Haushalte nach Steuern durch die Haushaltskonsolidierung, weil die damit verbundenen Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen eine Verringerung der künftigen Steuerbelastung erlauben. Zum anderen dürften die Realzinsen nach einer glaubwürdigen Haushaltskonsolidierung sinken. Sinkende Marktzinsen lassen den Marktwert des Vermögens der privaten Haushalte und damit den Konsum steigen.

Die Konjunkturwirkung finanzpolitischer Maßnahmen hängt auch von den mit ihnen, ihrer Zusammensetzung und Glaubwürdigkeit verbundenen Erwartungen ab. Die nichtkeynesianischen Effekte sind größer, wenn die Maßnahmen die Tragfähigkeit verbessern, da das

Risiko eines finanzpolitischen Kurswechsels dann sehr gering ist und die Glaubwürdigkeit zunimmt. Hierbei geht es häufig um Einschnitte bei den Sozialausgaben, bei Beschäftigung und Löhnen im öffentlichen Sektor sowie um die Beschneidung einer allzu großzügigen sozialen Sicherung. Da derartige Maßnahmen oft unpopulär sind, zeigt der Staat damit, dass es ihm mit seinen Reformen ernst ist. In der Regel verbessern sie auch die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen.

Empirische Ergebnisse der einschlägigen Literatur unterstützen das Argument, dass erfolgreiche Haushaltsanpassungen, das heißt eine dauerhafte Konsolidierung, offenbar das Ergebnis von Ausgabenkürzungen, insbesondere des Abbaus überzogener Sozialleistungen und der Beschäftigung im öffentlichen Dienst, sind. Bei umfangreichen Konsolidierungen und hohen Schuldenständen spielten anscheinend nicht-keynesianische Effekte aus Steuererhöhungen eine wichtige Rolle. Dies unterstreicht die Relevanz derartiger Effekte, wenn finanzpolitische Maßnahmen die Tragfähigkeit der öffentlichen Haushaltslage verbessern.

#### **4 Regeln und Institutionen für eine wachstumsfördernde Finanzpolitik**

Nach den in den vorangegangenen Abschnitten vorgestellten Hypothesen sollten Wachstum und Konjunkturstabilität fördernde Regeln und Institutionen im Bereich der Finanzpolitik auf zwei Ziele ausgerichtet sein. Sie sollten erstens Haushaltsdisziplin garantieren und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wahren, um damit zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität und indirekt zur Sicherung von Preisstabilität beizutragen. Zweitens sollten Regeln und Institutionen die Effizienz des öffentlichen Sektors und die Berechenbarkeit der Fiskalpolitik verbessern und den privaten Wirtschaftssubjekten die richtigen Anreize zur Steigerung des langfristigen Wachstums bieten.

Was das erste Ziel betrifft, so sind die Mitgliedstaaten dank des Rahmens finanzpolitischer Regeln und Institutionen in der

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass man die Dämpfung konjunktureller Schwankungen der Gesamtnachfrage bei gesunden öffentlichen Finanzen den automatischen Stabilisatoren überlassen sollte, statt sich auf eine diskretionäre Feinsteuerung zu stützen. Sie dürften auch zur gesamtwirtschaftlichen Stabilität beitragen und der Geldpolitik die Erfüllung ihrer Aufgabe, nämlich die Sicherung von Preisstabilität, erleichtern. Darüber hinaus könnten nichtkeynesianische Effekte die kurzfristigen Produktionswirkungen struktureller Reformen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte verbessern und deren Effizienz steigern. Dies könnte einen sich selbst verstärkenden positiven Prozess in Gang setzen: Eine solide Finanzpolitik kann die Stabilität der Konjunkturentwicklung in einem Umfeld stabiler Preise und tragfähiger öffentlicher Finanzen erhöhen. Dies kann zusammen mit strukturellen finanzpolitischen Reformen das Wirtschaftswachstum fördern, was wiederum weiteren Reformen den Weg ebnet.

EU auf dem Weg zu stabilitätsorientierten und tragfähigen öffentlichen Finanzen ein gutes Stück vorangekommen. Beim zweiten Ziel, der Realisierung einer effizienteren Finanzpolitik (für die ausschließlich die Mitgliedstaaten verantwortlich sind), das gelegentlich auch als „die Qualität der öffentlichen Finanzen“ bezeichnet wird, sind die Fortschritte bisher allerdings begrenzter. Die EU-Mitgliedstaaten haben sich im ECOFIN-Rat auf die Grundzüge einer wirtschaftspolitischen Strategie geeinigt, die den Beitrag der öffentlichen Finanzen zu Wachstum und Beschäftigung maximieren soll, um die im Europäischen Rat von Lissabon festgelegten ehrgeizigen Ziele zu erreichen. Die Anreize zur Umsetzung dieser Strategie sind aber unzureichend, und ein wesentlicher Grund hierfür sind die fehlenden Reformen der nationalen Regeln und Institutionen.

Die gegenwärtigen finanzpolitischen Regeln in der EU bilden einen angemessenen Rahmen zur Wahrung gesunder und stabilitätsorientierter öffentlicher Finanzen. Eines der Hauptprobleme beim Übergang zur Währungsunion in der EU war die Frage, wie im Euro-Währungsgebiet eine unsolide und nicht tragfähige Fiskalpolitik, wie sie in den Siebziger- und Achtzigerjahren in mehreren Ländern zu beobachten war, verhindert werden kann. Die Fortsetzung einer solchen Politik hätte die Währungsunion und den Wohlstand gefährdet. Deshalb vereinbarten die Regierungen zunächst im Maastricht-Vertrag, der dann später durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt ergänzt wurde, bestimmte Regeln der Haushaltsdisziplin in der EU, wobei allerdings die Zuständigkeit für die Finanzpolitik in vollem Umfang bei den nationalen Regierungen verblieb.

Diese finanzpolitischen Regeln dürften die Erreichung des ersten der oben genannten Ziele fördern. Die Begrenzung der Defizitquote auf 3 % und mehr noch das mittelfristige Ziel eines „nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden“ Haushalts dürften eine solide Fiskalpolitik gewährleisten, bei der die automatischen Stabilisatoren uneingeschränkt wirken können, um Produktionsschwankungen auszugleichen. Diskretionäre Änderungen des finanzpolitischen Kurses dürfen die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen nicht gefährden. Gesunde Staatsfinanzen würden auch einen wachsenden Spielraum für eine Politik schaffen, die – zumindest im Zeitverlauf – auf eine Verringerung der Steuerlast durch stetigen Schuldenabbau ausgerichtet ist. Ein klar definiertes Verfahren mit Überwachungs- und Sanktionierungsmechanismen wird die Glaubwürdigkeit dieser disziplinierenden Vorschriften stärken. Darüber hinaus soll mit der im EG-Vertrag festgelegten Begrenzung der Schuldenquote auf 60 %, mit dem Haftungsausschluss für die Verbindlichkeiten anderer Gebietskörperschaften bei einer auf Dauer nicht tragbaren Verschuldung sowie dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung die Stabilität der öffentlichen Finanzen gestärkt werden.

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt macht aber nationale finanzpolitische Regeln und Institutionen nicht überflüssig. Diese können und müssen vielmehr weiter zu tragfähigen öffentlichen Finanzen beitragen und damit die EU-weiten Regeln ergänzen. Nationale Haushaltsverfahren, die zu einer vernünftigen Haushaltslage führen, sind besonders wichtig, um eine sachgerechte Aufstellung und einen entsprechenden Vollzug des Haushalts zu gewährleisten. Wenn es mit Hilfe nationaler Haushaltsinstitutionen gelingt, Bindungen der Finanzpolitik wirksam werden zu lassen, verringert dies die Wahrscheinlichkeit finanzpolitischen Fehlverhaltens und stärkt damit die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts. „Interne Stabilitätspakte“ auf Länderebene – insbesondere in Mitgliedstaaten, in denen die nachgeordneten staatlichen Ebenen weitgehende Autonomie genießen – machen die gemeinsame Verantwortung für die endgültigen Haushaltsergebnisse aller Gebietskörperschaften explizit. Dadurch dürfte verhindert werden, dass kommunale oder regionale Gebietskörperschaften die Konsolidierungsanstrengungen der Zentralregierungen zunichte machen.

Insgesamt scheint die Tatsache, dass der neue im EG-Vertrag und im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankerte institutionelle Rahmen offensichtlich die Haushaltsdisziplin stärkt, die Bedeutung von Regeln und Institutionen zu bestätigen. Die Haushaltsdefizite sind zurückgegangen, und die meisten EWU-Länder haben inzwischen angemessene Finanzierungssalden erreicht. Obgleich sich deren Schwankungsanfälligkeit deutlich verringert hat und auch die öffentliche Verschuldung sinkt, ist dies kein Grund zur Selbstzufriedenheit, gibt es doch noch immer Länder mit Haushaltsungleichgewichten. Im Vergleich zur Situation noch vor einigen Jahren wurde jedoch schon viel erreicht.

### **Strukturelle Reformen der Staatsfinanzen**

Bei der strukturellen Reform der Staatsfinanzen sind allerdings sehr viel geringere

Fortschritte zu verzeichnen. Die Steuern wurden zwar gesenkt, doch häufig sind Steuer-senkungen nicht in eine umfassende Reform-strategie eingebettet. Zudem wurde nicht gleichzeitig eine ausreichende Ausgaben-zurückhaltung geübt, sodass sich die Errei-chung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt niedergelegten Ziele in einigen Ländern ver-zögert hat. In manchen Ländern wirken die Steuer-senkungen prozyklisch und tragen auf kurze Sicht zu einem Preisauftrieb bei. Die Reform von Leistungsgesetzen, einschließlich der dringend erforderlichen Rentenreformen, blieb meist nur Stückwerk und halbherzig. Folglich sind der Staatssektor und die Ab-gabenbelastung im Euro-Währungsgebiet deutlich größer als in den meisten konkurrierenden Volkswirtschaften, und die Beschäfti-gungsquoten sind nach wie vor niedrig.

Ein wichtiger Grund für diesen langsamen Fortschritt sind unzureichende Regeln und Institutionen auf nationaler Ebene. Der wich-tigste Bereich, in dem Veränderungen des fiskalpolitischen Rahmens viel bewirken und über einen Zweitrundeneffekt weitere Steuer-senkungen ermöglichen könnten, ist vielleicht die Reform der Staatsausgaben. Von entschei-dender Bedeutung ist auch, Steuern und So-zialleistungssysteme kompatibel miteinander

zu verknüpfen, um negative Beschäftigungs- und Investitionsanreize zu vermeiden. Die Entwicklung eines Rahmens, der unter ande-rem eine stärkere Betonung privater kapital-gedeckter Rentenversicherungen und eine vermehrte Privatisierung der Bereitstellung öffentlicher Güter und Dienstleistungen vor-sieht, könnte zu einer effizienteren Finanzpo-litik und zu erheblichen Ausgabeneinsparun-gen führen. Ferner werden zur Verbesserung des institutionellen Rahmens in den einzelnen Ländern und damit der Effizienz ihrer Finanz-politik häufig auch noch größere fiskalpoliti-sche Transparenz, bessere Kontrollmechani-smen zur Erhöhung der Effizienz staatlicher Maßnahmen und Regulierung sowie eine stär-kere Verbreitung moderner Technologien und Managementverfahren in der öffentlichen Verwaltung gefordert.

Schließlich ist hervorzuheben, dass finanz-politische Regeln allein nicht ausreichen, um das langfristige Wachstumspotenzial im Eurogebiet zu erhöhen. Die Erwartungen in Bezug auf die Erfolge, die allein durch finanz-politische Reformen erreichbar sind, sollten nicht unrealistisch sein. Zum Beispiel weisen andere Politikbereiche schwerwiegende Män-gel auf, und es könnten hier starke Wechsel-wirkungen auftreten.

## 5 Schlussbemerkungen

In diesem Beitrag wurde untersucht, inwie-weit die Finanzpolitik das Wachstum auf lan-ge Sicht und die Stabilität der Konjunktur-entwicklung auf kurze Sicht fördern kann. Vo-raussetzung für langfristiges Wachstum ist eine auf Dauer tragfähige und effiziente Fi-nanzpolitik. Sie regt Investitionen und Inno-vationen an und mildert gleichzeitig die mög-lichen Folgen negativer Spar-, Investitions-, Arbeits- und Innovationsanreize. Zudem er-leichtert sie der Geldpolitik ihre Aufgabe, Preisstabilität zu gewährleisten. So dürfte es sogar zu einer positiven Spirale von Refor-men kommen, die die Effizienz und Tragfähig-keit der Finanzpolitik erhöhen und ein Um-feld starken Wachstums und steigender Be-schäftigung schaffen, das weitere Reformen

erleichtert. Eine solche positive Spirale in Gang zu setzen, sollte das Ziel jeder Strate-gie finanzpolitischer Reformen sein.

Was den Konjunkturverlauf auf kurze Sicht betrifft, so fördern gesunde öffentliche Finan-zen, die sich auf eine automatische Stabilisie-rung stützen, unter normalen Bedingungen die Konjunkturstabilisierung. Sie stärken die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen (und damit das Wachstum) und unterstützen eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik. Darüber hinaus könnten nichtkeynesianische Effekte die kurzfristigen Produktionseffekte struktureller Reformen der Staatsfinanzen verbessern.

Die Regeln und Institutionen, denen Märkte und Politik unterworfen sind, müssen angemessene Anreize für wachstums- und stabilitätsorientierte Entscheidungen und Maßnahmen schaffen. Die derzeitigen EU-Regeln zur Haushaltsdisziplin bieten solche Anreize und fördern gesunde und auf Dauer tragfähige öffentliche Finanzen. Es ist kein Zufall, dass alle EWU-Länder auf diesem Weg ein gutes Stück vorangekommen sind. Die Bemühungen, die Finanzpolitik durch strukturelle Reformen effizienter zu machen, waren dagegen bisher sehr viel weniger erfolgreich.

Hierfür sind die nationalen Regierungen verantwortlich. Änderungen der Regeln und Institutionen in den EWU-Ländern sind wichtig, damit die Regierungen möglichst effizient agieren können. Dadurch könnten die hohen Staatsausgabenquoten sowie verzerrende Steuern, die Fehlentwicklungen in der Wirtschaft fördern, dauerhaft gesenkt werden. Im Verbund mit anderen Reformen würde dies die Länder in die Lage versetzen, die auf dem Gipfel in Lissabon festgelegten ehrgeizigen Wachstums- und Beschäftigungsziele zu verwirklichen.

# Gütermarktreformen im Euro-Währungsgebiet

*Die strukturellen Reformen, die darauf ausgerichtet sind, den Wettbewerb zu verstärken und die Verzerrungen an den Waren- und Dienstleistungsmärkten des Euro-Währungsgebiets zu reduzieren, dürften erhebliche wirtschaftliche Vorteile mit sich bringen und die mit wirtschaftlichen Schocks verbundenen Anpassungskosten verringern. Bei der Integration der Gütermärkte des Euroraums und der Öffnung bisher geschützter wirtschaftlicher Sektoren sind beachtliche Fortschritte erzielt worden. Außerdem ist der Einsatz einzelstaatlicher Beihilfen im Euro-Währungsgebiet deutlich zurückgegangen. Auf allen Gebieten der Gütermarktreform, die in diesem Beitrag behandelt werden, müssen jedoch noch große Fortschritte erzielt werden. Vor diesem Hintergrund misst die EZB der Fortsetzung und Beschleunigung des strukturellen Reformprozesses auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten des Euro-Währungsgebiets eine besonders große Bedeutung bei.*

## I Einleitung

Strukturelle Reformen an den Gütermärkten (die sowohl Waren als auch Dienstleistungen umfassen) verfolgen zwei Hauptziele. Erstens soll der Wettbewerbsgrad der Volkswirtschaft erhöht werden. Dies kann durch eine zunehmende Integration der Waren- und Dienstleistungsmärkte des Eurogebiets und durch die Deregulierung bisher geschützter Wirtschaftssektoren erreicht werden. Zweitens wird mit Hilfe von Gütermarktreformen eine Reduzierung potenziell nachteiliger Verzerrungen angestrebt, die aus den verschiedenen Formen staatlicher Interventionen wie beispielsweise einer zu großzügig bemessenen Verwendung staatlicher Beihilfen resultieren.

Ein härterer Wettbewerb und weniger Verzerrungen auf den Gütermärkten dürften auf Grund der verstärkten Wettbewerbsfähigkeit deutliche wirtschaftliche Vorteile mit sich bringen, wie zum Beispiel Preissenkungen und verbesserte längerfristige Beschäftigungs- und Wachstumsaussichten. Außerdem können wohl durchdachte Reformen auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten die Flexibilität der Volkswirtschaft insgesamt erhöhen und

auf diese Weise die mit wirtschaftlichen Schocks verbundenen Anpassungskosten senken.

Dieser Beitrag gibt zunächst einen allgemeinen Überblick über die wirtschaftlichen Vorteile von Gütermarktreformen. Da aus geldpolitischer Sicht argumentiert wird, ist das Hauptaugenmerk darauf gerichtet, welchen Einfluss Gütermarktreformen auf die Preise haben. Angesichts der Tatsache, dass Gütermarktreformen ein umfangreiches und verhältnismäßig breit gefächertes Themengebiet darstellen, das Entwicklungen und grundlegende Veränderungen auf einer ganzen Reihe von Gebieten anschnidet, ist eine Analyse nach Schwerpunkten erforderlich. Dieser Beitrag konzentriert sich deshalb auf den Fortschritt, der bei der Integration der Gütermärkte des Euro-Währungsgebiets, der Liberalisierung der netzgebundenen Sektoren und der Senkung der staatlichen Beihilfen erzielt wurde. Der Beitrag endet mit einer Beschreibung der Ausgestaltung weiterer Reformen der Waren- und Dienstleistungsmärkte des Euro-Währungsgebiets.

## 2 Wirtschaftliche Vorteile von Gütermarktreformen

Gütermarktreformen, die den Wettbewerb verstärken, dürften zu Kostensenkungen, niedrigeren Gewinnmargen und Produktivitätszuwächsen führen, zum Beispiel infolge von organisatorischen Veränderungen und zunehmenden Neuerungen. Es ist davon auszu-

gehen, dass dies wiederum kurzzeitig einen dämpfenden Effekt auf die Entwicklung der Verbraucherpreise hat. Während sich die Sektoren und Verbraucher an das neue, wettbewerbsintensivere Umfeld im Zeitverlauf anpassen, dürfte der anfängliche, von

niedrigeren Preisen in den betroffenen Sektoren ausgehende angebotsseitige Impuls mit einer erhöhten Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen einhergehen. Das relative Ausmaß der Angebots- und Nachfragewirkungen und ihre Verteilung auf die verschiedenen Sektoren der Volkswirtschaft werden die Anpassung der Preisrelationen insgesamt bestimmen. Erwartungsgemäß ist dies der wichtigste langfristige Preiseffekt, der vom verstärkten Wettbewerb auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten ausgeht: Auf lange Sicht werden Veränderungen des Preisniveaus im Wesentlichen von der Geldmengenentwicklung beeinflusst.

Bisher geschützte Sektoren der Volkswirtschaft zeichnen sich oft durch ein niedriges Niveau der Arbeitsproduktivität aus. Daher hat ein verstärkter Wettbewerb in diesen Sektoren häufig anfängliche branchenspezifische Beschäftigungsverluste zur Folge. Im Zeitverlauf nimmt jedoch die branchenspezifische Beschäftigung in der Regel auf Grund der größeren Nachfrage zu. Da andere Sektoren infolge von kostengünstigen Inputs wettbewerbsfähiger werden, verbessern sich des Weiteren die Beschäftigungsmöglichkeiten insgesamt, und die langfristigen Beschäftigungseffekte von Gütermarkt-reformen sind daher alles in allem meist positiv. Die notwendige Reallokation von Arbeit innerhalb von und zwischen verschiedenen Sektoren kann dennoch durch eine geeignete Arbeitsmarktpolitik gefördert werden, die darüber hinaus dazu beiträgt, dass die Öffentlichkeit mehr Verständnis für die Gütermarkt-reformen zeigt.

Die Kostensenkungen und die mit einem erhöhten Wettbewerbsgrad auf den Gütermärkten verbundenen innovativen Entwicklungen dürften die Wettbewerbsfähigkeit sowohl der im Reformprozess befindlichen Sektoren als auch der gesamten Volkswirtschaft verbessern. Es ist schwierig, die aus der Reform der Gütermärkte resultierenden Vorteile für die gesamte Wirtschaft empirisch zu untersuchen, und bislang ist nur selten der Versuch unternommen worden zu analysieren, inwieweit die Regulierung der Gütermärkte makroökonomische

Größen wie beispielsweise Beschäftigung und Wachstum beeinflusst. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, dass Politiken, die den Wettbewerb und flexible Gütermärkte fördern, wesentliche makroökonomische Vorteile haben können. So wird etwa in den von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) durchgeführten Studien auf einen negativen Zusammenhang zwischen dem Grad der Gütermarktregulierung und der Beschäftigungsquote und dem Wachstum der totalen Faktorproduktivität (d. h. der Steigerung der Gesamteffizienz des Wirtschaftsprozesses) hingewiesen (siehe Kasten 1).<sup>1</sup>

Während die oben erläuterten wirtschaftlichen Vorteile für jede Volkswirtschaft gelten, sind flexible Gütermärkte für das Euro-Währungsgebiet von besonderer Bedeutung, weil die EWU-Länder nicht länger in der Lage sind, wirtschaftlichen Schocks mit länderspezifischen Geld- und Wechselkurspolitiken zu begegnen. Die Bedeutung strukturpolitischer Maßnahmen in den einzelnen Ländern, die auf die Verbesserung der Flexibilität der Märkte abzielen, hat daher zugenommen. Wenn die Gütermärkte auf Grund struktureller Reformen effizienter und flexibler operieren und Preisanpassungen schneller erfolgen würden, dürften sich die mit den wirtschaftlichen Schocks verbundenen Anpassungskosten verringern. Nachfrageschocks erfordern beispielsweise relative Preisanpassungen in Übereinstimmung mit einer veränderten Nachfragestruktur, eine Verlagerung der Produktionsfaktoren in oder zwischen den Sektoren oder eine Kombination aus all diesen Anpassungsmechanismen. Die notwendigen Anpassungen dürften einfacher und schneller vorzunehmen sein, wenn die Gütermarktregulierungen den Marktein- und -austritt von Unternehmen erleichtern und somit eine schnelle Umlenkung der Ressourcen ermöglichen würden. Eine Reduzierung der Marktzutrittskosten (beispielsweise durch die Aufhebung von gesetzlichen Auflagen) fördert die Gründung von Unternehmen. Der Markt-

<sup>1</sup> Die aktuelle Produktivitätsentwicklung im Euro-Währungsgebiet ist dem Artikel „Neue Technologien und Produktivität im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Juli 2001 zu entnehmen.

## Kasten I

### Zusammenhänge zwischen dem Grad der Gütermarktregulierung, der Beschäftigungsentwicklung und dem Produktivitätszuwachs

Die International Regulation Database (IRD) der OECD vermittelt einen allgemeinen Überblick über den Grad der Gütermarktregulierung in den Mitgliedsländern der OECD. Der Datensatz enthält mehr als 1 100 Einträge pro Land, die sich überwiegend auf das Jahr 1998 beziehen. Als wichtigste Informationsquellen für die Datenbank dienen die Antworten der OECD-Mitgliedsländer auf einen von Mitarbeitern der OECD erstellten Fragebogen sowie frei verfügbare Informationen.

Aus den in der Datenbank gespeicherten, die gesamte Volkswirtschaft umfassenden bzw. sektorbezogenen Informationen lassen sich zusammenfassende Indikatoren der Gütermarktregulierung ableiten. Mit diesen Kennziffern soll die Strenge des ordnungspolitischen Rahmens in verschiedenen Ländern gemessen werden, und zwar mit Hilfe einer Skala von 0 bis 6, wobei 0 den am wenigsten restriktiven und 6 den restriktivsten Regulierungsrahmen bezeichnet.<sup>1</sup>

Abbildung A: Gütermarktregulierung und Beschäftigungsquoten

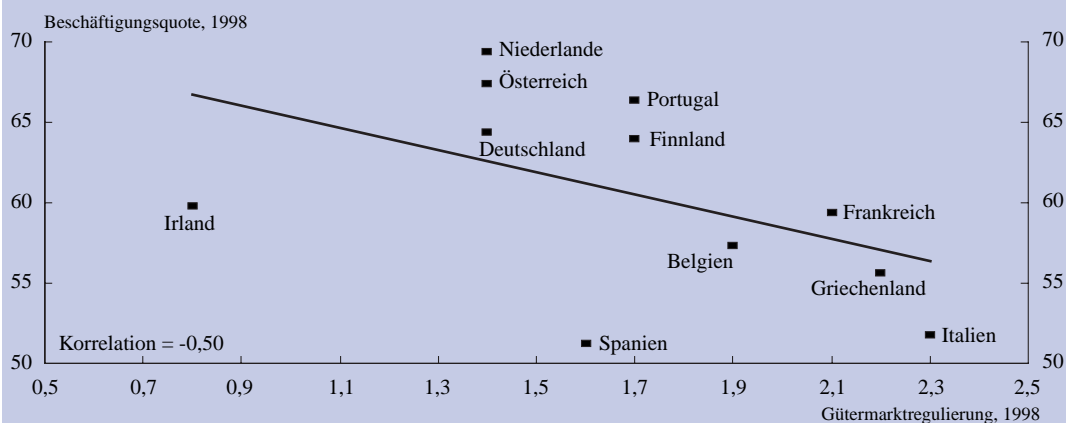
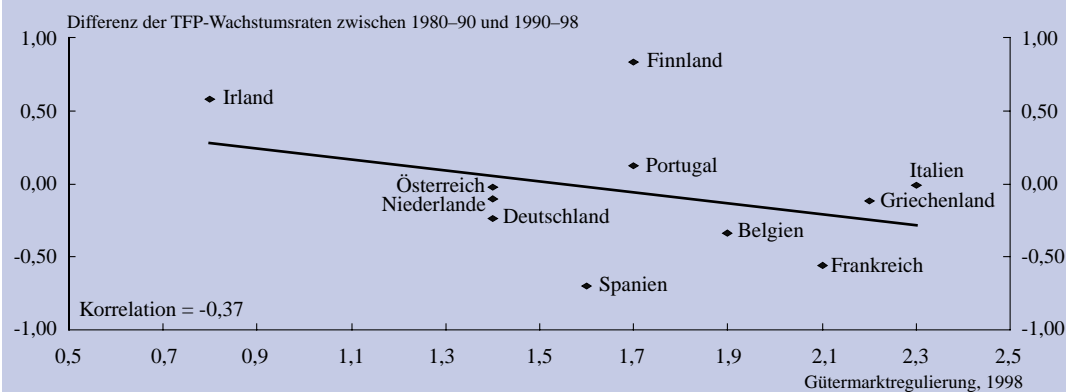


Abbildung B: Gütermarktregulierung und totale Faktorproduktivität (TFP)



Quelle: OECD.

In den Abbildungen A und B werden die zusammenfassenden Indikatoren der Gütermarktregulierung in elf EWU-Ländern (für Luxemburg ist der Indikator nicht verfügbar) zwei makroökonomischen Indikatoren gegenübergestellt: erstens den Beschäftigungsquoten (ausgedrückt in % der Erwerbspersonen) im Jahr 1998 und zweitens der Differenz zwischen der durchschnittlichen Wachstumsrate der totalen Faktorproduktivität

<sup>1</sup> Eine nähere Beschreibung der Datenbank und der zusammenfassenden Indikatoren findet sich in G. Nicoletti, „Regulation in Services: OECD Patterns and Economic Implications“, OECD Economics Department, Working Paper Nr. 287, Paris, 2001.



(TFP) im Zeitraum von 1980 bis 1990 sowie der durchschnittlichen TFP-Wachstumsrate im Zeitraum von 1990 bis 1998.

Die Werte verdeutlichen, dass im Jahr 1998 – dem Referenzjahr des Datensatzes – offenbar erhebliche Unterschiede zwischen den EWU-Ländern im Hinblick auf die Strenge des Ordnungsrahmens für die Gütermärkte bestanden. Darüber hinaus lässt sich aus den Streudiagrammen ansatzweise eine negative Korrelation zwischen dem Grad der Gütermarktregulierung und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung eines Landes im Hinblick auf Beschäftigungsquote und TFP-Wachstum (d. h. der Steigerung der Gesamteffizienz des Wirtschaftsprozesses) ablesen.

Zu beachten ist dabei, dass die zusammenfassenden Indikatoren der Gütermarktintegration einer Reihe gravierender Einschränkungen unterliegen. So sind etwa viele Formen der Gütermarktregulierung international nicht vollständig vergleichbar. Darüber hinaus bezieht sich der IRD-Datensatz der OECD nur auf das Jahr 1998; jüngere ordnungspolitische Reformen bleiben daher unberücksichtigt. Ungeachtet dieser Unzulänglichkeiten lassen sich durch Analysen wie dieser gewisse Schlussfolgerungen über den Zusammenhang zwischen dem Grad der Gütermarktregulierung und der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung ziehen.

austritt von Unternehmen, die nicht länger wettbewerbsfähig sind, wird durch eine eingeschränkte Verwendung staatlicher Beihilfen und andere auf den Schutz der bestehenden Marktstruktur ausgerichtete Maßnahmen erleichtert. Die Auswirkungen einer schnelleren Reallokation von Ressourcen auf die Arbeitslosigkeit hängen unter anderem von der Flexibilität des Arbeitsmarkts ab, die wiederum von Faktoren wie der Einsetzbarkeit der Arbeitskräfte und deren sektoraler und geographischer Mobilität beeinflusst wird.

Eine Reduzierung struktureller Verkrustungen an den Gütermärkten dürfte sich ebenfalls

positiv auf die Durchführung der stabilitätsorientierten Geldpolitik der EZB auswirken. Erstens dürfte eine auf Gütermarktreformen zurückzuführende schnellere Reallokation der Produktionsfaktoren eine zügigere Anpassung der Volkswirtschaft an Schocks zur Folge haben, was zu einer Abschwächung der konjunkturellen Schwankungen beitragen sollte. Zweitens dürfte der Anstieg des potenziellen Output- und Beschäftigungswachstums, der durch einen effizienteren Einsatz der Produktionsfaktoren auf Grund niedrigerer Marktzutritts- und Marktaustrittsschranken für Unternehmen ermöglicht wurde, das jeweilige Ausmaß des Preisdrucks reduzieren.

### **3 Verbesserung der Integration der Gütermärkte im Euro-Währungsgebiet**

Die Errichtung eines Binnenmarkts für Waren und Dienstleistungen hat die Integration der Gütermärkte in der gesamten EU und somit im gesamten Euroraum deutlich vorangetrieben. Da die Integration der Gütermärkte und der daraus resultierende zunehmende Wettbewerb einen Abwärtsdruck auf die Preise für handelbare Güter und Dienstleistungen ausgeübt haben dürften, ist der für den Zeitraum von 1995 bis 1999 verzeichnete Rückgang der Preisdivergenz für die meis-

ten Güter- und Dienstleistungsgruppen in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union ein wichtiger Indikator für den bei der Gütermarktintegration erzielten Fortschritt. Die Preise für Brennstoffe und Energie stellten die einzige Ausnahme von diesem allgemeinen Abwärtstrend dar. Die grenzüberschreitenden Einzelhandelsumsätze mit Brennstoffen und Energie halten sich allerdings noch immer in Grenzen (siehe Tabelle 1).

**Tabelle I****Preisdivergenz bei Gütern und Dienstleistungen in der EU, 1995 bis 1999***(Variationskoeffizient; einschließlich Mehrwertsteuer)*

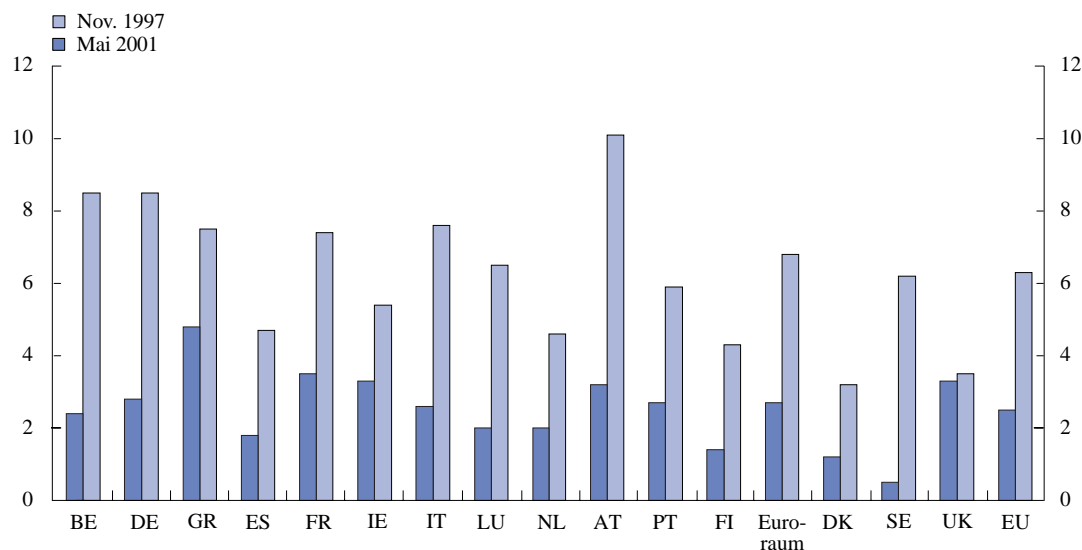
	1995	1996	1997	1998	1999	Veränderung 1995-99
Private Konsumausgaben	0,18	0,16	0,15	0,14	0,14	-0,04
Verbrauchsgüter	0,15	0,14	0,13	0,12	0,11	-0,04
Gebrauchsgüter	0,16	0,13	0,12	0,12	0,11	-0,05
Brennstoffe und Energie	0,18	0,17	0,16	0,18	0,20	0,02
Dienstleistungen	0,17	0,16	0,16	0,13	0,13	-0,04

Quelle: Europäische Kommission, „Wirtschaftsreform: Bericht über die Funktionsweise der gemeinschaftlichen Güter- und Kapitalmärkte 2000“ („Cardiff-Bericht“)

Bei der Interpretation von Veränderungen der Preisdivergenzen sind jedoch einige Einschränkungen zu beachten. Erstens tragen weiterhin bestehende Unterschiede in der indirekten Besteuerung in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union zur Preisdivergenz bei. Zweitens dürfte die allmähliche Angleichung der Produktivität und des Lebensstandards in den Mitgliedstaaten einen verhaltenen Aufwärtsdruck auf die Entwicklung der Preise für nichtgehandelte Güter und Dienstleistungen in den Mitgliedstaaten und Regionen mit einem verhältnismäßig niedrigen Pro-Kopf-BIP ausüben (was als Balassa-Samuelson-Effekt bezeichnet wird). Die aus

diesem Effekt resultierenden geringen Inflationsunterschiede dürften zu einer Reduzierung der Preisniveauunterschiede in den Mitgliedstaaten der Europäischen Union beitragen und sich mit der Zeit verringern.

Trotz der deutlichen Fortschritte bei der Integration der Gütermärkte der EU und des Eurogebiets weist der Binnenmarkt weiterhin Schwächen auf. Verantwortlich dafür sind unter anderem die Defizite bei der Umsetzung der Binnenmarktrichtlinien in innerstaatliche Rechtsvorschriften der Mitgliedstaaten, wodurch die Integration der Gütermärkte de jure eingeschränkt wird (siehe Abbildung I).

**Abbildung I****Nichtumsetzung von Binnenmarktrichtlinien***(in % der Gesamtzahl der Richtlinien)*

Quelle: Europäische Kommission, „Binnenmarktanzeiger“ Nr. 8, Mai 2001.

Anmerkung: Die Angaben für den Euroraum und die EU stellen den ungewichteten Durchschnitt der Angaben für die jeweiligen Mitgliedstaaten dar.

Der durchschnittliche Anteil der in den EWU-Ländern nicht umgesetzten Binnenmarkt-richtlinien ging von rund 6,8 % im November 1997 auf rund 2,7 % im Mai 2001 zurück. Er liegt somit geringfügig über den entsprechenden Angaben für die EU (6,3 % für November 1997 und 2,5 % für Mai 2001). Dieser Rückgang deutet zwar auf eine Verbesserung der Umsetzungsquote in den einzelnen Ländern hin, bis Mai 2001 waren jedoch 10,8 % der Binnenmarkt-richtlinien noch nicht in allen Ländern des Euroraums umgesetzt worden. Diese Zahl ist in den letzten zwei Jahren weitgehend unverändert geblieben. Der Anteil nicht umgesetzter Binnenmarkt-vorschriften ist in den verschiedenen Grund-satzbereichen sehr unterschiedlich. Verkehrs-politik, öffentliches Auftragswesen und Verbraucherpolitik scheinen die größten Pro-blembereiche zu sein. Über 30 % der Binnen-markt-richtlinien in diesen Bereichen sind noch nicht in allen EWU-Ländern umgesetzt wor-den. Andere wichtige Bereiche, in denen die De-jure-Integration des Binnenmarkts immer noch Mängel aufweist, sind die Sozialpolitik und die Telekommunikation; in diesen Berei-chen ist die Umsetzung von rund 20 % der Richtlinien immer noch unzulänglich.

In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2001 fordert der ECOFIN-Rat die Mitglied-staaten nachdrücklich auf, das Defizit bei der Umsetzung der Binnenmarkt-vorschriften bis zum Frühjahr 2002 auf weniger als 1,5 % zu verringern. Da die wirtschaftliche Bedeutung der verschiedenen Binnenmarkt-richtlinien sehr unterschiedlich ist, erweist sich eine zu-sammenfassende Messgröße für das Defizit bei der Umsetzung (wobei alle Richtlinien gleich gewichtet werden) nur begrenzt als nützlich für die Beurteilung der wirtschaftli-chen Auswirkungen dieses Defizits. Abgese-hen davon würde eine Verringerung des De-fizits auf 1,5 % natürlich einen deutlichen Fortschritt hinsichtlich des Zusammenwach-sens der Gütermärkte darstellen, und dies dürfte zu einer weiteren Verstärkung des Wettbewerbs beitragen. Da die derzeitigen Defizite bei der Umsetzung der Binnenmarkt-vorschriften offenbar in erster Linie auf einen Nachholbedarf einzelner Länder bei der Aus-

gestaltung einzelstaatlicher Politiken hindeu-ten, werden diese Mitgliedstaaten ihre admi-nistrativen und politischen Bemühungen im Hinblick auf die Umsetzung des EU-Rechts in besonderem Maße intensivieren müssen, um dieses Ziel zu erreichen.

Andere Indikatoren der Fortschritte bei der Gütermarktintegration sind Branchenum-fragen, die dazu bestimmt sind, noch beste-hende Hindernisse für grenzüberschreitende Geschäftstransaktionen festzustellen. Solche Hindernisse zeigen, inwieweit die Güter-märkte der EU tatsächlich zusammengewach-sen sind. Dieses Konzept geht über die De-jure-Integration mittels Richtlinien und ander-er Rechtsinstrumente hinaus und umfasst auch Probleme, die noch nicht in einem rechtli-chen Zusammenhang diskutiert wurden oder die rechtlich nicht zu lösen sind. Die letzte zur Verfügung stehende Umfrage, die für die Europäische Kommission durchgeführt wur-de und sich auf das Jahr 2000 bezieht, zeigt, dass die Zufriedenheit der Unternehmen der EU mit der Funktionsweise des Binnenmarkts insgesamt zugenommen hat. Abgesehen von diesem positiven Gesamteindruck weisen die Umfragen jedoch darauf hin, dass die noch bestehenden Hindernisse für die Teilnahme der Unternehmen am Binnenmarkt beachtlich sind (siehe Tabelle 2).

Branchenumfragen unterliegen zwar der allgemeinen Einschränkung, dass sie nur die Ansichten einer bestimmten Gruppe von Wirtschaftsakteuren wiedergeben, aber die Ergebnisse deuten darauf hin, dass sich der im Hinblick auf die Beseitigung noch beste-hender Hindernisse erzielte Fortschritt in Grenzen hält. Was einige der am häufigsten genannten Hindernisse angeht, wie beispiels-weise die Mehrausgaben für die Erfüllung von Güter- und Dienstleistungsspezifikationen in den einzelnen Ländern oder die Verwendung staatlicher Beihilfen zu Gunsten der Wettbe-werber, so hat sich die Situation etwas ver-bessert. Die Bedeutung bestimmter anderer wichtiger Hindernisse, wie zum Beispiel unüblicher Prüf-, Zertifizierungs- oder Ge-nehmigungsverfahren oder kostenaufwändiger Finanzierungsarrangements für grenzüber-

**Tabelle 2****Noch bestehende Hindernisse für Unternehmen auf dem Binnenmarkt***(in % der befragten Unternehmen)*

	1999	2000	Veränderung
Zusätzliche Kosten der Anpassung von Gütern und Dienstleistungen an nationale Anforderungen	37	33	-4
Unübliche Prüf-, Zertifizierungs- oder Genehmigungsverfahren	31	31	0
Staatliche Beihilfen zu Gunsten von Wettbewerbern	29	27	-2
Schwierigkeiten im Zusammenhang mit dem Mehrwertsteuer-System und den Mehrwertsteuer-Verfahren	27	26	-1
Ungeeignete Rechtsmittelmechanismen (Vertragsverletzungen)	keine Angaben	24	keine Angaben
Diskriminierende Besteuerung der Geschäftsoperationen	17	24	+7
Mangelnde Rechtssicherheit für grenzübergreifende Verträge/Transaktionen	17	23	+6
Restriktionen des Marktzugangs; exklusive Vertriebsnetze	23	20	-3
Mangelnder Schutz gegen Piraterie und Nachahmung	18	18	0
Kostenaufwändige Finanzierungsarrangements für grenzüberschreitende Transaktionen	18	18	0
Diskriminierende Praktiken von Vergabebehörden bei öffentlichen Aufträgen	15	16	+1
Erforderliche Rechte oder Lizenzen liegen in der Hand von lokalen Mitbewerbern	15	15	0
Schwierigkeiten bei der vorübergehenden Tätigkeit von Personal im Ausland	8	13	+5
Verpflichtung zu einer Zweigniederlassung in einem anderen Mitgliedstaat	15	13	-2
Sonstige rechtliche oder ordnungspolitische Hindernisse	15	10	-5
Verbot einer Vermarktung von Produkten/Dienstleistungen, die in einem anderen Mitgliedstaat rechtmäßig vertrieben werden	9	9	0

*Quelle: Europäische Kommission, „Binnenmarktanzeiger“ Nr. 7, November 2000.**Anmerkung: Der Erhebung liegen 3 240 Interviews im Jahr 2000 und 3 395 Interviews im Jahr 1999 zu Grunde. Befragt wurden große, mittelständische und kleine Unternehmen aus den Bereichen Dienstleistungen, Handel, Verarbeitendes Gewerbe und Baugewerbe.*

schreitende Transaktionen, bleibt jedoch unverändert. Außerdem sind einige mit grenzüberschreitenden Geschäftstätigkeiten in der EU verbundene Probleme, beispielsweise die unterschiedliche steuerliche Behandlung und die mangelnde Rechtssicherheit bei grenzüberschreitenden Transaktionen, offenbar sogar größer geworden. Im Allgemeinen lassen die Umfrageergebnisse darauf schließen, dass intensive Bemühungen noch in vielen Grundsatzbereichen erforderlich sind, um auch die tatsächliche Realisierung des Binnenmarkts zu gewährleisten.

Das Zusammenwachsen der Dienstleistungsmärkte in der EU und somit im Euro-Währungsgebiet ist im Allgemeinen nicht so weit vorangeschritten wie die Integration der Gütermärkte. Die Intensität des Dienstleistungshandels innerhalb des Euroraums im Verhältnis zur Größe des Sektors hat seit Anfang der Neunzigerjahre abgenommen. Dies bildet einen deutlichen Gegensatz zum zunehmenden Warenhandel, bei dem die Marktintegration stärker ausgeprägt ist. Da die wirtschaftliche

Bedeutung der Dienstleistungen kontinuierlich zunimmt, ist die mit der unzureichenden Integration der Dienstleistungsmärkte verbundene Wettbewerbssträgheit besonders schädlich. Außerdem besteht auf Grund der neuen Informations- und Kommunikationstechnologie (IuK) für einige Dienstleistungssektoren nicht mehr die Notwendigkeit, in der Nähe ihrer Kunden angesiedelt zu sein. Die meisten Handelsrestriktionen im Dienstleistungsbereich dürften auf nationale Regelungen wie beispielsweise Verwaltungsverfahren für die Gründung von Tochtergesellschaften in anderen Mitgliedstaaten zurückzuführen sein. Die Europäische Kommission hat vor kurzem eine zweijährige Strategie zur Beseitigung bürokratischer Hindernisse und Hemmnisse für den grenzüberschreitenden Dienstleistungshandel vorgestellt, die von großer wirtschaftlicher Bedeutung für den Euroraum und die gesamte EU ist.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass bei der Integration der Gütermärkte in den letzten zehn Jahren große Fortschritte gemacht wurden; aber in vielen wichtigen Bereichen

besteht noch weiterer Handlungsbedarf. Erstens müssen noch bestehende Defizite bei der De-jure-Integration der Gütermärkte, wie zum Beispiel nicht umgesetzte Binnenmarktvorschriften, beseitigt werden. Zweitens sind im Hinblick auf die Feststellung und Beseitigung technischer und administrativer Hemmnisse, die die Funktionsweise des Binnenmarkts für Güter und Dienstleistungen be-

einträchtigen, intensivere Bemühungen erforderlich, die zusammengenommen einen entscheidenden Einfluss auf den Grad der tatsächlichen Integration und des tatsächlichen Wettbewerbs am Binnenmarkt haben. Dies wiederum wird deutliche Auswirkungen auf die Preisentwicklung und die Preisdivergenzen im Euro-Währungsgebiet haben.

#### 4 Die Öffnung geschützter Sektoren: Deregulierungsmaßnahmen in den netzgebundenen Sektoren

Viele der jüngst vorgenommenen Reformen auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten des Eurogebiets konzentrieren sich auf ordnungspolitische Veränderungen in den netzgebundenen Sektoren. Noch vor wenigen Jahren waren diese Sektoren in der Regel durch die Existenz eines großen, vertikal integrierten Unternehmens der öffentlichen Hand gekennzeichnet. Der wichtigste Grund für eine derart monopolistische Marktstruktur sind bestimmte Engpässe der Infrastruktur mit Merkmalen eines natürlichen Monopols. Es wäre zum Beispiel ausgesprochen teuer und ineffizient, konkurrierende Stromübertragungssysteme oder Schienennetze einzurichten. Außerdem verfolgten die Regierungen bei netzgebundenen Wirtschaftszweigen in den vergangenen Jahren häufig nichtwirtschaftliche Ziele (zum Beispiel Universaldienstverpflichtungen, die Gewährung gleicher Preise in den einzelnen Regionen und die Angebotssicherheit bei wesentlichen Dienstleistungen). Vor kurzem wurde jedoch die Frage aufgeworfen, inwieweit in den netzgebundenen Industriezweigen Wettbewerb geschaffen werden könnte, indem der Zugang zu den Engpassstellen der Infrastruktur allgemein geöffnet wird. Dies erfordert bestimmte Vorschriften, um einen nicht-diskriminierenden Zugang für potenzielle Wettbewerber unter „fairen“ Bedingungen zu gewährleisten. Eine aufsichtsrechtliche Überwachung muss außerdem sicherstellen, dass die nichtwirtschaftlichen Ziele, wie beispielsweise Universaldienstverpflichtungen, Qualitätsmaßstäbe und Angebotssicherheit, garantiert werden. Ein weiteres gemeinsames

Merkmal der netzgebundenen Sektoren besteht darin, dass sie nicht nur (für sich genommen) groß sind, sondern auch für eine Vielzahl von wirtschaftlichen Sektoren wichtige Vorleistungen liefern, wodurch ihre wirtschaftliche Bedeutung wächst.<sup>2</sup>

Bei der Liberalisierung des *Telekommunikationssektors* sind bedeutende Fortschritte erzielt worden. Seit dem 1. Januar 1998 herrscht in der EU freier Wettbewerb in den Bereichen Sprachtelefonie und Telekommunikationsinfrastruktur, und zu Beginn des Jahres 2001 war die letzte länderspezifische befristete Ausnahmeregelung bezüglich der Umsetzung der maßgeblichen EG-Richtlinien ausgelaufen. Mehrere Hemmnisse für die tatsächliche Umsetzung des Wettbewerbs in diesem Sektor müssen zwar noch überwunden werden, aber die Einführung des Wettbewerbs in diesem Sektor ist bereits weit gediehen. Angesichts der bisher erzielten Fortschritte wird der Telekommunikationssektor in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2001 nicht länger als ein Sektor aufgeführt, in dem weitere Reformen mit besonderer Priorität durchzuführen sind.

Die in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2001 erwähnten netzgebundenen Wirtschaftszweige, und zwar Energie (Strom und Gas), Postdienste, Luftverkehr und Bahn, durchlaufen zurzeit sehr unterschiedliche Ent-

<sup>2</sup> Eine detailliertere Analyse des ordnungspolitischen Reformprozesses in den Telekommunikations-, Strom- und Gassektoren ist der Publikation der EZB „Price effects of regulatory reform in selected network industries“ vom März 2001 zu entnehmen.

wicklungsstufen des ordnungspolitischen Reformprozesses. Die Einführung des Wettbewerbs in all diesen Sektoren (mit Ausnahme des Luftverkehrs) ist jedoch noch nicht so weit fortgeschritten wie im Telekommunikationssektor. Die in den netzgebundenen Sektoren hergestellten Güter und Dienstleistungen haben zusammengenommen einen Anteil von knapp 5 % am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt im Euro-Währungsgebiet. Die wirtschaftlichen Auswirkungen des ordnungspolitischen Reformprozesses in diesen Sektoren sind für die Preisentwicklung und somit auch für die Geldpolitik von Bedeutung.

Was zunächst die *Energiemärkte* anbelangt, so musste die EG-Elektrizitätsmarkttrichtlinie (96/92/EG) bis zum 19. Februar 1999 in nationales Recht umgesetzt werden. Die Richtlinie verlangte eine anfängliche Liberalisierung von mindestens 25 % der einzelstaatlichen Strommärkte; dieser Anteil soll bis zum Jahr 2003 auf ein Drittel ansteigen. Die EG-Gasrichtlinie (98/30/EG) musste bis zum 10. August 2000 in innerstaatliche Rechtsvorschriften umgesetzt werden. Die Richtlinie sah eine anfängliche Liberalisierung von mindestens 20 % der nationalen Gasmärkte vor; dieser Anteil soll bis zum Jahr 2008 auf ein Drittel steigen.

Die meisten EWU-Länder beabsichtigen entweder die Öffnung eines größeren Anteils ihrer Strom- und Gasmärkte für den Wettbewerb, als dies in der entsprechenden EG-Richtlinie festgesetzt wurde, oder fassen eine völlige Liberalisierung ihrer Energiemärkte ins Auge. Zurzeit sind im Euroraum rund 60 % des Strommarkts und 39 % des Gasmarkts für den Wettbewerb geöffnet. Auf der Grundlage der im Jahr 2001 geäußerten Absichten der Mitgliedstaaten wird der Anteil des liberalisierten Strommarkts im Euro-Währungsgebiet bis zum Jahr 2008 auf rund 70 % steigen, wobei der größte Teil der zusätzlichen Marktöffnung bis zum Jahr 2004 stattfinden soll. Die Liberalisierung des Gasmarkts im Euroraum soll bis zum Jahr 2008 auf 54 % ansteigen.

Wie in Kasten 2 erläutert, zeigt die jüngste Entwicklung der HVPI-Teilindizes für Tele-

fon- und Telefaxdienstleistungen sowie für Strom in Relation zum HVPI insgesamt für das Eurogebiet, dass sich die Deregulierungsmaßnahmen dämpfend auf die EWU-weite Preisentwicklung in diesen beiden Sektoren ausgewirkt haben. Die teilweise Öffnung des Gasmarkts für den Wettbewerb hat offenbar noch nicht auf die entsprechenden Verbraucherpreise im Euroraum durchgeschlagen. Dies ist allerdings auch nicht verwunderlich, da die Reformen in diesem Sektor erst vor kurzem in Angriff genommen wurden.

Der *Postsektor* ist im Hinblick auf den Wettbewerb zweigeteilt. Im Bereich der Paket- und Expressdienste herrscht weitgehend Wettbewerb, während die Briefzustellung in den meisten Mitgliedstaaten stark reguliert ist. Auf der Grundlage der Postrichtlinie (97/67/EG) wurden mit Wirkung vom Februar 1999 rund 3 % der regulierten nationalen Postdienste für den Wettbewerb geöffnet. Im Jahr 2000 schlug die Europäische Kommission die Öffnung von zusätzlichen 20 % dieser Märkte bis 2003 vor, mit der Zielsetzung einer weiteren Marktöffnung bis 2007. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Vorschläge hatte der Telekommunikationsministerrat der EU jedoch noch keine politische Einigung hierüber erzielt.

Während sich auf EU-Ebene die Fortschritte nach wie vor in Grenzen halten, haben die wenigen Mitgliedstaaten, die ihre Postmärkte über die Mindestanforderungen der Postrichtlinie hinaus liberalisiert haben, im Großen und Ganzen offenbar positive Erfahrungen gemacht. Der stärkere Wettbewerb hat zu erheblichen Preissenkungen im Bereich der Paketpost und der Postwurfsendungen geführt, was vor allem den Produzenten direkt zugute gekommen ist. Die Erbringung von Universaldienstleistungen erwies sich für die Vorreiter der Postliberalisierung selbst in entlegenen Regionen mit geringer Bevölkerungsdichte als unproblematisch.

Im Bereich der *Luftverkehrsdienstleistungen* kam es innerhalb der EU zu einer allmählichen Öffnung, die im April 1997 mit der Ein-

## Kasten 2

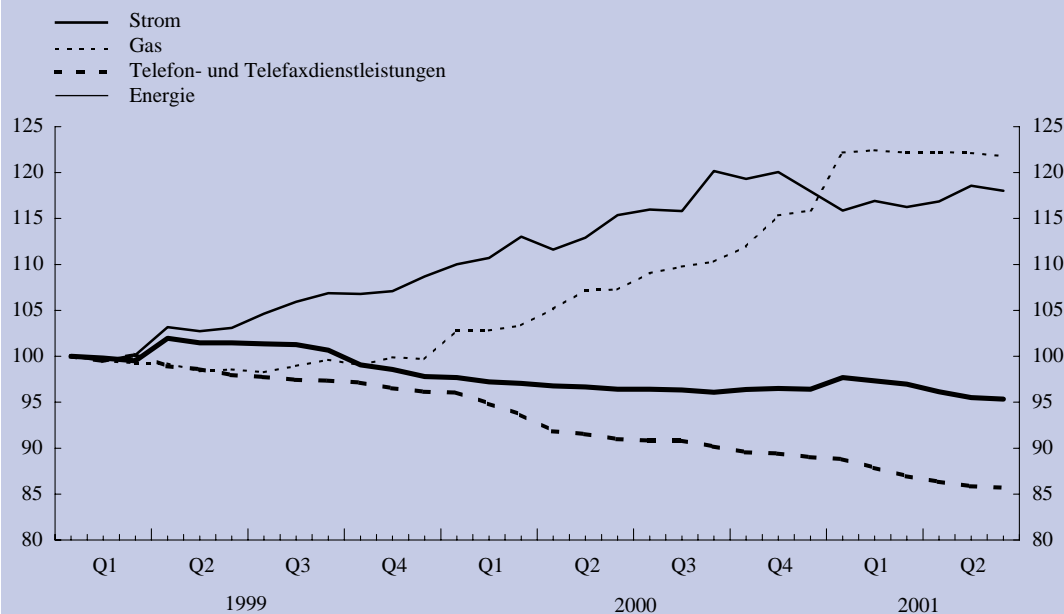
### Verbraucherpreisentwicklung in ausgewählten netzgebundenen Sektoren

Seit dem 1. Januar 1998 herrscht in den meisten EU-Mitgliedstaaten freier Wettbewerb bei der Bereitstellung von Sprachtelefoniedienstleistungen und Telekommunikationsinfrastruktur. Darüber hinaus führte die Umsetzung der EG-Elektrizitätsmarkttrichtlinie in nationales Recht ab Februar 1999 zu einer Teilliberalisierung des Strommarkts, an die sich im August 2000 die teilweise Öffnung des Gasmarkts anschloss. Diese Deregulierungsschritte dürften zu einem stärkeren Wettbewerb in diesen Sektoren und zu einem Abwärtsdruck bei den Verbraucherpreisen führen.

Die Abbildung unten zeigt die jüngste Entwicklung der HVPI-Teilindizes für Telefon- und Telefaxdienstleistungen, Strom und Gas in Relation zu den Veränderungen des HVPI insgesamt für das Eurogebiet im Zeitraum von 1999 bis 2001. Ausgewiesen ist zudem der HVPI-Teilindex für Energie, der eine geeignete Referenzgröße für die Beurteilung der Veränderungen in den Strom- und Gasindizes darstellt.

#### HVPI-Teilindizes gemessen am HVPI insgesamt für das Euro-Währungsgebiet

(Index Januar 1999 = 100; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Beim HVPI-Teilindex für Telefon- und Telefaxdienstleistungen ist über den gesamten Berichtszeitraum ein deutlicher Abwärtstrend gegenüber dem HVPI insgesamt zu erkennen. Der Teilindex für Strom weist ebenfalls einen rückläufigen Trend auf, wenngleich der Rückgang deutlich geringer ausfällt als beim Teilindex für Telefon- und Telefaxdienstleistungen. Angesichts des im Zeitraum von 1999 bis 2001 zu beobachtenden zumeist kräftigen Anstiegs des Teilindex für Energie insgesamt, der in erster Linie auf die gestiegenen Ölpreise zurückzuführen war, ist der Rückgang der Strompreise gemessen am HVPI insgesamt allerdings bemerkenswert. Der HVPI-Teilindex für Gas weist eine ähnliche Entwicklung auf wie der Gesamtindex für Energie, allerdings mit deutlicher zeitlicher Verzögerung. Dies ist auf den Zusammenhang zwischen Öl- und Gaspreisen zurückzuführen. Da sich die Liberalisierung der europäischen Gasmärkte noch in ihren Anfängen befindet, ist nicht davon auszugehen, dass sich die Reformfortschritte bereits im HVPI-Teilindex für Gas niedergeschlagen haben.

Insgesamt zeigt die Abbildung, dass die Öffnung der netzgebundenen Sektoren für den Wettbewerb preisdämpfend wirken dürfte. Dabei ist jedoch zu beachten, dass neben solchen Reformen noch andere Faktoren die relative Preisentwicklung in diesen Sektoren bestimmen. Weitere wichtige Einflussgrößen sind unter anderem der technische Fortschritt (im Bereich der Telekommunikation) sowie steuerliche Änderungen und Energiepreisschwankungen (in den Bereichen Strom und Gas).

**Tabelle 3****Durchschnittliche Veränderungen der Flugpreise zwischen Hauptstädten des Euro-Währungsgebiets, 1997–2000<sup>1</sup>***(ungewichteter Durchschnitt der Flugpreisveränderungen in den EWU-Ländern in %)*

	Business -Tarif	Economy-Tarif	Sondertarif
Eine Fluggesellschaft	+23,2 (11)	-15,5 (11)	-6,5 (11)
Zwei Fluggesellschaften	+14,1 (10)	-16,4 (11)	-2,7 (11)
Drei Fluggesellschaften	+7,7 (7)	-7,9 (7) [-17,8 (6)] <sup>2)</sup>	-5,4 (8)
Vier Fluggesellschaften	-14,5 (2)	+13,3 (3) [-23,5 (2)] <sup>2)</sup>	-11,8 (4)

Quellen: Europäische Kommission, „Wirtschaftsreform: Bericht über die Funktionsweise der gemeinschaftlichen Güter- und Kapitalmärkte 2000“ („Cardiff-Bericht“), und EZB-Berechnungen.

1) Die Ziffern in Klammern zeigen die Anzahl der EWU-Länder, auf die die jeweilige Kategorie zutrifft. So lagen zum Beispiel in allen EWU-Ländern (mit Ausnahme Finnlands, wo keine Angaben verfügbar sind) Tarifangebote von mindestens einer Fluggesellschaft für die Business-Class vor. Hingegen waren nur in zwei Ländern vier Fluggesellschaften mit entsprechenden Angeboten vertreten.

2) Bei den Zahlen in eckigen Klammern ist ein Teilnehmerland mit sehr untypischer Preisentwicklung ausgenommen.

führung der Kabotage ihren Höhepunkt fand. Kabotage bedeutet, dass die Fluggesellschaft eines Mitgliedstaats das Recht hat, eine Flugroute im Hoheitsgebiet eines anderen Mitgliedstaats zu betreiben. Die Liberalisierung scheint zu der dynamischen Entwicklung der Luftverkehrsdienstleistungen beigetragen zu haben und führte zu einem erheblichen Anstieg der Zahl der Fluggesellschaften, Flugrouten und Beschäftigten. Der Marktanteil der nationalen Luftfahrtunternehmen an den inländischen und internationalen Flugrouten innerhalb der EU ist auf Grund des Umstrukturierungsprozesses in diesem Sektor rückläufig, wobei die großen nationalen Fluggesellschaften („flag carriers“) jedoch nach wie vor Marktführer sind.

Inwieweit Reformen im Bereich des Flugverkehrs zu einem Abwärtsdruck auf die Preise führen, hängt stark von der Zahl der Fluggesellschaften, die eine Flugroute bedienen, und somit von der Stärke des Wettbewerbs ab (siehe Tabelle 3). Genauer betrachtet gingen die Flugpreise für die Economy-Class und die Sondertarife tendenziell zurück, während die Preise für die Business-Class in den meisten EWU-Ländern gestiegen sind. Da die Economy-Tarife und die Sondertarife nicht nur mit den Flugpreisen anderer Gesellschaften, die die gleiche Route bedienen, konkurrieren, sondern auch mit den Preisen für in-

direkte Flüge und Charterflüge, ist der Wettbewerb in diesem Marktsegment in der Regel stärker als im Business-Segment.

Aus einem 1999 veröffentlichten Bericht der Europäischen Kommission über die Veränderungen im europäischen Luftverkehrsgewerbe geht hervor, dass der Anteil der Flugrouten mit mehr als zwei Wettbewerbern seit Beginn des Liberalisierungsprozesses gestiegen ist. Gleichwohl waren im Referenzjahr 1997 immer noch mehr als 90 % der Flugrouten in der EU monopolistisch oder duopolistisch gestaltet. Dies ist zwar zum Teil auf das begrenzte Marktvolumen auf vielen Routen zurückzuführen, doch wird der Wettbewerb im Luftverkehr auch durch Infrastrukturengpässe beschränkt, insbesondere durch die Knappheit der verfügbaren Zeitnischen für Start und Landung („Slots“) auf Großflughäfen. Nach den geltenden Vorschriften verlieren etablierte Luftfahrtunternehmen ihre Start- und Landeslots in der Regel auch dann nicht, wenn sie diese nur sehr selten nutzen. Eine im Oktober 1993 verabschiedete Ratsverordnung (Verordnung EWG 95/93) schreibt zwar vor, dass 50 % der ungenutzten oder neu geschaffenen Zeitnischen für Neubewerber am Markt zu reservieren sind, doch ist die Verfügbarkeit von Slots zu den Verkehrsspitzenzeiten auf überlasteten Flughäfen nicht wesentlich gestiegen. Vor diesem Hintergrund ist davon



auszugehen, dass die Europäische Kommission neue Vorschläge unterbreiten wird, um die Zuweisungsverfahren für die Start- und Landeslots zu reformieren. Darüber hinaus hat die Europäische Kommission Initiativen ergriffen, um weitere Infrastrukturengpässe, die den Wettbewerb im Luftverkehrsgewerbe einschränken, insbesondere die Überlastung des Luftraums mangels eines EU-weit integrierten Flugsicherungssystems, zu beseitigen.

Die ordnungspolitischen Reformen im *Bahnverkehr* der EU stecken noch in den Anfängen. Durch eine im November 2000 zwischen dem Europäischen Rat und dem Europäischen Parlament getroffene Kompromissvereinbarung konnten jedoch einige Fortschritte erzielt werden. Die Forderungen lauten unter anderem:

- allmähliche Öffnung des europäischen Güterverkehrsnetzes für alle lizenzierten Bahngesellschaften. Sieben Jahre nach Inkrafttreten der Ratsrichtlinie werden die Bahngesellschaften Zugang zum gesamten Schienennetz für den internationalen Bahnfrachtverkehr haben;
- Trennung wesentlicher Funktionen des Bahngewerbes, wie zum Beispiel Infrastruktur-Management und Bahndienstleistungen;
- Einsetzung einer unabhängigen Regulierungsbehörde in allen Mitgliedstaaten; und

- Abbau der technischen Barrieren zwischen den verschiedenen nationalen Schienennetzen.

Darüber hinaus beabsichtigt die Europäische Kommission, bis spätestens Dezember 2001 ein zweites Maßnahmenpaket zur Öffnung der nationalen Märkte für die Güter- und Personenbeförderung der Bahn vorzulegen. Diese Maßnahmen dürften in dem Maße, wie sie zu einer Verringerung der gesetzlichen Auflagen für den Bahnverkehr und zu einem stärkeren faktischen Wettbewerb führen, die Produktivität im Bahnverkehr fördern und zu geringeren Preisen für Bahndienstleistungen beitragen.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Schaffung von Wettbewerb in netzgebundenen Sektoren deutliche Preissenkungen und andere gesamtwirtschaftliche Vorteile wie etwa verbesserte längerfristige Beschäftigungs- und Wachstumsaussichten mit sich bringen kann. Dabei ist jedoch ein angemessener ordnungspolitischer Rahmen, der einen gleichberechtigten Zugang zu exklusiven Bestandteilen der Infrastruktur gewährleistet, für die Schaffung von tatsächlichem Wettbewerb in diesen Sektoren unerlässlich. Mit anderen Worten: Die Höhe des potenziellen Preisrückgangs infolge von Deregulierungsmaßnahmen in netzgebundenen Sektoren hängt stark von der „Qualität“ des ordnungspolitischen Rahmens ab.

## **5 Verringerung von Verzerrungen: Einsatz einzelstaatlicher Beihilfen im Euro-Währungsgebiet**

Die Begrenzung staatlicher Beihilfen ist ein wichtiges Element der Wettbewerbspolitik der EU, und ein gemäßigerer Einsatz dieser Beihilfen ist eine häufig vorgebrachte Forderung in der Diskussion über Reformen der Gütermärkte im Euro-Währungsgebiet. Die Argumentation beruht dabei auf der Annahme, dass sich Subventionen oft negativ auf den gesamtwirtschaftlichen Wohlstand auswirken, weil Unternehmen dadurch einen geringeren Anreiz zur Steigerung ihrer Effizienz haben und die weniger effizienten Unternehmen weiter bestehen oder gar auf Kosten der leistungsfähigeren Unternehmen expandieren können. Zudem müssen staatliche

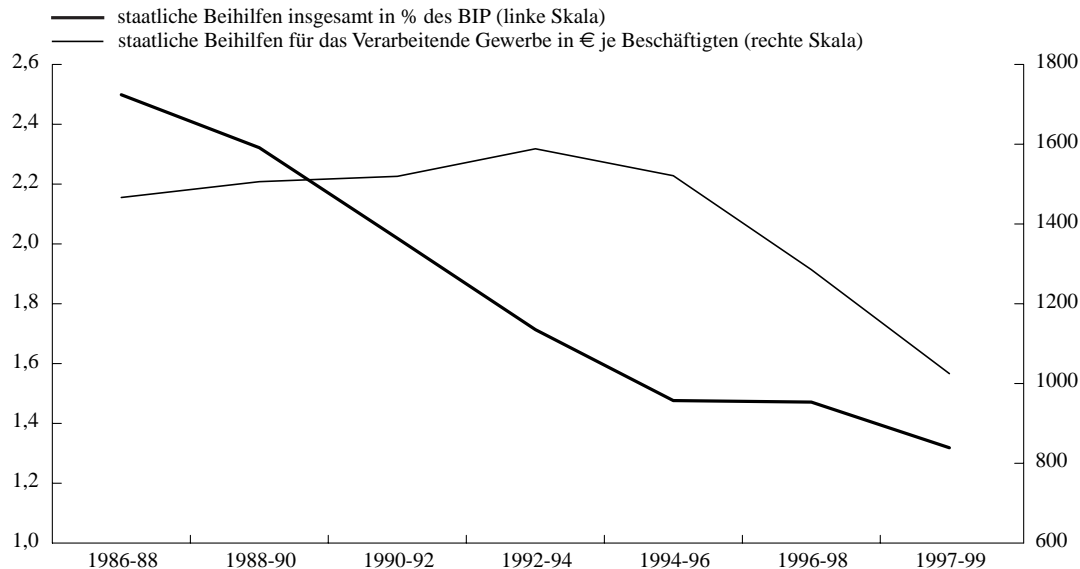
Beihilfen über allgemeine Steuern finanziert werden, wodurch die Bedeutung des Staates innerhalb einer Volkswirtschaft insgesamt zunimmt und die durch staatliche Beihilfen verursachten Verzerrungen verstärkt werden. Schließlich können staatliche Beihilfen auch den Handel innerhalb der EU verzerren, was wiederum zu Spannungen und Vergeltungsmaßnahmen innerhalb der EU führen und somit die Vorteile des Binnenmarkts in Frage stellen kann.

Bei der Beurteilung der ökonomischen Auswirkungen staatlicher Beihilfen muss man zwischen den wichtigsten Kategorien unterschei-

## Abbildung 2

### Einzelstaatliche Beihilfen insgesamt und staatliche Beihilfen für das Verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet

(Dreijahresdurchschnitte der staatlichen Beihilfen insgesamt in % des BIP im Euro-Währungsgebiet und der staatlichen Beihilfen für das Verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet in € je Beschäftigten)



Quellen: Europäische Kommission, „Bericht über staatliche Beihilfen“ (verschiedene Ausgaben), und EZB-Berechnungen.

den, nämlich *staatlichen Beihilfen mit sektoraler, regionaler* und allgemeiner bzw. *horizontaler Zweckbestimmung*. Sektorbezogene Beihilfen beeinflussen die sektorale Struktur der Volkswirtschaft und wirken sich bei der Ressourcenallokation am stärksten verzerrend aus. Horizontale staatliche Beihilfen wie etwa die finanzielle Unterstützung für Investitionen im Bereich der Forschung und Entwicklung stehen allen Wirtschaftssektoren zur Verfügung. Bei staatlichen Subventionen für bestimmte wirtschaftliche Aktivitäten wie Forschung und Entwicklung zeigt sich jedoch in der Regel eine asymmetrische Verteilung über die verschiedenen Sektoren hinweg. Die horizontalen staatlichen Beihilfen dürften daher ebenfalls zu Verzerrungen bei der Ressourcenallokation führen, wenngleich diese wohl weniger ausgeprägt sind als im Fall der sektorspezifischen Beihilfen. Die Auswirkungen von Regionalbeihilfen dürften zwischen den beiden anderen Kategorien einzuordnen sein; sie sind unter anderem von der relativen wirtschaftlichen Bedeutung der unterstützten Regionen und ihrer sektoralen Struktur abhängig.

Der Einsatz einzelstaatlicher Beihilfen insgesamt im Euro-Währungsgebiet hat sich im Zeitraum von 1986 bis 1999 nahezu halbiert, ist jedoch mit rund 1,3 % des BIP nach wie vor beträchtlich (siehe Abbildung 2). Die einzelstaatlichen Beihilfen für das Verarbeitende Gewerbe haben sich etwas anders entwickelt. Ausgedrückt in € je Arbeitnehmer des Verarbeitenden Gewerbes sind diese bis zum Zeitraum von 1992 bis 1994 leicht gestiegen und in der Folgezeit allmählich zurückgegangen. Darin nicht berücksichtigt ist der finanzielle Beistand, der im Rahmen der gemeinsamen Agrarpolitik der EU sowie der Regionalpolitik der EU geleistet wird. Dies liegt daran, dass die gemeinsame Agrarpolitik sich ausschließlich auf die Landwirtschaft konzentriert und ein Großteil der über die Regionalpolitik der EU geleisteten finanziellen Unterstützung der Privatwirtschaft nicht direkt zugute kommt.

Der relative Anteil der horizontalen staatlichen Beihilfen für das Verarbeitende Gewerbe an den einzelstaatlichen Beihilfen insgesamt für das Verarbeitende Gewerbe blieb im Zeit-

raum von 1986 bis 1999 mit rund 40 % verhältnismäßig stabil. Der Anteil der staatlichen Beihilfen an die Industrie mit regionaler Zweckbestimmung ist im Zeitverlauf, vor allem zu Lasten der sektorbezogenen staatlichen Beihilfen an die Industrie, gestiegen. Letztere sind nach und nach von 23,5 % im Zeitraum 1986 bis 1988 auf 9,1 % im Zeitraum 1997 bis 1999 zurückgegangen.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass es insbesondere in den Neunzigerjahren zu ei-

nem nennenswerten Abbau nationaler Subventionen an Unternehmen im Euroraum kam, die staatlichen Beihilfen insgesamt jedoch nach wie vor beträchtlich sind. Darüber hinaus sind besondere Anstrengungen erforderlich, um den Anteil der sektorbezogenen staatlichen Subventionen an Unternehmen zurückzuschrauben, da diese die größten Verzerrungen bewirken.

## **6 Verfahren für weitere Reformen der Gütermärkte im Euro-Währungsgebiet**

Die Artikel 98 und 99 Abs. 1 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft („EG-Vertrag“) verlangen von den Mitgliedstaaten der EU, ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu betrachten und sie im Rahmen der Grundzüge der Wirtschaftspolitik zu koordinieren. Dies gilt auch für die Koordination der Reformen auf den Gütermärkten in der EU und im Euro-Währungsgebiet.

Die Verantwortung für die Gütermarktreformen im Eurogebiet liegt zum Großteil bei den Mitgliedstaaten, wenngleich die Europäische Gemeinschaft in vielen damit zusammenhängenden Bereichen ebenfalls eine wichtige Rolle spielt. In ihrer Funktion als Hüterin des EG-Vertrags leitet die Europäische Kommission rechtliche Schritte gegen die verspätete Umsetzung von Binnenmarkt Richtlinien durch die Mitgliedstaaten ein oder sperrt staatliche Beihilfen, die mit den einschlägigen Artikeln des EG-Vertrags unvereinbar sind. Was die Schaffung von Wettbewerb in bisher geschützten Wirtschaftssektoren anbelangt, so hängt die Verteilung der Verantwortlichkeiten von der jeweiligen branchenspezifischen Situation ab. Im Telekommunikationssektor beispielsweise sind die rechtlichen Bestimmungen zur Marktöffnung bereits weitgehend umgesetzt. Es liegt nun in erster Linie an den Regulierungsbehörden der Mitgliedstaaten, den bereits bestehenden Wettbewerb auf diesem Markt zu sichern und wei-

ter zu verstärken. Überdies spielt auch die Europäische Kommission weiter eine wichtige Rolle bei der Überwachung des Prozesses; sie kann Änderungen an den bestehenden Rechtsgrundlagen in die Wege leiten, falls weitere Maßnahmen zur Verstärkung des Wettbewerbs erforderlich sind. In netzgebundenen Sektoren, in denen noch kein unbeschränkter Wettbewerb herrscht (Energie, Postdienste, Luftverkehr und Bahn), können die Mitgliedstaaten beschließen, über etwaige vom Ministerrat festgelegte verbindliche Mindestanforderungen für die Marktöffnung hinauszugehen. Zudem bleibt es den Mitgliedstaaten überlassen, zusätzliche Gütermarktreformen in Grundsatzbereichen, in denen sie weiterhin über die ausschließliche Richtlinienkompetenz verfügen, in Angriff zu nehmen. Dies betrifft Bereiche des Gütermarkts, die keiner expliziten EU-Politik unterliegen und nicht zu den horizontalen politischen Zielsetzungen der EU wie etwa der Vollendung des Binnenmarkts im Widerspruch stehen.

Im Hinblick auf die aktuellen Verfahren zur Umsetzung der Gütermarktreformen hat der Europäische Rat von Cardiff im Juni 1998 eine verstärkte Überwachung struktureller Reformen in der EU gefordert, womit der so genannte Cardiff-Prozess in Gang gesetzt wurde. Im Rahmen des Cardiff-Prozesses legen die Mitgliedstaaten nationale Berichte über die Reformen auf den Güter- und Kapital-

märkten vor, und die Europäische Kommission erstellt einen Bericht über die Funktionsweise der gemeinschaftlichen Güter- und Kapitalmärkte (den „Cardiff-Bericht“). Darüber hinaus erfolgt alljährlich eine eingehende vergleichende Überprüfung der Wirtschaftsreformen in den Mitgliedstaaten durch den Wirtschaftspolitischen Ausschuss (EPC), der sich aus Vertretern der Mitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und der EZB zusammensetzt. Dieser Prozess ergänzt die im Cardiff-Bericht der Europäischen Kommission vorgelegte Beurteilung und mündet in einem Bericht des EPC („*Annual Report on Structural Reforms*“), der sich mit der Situation in den EU-Mitgliedstaaten befasst und thematisch etwas umfassender ist als der Cardiff-Bericht. Beide Berichte finden ihren Niederschlag in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik, die das maßgebliche Instrument für die wirtschaftspolitische Koordination in der EU, einschließlich der Reform der Gütermärkte, darstellen. Überdies bilden die Grundzüge der Wirtschaftspolitik die Referenzgrundlage für die nachträgliche politische Beurteilung, die teilweise durch die Europäische Kommission vorgenommen und in ihrem „*Bericht über die Umsetzung der Grundzüge der Wirtschaftspolitik*“ veröffentlicht wird. Die Überwachung der strukturellen Reformen im Cardiff-Prozess erfolgt im Wege eines „einfachen Verfahrens“. Im Gegensatz zum Stabilitäts- und Wachstumspakt für die Haushaltspolitik sieht der Cardiff-Prozess keine Sanktionen im Fall der Nichterfüllung vor. Die in diesem Verfahren verwendeten Instrumente bestehen vielmehr aus „peer pressure“ (Druck seitens der anderen Mitgliedstaaten) und einem umfassenden Melde-, Überwachungs- und Bewertungssystem sowie der Feststellung erprobter Lösungswege („best practices“), d. h. erfolgreicher Initiativen eines Mitgliedstaats, die möglicherweise in anderen Mitgliedstaaten ebenfalls ergriffen werden können.

Auf seinem Gipfel in Lissabon im März 2000 hat der Europäische Rat zudem betont, dass Fortschritte bei der Gütermarktreform eine wesentliche Voraussetzung dafür sind, dass die EU ihr strategisches Ziel, „die Union zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen“, erreichen kann. Darüber hinaus wurde beschlossen, bei den jährlichen Frühjahrstreffen des Europäischen Rats unter anderem Mandate im Hinblick auf strukturelle Reformen festzulegen und dafür Sorge zu tragen, dass die Mitgliedstaaten und die Gemeinschaftsorgane deren Erfüllung überprüfen. Das erste Treffen dieser Art fand anlässlich des Europäischen Rats von Stockholm im März 2001 statt. Die Zahl der konkreten Entscheidungen zur Reform der Gütermärkte war begrenzt. Kurz vor der Ratssitzung schlug die Europäische Kommission eine vollständige Liberalisierung der Strom- und Gasmärkte durch die Mitgliedstaaten bis spätestens 2005 vor. Der Europäische Rat begrüßte dies grundsätzlich, verabschiedete jedoch keinen genauen Zeitplan für die Liberalisierung. Die „open sky“-Initiative, mit der die bestehenden Kapazitätsengpässe im Luftverkehr in der EU durch die Vernetzung der nationalen Flugsicherungssysteme beseitigt werden sollen, wurde aufgeschoben.

Dessen ungeachtet beschloss der Europäische Rat eine umfangreiche Liste weiterer Aktivitäten mit dem Ziel, die Dynamik der in Lissabon eingeleiteten Reform aufrechtzuerhalten bzw. weiter zu erhöhen. Diese Aktivitäten spiegeln sich in den Prioritätsbereichen der Grundzüge der Wirtschaftspolitik für die Gütermarktreform wider. Die Nachfolgekonzferenz zu Lissabon, die im Frühjahr 2002 stattfinden soll, wird erneut eine Gelegenheit zur Beurteilung des aktuellen Stands der Gütermarktreform im Euroraum und in der EU bieten.

## 7 Schlussbemerkungen

Durch strukturelle Reformen auf den Gütermärkten des Euro-Währungsgebiets sollen der Wettbewerb in der Wirtschaft verstärkt und potenziell nachteilige Verzerrungen verringert werden. Dies dürfte wiederum beträchtliche ökonomische Vorteile wie etwa einen Abwärtsdruck auf die Preise sowie verbesserte längerfristige Beschäftigungs- und Wachstumsperspektiven mit sich bringen. Darüber hinaus können wohl durchdachte Reformen auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten die Kosten der Anpassung an Veränderungen im wirtschaftlichen Umfeld verringern.

Bei der Integration der Gütermärkte im Euroraum und, in jüngerer Zeit, der Schaffung von Wettbewerb in bislang geschützten Wirtschaftssektoren wurden beträchtliche Fortschritte erzielt, doch bleiben nach wie vor eine Reihe wichtiger Fragen offen. Zudem müssen die staatlichen Beihilfen im Allgemeinen und die sektorspezifischen staatlichen Beihilfen im Besonderen weiter zurückgeschraubt werden. Vor diesem Hintergrund

begrüßt die EZB ausdrücklich die zunehmende politische Bedeutung, die weiteren Fortschritten bei der Gütermarktreform beigegeben wird, und fordert die Politik in diesem Bereich dazu auf, den auf dem Europäischen Gipfel von Lissabon im März 2000 eingeschlagenen Weg weiter zu verfolgen.

Die EZB räumt Gütermarktrefor-men im Euro-Währungsgebiet höchste Priorität ein und wird die aktuellen Entwicklungen in diesem Bereich weiterhin genau beobachten und analysieren, um so zum einen Zeitpunkt und Ausmaß der voraussichtlich durch diese Reformen herbeigeführten Preissenkungen beurteilen zu können und zum anderen mögliche weitere ökonomische Auswirkungen der Reformen auf den Güter- und Dienstleistungsmärkten festzustellen. Über ihre Mitwirkung im EPC und in anderen zuständigen Gemeinschaftsgremien sowie durch weitere Analysen der wirtschaftlichen Folgen der Gütermarktreform wird die EZB darüber hinaus den laufenden Reformprozess an den Waren- und Dienstleistungsmärkten unterstützen.

# Die Rolle zentraler Kontrahenten bei der Konsolidierung der Wertpapierabwicklung im Euro-Währungsgebiet

*Im Euro-Währungsgebiet ist seit der Einführung des Euro 1999 eine starke Zunahme des Wertpapierhandels, vor allem der Geschäfte mit Aktien, zu verzeichnen. Für die Marktteilnehmer ist es daher zunehmend von Vorteil, Geschäfte netto statt brutto abzuwickeln. Darüber hinaus haben der steigende Risikogehalt und die wachsende Bedeutung anonymer Handelssysteme das Bedürfnis der Marktteilnehmer verstärkt, die Steuerung der mit dem Netting-Prozess verbundenen Risiken auf einen zentralen Kontrahenten („central counterparty“, zentrale Gegenpartei) – ein zwischen Käufer und Verkäufer zwischengeschaltetes Finanzinstitut – zu übertragen.*

*Im Euro-Währungsgebiet sind bereits mehrere zentrale Clearinghäuser tätig, die jedoch in der Regel Derivatgeschäfte abwickeln. Auch im Wertpapierbereich gibt es eine Reihe von geplanten oder sich bereits in der Umsetzungsphase befindlichen Projekten. Skalenvorteile und Netzwerkeffekte würden allerdings für eine stärkere Konzentration sprechen. Eine Gruppe von großen internationalen Investmentbanken unterstützt daher den Vorschlag, in Europa nur eine zentrale Clearingstelle für mehrere Währungen und Produkte (Aktien, Anleihen, Derivate und Waren) einzurichten.*

*Die Europäische Zentralbank verfolgt diese Entwicklungen aufmerksam. Tatsächlich könnte sich die Wertpapierabwicklung durch zentrale Kontrahenten auf die reibungslose Durchführung geldpolitischer Geschäfte, die Funktionsfähigkeit von Zahlungs- und Abwicklungssystemen und die Stabilität der Finanzmärkte im Allgemeinen auswirken. Der Konsolidierungsprozess verstärkt die Komplexität der Thematik: Einerseits könnte die Konsolidierung bei den zentralen Kontrahenten die Effizienz bei der Abwicklung von Wertpapiergeschäften steigern, andererseits nehmen die möglichen Auswirkungen des Ausfalls eines zentralen Kontrahenten auf das Finanzsystem proportional zu deren Größe zu.*

*In diesem Beitrag werden die Funktionsweise von Clearingstellen oder Clearinghäusern, die die Funktion eines zentralen Kontrahenten ausüben, beschrieben, Fragen zur Konsolidierung aufgegriffen sowie Themen, die für Zentralbanken von Interesse sind, erörtert. Die Systeme, die eine gemeinsame Infrastruktur betreffen, d. h. über die hauptsächlich oder ausschließlich auf Euro lautende Aktiva verrechnet werden, sind dabei ein besonderes Anliegen der EZB.*

## I Die Rolle zentraler Kontrahenten im Clearing-Prozess

### **Welche Aufgaben hat ein Clearinghaus als zentraler Kontrahent?**

Ein Clearinghaus ermittelt die Forderungen und Verbindlichkeiten, die aus dem Handel mit Vermögenswerten entstehen, und berechnet die Beträge, die auszugleichen sind, was üblicherweise über Wertpapierabwicklungssysteme erfolgt. Finanzielle Verbindlichkeiten können einzeln, das heißt brutto, abgewickelt werden; sie können aber auch netto abgerechnet werden, wobei nur die Differenz zwischen den Forderungen und Verbindlichkeiten ausgeglichen wird. Bei der bloßen Aufrechnung von Aufträgen („settlement netting“) errechnet ein Clearinghaus oder ein Wertpapierabwicklungssystem Positionen und

übernimmt dabei selbst kein Risiko. Beim Netting durch einen zentralen Kontrahenten fungiert das Clearinghaus als eine zentrale Gegenpartei für Käufer und Verkäufer und schafft somit zwei neue Verträge, die den ursprünglichen Einzelvertrag ersetzen. Der rechtliche Vorgang, bei dem die ursprünglichen Geschäftspartner durch einen einzigen Vertragspartner, einen zentralen Kontrahenten, ersetzt werden, wird im Allgemeinen als Novation (Schuldumwandlung) bezeichnet.

Das Netting kann bilateral oder multilateral erfolgen (siehe Kasten I). Beim bilateralen Netting werden die Kapitalströme zwischen zwei Vertragsparteien jeweils zu einer einzi-

## Kasten I

### Wertpapierabwicklung (Clearing und Abrechnung)

Eine der wichtigsten Funktionen von zentralen Kontrahenten stellt das Netting dar. Grundsätzlich ist zwischen zwei Formen von Nettingvereinbarungen zu unterscheiden. In einigen Fällen bedeutet Netting nur die Berechnung von Nettopositionen aus Wertpapiertransaktionen, ohne dass dabei die zu Grunde liegenden Verträge betroffen sind. In anderen Fällen bedeutet Netting hingegen, dass die ursprünglichen vertraglichen Verpflichtungen in entsprechende Verpflichtungen gegenüber einem zwischengeschalteten zentralen Kontrahenten umgewandelt werden. Die allgemein verwendete Terminologie ist sehr uneinheitlich. In diesem Artikel steht Netting ohne weiteren Zusatz für die Berechnung von Nettopositionen aus Wertpapiertransaktionen („settlement netting“), wovon die zu Grunde liegenden Verträge unberührt bleiben. Der Begriff Netting durch Novation wird verwendet, um das Netting mit Schuldumwandlung darzustellen. Erstere Form des Nettings kann nicht nur von zentralen Kontrahenten ausgeführt werden, sondern auch über Wertpapierabwicklungssysteme, zu deren Kerngeschäft die Wertpapierverwahrung und die endgültige Lieferung von Wertpapieren zählen. Netting durch Novation ist hingegen nur möglich, wenn bei einem Wertpapiergeschäft ein Dritter als rechtmäßig eingesetzter zentraler Kontrahent zwischengeschaltet ist.

Abbildung A

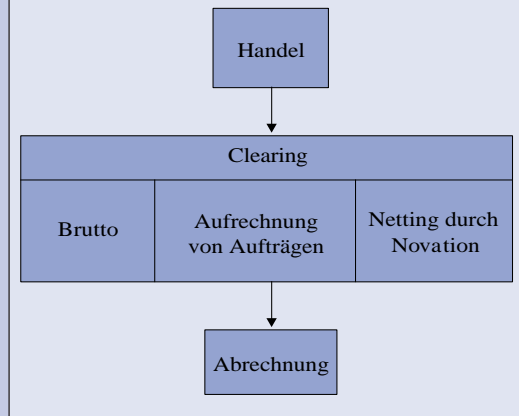


Abbildung B

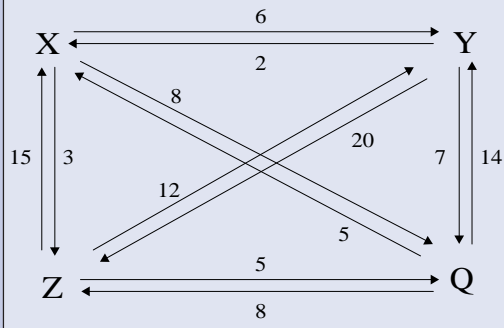
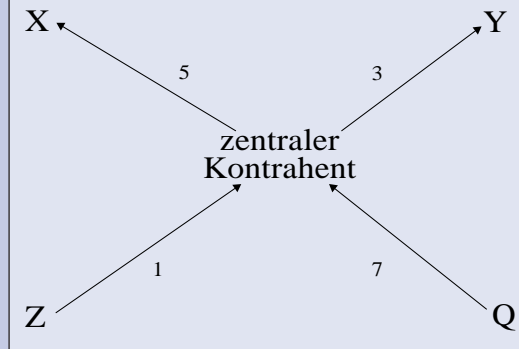


Abbildung B soll das Prinzip des multilateralen Nettings verdeutlichen. Vier Marktteilnehmer – X, Y, Z und Q – handeln untereinander mit Wertpapieren. Der Geldbetrag pro Transaktion, den der Käufer an den Verkäufer zahlen muss, ist jeweils neben dem entsprechenden Pfeil ausgewiesen.

Abbildung B soll das Prinzip des multilateralen Nettings verdeutlichen. Vier Marktteilnehmer – X, Y, Z und Q – handeln untereinander mit Wertpapieren. Der Geldbetrag pro Transaktion, den der Käufer an den Verkäufer zahlen muss, ist jeweils neben dem entsprechenden Pfeil ausgewiesen.

Im Weiteren wird angenommen, dass sämtliche Forderungen und Verbindlichkeiten der Marktteilnehmer von einem zentralen Kontrahenten aufgerechnet werden. Dieser zentrale Kontrahent verteilt die von den Nettoschuldnern eingegangenen Mittel an die Nettogläubiger. Wie in Abbildung B dargestellt, handelt es sich bei den Geschäftspartnern X und Y um Nettogläubiger, während Z und Q Nettoschuldner sind. Geschäftspartner X stehen zum Beispiel Zahlungen in Höhe von 15 + 2 + 5 zu, während er selbst 3 + 6 + 8 zahlen muss. Netto ergibt das eine Forderung von 5. Wenn drei oder mehr Marktteilnehmer aufeinander treffen, wird sich kaum eine Position eines Nettogläubigers exakt mit einer Nettoschuldnerposition decken, was die Zwischenschaltung eines Intermediärs erfordert. Abbildung C veranschaulicht das Ergebnis des multilateralen Nettings.

Abbildung C



Aus dieser Abbildung ist ersichtlich, dass Netting die Anzahl der Abrechnungsvorgänge reduziert (im obigen Beispiel auf vier). Zieht der zentrale Kontrahent zur Risikobewertung seiner Clearingpartner die Nettosalden heran, sind möglicherweise auch in einem geringeren Umfang Sicherheiten zur Abdeckung bestehender bzw. potenzieller Kreditrisiken zu hinterlegen.

gen Nettoposition zusammengefasst. Beim multilateralen Netting werden alle Forderungen und Verbindlichkeiten der in dem System erfassten Teilnehmer zu einer einzigen Verbindlichkeit von oder gegenüber jeder Vertragspartei innerhalb der Netting-Gruppe aufgerechnet. Zentrale Kontrahenten bedienen sich des multilateralen Nettings, da sich so die Anzahl der auszugleichenden Verbindlichkeiten verringert.

Das Clearing muss jedoch nicht von einem zentralen Kontrahenten vorgenommen werden, da Aufträge auch unmittelbar nach dem Handel zur Abwicklung an das betreffende Wertpapierabwicklungssystem weitergeleitet werden können.

### **Welches sind die wichtigsten Vorteile des Clearing durch einen zentralen Kontrahenten?**

Viele Vorteile des Clearing durch zentrale Kontrahenten sind auf das *multilaterale Netting* zurückzuführen. Durch multilaterales Netting können die Anzahl der Transaktionen beim Wertpapierabwicklungssystem („*securities settlement system*“) und somit die Kosten einschließlich der Abwicklungsentgelte erheblich reduziert werden. Darüber hinaus ermöglicht das Netting durch Novation (siehe Kasten I), eine von zentralen Clearingstellen angebotene Dienstleistung, die Reduzierung der vertraglichen Verpflichtungen der einzelnen Parteien, was bilanzielle Auswirkungen hat. Insofern innerstaatliche Rechtsvorschriften das Handelsvolumen eines Marktteilnehmers auf einen bestimmten Teilbetrag seiner Bilanz beschränken, könnte das Netting durch Novation für diesen Marktteilnehmer mehr Handelsmöglichkeiten schaffen. Dieses Schuldumwandlungsverfahren kann auch dazu beitragen, dass sich die zur Deckung von be-

stehenden und möglichen Kreditrisiken erforderlichen Sicherheitsleistungen verringern. Der Einsatz zentraler Kontrahenten bei der Wertpapierabwicklung könnte auch zu einer Senkung des zur Absicherung der Handelstätigkeit des Marktteilnehmers benötigten Kapitals führen. Darüber hinaus ermöglicht ein zentraler Kontrahent, die *Anonymität* von Partnern in einem anonymen Handelssystem zu *wahren*, wenn auch die Erfüllung des Geschäfts anonym erfolgt. Letzteres kann von Nutzen sein, wenn Marktteilnehmer eine Reaktion des Marktes auf ihre Handelstätigkeit befürchten.

Das Clearing durch zentrale Kontrahenten schafft neben dem multilateralen Netting hauptsächlich durch die Bereitstellung von *Risikomanagement-Dienstleistungen* Vorteile. Bei Wertpapiergeschäften laufen Marktteilnehmer Gefahr, dass ihre Handelspartner ihren Verpflichtungen nicht fristgemäß nachkommen (Liquiditätsrisiko) oder überhaupt ausfallen (Ausfallrisiko). Marktteilnehmer können sich hierbei beispielsweise durch Risikolimiten oder die Stellung von Sicherheiten schützen. Zentrale Kontrahenten steuern die Risiken für ihre Mitglieder, indem sie deren Risiken gegenüber mehreren Geschäftspartnern durch ein einziges Engagement gegenüber dem zentralen Kontrahenten ersetzen. Die Marktteilnehmer müssen sich daher bei ihren Geschäften nicht um die Bonität ihrer Geschäftspartner sorgen. Die zentralen Clearinghäuser können das Ausfallrisiko zwar nicht ausräumen, jedoch können sie es weitaus effizienter steuern und umverteilen, als es die einzelnen Marktteilnehmer für sich selbst könnten.

Die Wertpapierabwicklung durch zentrale Kontrahenten schafft nicht nur für einzelne Marktteilnehmer Vorteile, sondern begünstigt die Wirtschaft insgesamt. So werden



beispielsweise mehr Handelsmöglichkeiten geschaffen, da die Zwischenschaltung eines zentralen Kontrahenten den Marktteilnehmern die Steuerung des Ausfallrisikos erleichtert. *Folglich steigt die Liquidität des Marktes, der Handel wird stimuliert, die Transaktionskosten sinken, und die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte verbessert sich.*

### **Welches sind die größten Risiken für einen zentralen Kontrahenten?**

Wie alle anderen Marktteilnehmer auch sind zentrale Kontrahenten rechtlichen und technischen Risiken ausgesetzt. Auf diese Risiken soll an dieser Stelle nicht weiter eingegangen werden. Es ist jedoch besonders wichtig, diese Risiken auf Grund ihrer möglichen Auswirkungen auf das Finanzsystem auf angemessene Weise zu begrenzen.

Als Gegenpartei seiner Mitglieder ist das zentrale Clearinghaus dem Risiko ausgesetzt, dass eines oder mehrere seiner Mitglieder ausfallen. Im Wertpapiergeschäft kann dies vor allem zu Erfüllungs- und Ersatzkostenrisiken führen. Das zentrale Clearinghaus geht ein Erfüllungsrisiko ein, wenn es Wertpapiere liefert und die diesbezügliche Zahlung nicht erhält, oder wenn es eine Zahlung für ein Wertpapier leistet, das nicht geliefert wird. Grundsätzlich wurde dieses Risiko durch die Einführung von Lieferung-gegen-Zahlung-Mechanismen in den Wertpapierabwicklungssystemen weitgehend ausgeräumt. Es ist jedoch von größter Wichtigkeit, dass zentrale Kontrahenten ihre Verpflichtungen nur über Wertpapierabwicklungssysteme abrechnen, die nachweislich effektive und rechtlich fundierte Lieferung-gegen-Zahlung-Mechanismen eingeführt haben.

Zentrale Clearingstellen sind zudem dem Ersatzkosten- oder Marktrisiko ausgesetzt, das nicht mittels Lieferung-gegen-Zahlung-Mechanismen verhindert werden kann. Ersatzkosten entstehen dann, wenn ein zahlungsfähiger Geschäftspartner dazu gezwungen ist, Wertpa-

piere, die nicht geliefert (oder gezahlt) wurden, möglicherweise zu einem Zeitpunkt zu kaufen (oder zu verkaufen), zu dem sich die Marktverhältnisse verschlechtert haben. Diese Art von Risiko kann nicht ausgeräumt werden und muss deshalb beschränkt werden.

### **Welche Risikomanagementstrategien werden von zentralen Kontrahenten angewandt?**

Die Schutzvorkehrungen gegen Ausfall oder Zahlungsunfähigkeit eines Teilnehmers können in drei Kategorien eingeteilt werden. Erstens gibt es Schutzvorkehrungen, die die Ausfallwahrscheinlichkeit eines Marktteilnehmers minimieren sollen. Zu diesem Zweck greift man vor allem auf finanzielle und operationale Anforderungen zurück, die für die Mitgliedschaft in einem zentralen Clearinghaus zu erfüllen sind. Zweitens gibt es Schutzmaßnahmen, die dazu dienen, den Verlust, der einem zentralen Kontrahenten durch den Ausfall eines Mitglieds entstehen kann, auf ein Minimum zu reduzieren. Diese Kategorie bezieht sich auf die erforderlichen Sicherheitsleistungen („margins“) zur Abdeckung bestehender und möglicher Kreditrisiken, die sich aus den Geschäften eines Teilnehmers ergeben. Die Teilnehmer müssen die erforderlichen Sicherheiten in Form von Bargeld oder erstklassigen Anleihen stellen. Eine weitere Form der Verlustbegrenzung ist vor allem an den Derivatmärkten die Begrenzung des Engagements durch eine regelmäßige Abrechnung der Positionen. An stark volatilen Märkten berechnen hoch entwickelte Systeme bei Bedarf auch während des Tages zusätzlich erforderliche Sicherheitsleistungen, die umgehend erbracht werden müssen. Drittens gibt es Schutzvorkehrungen, um Verluste abzudecken, die den Wert der von dem ausgefallenen Mitglied hinterlegten Sicherheiten überschreiten. Zu diesem Zweck haben zentrale Kontrahenten Eigenmittel und weitere Ressourcen wie Kapital, Garantiefonds, Versicherungen und Garantien der Mitglieder.

### **Weshalb steigt die Nachfrage nach den Diensten der zentralen Kontrahenten?**

Für die vor allem im Euro-Währungsgebiet wachsende Nachfrage nach von zentralen Kontrahenten erbrachten Dienstleistungen gibt es mehrere Gründe. Zum einen hat die Zunahme der Wertpapiergeschäfte und vor allem der Geschäfte mit Aktien zu einer erhöhten Nachfrage nach Netting-Verfahren geführt. Zum anderen haben die Internationalisierung des Wertpapierhandels, die Einführung neuer elektronischer Handelsplattformen, die Umstellung auf order-

gesteuerte anonyme Handelssysteme an den nationalen Wertpapierbörsen und grenzüberschreitende Fusionen von Wertpapierbörsen es den Handelspartnern zunehmend erschwert, das Ausfallrisiko selbst zu steuern. Dies hat zu einem schnell wachsenden Bedarf an garantierter Wertpapierabwicklung (Clearing und Abrechnung) geführt. Auf Grund der Einführung des Euro und der damit verbundenen fortschreitenden Integration von zwölf Finanzmärkten haben diese beiden Faktoren im Euro-Währungsgebiet besonders an Bedeutung gewonnen.

## **2 Die Notwendigkeit einer Konsolidierung**

### **Welche Situation liegt derzeit im Euroraum vor?**

Die meisten Länder im Euro-Währungsgebiet verfügen über zentrale Kontrahenten, die an lokale (nationale) geregelte Märkte (Wertpapier- oder Terminbörsen) gebunden sind. Die Mehrzahl von ihnen wickelt hauptsächlich oder ausschließlich Derivatgeschäfte ab. Folglich haben zentrale Kontrahenten im Eurogebiet ihre Dienste traditionell auf einzelne Länder beschränkt.

Allerdings ist das Modell eines einzigen zentralen Clearinghauses, das seine Dienstleistungen auf nur einem Markt in einem Land anbietet, einem allmählichen Wandel unterworfen. So beabsichtigt beispielsweise die Gemeinschaftsbörse Euronext, die aus der Fusion der Amsterdamer, Brüssler und Pariser Börse entstanden ist, Clearnet, den früheren zentralen Kontrahenten der Pariser Börse, als einzige Clearingstelle für die Abwicklung innerhalb der Gruppe zu nutzen. Eurex Clearing, das Clearinghaus der Eurex-Börse in Frankfurt/Zürich, plant, sein Angebot auf Wertpapiere auszuweiten. Der Zusammenschluss von Institutionen, die die gleichen (Handels-)Dienstleistungen anbieten, führte bei Clearnet und Eurex zu einer gewissen horizontalen Integration. Zurzeit ist jedoch im Euroraum die Infrastruktur der Wertpapiermärkte eher durch eine vertikale

Integration (also die Bildung so genannter Silos) als durch eine horizontale Integration geprägt. Bei der vertikalen Integration schließen sich Unternehmen zusammen, die unterschiedliche Dienstleistungen innerhalb der Wertschöpfungskette anbieten (z. B. Handel, Clearing, Abrechnung und Verwahrung). Ein Beispiel hierfür ist die Deutsche Börse, die eine Handelsplattform bereitstellt und Hauptaktionär sowohl des Clearinghauses Eurex als auch des Abwicklungssystems Clearstream Banking Frankfurt ist.

### **Welche Gründe für eine Konsolidierung gibt es?**

Die Einführung des Euro hat den Konsolidierungsprozess an den Wertpapiermärkten im Euro-Währungsgebiet beschleunigt. Der technische Fortschritt und die rechtliche Harmonisierung auf europäischer Ebene unterstreichen ebenfalls die Notwendigkeit einer weiteren Konsolidierung. In diesem Zusammenhang erhöht sich auch auf Grund des Wettbewerbs und der Netzwerkvorteile der Druck zur Verwirklichung einer stärker integrierten und effizienteren Infrastruktur sowohl auf globaler Ebene als auch im Euroraum („domestic level“).

Das steigende Transaktionsvolumen und die Verfügbarkeit verschiedener (traditioneller

und/oder automatisierter) Plattformen für den Handel der gleichen Wertpapiere machen es für Marktteilnehmer immer zweckmäßiger, Geschäfte an einem zentralen Ort und netto statt brutto abzuwickeln. Darüber hinaus haben die immer größeren Transaktionen und die zunehmende Bedeutung des anonymen Handels zur Folge, dass die Marktteilnehmer es für notwendiger erachten, die Steuerung der mit der Verrechnung verbundenen Risiken einem zentralen Kontrahenten zu übertragen.

Derzeit gibt es im Euroraum mehrere Clearinghäuser, die als zentraler Kontrahent fungieren. Es werden auch verschiedene Vorhaben erwogen, Clearingstellen in Ländern zu errichten, die derzeit nicht über eine derartige Infrastruktur verfügen. Allerdings könnte der Bedarf an mehreren Clearinghäusern dadurch in Frage gestellt werden, dass Skaleneffekte und Netzwerkvorteile einen hohen Grad an Konzentration bedingen. So könnte eine unkontrollierte deutliche Zunahme von Clearinghäusern zu Ineffizienzen führen. Eine fragmentierte Infrastruktur könnte zum Beispiel zur Folge haben, dass Banken und Wertpapierhäuser gezwungen wären, mit mehr als einer Clearingstelle zusammenzuarbeiten, damit auch mehrere Schnittstellen zu unterhalten und unterschiedliche Standards, Marktpraktiken und Abwicklungsmodalitäten zu berücksichtigen. Ebenso kann es bei den Dienstleistern im Zusammenhang mit Mehrfachinvestitionen, die für die Unterhaltung, Verbesserung und Entwicklung der Technologie von zentralen Kontrahenten benötigt werden, zu Ineffizienzen kommen.

Es ist derzeit noch unklar, welches Integrationsmodell sich schließlich im Euroraum durchsetzen wird. Es gibt eine Reihe von Hindernissen, die der Konsolidierung im Wege stehen; dazu gehören etwa rechtliche Schwierigkeiten, eine fehlende Standardisierung und Partikularinteressen. Andere Integrationsformen bei zentralen Kontrahenten wie etwa die Gründung von Gemeinschaftsunternehmen oder Interoperabilität könnten ebenfalls in Betracht gezogen werden. Interoperabilität ermöglicht durch die

Festlegung gemeinsamer Prozessabläufe, Methoden, Protokolle und Netzwerke eine technische Zusammenarbeit von zentralen Kontrahenten. Ein gemeinsames Merkmal aller dieser Ansätze ist, dass sie dazu beitragen können, die Effizienz der Systeme zu verbessern. Allerdings sollten sie nur als die „zweitbeste Lösung“ gelten, nämlich für den Fall, dass eine Konsolidierung nicht innerhalb kurzer Zeit erreicht werden kann.

### **Handelt es sich beim Clearing über einen zentralen Kontrahenten um ein natürliches Monopol?**

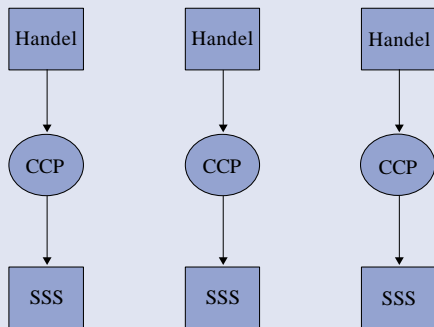
Die gegenwärtige Situation in Europa veranlasste das European Securities Forum, eine Gruppe internationaler Marktteilnehmer, sich für die Gründung eines einzigen für ganz Europa zuständigen zentralen Clearinghauses einzusetzen. Es wurden Bedenken geäußert, dass die derzeit in Europa bestehenden Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme dem erwarteten Anstieg des Handels mit europäischen Wertpapieren bald nicht mehr gewachsen sein werden. Darüber hinaus sind Marktteilnehmer, die an mehreren europäischen Märkten Geschäfte tätigen, besorgt darüber, dass sie vielleicht eine Reihe identischer Infrastrukturen in mehreren Ländern finanzieren müssen. Außerdem kosten grenzüberschreitende Transaktionen in Europa angeblich mindestens zehnmal so viel wie inländische Transaktionen, was natürlich eine Benachteiligung der europäischen Kapitalmärkte gegenüber den US-amerikanischen Märkten darstellt.

Nach dem Vorschlag des European Securities Forum würde eine paneuropäische zentrale Clearingstelle nicht nur Geschäfte in mehreren Währungen, sondern auch mehrere Produkte abwickeln. Tatsächlich könnte der Clearing-Prozess von den technischen Voraussetzungen her für eine breite Palette von Produkten verwendet werden. Würden die Marktbewegungen unterschiedlicher Produkte miteinander korrelieren, würde ein zentrales Clearing die Höhe der Sicherheitsleistungen verringern: So könnten etwa Ein-

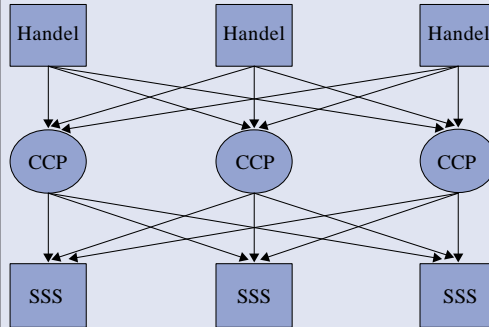
## Kasten 2

### Konsolidierungsmodelle

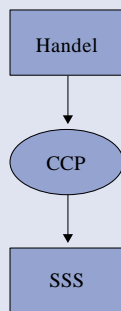
**Modell 1: Silos (integrierte Handels-, Clearing- und Abrechnungssysteme)**



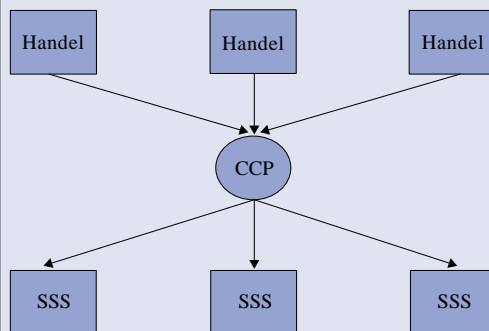
**Modell 2: Vollständiger Wettbewerb**



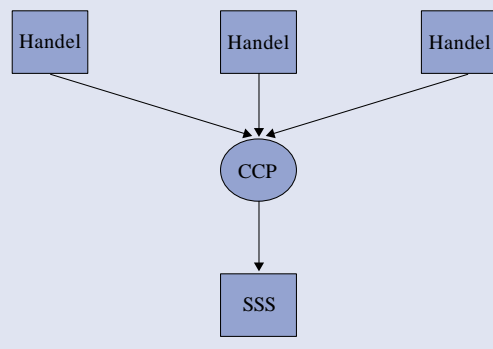
**Modell 3: Vollständige Integration**



**Modell 4: Paneuropäischer zentraler Kontrahent**



**Modell 5: Vollständig integriertes Clearing- und Abrechnungssystem**



*CCP: zentraler Kontrahent  
SSS: Wertpapierabwicklungssystem*

Wie die obigen Abbildungen veranschaulichen, sind mindestens fünf Konsolidierungsmodelle vorstellbar.

Das erste Modell spiegelt den heutigen Entwicklungsstand wider: Der Konsolidierungsprozess in der Wertpapierindustrie konzentriert sich auf einige wenige Anbieter von integrierten Handels-, Clearing- und Abrechnungslösungen (so genannten Silos). Auf kurze Sicht ermöglichen solche integrierten Systeme eine durchgängig automatisierte Abwicklung von Wertpapiergeschäften. Langfristig könnten sie allerdings die

Nachteile einer monopolistischen und fragmentierten Struktur (Mangel an Mitbewerbern, eingeschränkte Skaleneffekte) verstärken.

Das zweite Modell geht davon aus, dass Clearinghäuser in vielen Ländern errichtet werden, die Marktteilnehmer jedoch frei wählen können, über welche Infrastruktur sie Wertpapiere handeln und Geschäfte abwickeln. Dabei könnten sich die Wettbewerbskräfte theoretisch gut entfalten und effizienzsteigernd wirken. In der Praxis wäre dieses Modell allerdings mit hohen Kosten verbunden, da sich die Anzahl der Infrastrukturen vervielfachen würde. Angesichts der geringen Skaleneffekte würden die Kosten für die Nutzer sehr hoch sein. Diese könnten sich sogar noch erhöhen, da die Nutzer eine hohe Anzahl von Schnittstellen bei einem gleichzeitig geringen Grad der Standardisierung bedienen müssten. Mittelfristig erscheint dieses Modell nicht ausreichend stabil zu sein, weil wohl einige Komponenten in dieser komplexen Infrastruktur ziemlich rasch den Marktkräften zum Opfer fallen dürften.

Das dritte Szenario ist am anderen Ende des Spektrums angesiedelt: Es steht für eine vollständige Integration aller Transaktionsstufen (Handel, Clearing und Abrechnung), wobei dieser Aufgabenbereich im gesamten Euroraum (oder überhaupt europaweit) von einer einzigen Einrichtung wahrgenommen wird. Diese Lösung würde zwar einerseits die größtmöglichen Skaleneffekte und Netzwerkvorteile aufweisen; andererseits würde sie auch die Probleme eines monopolistischen Systems nach sich ziehen: Es gäbe keine Wahlmöglichkeit für die Nutzer und keinen Wettbewerb.

Ein weiteres Modell stellt eine horizontale Integration lediglich für das Clearing durch einen zentralen Kontrahenten in Aussicht – in dieser Abwicklungsstufe werden die potenziellen Netzwerkvorteile und Skaleneffekte als am höchsten erachtet. Der Wettbewerb beim Wertpapierhandel und bei der Wertpapierabrechnung würde weiterhin bestehen.

Letztendlich könnte im Zuge der Konsolidierung auch das fünfte Szenario eintreten, sollten die Kosteneinsparungspotenziale im Clearing- und Abrechnungsbereich ähnlich hoch sein. Modell 5 sieht eine Bündelung von Clearing und Abrechnung vor, während der Wertpapierhandel dem Wettbewerb unterliegt.

schüsse für die Kaufposition in einem Terminkontrakt auf eine Anleihe durch Einschüsse bei einer entsprechenden Verkaufsposition im Kassamarkt (d. h. durch Anleihen) glattgestellt werden.

In den Vereinigten Staaten, die häufig als Modell für die Konsolidierung von Clearinghäusern in Europa herangezogen werden, gibt es nach wie vor eine Produktspezialisierung unterschiedlicher zentraler Kontrahenten. Allerdings gibt es auch hier Pläne, eine produktübergreifende Konsolidierung voranzutreiben.<sup>1</sup>

Dieser Vorschlag wirft die wichtige Frage auf, ob es sich beim Clearing durch zentrale Kontrahenten um ein natürliches Monopol handelt. Tatsächlich könnte es theoretisch durch Skaleneffekte und Netzwerkvorteile zu einer

starken Konzentration kommen. Die Frage, ob man das Clearing durch zentrale Kontrahenten als ein natürliches Monopol betrachten sollte, ist jedoch umstritten. Sicherlich dürfte eine gemeinsame Infrastruktur die Netzwerkvorteile und Skaleneffekte auf kurze Sicht maximieren. Allerdings müssen diese kurzfristigen Vorteile gegenüber den Ineffizienzen, die normalerweise auf lange

<sup>1</sup> In den Vereinigten Staaten nehmen mehrere Clearinghäuser mit unterschiedlichen Leistungsspektren die Funktion eines zentralen Kontrahenten wahr. Die National Securities Clearing Corporation verrechnet als einziges Clearinghaus sämtliche Transaktionen mit Aktien, Unternehmensanleihen und Kommunalschuldverschreibungen. Andere zentrale Clearinghäuser sind auf verschiedene Arten von Optionen und Terminkontrakten spezialisiert. Auf der Ebene einzelner Produktkategorien ist der Konsolidierungsprozess in den Vereinigten Staaten somit vollständig abgeschlossen, während produktübergreifendes Clearing erst einen geringen Konzentrationsgrad aufweist.

Sicht durch den fehlenden Wettbewerb entstehen (fehlende Dynamik und Innovation), abgewogen werden. In einer Zeit, in der ehemals natürliche Monopole z. B. in den Bereichen Telekommunikation, Energie und Transport abgebaut werden, dürfte die Entstehung neuer Monopole im Finanzsektor fragwürdig sein.

Oft wird argumentiert, dass ein angemessener Einfluss auf die Unternehmensführung („governance“) das Risiko von Ineffizienzen verringern könnte. Ganz allgemein bedeutet dies, dass ein gemeinsames zentrales Clearinghaus von seinen Nutzern beeinflusst werden sollte. Diese Rechnung muss jedoch nicht aufgehen, da es zwangsläufig zu Interessenkonflikten zwischen den einzelnen Nutzergruppen (etwa zwischen globalen und lokalen Akteuren) oder zwischen den Inhabern/dem Management des Clearinghauses und seinen Nutzern kommen würde. International tätige Depotbanken und Clearinghäuser sind ebenfalls potenzielle Konkurrenten, da erstere kleineren Teilnehmern wie Fondsmanagern oder Wertpapierhandelsunternehmen („broker/dealer“) Netting-Dienste anbieten.

In jedem Fall sollte der Markt entscheiden, ob Konsolidierung bedeutet, dass es zukünftig nur noch ein System gibt. In diesem Fall ist natürlich ein angemessener rechtlicher Rahmen erforderlich, um das Risiko einer miss-

bräuchlichen Ausnutzung von Monopolstellungen zu verringern.

Selbst wenn das Clearing über zentrale Kontrahenten als ein natürliches Monopol angesehen werden könnte, dürfte sich dieses Monopol auf das Euro-Währungsgebiet beschränken. Jeder größere Währungsraum verfügt normalerweise über eine eigene Infrastruktur, d. h. über eigene Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssysteme, Börsen usw. Etwaige durch diese Infrastruktur verursachten Liquiditätsprobleme können nur durch die zuständigen lokalen Behörden, insbesondere die Zentralbanken, gelöst werden. Da derzeit der Bedarf an Wertpapierabwicklungsdiensten deutlich steigt, erscheint es nur logisch, im Euroraum im Bereich des Clearing durch zentrale Kontrahenten eine eigene Infrastruktur zu schaffen.

Das Vorhandensein einer eigenen Infrastruktur im Eurogebiet verhindert allerdings nicht die Entstehung internationaler Infrastrukturen wie etwa der Continuous Linked Settlement Bank im Bereich der Zahlungsverkehrssysteme oder von internationalen Zentralverwahrern (International Central Securities Depositories, ICSDs) im Bereich der Wertpapierabwicklung. Allerdings überlagern internationale Infrastrukturen die inländischen nur und wurden nicht entwickelt, um diese zu ersetzen.

### **3 Das Interesse der Zentralbanken am Clearing durch zentrale Kontrahenten**

#### **Weshalb sind Zentralbanken am reibungslosen Funktionieren von Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen interessiert?**

In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre begannen Zentralbanken weltweit, den Folgen des enormen Anstiegs des Wertpapierhandels mehr Aufmerksamkeit zu schenken. Die möglichen Konsequenzen größerer Störungen bei der Wertpapierverrechnung und -abwicklung wurden gründlich untersucht. Insbesondere drängten Zentralbanken darauf, dass Wert-

papierabwicklungssysteme Lieferung-gegen-Zahlung-Mechanismen einführen. In der jüngeren Vergangenheit hat die Bereitschaft der Märkte, Clearinghäuser zu nutzen, Zentralbanken dazu veranlasst, sich intensiver mit den damit zusammenhängenden Risiken zu beschäftigen.

Zentralbanken sind an der Funktionsfähigkeit von Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen interessiert, weil größere Störungen Auswirkungen auf zwei ihrer Hauptaufgabenfelder haben könnten, nämlich auf die

reibungslose Umsetzung der Geldpolitik und auf den störungsfreien Betrieb der Zahlungsverkehrssysteme.

Der Zusammenhang mit der Geldpolitik besteht darin, dass Zentralbanken Banken Liquidität über besicherte Kredite zur Verfügung stellen. Werden die Sicherheiten nicht rechtzeitig geliefert, könnte dies die Umsetzung des gewählten geldpolitischen Kurses gefährden. Außerdem könnten Störungen bei Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen auch erhebliche Auswirkungen auf die Finanzmärkte haben.

Im Bereich der Zahlungsverkehrssysteme stehen bei den Zentralbanken zwei Bedenken im Vordergrund: Erstens, dass Sicherheiten für Überziehungskredite nicht rechtzeitig geliefert werden könnten, und zweitens, dass durch eine Störung bei der Wertpapierverrechnung und -abwicklung Marktteilnehmer Mittel, mit denen sie andere Geschäfte abwickeln wollten, nicht rechtzeitig erhalten könnten. In beiden Fällen wäre das Risiko von Engpässen bei den Zahlungssystemen sehr groß. In der Praxis haben die Entwicklung von Lieferung-gegen-Zahlung-Mechanismen zur Sicherung der Wertpapierabwicklung und die Entwicklung von Echtzeit-Bruttosystemen zur Sicherung von Zahlungen zu Verflechtungen zwischen Zahlungsverkehrssystemen und Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen geführt.

### **Welches sind die wesentlichen Bedenken der Zentralbanken?**

Die wichtigsten Bedenken der Zentralbanken in Bezug auf die Wertpapierabwicklung können wie folgt zusammengefasst werden:

- *Risikokonzentration*: Bei zentralen Kontrahenten kommt es zu einer höheren Risikokonzentration als bei einem einzelnen Teilnehmer an einem dezentralen Markt. Folglich dürften die Konsequenzen einer ungeeigneten Systemgestaltung oder Steuerung entsprechend größer sein als bei einem einzelnen Marktteilnehmer.

- *Moral Hazard*: In Anbetracht der möglichen Auswirkungen auf das Finanzsystem beim Zusammenbruch eines wichtigen Clearinghauses besteht das Risiko, dass die Marktteilnehmer davon ausgehen, Zentralbanken würden angeschlagenen Clearinghäusern zu Hilfe kommen („Too big to fail“-Effekt).
- *Informationsasymmetrie*: Marktteilnehmer könnten zögern, Geschäftsverbindungen mit Handelspartnern aufzunehmen, über die ihnen wenige Informationen vorliegen. Dies ist vor allem während einer Finanzkrise der Fall, wenn ohnehin angenommen wird, dass Geschäftspartner konkursgefährdet sein könnten. Das Vorhandensein eines einzigen zentralen Kontrahenten verringert das Ausmaß von Informationsasymmetrien nur dann, wenn die Zahlungsfähigkeit und Kompetenz dieses Clearinghauses außer Zweifel stehen. Ansonsten könnte der gesamte Markt den Handel einstellen.
- *Verringerung von Sicherheitsstandards* („race to the bottom“): Der Wettbewerb zwischen Clearingstellen kann zur Folge haben, dass diese versuchen, ihre Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern, indem sie ihre Risikomanagement-Standards senken.
- *Dominoeffekte*: Die von Clearinghäusern ausgeführten Tätigkeiten unterstützen die Wertpapierabwicklung; dazu gehören etwa die Abstimmung und das Netting von Aufträgen. Probleme beim Clearing könnten daher Auswirkungen auf die Abrechnung haben. Darüber hinaus besteht beim Clearing unterschiedlicher Produkte und/oder verschiedener Währungen das Risiko von marktübergreifenden Dominoeffekten, wenn es zum Zusammenbruch eines zentralen Kontrahenten kommt (oder wenn auch nur Zweifel über die Kreditwürdigkeit eines zentralen Kontrahenten bestehen).

Vor dem Hintergrund der möglichen Auswirkungen der Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme auf das gesamte System

ist die Schaffung von Standards für das Risikomanagement von entscheidender Bedeutung. Dieser Prozess hat bereits begonnen, wobei die Initiativen von Marktteilnehmern vorangetrieben oder im Rahmen der internationalen Zusammenarbeit zwischen Aufsichts-

instanzen verfolgt werden. Die European Association of Central Counterparty Clearing Houses (EACH) hat Standards für zentrale Kontrahenten entwickelt, die nun von den verantwortlichen Behörden beurteilt werden sollen.



