



Es gilt das gesprochene Wort

Embargo: 10h00 CEST, 9. September 2005

Yves Mersch

Präsident der Banque centrale du Luxembourg

Im Focus der Europäischen Zentralbank

Es gilt das gesprochene Wort

Sehr geehrte Damen und Herren,

es freut mich sehr, heute einen Beitrag zum Kapitalmarktforum 2005 leisten zu dürfen und ich möchte der WGZ-Bank Luxemburg herzlich für die Einladung danken. Die mir zur Verfügung stehende Zeit möchte ich nutzen, um Ihnen die Herausforderungen der Geldpolitik des Eurosystems aus heutiger Sicht darzulegen und die jüngsten EZB-Ratsentscheidungen zu erörtern.

Wie Sie sicherlich schon wissen, beschloss der EZB-Rat Anfang September erneut, die Leitzinsen des Eurosystems unverändert zu lassen. Letztere befinden sich seit nunmehr über zwei Jahren auf ungewöhnlich niedrigem Stand. Im August hat wohl kaum eine wirtschaftliche Entwicklung für soviel Aufregung gesorgt wie die der ansteigenden Ölpreise, welche auch letzten Monat wieder neue Rekorde verzeichnet haben. Der Wirbelsturm Katrina verwüstete Teile der Südküste der USA und führte dazu, daß mehrere Raffinerien gegenwärtig und wohl auch in nächster Zukunft nicht betriebsbereit sein werden. Der Anstieg der Ölpreise bleibt nicht ohne Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum. Das spiegelt sich deshalb auch in den aktuellen Projektionen des Eurosystems wider: die Projektionen für das reale Wirtschaftswachstum betragen 1,0 bis 1,6 Prozent für 2005 und 1,3 bis 2,3 Prozent für 2006. Die Projektionen für das reale Wirtschaftswachstum ähneln damit den Erwartungen anderer Organisationen und sind im Vergleich zum Juni etwas zurück gegangen; dies reflektiert sowohl eine Revidierung des Wachstums im ersten Quartal 2005 sowie gestiegene Ölpreise. Im zweiten Quartal

Es gilt das gesprochene Wort

2005 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum gemäß der Eurostat Vorausschätzung im Quartalsvergleich um 0,3%, was eine leichte Verringerung um 0,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vorquartal darstellt und auf das Jahr hochgerechnet ungefähr 1,2% entspräche. Die jüngsten Konjunkturindikatoren für den Euroraum bestätigen also ein weiterhin gedämpftes Wachstum.

Der Ölpreisanstieg wirkt sich auch negativ auf Kaufkraft und Verbrauchervertrauen aus. Obwohl der ZEW-Index zur allgemeinen Wirtschaftslage in den letzten Monaten deutlich gestiegen ist, hat sich der Verbrauchervertrauensindikator der Europäischen Kommission nicht spürbar verbessert. Den jüngsten Daten zufolge erreichte er vielmehr den niedrigsten Stand seit Mai letzten Jahres. Die Einzelhandelsverkäufe sind im zweiten Quartal 2005 im Vergleich zum Vorquartal sehr leicht zurückgegangen, nachdem sie im ersten Quartal noch einen Anstieg um 0,8% aufweisen konnten; mit einem Wachstum von 1,9% ist die Anzahl der PKW-Neuzulassungen dagegen auf dem Vormarsch.

Dabei ist zu beachten, daß der gemeinsame Beitrag des Einzelhandels und der PKW-Neuzulassungen zusammengenommen etwa 45% des privaten Konsums im Eurogebiet ausmachen. Die schwache Inlandsnachfrage im Euroraum steht indessen weiterhin im Kontrast zum anhaltenden Wachstum der weltweiten Nachfrage.

Was die Preisentwicklung betrifft, so hat sich der Anstieg der Ölpreise vor allem auf die Produzentenpreise ausgewirkt: während die jährliche Teuerungsrate des

Es gilt das gesprochene Wort

Produzentenpreisindex (ausschließlich des Baugewerbes) im Mai 2005 noch 3,5% betrug, betrug die Teuerungsrate im Juni und Juli 2005 je 4,0%. Die Eurostat Vorausschätzung der Jahresteuierungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) betrug im August 2,1%, was eine leichte Verringerung zum Vormonat darstellt. Aufgrund der ansteigenden Ölpreise erwarten wir, daß die Jahresteuierungsrate in den nächsten Monaten um diese Werte herum schwanken wird. Den Projektionen des Eurosystems zufolge wird die Jahresteuierungsrate in 2005 zwischen 2,1 und 2,3 Prozent liegen, 2006 zwischen 1,4 und 2,4 Prozent. Die hohen Ölpreise haben die Inflationserwartungen für das kommende Jahr ansteigen lassen, weshalb diese Schätzungen beträchtlich höher ausfallen als noch im Juni diesen Jahres (1,8 bis 2,2 Prozent in 2005 und 0,9 bis 2,1 Prozent in 2006).

Diesen Entwicklungen zufolge ist es von größter Bedeutung, eventuelle Zweitrundeneffekte bei der Lohn- und Preisbildung zu vermeiden, welche das Hauptrisiko für die Inflationssichten darstellen. Es ist deshalb wichtig, daß die Sozialpartner weiterhin ihrer Verantwortung gerecht werden. Folglich wird der EZB-Rat die diesbezüglichen Entwicklungen weiterhin mit unablässiger Wachsamkeit („ongoing vigilance“) beobachten um sicherzustellen, daß die längerfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet auf einem mit der Preisstabilität verträglichen Niveau verankert bleiben.

Fest verankerte Inflationserwartungen sind auch für die Anleihemärkte von besonderer Wichtigkeit. Steigende Ölpreise verschlechtern die Wachstumsperspektiven und

Es gilt das gesprochene Wort

erhöhen den Inflationsdruck; dies führt wiederum dazu, daß Marktteilnehmer ihre Zinserwartungen revidieren. Eine eventuelle Abschwächung des Wirtschaftswachstums kann zur Folge haben, daß die Marktteilnehmer ihre Zinserwartungen nach unten korrigieren, während höhere Inflationserwartungen zu einer Aufwärtskorrektur der Zinserwartungen führen können. Nur mit fest verankerten Inflationserwartungen ist es demzufolge möglich, in Zeiten ständig steigender Ölpreise eine Aufwärtskorrektur der Staatsrenditen zu vermeiden. Infolge des Ölpreisanstiegs hat sich deshalb die fallende Tendenz der langfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet im Verlaufe des Monats August fortgesetzt. Am Monatsende erreichten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ihren niedrigsten Stand in der Geschichte des Eurosystems; so lagen die langfristigen Zinsen im Eurogebiet bei knapp 3,1%, in den USA hingegen lagen sie bei rund 4,0%. Folglich hat sich auch die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum, welche Ende August unter ihren Monatsdurchschnitt von rund 100 Basispunkten fiel, geweitet.

Es wäre sicherlich übertrieben, die tendenzielle Abwärtsbewegung der Renditen seit Mitte 2004 voll und ganz den Geldpolitikentscheidungen der Europäischen Zentralbank zuzuschreiben. Trotzdem muss betont werden, dass die niedrigen Staatsanleihenrenditen im Zehnjahresbereich zumindest zum Teil auf fest verankerte Inflationserwartungen zurückzuführen sind. Durch eine feste Verankerung der Inflationserwartungen im Rahmen der Preisstabilität trägt die Geldpolitik der

Es gilt das gesprochene Wort

Europäischen Zentralbank des weiteren zu einer Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums bei.

Doch nicht nur die langfristigen Staatsanleihenrenditen sind gesunken, denn die Zinsstrukturkurve flachte sich im Verlauf der letzten Wochen weiterhin ab (dies gilt sowohl für den Eurowährungsraum als auch für die USA). So erreichte die Renditedifferenz zwischen zwei- und zehnjährigen Staatsanleihen im Euroraum Ende letzten Monats 90 Basispunkte, die zwischen fünf- und zehnjährigen Anleihen 57 Basispunkte.

Weil niedrige Staatsanleihenrenditen als Diskontfaktor für Aktien dienen, tragen sie zu einer positiven Entwicklung der Aktienkurse bei, obschon der Anstieg der Ölpreise im August auch die Aktienmärkte nicht verschont hat. Besonders im Euroraum hatten die Kurse noch bis Anfang August dank der guten Ertragslage der Unternehmen starke Zuwächse verzeichnet. Der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index ist seit Jahresanfang um über 13% gestiegen, der Standard-&-Poor's-500-Index und der Nikkei 225 hingegen legten nur 0,8% bzw. 8,9% zu. Im August jedoch fielen die Kurse im Euroraum und in den USA um mehr als ein Prozent; der japanische Index hingegen konnte dank der Veröffentlichung günstiger Konjunkturdaten einen Anstieg von fast 4% verzeichnen.

Die dynamische Ölpreisentwicklung hat nicht nur - wie bereits erwähnt - die Renditen langfristiger Staatsanleihen nach unten getrieben und das Verbrauchervertrauen negativ

Es gilt das gesprochene Wort

beeinträchtigt Marktteilnehmer befürchten außerdem, daß der Ölpreisanstieg weltweit zu einer Korrektur der Wachstumsprognosen führen könnte.

Diese Befürchtungen, die durch das Ausmaß der Katastrophen in den USA verstärkt wurden, wirkten sich auch auf den Euro-Dollar Wechselkurs aus. Obwohl die Zins- und Renditedifferenzen sich ausgeweitet haben, hat sich die Stimmungslage gegenüber der amerikanischen Währung weiter verschlechtert. Infolgedessen wertete der Dollar seit Juli gegenüber dem Euro um rund 3% ab. Somit büßte der Dollar einen Teil der im ersten Halbjahr verzeichneten Aufwertung wieder ein. Noch bis Anfang Juli hatte der Euro seine seit Jahresanfang erkennbare Abwärtsbewegung gegenüber dem amerikanischen Dollar fortgesetzt. Doch auch Ende August befand sich der Euro nur leicht über dem Durchschnitt des vergangenen Jahres. Des weiteren sind die rezenten Entwicklungen des Euro-Dollar Wechselkurses auf die Veröffentlichungen der letzten Zahlungsbilanzdaten des Eurogebietes zurückzuführen. Die jüngsten Daten weisen auf eine sehr starke Steigung der Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen hin, so daß die Marktteilnehmer auch in Zukunft diesen Daten mehr Aufmerksamkeit schenken dürften.

Zu beachten ist, daß der Euro sich im vergangenen Monat gegenüber dem Dollar zwar aufgewertet hat, diese Aufwertung jedoch in gewissem Masse durch die Abwertung des Euros gegenüber anderen Währungen ausgeglichen wurde. So blieb der nominale effektive Euro-Wechselkurs im August trotz einiger Kursschwankungen nahezu

Es gilt das gesprochene Wort

unverändert. In den acht ersten Monaten dieses Jahres hat der nominale effektive Euro-Wechselkurs sich um 5,7% abgewertet. Auch der *reale* effektive Euro-Wechselkurs hat sich im Laufe des Jahres deutlich abgewertet, was einer Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der Exporte des Euro-Währungsgebietes gleichkommt.

Bisher hat mein Beitrag sich auf die wirtschaftliche Lage des Euroraumes beschränkt. Wie Sie jedoch wissen, unterscheidet die Europäische Zentralbank zwischen wirtschaftlicher und monetärer Analyse. Während erstere sich auf die Beurteilung der Risiken für Preisstabilität auf kürzere bis mittlere Sicht begrenzt, bezieht sich letztere auf mittlere bis längere Sicht. Die monetäre Analyse ist deshalb für die Geldpolitik von essentieller Bedeutung.

Seit der zweiten Hälfte des Jahres 2004 beobachten wir einen stetigen Anstieg des Geldmengenwachstums in der Eurozone. Nach einem jährlichen Wachstum des weitgefassten Geldmengenaggregates M3 von circa 5,4% im zweiten Quartal 2004 belief sich die durchschnittliche Wachstumsrate von M3 im zweiten Quartal 2005 auf 7,2% Prozent. Die jüngsten Zahlen für Juli 2005 deuten auf eine Fortsetzung dieser Entwicklung hin, das Geldmengenwachstum in diesem Monat betrug saisonbereinigt 7,9%.

Die Ergebnisse der monetären Analyse verdeutlichen, daß das hohe Jahreswachstum von M3 weiterhin in erster Linie von den im Geldmengenaggregat M1 enthaltenen

Es gilt das gesprochene Wort

liquiden Instrumente getragen wird. Im Juli diesen Jahres erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des enggefassten Geldmengenaggregats M1 auf 11,1%. Die in M1 enthaltenen liquiden Instrumente tragen damit bereits etwa 4.5 Prozentpunkte zum Wachstum von M3 bei.

Jüngste Zahlen deuten auf ein weiterhin hohes Wachstum sowohl des Bargeldumlaufs als auch der täglich fälligen Einlagen hin. Die rege Bargeldnachfrage ist zum überwiegenden Teil auf den durch die Euro-Bargeldeinführung eingeleiteten Anpassungsprozess zurückzuführen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt kann allerdings nicht ausgeschlossen werden, daß dieser Prozess letztlich zu einer höheren Bargeldnachfrage konvergiert. Modellgestützte Analysen deuten ebenso daraufhin, daß die anhaltend hohe Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen zum überwiegenden Teil auf das niedrige Zinsniveau und die damit verbundenen niedrigen Opportunitätskosten dieser Anlageform zurückzuführen ist.

Untersuchungen zeigen darüber hinaus, daß auch die Entwicklung innovativer Finanzinstrumente, wie zum Beispiel die von Direktbanken angebotenen hochverzinslichen und dennoch täglich verfügbaren Einlagen, das Wachstum der enggefassten Geldmenge M1 beeinflussen kann.

Des weiteren deutet die monetäre Analyse auf eine fortwährende Normalisierung des Anlageverhaltens der Ansässigen des Euro-Währungsgebiets hin. Zum einen

Es gilt das gesprochene Wort

beobachten wir einen weiterhin kräftigen Anstieg der längerfristigen Verbindlichkeiten der MFIs. Diese Entwicklung spiegelt eine verstärkte Umschichtung von Vermögen aus in der Geldmenge enthaltenen Vermögenswerten in längerfristige und leicht risikoreichere Instrumente wider. Zudem beobachten wir in den vergangenen Monaten ein moderates und rückläufiges Wachstum bei den Geldmarktfondsanteilen.

Wohingegen diese Instrumente in dem Zeitraum von Mitte 2001 bis Ende 2003 Jahreswachstumsraten von 12% und mehr aufwiesen, belief sich deren Wachstum im Juli 2005 auf nur noch 3,9%. Letztere werden in Zeiten erhöhter Unsicherheit, wenn andere Anlagen als zu risikobehaftet empfunden werden, gerne dazu verwendet, Liquidität vorübergehend zu parken.

Ergänzend möchte ich allerdings darauf hinweisen, daß die jüngsten Daten auf eine Verlangsamung des Normalisierungsprozesses hindeuten, was wiederum wichtige Implikationen für die Preisstabilität hat.

Die Analyse der Gegenposten von M3 zeigt, daß die lebhafte Entwicklung bei der Kreditaktivität weiterhin zum starken Wachstum von M3 beiträgt. Zu den auffälligsten Entwicklungen bei den Gegenposten von M3 zählt das anhaltend starke Wachstum der Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor. Diese Entwicklung wird von einem breiten ansteigenden Wachstum in fast allen nicht-finanziellen Sektoren getragen. Die monetäre

Es gilt das gesprochene Wort

Analyse deutet darüber hinaus seit geraumer Zeit auf ein überdurchschnittliches Wachstum bei den Hypothekarkrediten hin.

Die Gründe für die rege Nachfrage nach Hypothekarkrediten liegen zum einen in den historisch niedrigen realen Hypothekenzinsen. Zum anderen weisen Untersuchungen auf den Zusammenhang zu der lebhaften Entwicklung der Immobilienmärkte hin. In einigen Ländern des Euro-Währungsraums haben Immobilienpreise den höchsten Stand seit Anfang der neunziger Jahre erreicht. Aus diesem Grunde verfolgen wir die Entwicklung bei den Immobilienpreisen mit größter Sorgfalt.

Aus gegenwärtiger Sicht erscheint die rasche Ausweitung des Kreditvolumens überwiegend nachfragebedingt. So berichten die an unserer jüngsten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsraum teilnehmenden Institute von einem signifikanten Anstieg der Nettonachfrage nach Hypothekarkrediten sowie Konsumentenkrediten. Einerseits weisen die Ergebnisse unserer jüngsten Umfrage auch auf eine stärkere Lockerung der Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten hin. Andererseits verschärften die Banken ihre Richtlinien für die Vergabe von Hypothekarkrediten an Privathaushalte geringfügig. Für das dritte Quartal 2005 erwarten Banken per saldo eine weitere Lockerung der Richtlinien für die Vergabe sowohl von Unternehmenskrediten als auch von Krediten an Privathaushalte. Insgesamt gesehen mahnt die Analyse der Gegenposten besondere Wachsamkeit auf dem Gebiet der Hypothekarkredite und der Kredite an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften an.

Es gilt das gesprochene Wort

Im Zuge der anhaltenden raschen Ausweitung der weitgefassten Geldmenge im zweiten Quartal 2005 und darüber hinaus (im Juli) beobachten wir einen weiteren Anstieg der Überschussliquidität. Modelltheoretische Analysen deuten übereinstimmend auf eine positive Geldlücke hin, sowohl in nominaler als auch in realer Sicht. Das gilt auch unter Berücksichtigung von Portfolioumschichtungen seit 2001.

Zwar ist darauf hinzuweisen, daß bei der als Geldlücke ermittelten Überschussliquidität von einem „neutralen“ Zinsniveau ausgegangen wird, der deutlich oberhalb des gegenwärtigen Zinsniveaus liegt. Dennoch kann in der aktuellen Situation kein Zweifel daran bestehen, daß im Euro-Währungsraum weiterhin wesentlich mehr Liquidität vorhanden ist als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich ist. Als weiteres Zeichen für Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht ist zu bewerten, daß die monetäre Dynamik in erster Linie von der Entwicklung der liquidesten Komponenten der Geldmenge M3 getragen wird.

Aus heutiger Sicht und mit Bezug auf die monetäre Analyse ist festzustellen: für die Beurteilung der Risiken für Preisstabilität ist maßgeblich, wie die bestehende Überschussliquidität zukünftig verwendet wird. Zum einen gilt tendenziell: Je schneller die Portfolioumschichtungen der Jahre 2001 und 2002 rückgängig gemacht werden, desto geringer die Risiken für Preisstabilität in der mittleren bis langen Frist. Zum anderen ist von größter Bedeutung wie der Abbau der in den Jahren 2000 bis 2002

Es gilt das gesprochene Wort

akkumulierten Geldhaltung aus Vorsichtsmotiven verläuft (ich erinnere hier an die erhöhte geopolitische und finanzielle Unsicherheit im Rahmen der kriegerischen Auseinandersetzungen am Golf sowie der Bilanzskandale). Sollte ein Grossteil der akkumulierten Geldhaltung künftig Transaktionszwecken dienen, so würde dies – besonders in Zeiten einer konjunkturellen Aufhellung und ansteigenden Vertrauens – erhebliche Risiken für die Preisstabilität auf mittlere bis lange Sicht beinhalten.

Zusammenfassend spricht die Gegenprüfung anhand der monetären Analyse dafür, hinsichtlich des Eintretens von Risiken für die Preisstabilität weiterhin besonders wachsam zu bleiben. Vor diesem Hintergrund behalten wir auch die längerfristigen Inflationserwartungen genauestens im Auge. Durch eine feste Verankerung der mittelfristigen Inflationserwartungen auf einem Niveau, das mit Preisstabilität vereinbar ist, leistet die Geldpolitik einen bedeutsamen Beitrag zu einer Wiederbelebung des Wirtschaftswachstums.

Vor dem Hintergrund dieser umfassenden Analyse und unter Abwägung der bestehenden Risiken hat der EZB-Rat in seiner jüngsten Tagung beschlossen, die Leitzinsen unverändert zu belassen. Ich hoffe deshalb, dass es mir gelungen ist, die letzte Geldpolitikentscheidung des EZB-Rates zu erläutern und Sie von der Richtigkeit dieser Entscheidung zu überzeugen.