



EUROPISCHE ZENTRALBANK

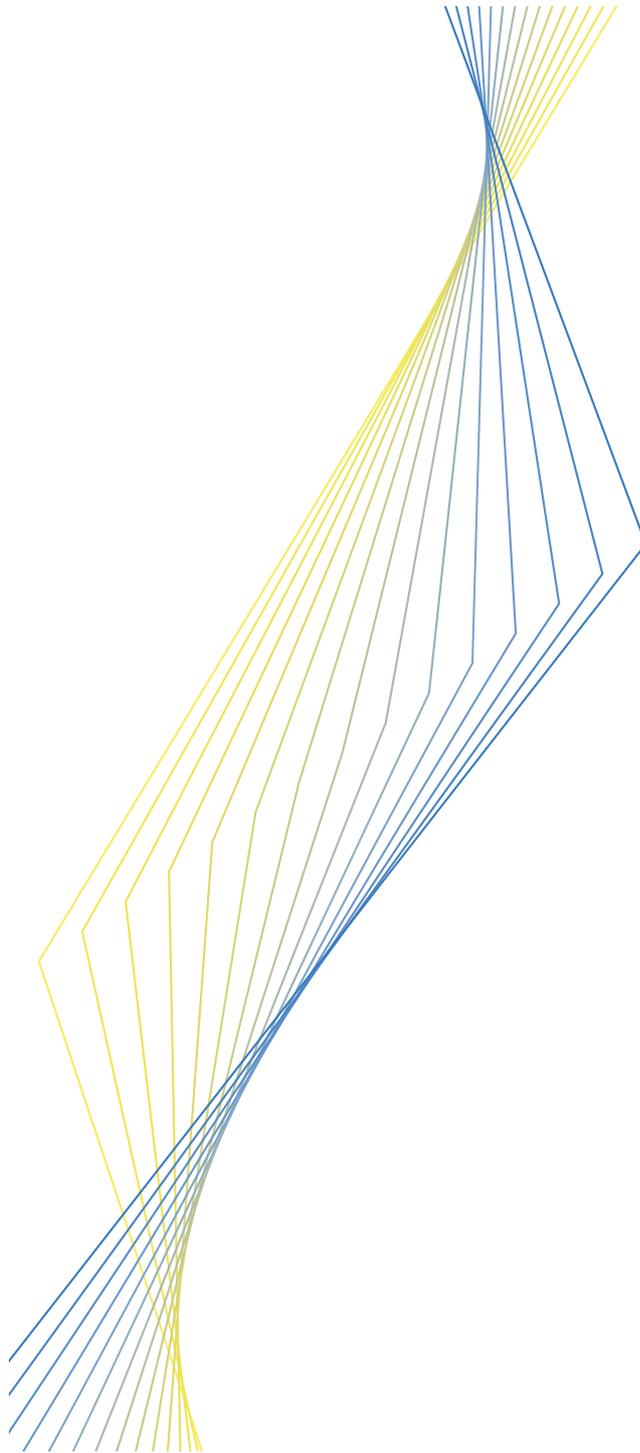
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Februar 1999



EUROPISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Februar 1999

© Europäische Zentralbank, 1999

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

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

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

Alle Rechte vorbehalten.

Die Anfertigung von Photokopien für Ausbildungszwecke und nicht kommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.

Der Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war der . Februar 1999.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems	29
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	37*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	39*

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

ACEA/A.A.A.	European Automobile Manufacturers' Association
BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM4	Balance of Payments Manual des IWF (4. Auflage)
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
ESVG 1995	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen
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
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.

Der EZB-Rat hat auf seinen Sitzungen am 21. Januar und am 4. Februar 1999 zwei wichtige geldpolitische Beschlüsse gefaßt.

Erstens beschloß der EZB-Rat auf beiden Sitzungen, daß die für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Konditionen unverändert bleiben, d. h., daß diese weiterhin als Mengentender zu einem Zinssatz von 3,0 % durchgeführt werden.

Zweitens bekräftigte der EZB-Rat am 21. Januar 1999 seine bereits angekündigte Absicht, den von den beiden ständigen Fazilitäten gebildeten Korridor auszuweiten. So setzte der EZB-Rat den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 4,5 % und den für die Einlagefazilität auf 2,0 % fest und kehrte somit zu den Zinssätzen zurück, die er für den Beginn der dritten Stufe festgelegt hatte. Der EZB-Rat hielt es für angebracht, den vorübergehend engen Zinskorridor, der vom 4. bis zum 21. Januar Gültigkeit gehabt hatte, nicht weiter anzuwenden, da die anfänglichen Schwierigkeiten der Marktteilnehmer bei der Umstellung auf das neue Umfeld am Geldmarkt sich seit Jahresbeginn merklich verringert hatten und das Zusammenwachsen des Geldmarktes im Euro-Währungsgebiet in den ersten drei Wochen nach seinem Start ausreichende Fortschritte gemacht hatte.

Diese Zinsbeschlüsse wurden in Übereinstimmung mit der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie des Eurosystems getroffen, nachdem eine sorgfältige Auswertung der jüngsten monetären, finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Entwicklungen die frühere insgesamt günstige Einschätzung der Aussichten für die Preisstabilität bestätigt hatte.

Ein wichtiges Element der geldpolitischen Strategie des Eurosystems ist die detaillierte Analyse und Beurteilung von monetären Entwicklungen. In diesem Monatsbericht geht ein Artikel im einzelnen darauf ein, wie sich die Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets zusammensetzen und welche Rolle sie in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems einnehmen. Die Zahlen zur monetären

Entwicklung für Dezember 1998, die am 1. Februar 1999 bekanntgegeben wurden, bestätigen die weiterhin günstigen Aussichten für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet. Die zwölfmonatige Wachstumsrate von M3 ging im Dezember 1998 leicht auf 4,5 % zurück, nachdem sie im Oktober 5,0 % und im November 4,7 % betragen hatte. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der zwölfmonatigen Wachstumsrate von M3 bis Dezember 1998 belief sich auf 4,7 %. Damit blieb die Rate gegenüber dem Dreimonatszeitraum von September bis November 1998 unverändert und lag sehr nahe an dem vom EZB-Rat festgesetzten Referenzwert von $4 \frac{1}{2}$ % pro Jahr für das Wachstum des breiten Geldmengenaggregats.

Die Entwicklung des eng gefaßten monetären Aggregats M1 verlief in letzter Zeit etwas lebhafter. Auch die Kreditvergabe an den privaten Sektor stieg im Dezember 1998, wie schon in den vorhergehenden Monaten, recht kräftig an. Diese Entwicklungen, die in den kommenden Monaten genau verfolgt werden müssen, scheinen insbesondere auf die gegenwärtig niedrigen kurz- und langfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet zurückzugehen. Darüber hinaus deutet das starke Kreditwachstum darauf hin, daß im Euro-Währungsgebiet derzeit keine Deflationsrisiken bestehen.

Bei den finanziellen Indikatoren folgten die nominalen langfristigen Nominalzinsen weiterhin einem rückläufigen Trend, der bereits während des größten Teils des Jahres 1998 zu verzeichnen gewesen war. Die Renditenstrukturkurve hat sich im Januar 1999 nach unten verschoben, wobei sich der Spread zwischen den nominalen Anleiherenditen und vergleichbaren Renditen der im Euro-Währungsgebiet begebenen, an einen Preisindex gebundenen Anleihe leicht verringert hat. Diese Entwicklungen zeigen an, daß die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer in den letzten Monaten möglicherweise weiter zurückgegangen sind.

Von den neuen Informationen zu den Konjunkturindikatoren im Euro-Währungsgebiet

gehen weiterhin gemischte Signale aus. Einerseits verlangsamte sich das Wachstum der Industrieproduktion, die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe ging zurück, und der Rückgang der Arbeitslosigkeit scheint zum Jahresende ins Stocken geraten zu sein. Andererseits zeigen revidierte Eurostat-Schätzungen hinsichtlich des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet in den ersten drei Quartalen des Jahres 1998, daß das reale BIP-Wachstum im Quartalsvergleich seit Jahresbeginn 1998 weitgehend stabil bei rund 0,7 % lag. Darüber hinaus scheint den neuesten Zahlen zufolge der Rückgang des Vertrauens der Industrie zu einem Stillstand gekommen zu sein. Außerdem erholten sich die Exportauftragsbestände im Januar 1999 leicht, und das Vertrauen der Verbraucher stieg weiter an und überschritt den Rekordwert von 1990. Die jüngsten externen Entwicklungen vermitteln ebenfalls ein recht uneinheitliches Bild. Während die Entwicklungen in Brasilien kurzzeitig zu starker Volatilität an den Finanzmärkten und zu größerer Unsicherheit führten, zeigte sich die Wirtschaft in den Vereinigten Staaten weiterhin robust.

Insgesamt gesehen gibt es zwar Anzeichen einer Verlangsamung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet zum Jahreswechsel, das Ausmaß und die Dauer einer solchen Konjunkturabschwächung bleiben jedoch ungewiß.

Die jüngsten Preisentwicklungen sind mit künftiger Preisstabilität vereinbar. Die Preissteigerungsrate im Euro-Währungsgebiet, gemessen am HVPI, setzte die im zweiten Halbjahr 1998 beobachtete Abwärtsbewegung fort und ging im Dezember 1998 auf 0,8 % zurück. Der Rückgang der Inflationsrate war von der Verringerung der Ölpreise beeinflusst, die von Juli bis Dezember 1998, in ECU ausgedrückt, etwa 25 % betrug. Die Lohnstückkosten, die im dritten Quartal 1998 leicht negative Wachstumsraten aufwiesen, trugen ebenfalls zum Rückgang der Preissteigerungsrate bei.

Obwohl die Aussichten für die Preisentwicklung alles in allem weiterhin günstig sind, können einige Risiken für die Preisstabilität festgestellt werden. Der Preisanstieg könnte durch weitere Turbulenzen in den Schwellenländern oder eine unerwartet gravierende Konjunkturverlangsamung im Euro-Währungsgebiet nochmals abgeschwächt werden. Er könnte durch übermäßige Lohnzuwächse und eine Lockerung der Fiskalpolitik aber auch verstärkt werden. Darüber hinaus sind Wechselkursentwicklungen und Trends bei den Rohstoffpreisen genau zu beobachten.

In der koordinierten Entscheidung der NZBen, ihre Leitzinsen am 3. Dezember 1998 auf 3,0 % zu senken, und in der Bestätigung der Angemessenheit dieses Zinsniveaus durch den EZB-Rat am 22. Dezember 1998 war bereits zum Ausdruck gekommen, daß aufgrund der Erwartungen einer Konjunkturverlangsamung ein gewisser Abwärtsdruck in der Preisentwicklung antizipiert wird. Bis Januar 1999 war der nominale Dreimonatssatz auf 3,1 % gefallen; dies spiegelt einen Rückgang von mehr als 110 Basispunkten in den letzten zwölf Monaten wider. Gemäß der Definition der realen Zinssätze als nominale Zinssätze abzüglich der aktuellen am HVPI gemessenen Teuerungsrate - ein Maß, das erheblich durch den jüngsten Rückgang der Energiepreise beeinflusst wird - betrug der reale Dreimonatssatz im Januar 1999 2,3 %, d. h. er lag gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum um rund 80 Basispunkte niedriger. Gleichzeitig sind die langfristigen Nominalzinsen in den letzten zwölf Monaten um 140 Basispunkte gefallen und belaufen sich auf etwa 3,8 %. Real, d. h. bereinigt um die derzeitige am HVPI gemessene Preissteigerungsrate, lagen die langfristigen Zinssätze im Januar 1999 bei etwa 3 % und damit 110 Basispunkte unter dem Vorjahrsstand. Diese Zinssätze sind im internationalen und historischen Vergleich sehr niedrig. Die monetären und finanziellen Bedingungen für anhaltendes Produktions- und Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet im Einklang mit dem Ziel der Preisstabilität sind daher günstig.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I. Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Entscheidungen des EZB-Rats

Im Anschluß an die Sitzungen des EZB-Rats am 21. Januar und 4. Februar 1999 gab die EZB bekannt, daß bei den vier zwischen dem 27. Januar und 17. Februar 1999 abzuwickelnden Hauptrefinanzierungsgeschäften die gleichen Bedingungen gelten würden wie für die ersten drei dieser Geschäfte, d. h. daß sie als Mengentender zu einem Satz von 3,0 % durchgeführt würden. Diese Entscheidungen wurden vor dem Hintergrund der stabilen Entwicklung von M3 und der seit der Sitzung des EZB-Rats am 7. Januar 1999 unverändert günstigen Gesamteinschätzung der Aussichten für die Preisstabilität als angemessen betrachtet.

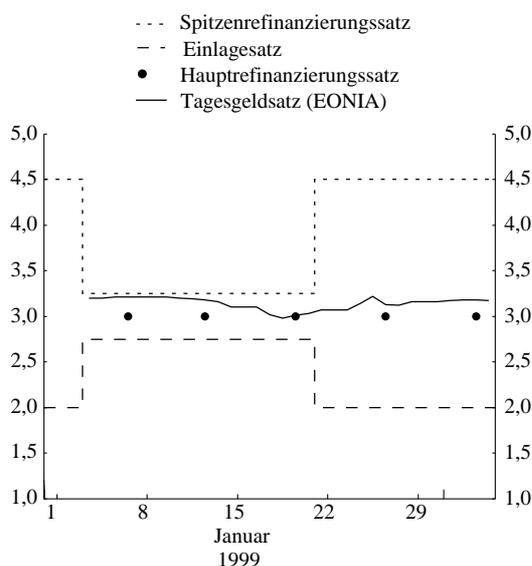
Am 21. Januar 1999 bestätigte der EZB-Rat auch seine frühere Ankündigung, daß er die Übergangsmaßnahme des engen, von den Zinsen für die beiden ständigen Fazilitäten gebildeten Korridors aufheben werde. Für die Zeit vom 4. bis 21. Januar 1999 waren die Zinsen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität auf 3,25 % bzw. 2,75 % festgesetzt worden. Dieser enge Korridor sollte den Marktteilnehmern die Anpassung an das neue geldpolitische Umfeld in der dritten Stufe erleichtern. Der enge Korridor erwies sich als wirksames Instrument und verminderte die Anfangsprobleme einzelner Kreditinstitute mit der Funktionsweise des Zahlungsverkehrssystems und des Geldmarktes im Euro-Währungsgebiet. Die bei einigen Marktteilnehmern in den ersten Handelstagen am Euro-Geldmarkt aufgetretenen Probleme verringerten sich mit der Zeit aber beträchtlich. Angesichts des zufriedenstellenden Grads der Integration des Euro-Geldmarkts und der Tatsache, daß die Beibehaltung eines engen Korridors die Entwicklung eines effizienten Geldmarkts im Euro-Währungsgebiet längerfristig behindert hätte, beschloß der EZB-Rat, ab 22. Januar 1999 den Einlagesatz auf 2,0 % und den Spitzenrefinanzierungssatz auf 4,5 % festzusetzen. Diese Zinssätze entsprechen den Zinssätzen, die

bereits offiziell für den Beginn der dritten Stufe am 1. Januar 1999 festgelegt worden waren (siehe Abbildung 1 unten und die „Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems“ am Schluß dieses Berichts).

Stabiler Wachstumstrend der breiten Geldmenge setzte sich fort

Im Dezember 1998 nahm das breite Geldmengenaggregat M3 auf Jahresbasis gerechnet um 4,5 % zu und damit weniger stark als im November (4,7 %) (siehe Abbildung 2). Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der zwölfmonatigen Wachstumsrate von M3, der die Monate Oktober bis Dezember 1998 abdeckt, betrug 4,7 %. Dies war die gleiche Rate wie für den Zeitraum von September bis November 1998; sie lag sehr nahe bei dem vom EZB-Rat festgelegten Referenzwert von 4 ½ % pro Jahr. Der leichte Rückgang des Wachstums von M3 im Dezember 1998 im Vergleich zum November war in erster Linie auf eine deutliche Kontraktion der in M3 enthaltenen marktfähigen Instrumente (Schuld-

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

verschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren, Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere) bedingt, die einen mäßigen Anstieg der Wachstumsrate der übrigen Komponenten von M3 (Bargeldumlauf und kurzfristige Einlagen) mehr als ausglich.

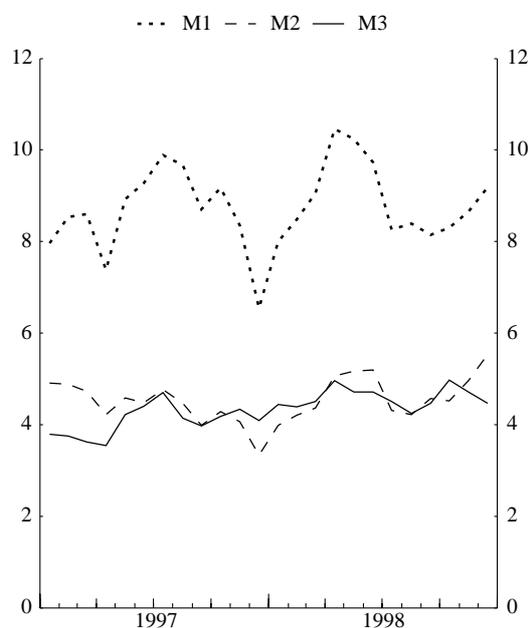
Das enge Geldmengenaggregat M1 wuchs im Dezember 1998 mit einer Jahresrate von 9,2 % und damit stärker als im November (8,7 %). Die relativ hohe Wachstumsrate der eng gefaßten Geldmenge spiegelte den stetigen Anstieg der Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen wider, deren zwölfmonatige Wachstumsrate im Dezember 11,1 % erreichte (verglichen mit einer Rate von 10,8 % im November). Außerdem beschleunigte sich das Wachstum des Bargeldumlaufs im Dezember auf eine Jahresrate von 1,4 %, gegenüber 0 % im November. Für das rasche Wachstum von M1 waren in erster Linie die geringen Opportunitätskosten der Haltung liquider Instrumente bei historisch niedrigen kurz- und langfristigen Zinssätzen im Euro-Währungsgebiet und gleichzeitiger Preisstabilität verantwortlich.

Was die übrigen in M2 (und M3) enthaltenen kurzfristigen Einlagen betrifft, so verlangsamte sich das Wachstum der Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten auf eine Zwölfmonatsrate von 5,6 % im Dezember - gegenüber 6,6 % im November -, wogegen die jährliche Wachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren von -3,4 % im November auf -1,2 % im Dezember stieg. Die Zwölfmonatsrate des mittleren Geldmengenaggregats M2, das die Komponenten von M1 und diese kurzfristigen Einlagen enthält, erhöhte sich von 5,0 % im November auf 5,5 % im Dezember.

Die bereits erwähnte Kontraktion der in M3 erfaßten marktfähigen Instrumente war besonders augenscheinlich bei Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren, die im Dezember eine negative jährliche Wachstumsrate (-6,7 %) aufwiesen, verglichen mit einem Anstieg von über

Abbildung 2

Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

20 % im November. In einigen Ländern könnte der Rückgang dieser relativ kleinen M3-Komponente damit zusammenhängen, daß diese dort bis zum 1. Januar 1999 keiner Mindestreservspflicht unterlagen.

Repogeschäfte gingen im Dezember gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum um 11,7 % zurück (nach einem Rückgang von 8,0 % im November). Das Wachstum von Geldmarktfondsanteilen und Geldmarktpapieren verlangsamte sich im Dezember auf eine Jahresrate von 5,2 % nach 7,3 % im November. Die allgemeine Abnahme dieser marktfähigen Instrumente kann auch im Zusammenhang mit dem stetigen Rückgang der kurzfristigen Zinsen gesehen werden. Ein Rückgang der Bestände an diesen Finanzinstrumenten ist nicht erst in letzter Zeit zu beobachten, sondern bereits seit Juli 1998 (mit nur einer Ausnahme im Oktober 1998 - einem Monat, der im Zeichen besonders hoher Volatilität an den internationalen Finanzmärkten stand). Absolut und nicht saisonbereinigt lagen Repogeschäfte und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jah-

ren 15,9 % bzw. 27,3 % unter ihrem Stand vom Juli 1998. Der Gesamtbetrag an Geldmarktfondsanteilen und Geldmarktpapieren war im Dezember 1998 2,8 % niedriger als im Juli 1998.

Kredite an den privaten Sektor weiter in starkem Tempo gewachsen

Auf der Aktivseite der Konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors blieb die jährliche Wachstumsrate der Kredite an den privaten Sektor im Dezember mit 9,2 % weiterhin hoch. Dieses anhaltend starke Wachstum der Wirtschaftskredite scheint vor allem mit den günstigen Finanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte zusammenzuhängen, die an dem deutlichen Zinsrückgang im Kundengeschäft der Banken in den letzten Jahren zu erkennen sind. Darin spiegelt sich aber auch die Tatsache wider, daß die Wirtschaftstätigkeit in verschiedenen Teilen des Euro-Währungsgebiets 1998 relativ stark expandierte.

Im Gegensatz hierzu blieb die jährliche Wachstumsrate der Kredite an die öffentliche Hand (einschließlich Wertpapierkredite) weiterhin gedämpft, erhöhte sich aber im Dezember 1998 dennoch etwas auf 1,6 %. Die Zwölfmonatsrate der Direktkreditgewährung an den öffentlichen Sektor betrug im Dezember -0,2 %, verglichen mit -1,8 % im November, während sich die MFI-Bestände an Wertpapieren der öffentlichen Hand im Dezember mit einer Jahresrate von 2,9 % erhöhten, im Vergleich zu 3,6 % im November.

Unter den sonstigen Gegenposten von M3 expandierten die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors (längerfristige Einlagen, ausgegebene Schuldverschreibungen und das Kapital und die Rücklagen von MFIs) im Dezember 1998 mit einer Jahresrate von 2,6 % etwas schwächer (nach 3,4 % im November). Das gedämpfte Wachstum dieser Komponente könnte mit der Verringerung der Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen in den letzten Monaten zusammenhängen.

Auch das Wachstum der Aktiva und Passiva des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets ging im Dezember 1998 zurück. Die Aktiva des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets erhöhten sich gegenüber dem Vorjahr um 2,5 % und die entsprechenden Verbindlichkeiten um 11,3 %. Per Saldo verschlechterten sich die Netto-Auslandsforderungen des MFI-Sektors 1998 um 110 Mrd €.

Insgesamt gesehen standen also in dem im Dezember 1998 abgelaufenen Jahr einem moderaten Wachstum von M3 eine erhebliche Zunahme der Kreditgewährung der MFIs an den privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets, eine gewisse Expansion der nicht monetären Verbindlichkeiten der MFIs und ein relativ starker Rückgang der Netto-Aktiva position der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gegenüber, während die MFIs ihre Kreditgewährung an den Staat nur wenig ausweiteten.

Liquiditätsbedingungen gewissen Schwankungen unterworfen

Der Tagesgeldsatz war in den ersten Wochen von 1999 einigen Schwankungen ausgesetzt. In den ersten Tagen der dritten Stufe waren die Geldmarktbedingungen im Euro-Währungsgebiet relativ angespannt. Der Tagesgeldsatz lag, gemessen am EONIA („euro overnight index average“, d. h. dem gewogenen Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe größerer Banken im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden), bei rund 3,2 % und damit in der Nähe des damaligen Zinssatzes für die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 3,25 % (siehe Abbildung 1). Dieses Muster war in den ersten Geschäftstagen der dritten Stufe auf eine am Geldmarkt aufgelaufene Liquiditätsknappheit zurückzuführen. Danach reichte die Liquiditätszuteilung im Rahmen des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts des Eurosystems am 7. Januar 1999 aus, um einen zeitweisen Überschuß in der Liquiditätsposition des Bankensystems entstehen zu las-

Kasten I

Die Einführung des TARGET-Systems

Das Target-System (Transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem) nahm am 4. Januar 1999 um 7.00 Uhr den Betrieb auf. Im Durchschnitt hat das TARGET-System insgesamt Zahlungen im Wert von rund 1.000 Mrd € täglich bearbeitet, ein Betrag, der mit dem Fedwire-System in den Vereinigten Staaten vergleichbar ist. Dies stellt einen erheblichen Anstieg des Werts der in den Echtzeit-Brutto-Abwicklungssystemen (RTGS) in den EU-Ländern bearbeiteten Zahlungen dar (der sich 1998 auf tagesdurchschnittlich rund 650 Mrd € belief). Etwa 60 % dieser Zahlungen wurden in den nationalen RTGS-Systemen bearbeitet und rund 40 % über das Interlinking-System, das die EU-NZBen miteinander verbindet.

Die großen Zahlungsströme haben dazu geführt, daß die Hauptziele von TARGET rasch und wirksam erreicht werden konnten, nämlich sowohl den Erfordernissen der Geldpolitik des Eurosystems als auch des Eurogeldmarkts gerecht zu werden, einen sicheren und zuverlässigen Mechanismus für die Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen zur Verfügung zu stellen und die Effizienz des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs innerhalb der EU zu steigern.

Insgesamt gesehen war die technische Leistung von TARGET im ersten Monat zufriedenstellend, und das System hat sich - mit Ausnahme eines größeren Ausfalls der Hardware einer nationalen Komponente des Interlinking-Systems am 29. Januar 1999 - als technisch zuverlässig erwiesen. In einigen Finanzzentren traten in der ersten Woche beim Liquiditätsausgleich zum Tagesende gewisse Schwierigkeiten auf. Die Gründe hierfür lagen vor allem bei dort ansässigen Kreditinstituten, von denen viele gewisse Anfangsschwierigkeiten bei der Umstellung auf das neue technische und geschäftsmäßige Umfeld hatten. Zu Beginn der zweiten Woche waren diese Schwierigkeiten bereits erheblich reduziert.

Um den Banken bei der Umstellung auf neue Verfahren zur Liquiditätssteuerung und das TARGET-System behilflich zu sein, beschloß die EZB am 11. Januar 1999, einen „erweiterten Service“ anzubieten, und verlängerte die Öffnungszeiten von TARGET für die Zeit vom 11. bis 29. Januar 1999 um eine Stunde von 18.00 auf 19.00 Uhr. Mit dieser Regelung konnte den Bedürfnissen der meisten Banken Rechnung getragen werden. Die EZB beschloß außerdem, eine Sondergebühr von 15 € pro Zahlung, die während der erweiterten Service-Zeit durchgeführt wurde, zu erheben, um einen Mißbrauch dieser Regelung zu vermeiden. Weniger als 1 % der gesamten Zahlungen (4 - 7 % dem Werte nach) wurden zwischen 18.00 und 19.00 Uhr ausgeführt, und die abschließenden Tagesdispositionen erfolgten reibungsloser als Anfang Januar.

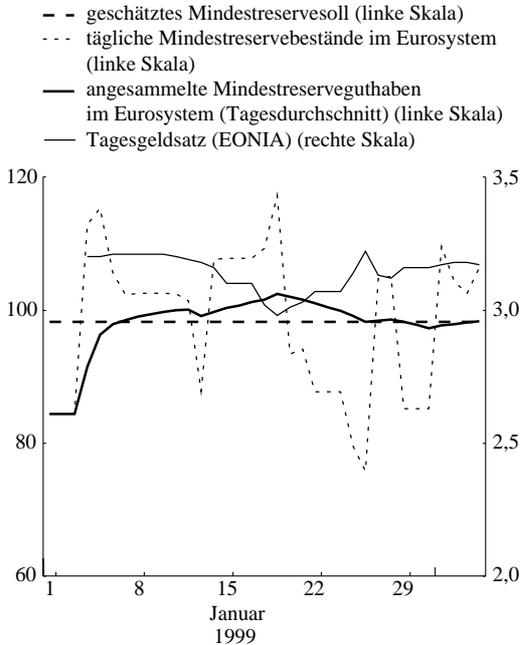
Die Zahl der bearbeiteten grenzüberschreitenden Zahlungen ist stetig von 5.000 am 4. Januar 1999 auf rund 28.000 Ende Januar 1999 gestiegen. Der Wert der bearbeiteten grenzüberschreitenden Zahlungen erhöhte sich langsamer: von 250 Mrd € am 4. Januar hatte er sich bis zum 7. Januar 1999 auf 400 Mrd € erhöht, bevor er sich auf einen Tageswert zwischen 350 Mrd € und 400 Mrd € einpendelte.

Erwartungsgemäß handelte es sich bei den meisten Zahlungen um Interbankzahlungen (85 - 90 % dem Volumen nach und 98 - 99 % dem Wert nach). Zum Monatsbeginn war der Wert der Zahlungen, die in der letzten Öffnungsstunde übermittelt wurden, sehr hoch (26 % des Gesamtwertes der Zahlungen am 8. Januar 1999). Bis zum Monatsende hatte sich jedoch eine gleichmäßigere Struktur während des Tages herausgebildet mit einer gewissen Spitze am Morgen und einer etwas niedrigeren zur Mitte des Nachmittags; in der letzten Betriebsstunde wurden weniger als 15 % des Werts der Zahlungen bearbeitet. Der starke Rückgang der Rate zurückgewiesener Zahlungen (von 11 % am 4. Januar 1999 auf rund 1 % am Ende des Monats) sowie eine geringere Konzentration von Zahlungen auf die Zeit nach 17.00 Uhr dürften eine Rückkehr zu normalen Betriebszeiten ab 1. Februar 1999 erleichtern.

Abbildung 3a

Bankenliquidität und Tagesgeldsatz

(Milliarden EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Tagesgeldsatz in % p.a.

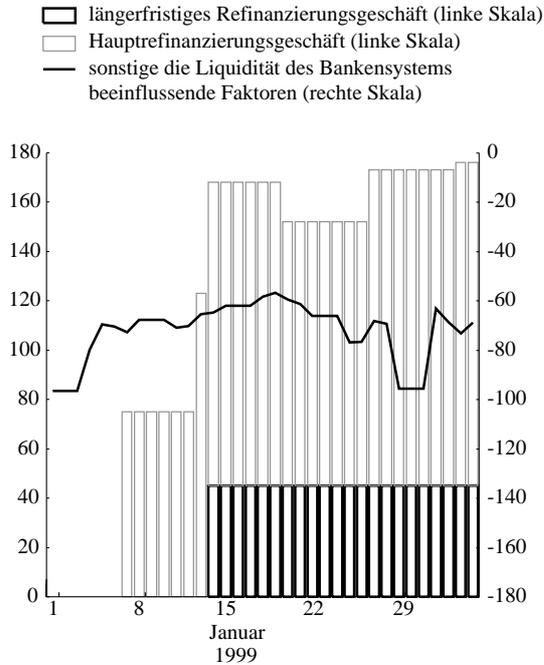
sen, so daß die Reserveguthaben der Kreditinstitute auf ihren Girokonten beim Eurosystem das Mindestreservesoll übersteigen konnten (siehe Abbildung 3a). Ausschlaggebend dafür, daß der Tagesgeldsatz nach der Zuteilung im Rahmen des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts nicht zügig zurückging, war wahrscheinlich das sehr vorsichtige Verhalten der Kreditinstitute am Geldmarkt, die unsicher in bezug auf ihr genaues Reservesoll waren, und sich gleichzeitig an das neue Umfeld und insbesondere die Funktionsweise von TARGET und anderer grenzüberschreitender Zahlungsverkehrssysteme gewöhnen mußten (siehe auch Kasten 1).

Die Lage am Euro-Geldmarkt begann sich zu entspannen, nachdem das Eurosystem am 13. Januar 1999 das zweite Hauptrefinanzierungsgeschäft und am 14. Januar 1999 sein erstes längerfristiges Refinanzierungsgeschäft abgewickelt hatte. Am 15. Januar 1999 fiel der Tagesgeldsatz auf 3,1 % und sank im Lauf der folgenden Woche noch langsam weiter auf

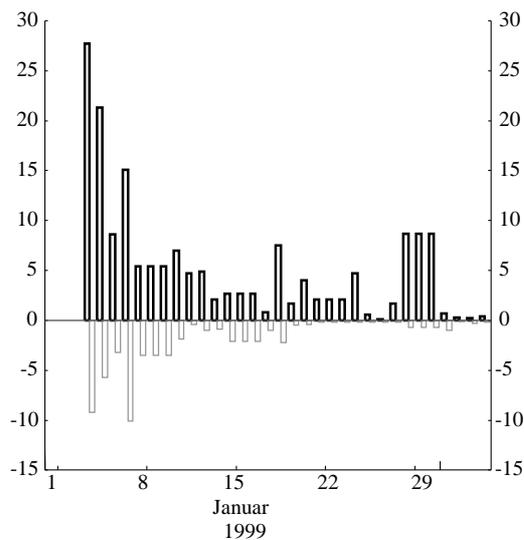
Abbildung 3b

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren

(Milliarden EUR; Tageswerte)



□ Spitzenrefinanzierungsfazilität
 □ Einlagefazilität



Quelle: EZB.

rund 3,0 %. Zu diesem Rückgang trugen verschiedene Faktoren bei. Erstens wurde mit den Zuteilungen genügend Liquidität zur Verfügung gestellt, die es den Kreditinstituten ermöglichte, eine komfortable Überschubposition auf ihren Mindestreservekonten im Eurosystem anzulegen. Zweitens verringerte sich nach und nach die Ungewißheit über das genaue Mindestreservesoll der Kreditinstitute. Drittens paßten sich die Kreditinstitute rasch den neuen Gegebenheiten eines EWU-weiten Euro-Geldmarktes an, was durch den starken Rückgang der Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten im gesamten Euro-Währungsgebiet bestätigt wird. Die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität sank von 15,6 Mrd € in der ersten Januarwoche auf 4,3 Mrd € in der zweiten Woche; auch die Inanspruchnahme der Einlagefazilität im Tagesdurchschnitt sank von 6,3 Mrd € auf 1,3 Mrd € (siehe Abbildung 3b).

Ende Januar und Anfang Februar 1999 zog der Tagesgeldsatz jedoch wieder auf 3,1 % bis 3,2 % an. Dieser Anstieg spiegelte eine leichte Anspannung am Geldmarkt wider, die teilweise auf eine Zunahme der Einlagen auf den Konten der Zentralregierungen bei einigen NZBen zurückzuführen war. In einigen Fällen erhöhten sich diese Einlagen auch einem normalen Muster folgend aufgrund der in einigen Mitgliedstaaten jeweils in der zweiten Monatshälfte liegenden Steuertermine. Zum Teil kam der Anstieg dieser Einlagen für das Eurosystem jedoch unerwartet und mußte in den folgenden Hauptrefinanzierungsoperationen des Eurosystems kompensiert werden.

Tabelle I gibt einen Überblick über die Faktoren, die vom 1. Januar 1999 bis zum Redaktionsschluß dieses Berichts, dem 4. Februar 1999, zur Liquidität des Bankensystems beigetragen haben. Bei den Zahlen in dieser

Tabelle I

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Milliarden EUR)

Tagesdurchschnitte vom 1. Januar bis 4. Februar 1999

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	91,9	-	+ 91,9
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	28,3	-	+ 28,3
Ständige Fazilitäten	4,9	1,7	+ 3,2
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
Aus der zweiten Stufe überhängende geldpolitische Geschäfte (netto) ¹⁾	47,2	0,0	+ 47,2
INSGESAMT (a)	172,3	1,7	+ 170,6
Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren			
Banknotenumlauf	-	331,1	- 331,1
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	38,9	- 38,9
Netto-Auslandsaktiva	329,2	-	+ 329,2
Sonstige Faktoren (netto)	-	31,5	- 31,5
INSGESAMT (b)	329,2	401,5	- 72,3
Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			98,3
Nachrichtlich:			
Geschätztes Mindestreservesoll für den Zeitraum vom 1. Januar bis 23. Februar 1999 ²⁾			rund 98

1) Geldpolitische Geschäfte, die von den nationalen Zentralbanken in der zweiten Stufe eingeleitet wurden und zu Beginn der dritten Stufe noch ausstanden (ohne „Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen).

2) Schätzung per 4. Februar 1999.

Tabelle handelt es sich um Tagesdurchschnitte. Der durchschnittliche ausstehende Betrag aus geldpolitischen Geschäften des Eurosystems im Rahmen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte betrug 91,9 Mrd €. Durch das erste längerfristige Refinanzierungsgeschäft wurden 45 Mrd € zur Verfügung gestellt, da dieses Geschäft aber erst am 14. Januar 1999 abgewickelt wurde, wurden damit vom 1. Januar 1999 bis 4. Februar 1999 im Tagesdurchschnitt nur 28,3 Milliarden € bereitgestellt. Die Nettoinanspruchnahme der ständigen Fazilitäten, errechnet als Differenz zwischen der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagefazilität, belief sich im Durchschnitt auf 3,2 Mrd €. Schließlich wurden dem Bankensystem über geldpolitische Operationen, die von den nationalen Zentralbanken noch 1998 abgeschlossen und erst nach und nach in den ersten Wochen des Januar 1999 fällig wurden, im Durchschnitt 47,2 Mrd € an Liquidität zur Verfügung gestellt.

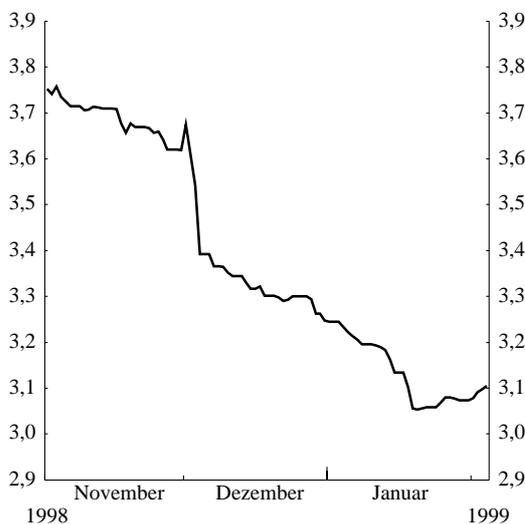
Die Liquiditätsposition des Bankensystems wird auch von den Bewegungen anderer Posten der Konsolidierten Bilanz des Eurosystems beeinflusst. Der Banknotenumlauf belief sich im Januar 1999 auf durchschnittlich 331,1 Mrd €, während die Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem 38,9 Mrd € ausmachten und die Netto-Auslandsaktiva des Eurosystems (einschließlich Gold) bei 329,2 Mrd € lag. Die Summe aller anderen Positionen der Bilanz des Eurosystems entsprach schließlich einer durchschnittlichen Netto-Schuldnerposition von 31,5 Mrd €. Mit diesen Positionen werden dem Bankensystem entweder Liquidität zur Verfügung gestellt oder abgeschöpft, je nachdem, ob es sich um Aktiva oder Passiva des Eurosystems handelt.

Im Durchschnitt des Zeitraums zwischen dem 1. Januar und 4. Februar 1999 belief sich die Liquidität im Bankensystem - ausgedrückt als Saldo der von den Kreditinstituten beim Eurosystem gehaltenen Girokonten - auf 98,3 Mrd €. Dies entsprach weitgehend dem geschätzten Mindestreservesoll von etwa 98 Mrd €, das die Kreditinstitute im Durch-

Abbildung 4

Dreimonatssatz im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Durchschnitt der nationalen Dreimonats-Interbankenmarktsätze im Euro-Währungsgebiet bis 29. Dezember 1998; Dreimonats-EURIBOR ab 30. Dezember 1998.

schnitt während der ersten Mindestreserveerfüllungsperiode, die vom 1. Januar bis 23. Februar dauert, erfüllen müssen.

Weiterer Rückgang des Dreimonatsgeldsatzes

Der Dreimonatsgeldsatz ist in den ersten Wochen der dritten Stufe gesunken und setzte damit die im Jahr 1998 zu beobachtende rückläufige Tendenz fort. Nachdem der Dreimonats-EURIBOR am ersten Handelstag des Euro, d. h. am 4. Januar 1999, bei 3,24 % lag, hat er sich bis 19. Januar 1999 auf 3,05 % ermäßigt, ist danach aber leicht gestiegen (siehe Abbildung 4).

Am 4. Februar 1999, dem Abschlußdatum dieses Monatsberichts, erwarteten die Märkte einen allmählichen Rückgang der kurzfristigen Zinsen, wie aus den Zinssätzen für Terminkontrakte mit Lieferterminen im Jahr 1999 abzulesen ist. Am 4. Februar 1999 lag der Dreimonats-Terminsatz für Euro für den Liefertermin März 1999 bei 3,04 %, während die Dreimonats-Terminsätze für den Liefer-

termin Juni 1999 bzw. September 1999 bei 2,94 % bzw. 2,90 % lagen.

Die Erwartungen des Marktes, daß die kurzfristigen Zinsen im Jahr 1999 allmählich zurückgehen werden, fanden auch ihren Niederschlag im ersten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 14. Januar 1999 abgewickelt wurde. Zur Einführung derartiger Geschäfte wurde diese Operation in Form von drei separaten Tendern mit Laufzeiten von (etwa) einem Monat, zwei Monaten bzw. drei Monaten durchgeführt. Da das Eurosystem mit diesen längerfristigen Geschäften keine geldpolitischen Signale setzen will, wurden sie als Zinstender mit einem vorher angekündigten Volumen ausgeschrieben. Für das am 25. Februar 1999 fällig werdende Geschäft ergab sich ein Zinssatz von 3,13 %, für das am 25. März 1999 fällig werdende Geschäft ein Satz von 3,10 % und für das am 29. April 1999 fällig werdende Geschäft ein Satz von 3,08 %.

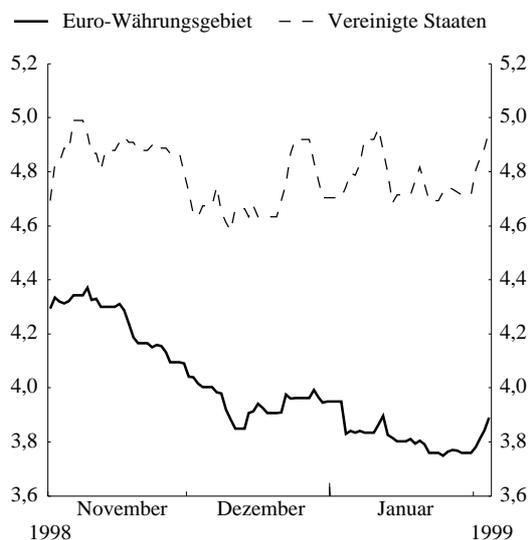
Weiterhin rückläufige Tendenz bei den langfristigen Anleiherenditen

Ende Januar 1999 lag die Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen innerhalb des Euro-Währungsgebiets bei 3,77 % und damit auf einem historisch niedrigen Stand. Dieser niedrige Stand spiegelt teilweise weltweite Faktoren wider, ist aber auch Ausdruck der vielen günstigen Einflüsse, die mit dem Übergang zur dritten Stufe der EWU verbunden sind. Bei den internen Einflußfaktoren sind die Fortschritte in Richtung auf Preisstabilität innerhalb des Euro-Währungsgebiets, der allmähliche Abbau der mit der Wechselkursunsicherheit innerhalb der EU im Vorfeld zum Übergang auf den Euro verbundenen Risikoprämien in einigen Ländern und der Konvergenzprozeß bei den Öffentlichen Finanzen zu nennen. Im Zusammenhang damit spiegeln die niedrigen Anleiherenditen das erreichte hohe Maß an Vertrauen an den Finanzmärkten wider, daß die einheitliche Geldpolitik in Zukunft niedrige und stabile Preissteigerungsraten sichern wird.

Abbildung 5

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

(% p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und BIZ.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten.

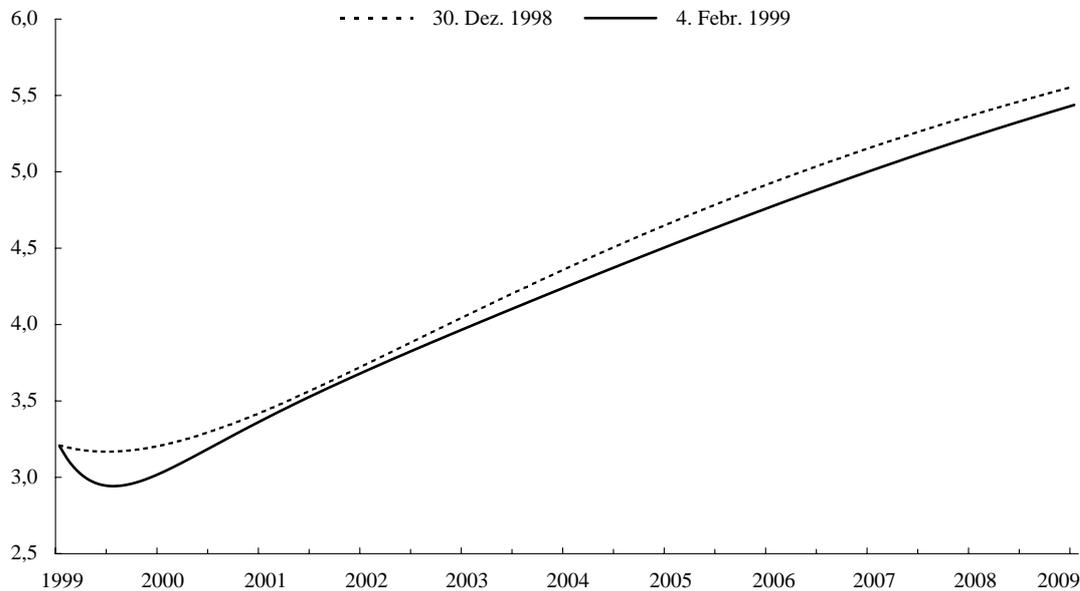
Im Verlauf des Januar 1999 sind die Renditen zehnjähriger Anleihen im Euro-Währungsgebiet um fast 20 Basispunkte gesunken (siehe Abbildung 5). Diese Entwicklung stand im Gegensatz zu der Entwicklung in den Vereinigten Staaten, wo im Zeitraum von Ende Dezember 1998 bis Ende Januar 1999 eine eindeutige Tendenz bei den zehnjährigen Anleiherenditen kaum zu erkennen war. Infolgedessen hat sich der Vorsprung der Rendite zehnjähriger Anleihen in den Vereinigten Staaten gegenüber vergleichbaren Renditen im Euro-Währungsgebiet um mehr als 20 Basispunkte ausgeweitet.

Direkt zu Beginn des Jahres 1999 spiegelte diese Entwicklung des Spreads Umschichtungen in internationalen Portefeuilles zugunsten von Euro-denominierten Wertpapieren wider. Dies zeigte sich in dem starken Anstieg der Handelsvolumen für Kontrakte auf Anleihen an den Derivate-Märkten im Euro-Währungsgebiet verglichen mit dem jeweiligen Stand Ende 1998. Diese Entwicklung der Handelsvolumen an den Derivate-Märkten in den

Abbildung 6

Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung auf der Grundlage des in dem Aufsatz „Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-94“ von L. E. O. Svensson (1994), IWF-Arbeitspapier/94/114, Washington, DC, verwendeten Ansatzes. Die in der Schätzung verwendeten Daten wurden von Swapkontrakten abgeleitet.

vergangenen Monaten scheint darauf hinzuweisen, daß einige Marktteilnehmer möglicherweise Engagements in Euro-denominierten Wertpapieren verschoben haben, bis zu erkennen war, daß der Übergang reibungslos abgeschlossen ist.

Im Laufe des Monats haben auch andere Einflußfaktoren den Rückgang der langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet unterstützt. Erstens mögen einige binnenwirtschaftliche Indikatoren, insbesondere im Industriesektor, an den Märkten zu Erwartungen einer sich abschwächenden wirtschaftlichen Aktivität im Euro-Währungsgebiet geführt haben. Ein zweiter Faktor war eine weitere Phase erhöhter Volatilität an den internationalen Finanzmärkten im Anschluß an die Währungsabwertung in Brasilien. Wie schon während der Finanzkrise in Rußland und Asien in den Sommermonaten von 1998 löste diese Entwicklung eine „Flucht in die Qualität“ von den Schwellenländern zu den Industrieländern sowie innerhalb der Kapitalmärkte der Industrieländer eine „Flucht in die Sicherheit“ von den Aktienmärkten in die Rentenmärkte aus. Drittens scheinen

die Einschätzung der Märkte, daß die wirtschaftliche Lage in Brasilien möglicherweise die Konjunkturperspektiven weltweit beeinflussen kann, und weitere Anzeichen dafür, daß die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet gewährleistet sein wird, einen weiteren Rückgang der an den Rentenmärkten erwarteten langfristigen Preisveränderungen bewirkt zu haben. Diese Einschätzung, daß es an den Finanzmärkten eine Korrektur der Erwartungen über die langfristige Inflationsentwicklung nach unten gegeben hat, wurde durch die Verringerung der Differenz zwischen den Renditen von Anleihen mit fester nominaler Verzinsung und der Rendite einer an den Inflationsindex gebundenen Anleihe in Frankreich mit einer vergleichbaren Laufzeit (siehe Kasten 2) bestätigt.

Entsprechend der Einschätzung, daß die langfristigen Inflationserwartungen gesunken sind, hat sich die Renditenstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet im Januar 1999 in allen Laufzeitbereichen nach unten verlagert (siehe Abbildung 6). Diese Veränderung der Erwartungen wurde besonders beim Rückgang der erwarteten Terminzinssätze für Tagesgeld bei

Kasten 2

Ableitung von Inflationserwartungen aus an Preisindizes gebundenen Anleihen

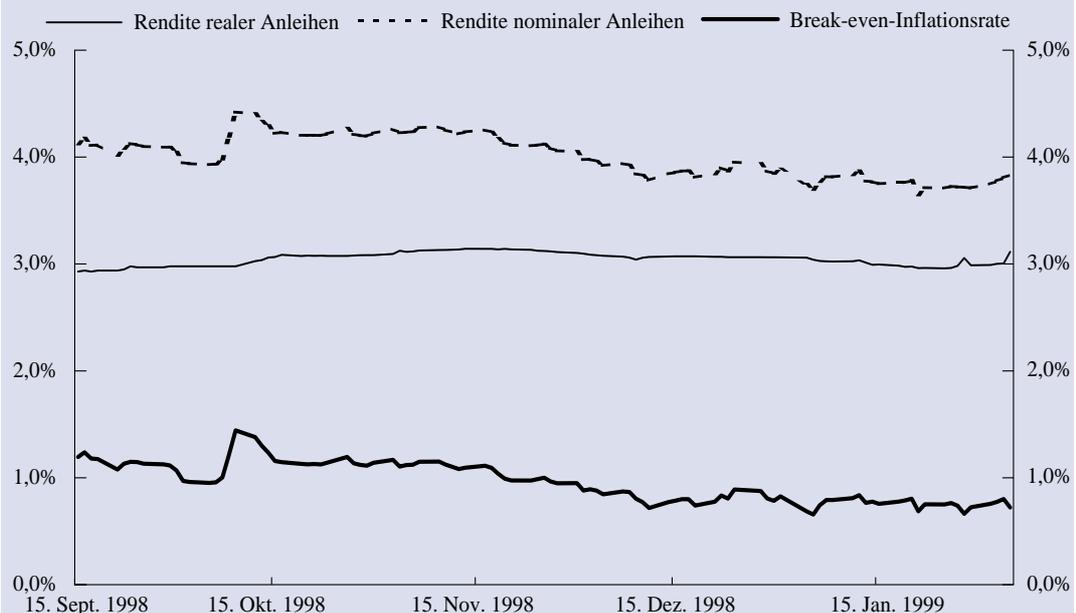
Grundsätzlich ermöglicht ein Vergleich der Renditen von an Preisindizes gebundenen Anleihen und nominalen festverzinslichen Wertpapieren mit ähnlichen Laufzeiten gewisse Rückschlüsse auf die in einer Volkswirtschaft bestehenden Inflationserwartungen. Bis vor kurzem wurden im Euro-Währungsgebiet an Preisindizes gebundene Anleihen nicht begeben. Die erste derartige inflationsindexierte Anleihe („OATi“ oder Obligation Assimilable du Trésor Indexée) wurde vom französischen Schatzamt im September 1998 begeben. Diese Anleihe wird im Jahr 2009 fällig und hat einen realen, jährlich zu zahlenden Kupon von 3 %. Die nominalen Kupons dieser Anleihe werden ex-post berechnet, und die Zeitverzögerung bei der Indexierung beträgt höchstens drei Monate. Die Kupon- und Kapitalrückzahlungen der OATi-Anleihe sind an den französischen Verbraucherpreisindex (VPI) ohne Preise für Tabakwaren gebunden.

Die Differenz zwischen einer langfristigen nominalen Anleiherendite und der realen Rendite einer an einen Preisindex gebundenen Anleihe derselben Laufzeit wird allgemein als die „Break-even-Inflationsrate“ bezeichnet. Dies bedeutet, daß bei dieser Inflationsrate für einen Anleger die erwartete Nominalrendite gleich ist, unabhängig davon, ob in ein Wertpapier mit festen nominalen Zinsen oder in eine indexgebundene Anleihe investiert wird. Jedoch ist die Break-even-Inflationsrate nicht eine direkte Meßgröße für die Inflationserwartungen. Erstens enthält sie auch eine Inflationsrisikoprämie zum Ausgleich für die zusätzliche Unsicherheit, die mit einem Engagement in festverzinsliche Anleihen insbesondere aufgrund der Volatilität der Inflation verbunden ist. Außerdem enthält sie eine Prämie wegen der relativ geringeren Liquidität, die in der Regel ein Kennzeichen von an Preisindizes gebundenen Anleihemärkte ist. Während das Vorhandensein einer Inflationsrisikoprämie impliziert, daß die Break-even-Inflationsrate die wahren Inflationserwartungen an den Märkten überzeichnet, wirkt die Liquiditätsprämie in die entgegengesetzte Richtung. Jedoch signalisiert der gegenwärtig zu beobachtende enge Spread zwischen den Geld- und Briefkursen für die OATi-Anleihe, daß die Liquiditätsprämie nicht sehr hoch sein dürfte.

Die Abbildung unten zeigt die jüngsten Break-even-Inflationsraten, die von einem Vergleich der Rendite der OATi-Anleihe mit Fälligkeit 2009 und der Rendite einer vergleichbaren nominal festverzinslichen OAT-

Break-even-Inflationsrate, berechnet für den französischen VPI (ohne Tabakpreise)

(in %)



Quellen: Französisches Schatzamt, ISMA und Reuters.

Anleihe (mit einem festen nominalen Kupon von 4 % und Fälligkeit im Jahr 2009) abgeleitet sind. Demnach ist die Break-even-Inflationsrate mehr oder weniger kontinuierlich seit Begebung der OATi-Anleihe gesunken und hat Anfang Februar 1999 ein Niveau von etwa 0,8 % erreicht. Soweit angenommen wird, daß die vorher erwähnten Risikoprämien im Zeitverlauf relativ stabil waren, kann daraus geschlossen werden, daß die an den Märkten erwartete langfristige Inflationsrate für Frankreich ebenfalls zurückgegangen ist. Hierbei muß jedoch erneut darauf hingewiesen werden, daß die bei der OATi-Anleihe verwendete Meßgröße der Inflation eine Variante des französischen VPI ist. Aus diesem Grund kann die OATi-Anleihe nur Informationen über die Inflationserwartungen in Frankreich liefern und nicht für das gesamte Euro-Währungsgebiet. Trotzdem können die Break-even-Inflationsraten in Frankreich insoweit nützliche Informationen und Hinweise allgemeinerer Natur bezüglich der Erwartungen der Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet liefern, wie die französischen Inflationserwartungen Indikatoren für die Inflationserwartungen im gesamten Euro-Währungsgebiet sind.

längeren Laufzeiten deutlich. Gleichzeitig ergab sich im Einklang mit den oben dargestellten Beobachtungen hinsichtlich der Terminmärkte am kurzen Ende der Renditenstrukturkurve eine Konfiguration der impliziten Terminzinssätze für Tagesgeld, die die Erwartungen des Marktes auf einen Rückgang dieser Sätze in den nächsten Monaten widerspiegeln. Nach diesem Indikator erwarten die Finanzmärkte einen Wiederanstieg der Tagesgeldsätze nach dem ersten Halbjahr 1999.

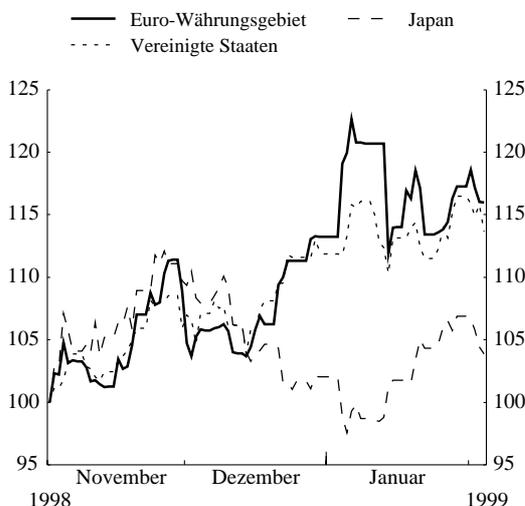
Anfang Februar haben die zehnjährigen Anleiherenditen vor dem Hintergrund eines weltweiten Anstiegs der langfristigen Anleiherenditen die im Januar verzeichneten Rückgänge teilweise wieder aufgeholt. Jedoch war der Anstieg im Euro-Währungsgebiet weniger ausgeprägt als in den Vereinigten Staaten.

Aktienmärkte bleiben volatil

In einem Umfeld erneuter Volatilität an den Aktienmärkten der Industrieländer sind die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, gemessen an dem breiten Dow Jones EURO STOXX-Index, in den ersten drei Handelstagen des Jahres 1999 um mehr als 8 % gestiegen. Im Anschluß daran sind sie wieder gefallen, so daß sie Ende Januar 1999 3,5 % über ihrem Stand von Ende 1998 lagen (siehe Abbildung 7). Im gleichen Zeitraum ist in den Vereinigten Staaten der Standard and Poor's 500 Index um mehr als 4 % gestiegen, während in Japan der Nikkei 225 Index fast 5 % zulegte.

Die anfängliche Stärke der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet gegenüber den Märkten in Übersee könnte auf die zuvor erwähnte internationale Umschichtung zugunsten Euro-denominierter Wertpapiere zurückzuführen sein, nachdem sich gezeigt hatte, daß die Umstellung reibungslos abgeschlossen worden war. Außerdem scheint die erfolgreiche Einführung des Euro Erwartungen über Fusionen im Unternehmenssektor des Euro-Währungsgebiets verstärkt zu haben.

Abbildung 7
Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan
 (1. November 1998 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters für das Euro-Währungsgebiet; BIZ für die Vereinigten Staaten und Japan.
 Anmerkung: Dow Jones EURO STOXX breiter (Aktienkurs-) Index für das Euro-Währungsgebiet, Standard and Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

Die anschließende Korrektur an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets, die an den Aktienmärkten der meisten Industrienationen zu beobachten war, spiegelte nach der Abwertung des brasilianischen Real die gestiegene Unsicherheit über die Auswirkungen der wirtschaftlichen Lage in Brasilien auf das weltweite Wirtschaftswachstum wider. Diese Entwicklungen bewirkten bei den Gewinnerwartungen der Unternehmen offenbar eine Korrektur nach unten. Ein anderer Faktor mag der Anstieg der mit einem Aktienengagement verbundenen Risikoprämie gewesen sein. Eine derartige Entwicklung, die für Phasen der Turbulenz an den internationalen Finanzmärkten typisch ist, betont die Schlüsselrolle, die allgemeine externe Fakto-

ren häufig als Auslöser von Bewegungen an den internationalen Aktienmärkten spielen.

In den ersten Februartagen büßten die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet wieder einige der im Januar erzielten Zuwächse ein. Diese Entwicklung war in erster Linie auf ähnliche Korrekturen in den Vereinigten Staaten und Japan zurückzuführen.

Insgesamt lagen die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet angesichts dieser Entwicklungen bis zum 4. Februar 1999 etwa 9 % unter dem Höchststand von Mitte Juli 1998, jedoch immer noch fast 33 % über dem Stand von Ende 1997.

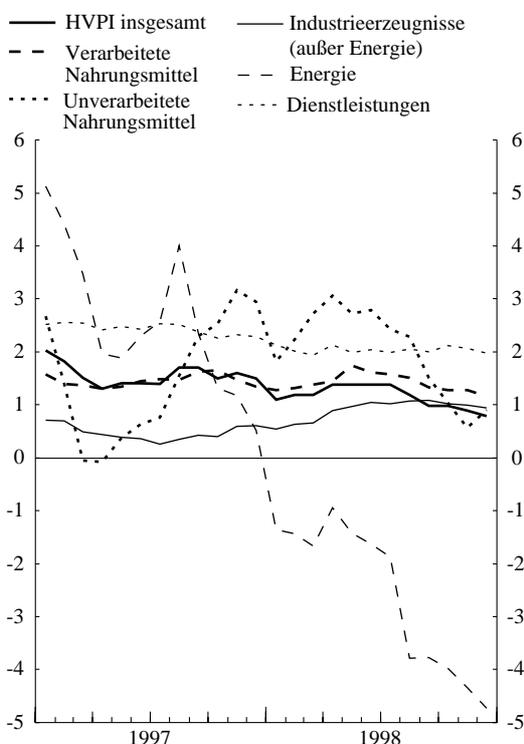
2 Preisentwicklung

Anstieg der Verbraucherpreise weiter leicht zurückgegangen

Der Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet hat sich gemessen an der Veränderung gegenüber dem Stand zwölf Monate zuvor Ende des vergangenen Jahres weiter leicht verlangsamt. Dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) zufolge betrug der Preisanstieg im Dezember 1998 0,8 % und lag damit um 0,1 Prozentpunkt unter dem Wert des Vormonats. Im Jahr 1998 insgesamt lag die Vorjahrsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex bei 1,1 % gegenüber 1,6 % im Jahr 1997.

Der weitere Rückgang der Zwölfmonatsrate im Dezember 1998 war hauptsächlich auf die anhaltende Verringerung der Energiepreise zurückzuführen, die nahezu ein Zehntel des gesamten HVPI ausmachen und 4,7 % unter dem Stand des entsprechenden Vorjahrszeitraums lagen (siehe Abbildung 8). Diesem Rückgang lag die anhaltende Verringerung der Ölpreise zugrunde, die, in ECU gerechnet, im Dezember 1998 um 45 % unter dem im entsprechenden Vorjahrszeitraum verzeichneten Stand lagen. Im Januar 1999 verteuerte sich Öl jedoch leicht. Die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse außer Energie sind im Dezember etwas langsamer gestiegen, nachdem in

Abbildung 8
Die Teuerungsrates im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Für weitere Informationen zu den verwendeten Daten wird auf die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht verwiesen.

den Vormonaten die Preissteigerungsraten für diese Güter weitgehend unverändert geblieben waren. Im Gegensatz zur Entwicklung der letzten Monate hat sich der Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel nicht weiter abgeschwächt, sondern sich vielmehr auf 0,9 % erhöht. Insgesamt sank die Preissteigerungsrate bei den Waren weiter und erreichte im Dezember 1998 0,2 % gegenüber 0,3 % im November 1998 und 1,1 % im Dezember 1997. Gleichzeitig blieb die Preissteigerungsrate bei den Dienstleistungen, die ein Drittel des gesamten HVPI ausmachen, mit rund 2 % unverändert und damit auf dem im Gesamtjahr 1998 verzeichneten Stand.

Andere Preis- und Kostenindikatoren bestätigten weiterhin den Gesamteindruck, daß im Euro-Währungsgebiet Preisstabilität zu verzeichnen ist (siehe Tabelle 2). Insbesondere war die Jahresrate bei den Lohnstückkosten in den er-

sten drei Quartalen 1998 negativ. Im dritten Quartal sanken die Lohnstückkosten gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 0,7 %, was auf einen moderaten Lohnanstieg und einen Produktivitätszuwachs, der im Bereich des Durchschnittswerts der neunziger Jahre lag, zurückzuführen war. Die Rohstoffpreise sanken im Dezember 1998 weiter und blieben erheblich unter dem im Vorjahr verzeichneten Stand. Der gedämpfte Anstieg der Lohnkosten in Verbindung mit dem Rückgang der Preise für Öl und andere Rohstoffe (ohne Energie) schlug sich auch in niedrigeren industriellen Erzeugerpreisen nieder. Der Anstieg der Erzeugerpreise hat sich seit Ende 1997 allmählich verlangsamt. Diese Abschwächung konzentrierte sich hauptsächlich auf die Preise für Vorleistungen. In absoluten Zahlen sind die Erzeugerpreise seit Mai 1998 gesunken; im November 1998 lagen sie 2,3 % unter dem entsprechenden Vorjahrsstand.

Tabelle 2

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1996	1997	1998	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1998 Aug.	1998 Sept.	1998 Okt.	1998 Nov.	1998 Dez.	1999 Jan.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	2,2	1,6	1,1	1,2	1,4	1,2	0,9	1,2	1,0	1,0	0,9	0,8	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,8	1,1	0,7	0,7	1,1	0,7	0,3	0,7	0,5	0,4	0,3	0,2	.
Nahrungsmittel	2,0	1,5	1,6	1,7	2,1	1,7	1,1	1,8	1,4	1,2	1,0	1,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,0	1,5	1,4	1,3	1,6	1,5	1,2	1,5	1,3	1,3	1,3	1,2	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,9	1,5	2,0	2,3	2,9	2,1	0,8	2,3	1,5	1,0	0,6	0,9	.
Preise für Industrieerzeugnisse	1,7	0,9	0,2	0,2	0,5	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,0	-0,1	-0,2	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,5	0,5	0,9	0,6	1,0	1,1	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	0,9	.
Energie	2,4	2,6	-2,6	-1,5	-1,3	-3,2	-4,3	-3,8	-3,8	-4,0	-4,3	-4,7	.
Dienstleistungen	3,1	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	2,0	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	0,6	1,0	.	0,4	-0,2	-1,3	.	-1,4	-1,6	-2,0	-2,3	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	1,8	0,6	.	-2,3	-0,7	-0,7	.	-	-	-	-	-	-
Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer ²⁾	3,4	2,6	.	1,0	1,1	1,1	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,6	2,1	.	3,3	1,7	1,8	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (EUR je Barrel) ³⁾	15,9	17,1	12,0	13,6	12,8	11,7	10,0	11,2	11,9	11,2	10,2	8,8	9,5
Rohstoffpreise (EUR) ⁴⁾	-6,9	13,0	-12,5	-0,1	-10,7	-18,1	-20,5	-19,0	-20,9	-23,6	-18,4	-19,5	-17,2

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg, und Berechnungen der EZB.

Anmerkung: Für weitere Informationen zu den verwendeten Daten wird auf die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht verwiesen.

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

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

4) Ohne Energie. ECU bis Ende Dezember 1998.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Revidierte Daten zum Wachstum des realen BIP

Die jüngsten Schätzungen von Eurostat zum vierteljährlichen realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet enthalten Revisionen gegenüber der vorherigen Veröffentlichung

vom Dezember 1998. Die Angaben für das erste Quartal 1998 wurden nach unten und die Angaben für das zweite und dritte Quartal 1998 nach oben korrigiert. Den revidierten Daten zufolge betrug das Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2,7 % gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum

Tabelle 3

Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1996	1997	1998	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1998	1998	1998	1998	1998	1998
								Jul	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
								Gleitender Dreimonatsdurchschnitt (zentriert)					
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,6	2,5	.	3,7	2,9	2,7	.	-	-	-	-	-	-
- Veränderung zur Vorperiode ¹⁾	-	-	-	0,9	0,5	0,7	.	-	-	-	-	-	-
Industrieproduktion													
ohne Baugewerbe	0,0	4,1	.	6,3	4,4	4,0	.	4,0	4,0	3,6	3,1	.	.
- Veränderung zur Vorperiode ²⁾	-	-	-	1,1	0,8	0,9	.	0,7	0,9	0,4	0,1	.	.
darunter:													
Verarbeitendes Gewerbe	-0,2	4,7	.	7,3	5,0	4,4	.	4,4	4,4	4,0	3,2	.	.
nach Hauptgruppen:													
Vorleistungen	-0,7	5,4	.	7,3	4,2	3,3	.	3,5	3,3	2,7	2,3	.	.
Investitionsgüter	1,7	4,2	.	9,2	6,6	7,1	.	6,7	7,1	7,1	6,2	.	.
Konsumgüter	-0,6	1,8	.	3,6	4,0	3,7	.	3,6	3,7	3,5	3,1	.	.
Baugewerbe	-2,5	-1,2	.	2,9	0,4	-1,7	.	-0,4	-1,7
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	80,3	81,6	83,1	83,1	83,6	83,3	82,4	-	-	-	-	-	-
Indikator für die konjunkturelle													
Einschätzung	-2,5	2,7	3,1	3,9	4,5	2,8	1,2	3,6	2,8	1,8	1,5	1,2	1,4
Vertrauensindikator													
für die Verbraucher ⁴⁾	-8	-3	7	4	7	7	10	7	7	8	9	10	11
Vertrauensindikator													
für die Industrie ⁴⁾	-8	3	7	10	10	7	0	8	7	5	3	0	-1
Vertrauensindikator													
für das Baugewerbe ⁴⁾	-13	-10	4	-2	1	10	8	7	10	9	9	8	11
Einzelhandelsumsätze													
zu konstanten Preisen	1,1	0,8	.	2,8	1,8	3,0	.	2,9	3,0	2,4	2,9	.	.
Pkw-Neuzulassungen	6,6	3,9	7,7	12,6	3,3	7,5	7,7	6,6	7,5	5,1	7,8	7,7	.
Beschäftigung													
(Gesamtwirtschaft)	0,2	0,3	.	1,0	1,1	1,3	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitslosigkeit (Veränderung													
gegen Vorjahr in Tsd.)	420	104	-757	-426	-709	-911	-982	-875	-911	-956	-995	-982	.
Arbeitslosigkeit													
(in % der Erwerbspersonen)	11,6	11,7	11,1	11,3	11,1	11,0	10,8	11,0	11,0	10,9	10,8	10,8	.

Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, ACEA/AAA., nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für weitere Informationen zu den verwendeten Daten wird auf die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht verwiesen. Alle Daten außer der Industrieproduktion (arbeitsmäßig bereinigt), den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind saisonbereinigt.

1) Saisonbereinigte Daten.

2) Saisonbereinigte Daten; Monatsangaben stellen den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor dar.

3) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinanderfolgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauffolgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten. Jüngste Angaben: 83,7% (Juli 1998); 82,8% (Okt. 1998); 81,9% (Jan. 1999).

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

und lag damit rund 0,5 Prozentpunkte unter dem durchschnittlichen Wachstum in der ersten Jahreshälfte 1998 (siehe Tabelle 3). Im Vierteljahresvergleich stieg das reale BIP des Euro-Währungsgebiets im dritten Quartal 1998 um 0,7 %, was dem durchschnittlichen Wachstum in der ersten Jahreshälfte entspricht.

Im allgemeinen lassen die revidierten Daten außerdem darauf schließen, daß das Produktionswachstum in den ersten drei Quartalen des Jahres einen etwas glatteren Verlauf nahm, als den vorherigen Angaben zu entnehmen war. Dies ist darauf zurückzuführen, daß die revidierten Daten nunmehr auf arbeitstäglich bereinigten Angaben zum deutschen BIP beruhen. Es bestehen jedoch nach wie vor Unsicherheiten über die genaue vierteljährliche Entwicklung des realen BIP-Wachstums, da entsprechend bereinigte Daten für die meisten anderen Mitgliedstaaten nicht vorliegen. Darüber hinaus wurde das vierteljährliche Wachstumsmuster in der ersten Jahreshälfte 1998 durch andere Einflüsse verzerrt, unter anderem im Zusammenhang mit der Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland, die sich im ersten Quartal günstig auf das Produktionswachstum auswirkte, aber im zweiten Quartal eine Verringerung der Zuwachsrates zur Folge hatte. Diese Faktoren ändern jedoch nichts an dem Gesamteindruck, daß das Tempo des Wirtschaftswachstums bis zum dritten Quartal als weitgehend unvermindert angesehen werden kann.

Im Gegensatz zum insgesamt günstigen Verlauf des realen BIP-Wachstums bis zum dritten Quartal 1998 deuten einige jüngste monatliche Indikatoren unverändert darauf hin, daß sich das Produktionswachstum insgesamt zum Jahresende hin abgeschwächt haben könnte. Gemessen auf der Grundlage gleichender Durchschnitte verzeichnete die Industrieproduktion im Dreimonatszeitraum bis November 1998 im Vorjahrsvergleich einen Anstieg von 3,1 %, der somit niedriger ausfiel als in den beiden vorhergehenden Referenzperioden (3,6 % bzw. 4,0 %). Gemessen als Veränderung gegenüber dem Vorzeitraum

war die Industrieproduktion im jüngsten Dreimonatsabschnitt 0,1 % höher als im Zeitraum von Juni bis August, während die Wachstumsrate in den beiden vorhergehenden Dreimonatsabschnitten bei 0,4 % bzw. 0,9 % lag.

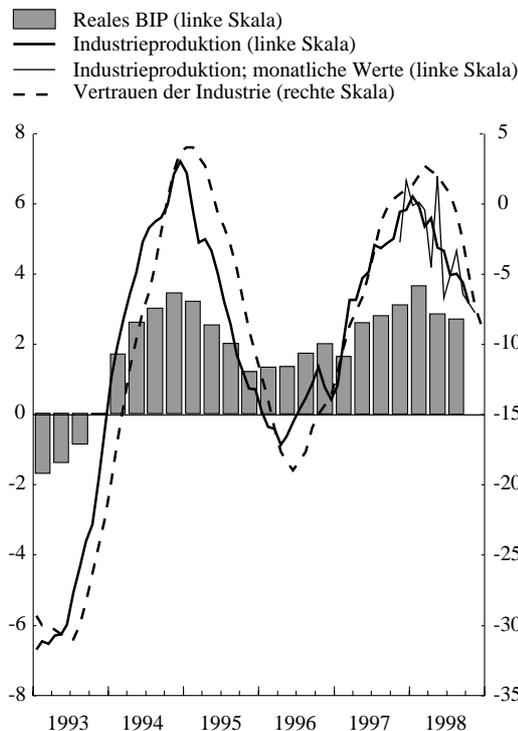
Trotz der Abschwächung des Wachstums der Industrieproduktion insgesamt vermitteln die für den Zeitraum bis November 1998 vorliegenden Angaben über die Produktion nach Branchen ein uneinheitliches Bild. Bei den Vorleistungsgüterproduzenten (d. h. bei Branchen, die Zwischenprodukte wie Chemikalien und Stahl herstellen und die mehr als zwei Fünftel der gesamten Industrieproduktion ausmachen) war gemessen an der Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum ein anhaltender Rückgang der Wachstumsrate zu verzeichnen, während der Zuwachs bei den Investitionsgüter- und Gebrauchsgüterproduzenten mit rund 6 % bzw. 8 % weitgehend unverändert blieb. Anhand des Musters, das sich aus den - nicht in der Tabelle ausgewiesenen - Veränderungen gegenüber dem jeweiligen Vormonat ergibt, sind seit den Sommermonaten Anzeichen für einen leichten Produktionsanstieg im Vorleistungssektor zu erkennen, wohingegen das Investitionsgütergewerbe nach anhaltenden Steigerungen im Sommer einen Rückgang der Zuwachsrates zu verzeichnen hatte. Beim Produktionsergebnis im Investitionsgütergewerbe ist zu beachten, daß darin auch Fahrzeuge für die gewerbliche und die private Nutzung berücksichtigt sind. Bedenkt man, daß die Fahrzeugproduktion weiter auf Hochtouren lief, könnte dieser Rückgang darauf hindeuten, daß sich die Nachfrage nach Ausrüstungen möglicherweise abgeschwächt hat. Bei den Konsumgütern ist aus den jüngsten Monatsergebnissen kein eindeutiger Trend erkennbar.

Nach den vorläufigen Umfragedaten der Europäischen Kommission, die für Januar 1999 veröffentlicht wurden, ging die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe weiter zurück. Die Durchschnittswerte der Umfragen von Januar 1999 und Oktober 1998 lassen darauf schließen, daß die Kapazitätsausla-

Abbildung 9

Produktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Vertrauen der Industrie: Salden in %)



Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Für weitere Informationen zu den verwendeten Daten wird auf die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht verwiesen. Alle Daten sind saisonbereinigt; die Angaben zur Industrieproduktion (insgesamt, ohne Baugewerbe) und zum Vertrauen der Industrie sind zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte.

stung im vierten Quartal 1998 rund 1 Prozentpunkt niedriger ausfiel als im dritten Quartal, obwohl sie bis zum Beginn dieses Jahres knapp über ihrem langfristigen Durchschnitt blieb. Bei den jüngsten Daten handelt es sich jedoch um vorläufige Angaben, die möglicherweise noch revisionsbedürftig sind.

Die Einzelhandelsumsätze, die auf nationalen Statistiken beruhen und bei einigen Ländern Pkw-Verkäufe einschließen, nahmen im Dreimonatszeitraum bis November 1998 gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum um 2,9 % zu. Die jüngste Zuwachsrate entspricht weitgehend der zeitweilig hohen durchschnittlichen Wachstumsrate, die im ersten Quartal des Jahres zu verzeichnen war.

Die Zahl der Pkw-Neuzulassungen nahm in der zweiten Jahreshälfte 1998 mit einer konstanten Rate von rund 7,5 % gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum zu; hier gab es keine Anzeichen einer Verlangsamung zum Jahresende hin. Im Dreimonatszeitraum bis Dezember waren die Pkw-Neuzulassungen gegenüber dem vorhergehenden Quartal um 3,0 % gestiegen. Dies ist ein Indiz für die anhaltende Bereitschaft der Verbraucher, größere Käufe zu tätigen.

Vom Frühjahr 1998 bis Dezember 1998 gab es eine ungewöhnlich lange Phase divergierender Entwicklungen bei der Zuversicht der Industrie und der Zuversicht der Verbraucher, wobei der Vertrauensindikator für das Verarbeitende Gewerbe unter den langfristigen Durchschnitt sank und der Vertrauensindikator für die Verbraucher seinen Höchstwert seit Beginn der Reihe im Jahr 1985 erreichte. Nach den von der Europäischen Kommission herausgegebenen vorläufigen Ergebnissen für Januar 1999 nahm die Zuversicht der Verbraucher weiter stetig zu, und bei der Zuversicht der Industrie war kein weiterer Rückgang gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen (für weitere Einzelheiten über die jüngsten Entwicklungen bei den Vertrauensindikatoren im Euro-Währungsgebiet siehe den Kasten unten). Darüber hinaus scheint sich der Anstieg der Zuversicht im Baugewerbe, der im Verlauf des Jahres 1998 zu beobachten war, fortzusetzen.

Arbeitslosenquote unverändert

Die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet blieb im Dezember 1998 mit 10,8 % gegenüber den beiden vorhergehenden Monaten unverändert (siehe Tabelle 3). Betrachtet man diese jüngsten Daten im Zusammenhang mit den Entwicklungen über das ganze Jahr, scheinen die jüngsten Ergebnisse zu bestätigen, daß der Abbau der Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet nur sehr schleppend vorangeht. Tatsächlich ging die Quote in den letzten zwölf Monaten um durchschnittlich weniger als 0,1 Prozentpunkt pro Monat zurück, und überdies scheint der

Kasten 3

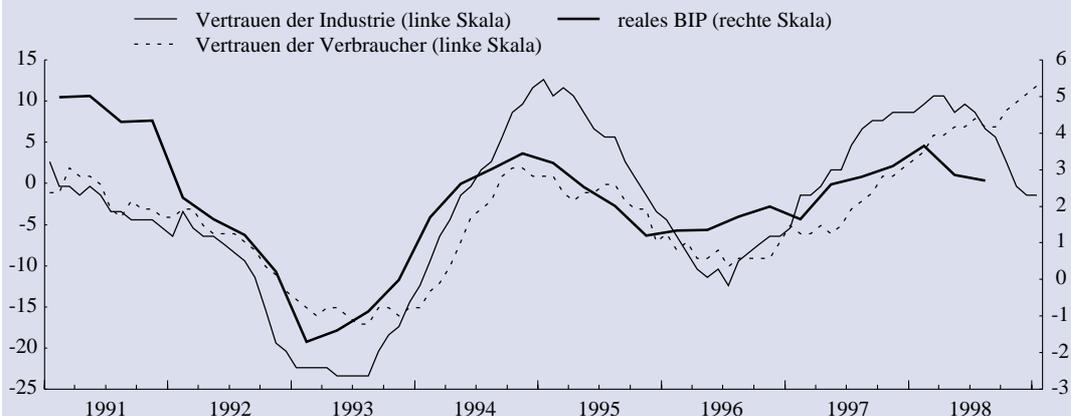
Jüngste Entwicklung der Vertrauensindikatoren im Euro-Währungsgebiet

Die Entwicklung der Vertrauensindikatoren hat in den letzten Monaten einige Aufmerksamkeit auf sich gezogen. Insbesondere angesichts der begrenzten Verfügbarkeit sonstiger verlässlicher und zeitnaher Statistiken können aus der Analyse dieser Zuversichtsvariablen hilfreiche Informationen zu einer Reihe von wichtigen Fragen über die aktuelle Konjunkturlage und die Aussichten für das Wachstum der Produktion im Euro-Währungsgebiet gewonnen werden. Auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets insgesamt ist seit dem Frühjahr 1998 eine deutliche Scherenbewegung bei der Entwicklung der Zuversicht der Verbraucher einerseits und der Industrie andererseits zu beobachten. Vor allem hat sich die Zuversicht der Industrie im Gegensatz zu der Zuversicht der Verbraucher, die sich weiter verbesserte, erheblich verschlechtert. Zum Jahresende 1998 erreichte das Vertrauen der Verbraucher den höchsten Stand, der seit 1985 für diesen Indikator verzeichnet wurde, wohingegen die Zuversicht der Industrie nach einem Höchstwert im März 1998 auf einen Stand sank, der knapp unter dem langfristigen Durchschnitt dieses Indikators lag. Das Ausmaß und die Dauer des jüngsten Auseinanderlaufens der Indikatoren für das Verbraucher- und Industrievertrauen sind äußerst ungewöhnlich. Diese beiden Reihen waren in der Vergangenheit hoch miteinander korreliert (wobei die Zuversicht der Industrie dem Indikator für das Verbrauchervertrauen tendenziell leicht vorauslief, wengleich lediglich um ein bis zwei Monate).

Die Indikatoren für die Zuversicht der Verbraucher wie auch der Industrie werden gewonnen, indem aus Antworten auf eine Reihe von Fragen, die Privathaushalten bzw. Unternehmen gestellt wurden, ein Durchschnitt gebildet wird. Der Vertrauensindikator für die Verbraucher faßt Antworten auf insgesamt fünf Fragen zusammen, nämlich zwei Fragen zur finanziellen Situation während der vergangenen und der kommenden zwölf Monate, zwei weitere Fragen zur wirtschaftlichen Situation während der vergangenen und der kommenden zwölf Monate sowie eine Frage zur Einstellung der privaten Haushalten zu größeren Anschaffungen. Der Indikator für das Vertrauen der Industrie stellt einen Durchschnitt der Antworten auf Fragen zu Produktionserwartungen, Auftragsbeständen und (mit umgekehrten Vorzeichen) Fertigwarenlagern dar. Die Analyse der Antworten auf die einzelnen Fragen, die zur Ermittlung der Indikatoren für das Vertrauen der Verbraucher und der Industrie herangezogen werden, läßt nicht darauf schließen, daß es spezifische Probleme oder Eigenheiten bei einer der beiden zusammenfassenden Reihen gibt. Im allgemeinen geht die Entwicklung beider Indikatoren in Richtung einer sinkenden oder steigenden Zuversicht weitgehend mit einem entsprechenden Verlauf der verschiedenen zugrunde liegenden Komponenten einher. Auch die

Vertrauensindikatoren und reales BIP im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; für das BIP: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission und Eurostat.

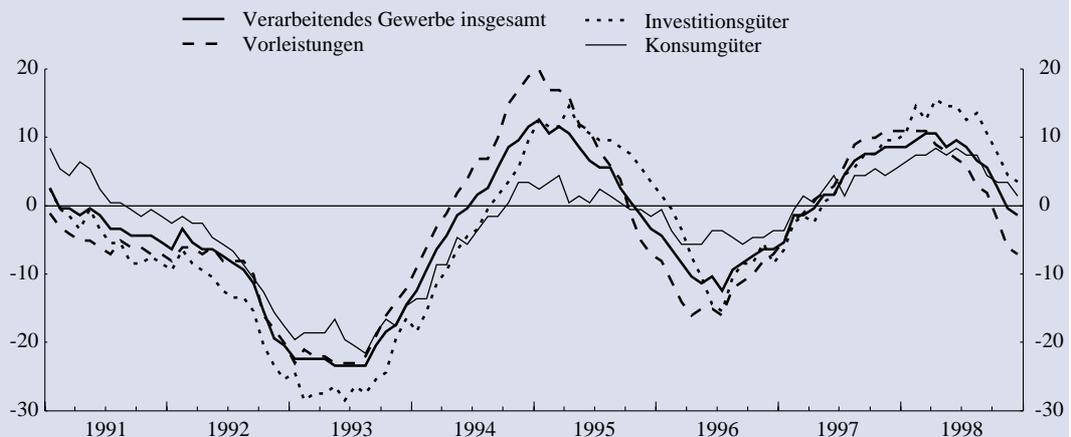
Anmerkung: Für weitere Informationen zu den verwendeten Daten wird auf die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht verwiesen. Alle Daten sind saisonbereinigt. Die ausgewiesenen Daten aus den Branchen- und Verbraucherumfragen stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

verfügbaren nationalen Vertrauensindikatoren bestätigen die Umfragedaten der Europäischen Kommission weitgehend und widersprechen ihnen nicht etwa.

Die Entwicklung der Zuversicht der Verbraucher und der Industrie scheint den Trends in der Realwirtschaft relativ eng zu folgen (siehe Abbildung unten). Die Zuversicht der Industrie steht in engem Zusammenhang mit dem BIP (sowie mit der Industrieproduktion; siehe hierzu Abbildung 9 im Haupttext), während die Zuversicht der Verbraucher mit dem BIP (und, wenngleich in einem geringeren Ausmaß, mit dem Privaten Verbrauch) zusammenhängt. Es ist jedoch schwieriger, genaue Aussagen darüber zu machen, inwieweit die Reihen verlässliche und wertvolle Vorabinformationen über die Entwicklung der realen Konjunktur liefern. Im allgemeinen scheinen die verschiedenen Indikatoren gegenüber der Konjunkturalentwicklung nur einen geringen Vorlauf zu haben oder sich sogar zeitgleich mit ihnen zu bewegen. Da die Daten über die Zuversicht der Verbraucher und der Industrie aber früher vorliegen als die Ist-Daten über die branchenspezifische Konjunktur oder das BIP, können die aus den Umfragen gewonnenen Erkenntnisse als recht wertvoll betrachtet werden, selbst wenn die Reihen überwiegend als gleichlaufende Indikatoren anzusehen sind. Eine Analyse der Wendepunkte der Produktion ergibt zudem Anzeichen dafür, daß die Vorlaufeigenschaften für die konjunkturelle Entwicklung variabel sind (wobei die Bestimmung von Wendepunkten ihrerseits nicht zweifelsfrei möglich ist). Dies alles legt den Schluß nahe, daß eine mechanistische Interpretation dieser Indikatoren zu vermeiden ist.

Vertrauensindikator der Industrie nach Branchen im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; saisonbereinigt)



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

Anmerkung: Die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

Neben den aggregierten Zahlen zur Zuversicht der Industrie veröffentlicht die Europäische Kommission auch eine detaillierte, branchenspezifische Aufgliederung der Ergebnisse der Industrielumfrage. Die untenstehende Abbildung zeigt die Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt und in drei breitgefaßten Abgrenzungen: Vorleistungen, Investitions- sowie Konsumgüter. Betrachtet man den Zeitraum ab März 1998, so scheint es, daß die Zuversicht im Vorleistungssektor am stärksten abgenommen hat. Wenngleich in allen Branchen ein Rückgang zu verzeichnen ist, so ist der Rückgang der Zuversicht im Vorleistungssektor doch viel größer ausgefallen als im Investitionsgütersektor, während die Abnahme der Zuversicht im Konsumgütersektor, der weniger von Schwankungen betroffen zu sein scheint, deutlich geringer war. Teilweise entspricht dies den Ist-Daten zur Industrieproduktion, denn die Daten für den Vorleistungssektor zeigen, daß sich das Wachstum der Produktion in diesem Sektor im Laufe des vergangenen Jahres am meisten abgeschwächt hat und daß die Produktion seit dem Frühjahr weitgehend unverändert geblieben ist.

Ferner scheint die Entwicklung der Indikatoren für das Verbraucher- und Industrievertrauen weitgehend mit der bisherigen wirtschaftlichen Entwicklung übereinzustimmen. Der Private Verbrauch war im Jahresverlauf

1998 recht kräftig, doch die Industrieproduktion hat sich im Gefolge des sich verschlechternden außenwirtschaftlichen Umfelds und der zunehmenden Unsicherheit über die Weltwirtschaftslage abgeschwächt. Es ist durchaus sinnvoll anzunehmen, daß sich die derzeitige Scherenbewegung der Indikatoren für das Vertrauen der Verbraucher und der Industrie nicht fortsetzen kann. Es gibt jedoch zwei Möglichkeiten, wie die Divergenz verringert werden kann. Erstens könnte die geringe Zuversicht der Industrie, insbesondere im Vorleistungssektor, auf andere Branchen übergreifen und damit die Investitionstätigkeit und die Beschäftigung beeinträchtigen sowie zu einem schwächeren Privaten Verbrauch führen. Zur Zeit gibt es jedoch kaum Anzeichen dafür, daß dies eingetreten ist. Die zweite Möglichkeit ist, daß - sofern sich das außenwirtschaftliche Umfeld nicht weiter verschlechtert - anhaltend kräftiges Wachstum des Privaten Verbrauchs und eine weiter steigende Zuversicht der Verbraucher, gestützt durch einen weiteren Anstieg der Beschäftigung, zu einer allmählichen Steigerung der Zuversicht in der Industrie und der Produktion führen. Dies würde einer gemäßigeren Abschwächung des Produktionszuwachses um die Jahreswende herum entsprechen.

Rückgang im letzten Quartal des Jahres praktisch ganz zum Stillstand gekommen zu sein. Darauf lassen auch die absoluten Arbeitslosenzahlen schließen. Zwar sank die Zahl der Arbeitslosen im Laufe des Jahres 1998 um mehr als 900 000, jedoch war bei der saisonbereinigten Zahl der Arbeitslosen im Dezember 1998 so gut wie kein Rückgang festzustellen. Die Zahl der Arbeitslosen im Alter von unter 25 Jahren scheint weiter abzunehmen, möglicherweise auch aufgrund neuer öffentlicher Programme, die in einer Reihe von Ländern auf diese Gruppe abzielen. Dagegen sind bei der großen Gruppe der Arbeitslosen im Alter von mehr als 25 Jahren keine Fortschritte zu verzeichnen; dies könnte ein Indiz dafür sein, daß bei den gegenwärtigen Strukturen und institutionellen Regelungen auf den Arbeitsmärkten selbst stetige Wachstumsraten der Produktion in der Größenordnung, wie sie in den letzten Quartalen zu beobachten waren, möglicherweise nicht für eine durchgreifende Verringerung der Arbeitslosigkeit ausreichen. Darüber hinaus deuten auch die begrenzten Angaben zu den offenen Stellen, die den nationalen Statistiken entnommen werden können, darauf hin, daß sich die Nachfrage nach Arbeitskräften seit dem dritten Quartal 1998 abgeschwächt hat.

Bei der Beschäftigungsentwicklung gibt es nunmehr offenbar Anzeichen dafür, daß sich die Schaffung von Arbeitsplätzen in den Sek-

toren, die von globalen Entwicklungen primär betroffen sind, verlangsamt. Im Quartalsvergleich hat sich das Beschäftigungswachstum insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal 1998 deutlich abgeschwächt, nämlich auf 0,3 % (revidiert von 0,4 %) gegenüber 1,2 % bzw. 0,8 % im ersten bzw. zweiten Quartal. Dagegen scheint sich der starke Nettozuwachs an Arbeitsplätzen in den stärker binnenwirtschaftlich orientierten Wirtschaftssektoren vermutlich infolge des anhaltend hohen Privaten Verbrauchs vor dem Hintergrund einer großen Zuversicht der Verbraucher bis zum dritten Quartal fortgesetzt zu haben. Insgesamt scheint der Zuwachs bei der Beschäftigung insgesamt im dritten Quartal 1998 konstant geblieben zu sein - wenngleich die Jahresrate leicht von 1,4 % auf 1,3 % nach unten korrigiert wurde - und im Quartalsvergleich das gleiche Tempo aufzuweisen wie in den ersten beiden Quartalen. Somit dürfte die Beschäftigung 1998 um mehr als 1 % zugenommen haben. Angesichts der jüngsten Indikatoren für die Wirtschaftslage ist jedoch nicht zu vergessen, daß sich tatsächliche und erwartete wirtschaftliche Entwicklungen in der Regel mit zeitlicher Verzögerung in der Beschäftigung niederschlagen. Daher würden sich Veränderungen im tatsächlichen oder voraussichtlichen Tempo des Wirtschaftswachstums erst mit einer gewissen Verzögerung auf die Beschäftigungsentwicklung auswirken.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Moderate Abschwächung des Euro

Seit dem ersten Handelstag des Euro am 4. Januar 1999 war die Entwicklung an den Devisenmärkten vor allem durch die allmähliche Festigung des US-Dollar und des Pfund Sterling gegenüber dem Euro und die beträchtliche Volatilität des japanischen Yen gegenüber anderen wichtigen Währungen gekennzeichnet. Besondere Ereignisse, wie beispielsweise der von der brasilianischen Regierung Mitte Januar gefaßte Beschluß zur Freigabe des Real, der bis zum Monatsende gegenüber dem US-Dollar rund 40 % an Wert verloren hatte, hatten nur begrenzte Auswirkungen auf die Entwicklung an den Devisenmärkten in bezug auf die Währungen sowohl der Industrie- als auch der Schwellenländer.

Der Euro schwächte sich im Verlauf des Januar 1999 gegenüber dem US-Dollar um rund 3 ½ % ab und notierte am Monatsende bei 1,14 USD, verglichen mit 1,18 USD am

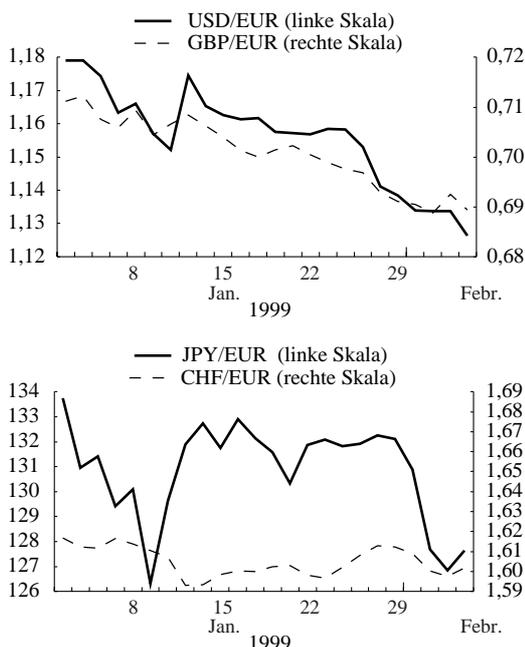
4. Januar. Diese Entwicklung könnte die allgemeine Festigung des US-Dollar vor dem Hintergrund zahlreicher Hinweise auf ein unerwartet kräftiges Wachstum der US-Wirtschaft und eine Fortsetzung des gedämpften Preisauftriebs widerspiegeln. So zeigte sich die amerikanische Wirtschaft angesichts eines insgesamt ungünstigen internationalen Umfelds bemerkenswert robust, und das reale BIP wuchs - begünstigt durch einen kräftigen Privaten Verbrauch und eine lebhaftere Exporttätigkeit - im vierten Quartal 1998 auf Jahresrate hochgerechnet um 5,6 % und im Jahresergebnis 1998 um 3,9 %. Zudem scheinen - ungeachtet der möglichen negativen Auswirkungen der Krise in Brasilien auf die Konjunktur - zahlreiche Indikatoren der Inlandsnachfrage, vorwiegend im Zusammenhang mit dem Privaten Verbrauch, darauf hinzudeuten, daß sich diese Entwicklung auch in den ersten Monaten des laufenden Jahres fortsetzen wird. Darüber hinaus sind trotz der historisch niedrigen Arbeitslosenquote von 4,3 % im Dezember 1998 keine Anzeichen für einen unmittelbar bevorstehenden Preisauftrieb zu erkennen. Vor diesem Hintergrund hat sich die Anfang 1999 zu beobachtende Stärke des US-Dollar auch in den ersten Februartagen fortgesetzt. Am 4. Februar 1999, d. h. dem Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken, notierte der Euro bei 1,13 USD.

Nach einem äußerst volatilen Verlauf im Januar lag der Wechselkurs des Euro gegenüber dem japanischen Yen am Monatsende mit 132 JPY wieder in der Nähe seines Ausgangsniveaus. Diese Volatilität - mit Schwankungen zwischen 126 JPY und 134 JPY - stand vor allem im Zusammenhang mit den Sorgen um die Auswirkungen des wachsenden Haushaltsdefizits in Japan auf die Finanzmärkte und reflektierte die Tatsache, daß die grundlegenden Perspektiven der japanischen Wirtschaft weiterhin gemischt blieben. Obwohl die im April 1998 eingeführten Konjunkturprogramme mittlerweile Wirkung zu zeigen scheinen, ist die private Nachfrage - sowohl in bezug auf Investitionen als auch den Ver-

Abbildung 10

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)

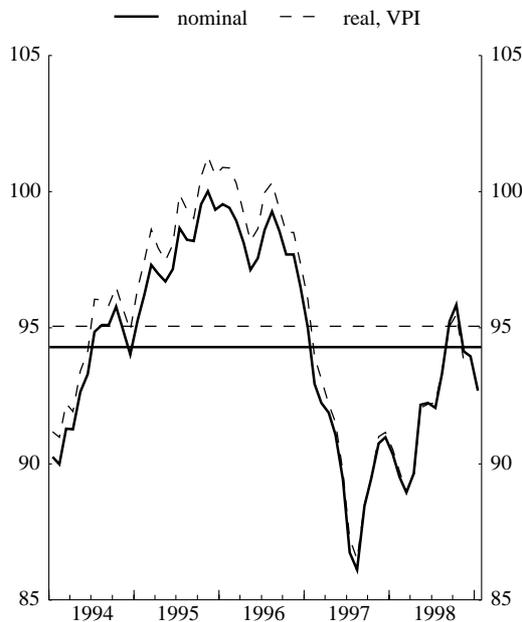


Quelle: EZB.

Abbildung 1

Effektive Wechselkurse des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte, Index 1990 = 100)



Quelle: BIZ.

1) Angaben nach Berechnungen der BIZ; zu Informationen über die Berechnungsmethoden siehe Tabelle 10 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht. Ein Anstieg des Index bedeutet eine Währungsaufwertung für das Euro-Währungsgebiet. Die horizontalen Linien geben die Durchschnittswerte für den dargestellten Zeitraum an.

brauch - nach wie vor schwach. Am 4. Februar 1999 notierte der Euro mit 128 JPY.

Gegenüber dem Pfund Sterling schwächte sich der Euro von 0,71 GBP am 4. Januar 1999 auf 0,69 GBP am 28. Januar ab, wobei sich das

Pfund Sterling nahezu parallel zum US-Dollar bewegte. Gegenüber dem Schweizer Franken notierte der Euro am Monatsende in der Nähe seines Anfangswerts von 1,62 CHF. Am Ende des Berichtszeitraums notierte der Euro bei 0,69 GBP bzw. 1,60 CHF.

Betrachtet man den nominalen Außenwert, d. h. berechnet auf Basis des mit den Außenhandelsanteilen gewogenen Index der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), schwächte sich der Euro im Zeitraum vom 4. Januar bis 4. Februar 1999 um 3,7 % ab, worin sich insbesondere die Entwicklung gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling widerspiegelte. Verglichen mit dem Durchschnittsstand der ersten Handelswoche des Euro - der ein besserer Orientierungspunkt als die Notierung am ersten Handelstag des Euro sein dürfte - gab der Euro bis Anfang Februar 1999 effektiv um 2,9 % nach. Bei mittelfristiger Betrachtung deuten die jüngsten Entwicklungen darauf hin, daß sowohl der nominale als auch der reale effektive Wechselkurs (ermittelt durch Deflationierung mit den entsprechenden VPIs) schätzungsweise leicht unter seinem jeweiligen längerfristigen Durchschnittswert liegt.

Kumulierter Handelsbilanzüberschuß leicht zurückgegangen

Wie bereits in der Januar-Ausgabe dieses Monatsberichts erwähnt, stehen bislang nur wenige zuverlässige Statistiken für die Entwick-

Tabelle 4

Außenhandel des Euro-Währungsgebiets

	1996	1997	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Sept.	Okt.
Ausfuhren											
Mrd ECU	667,8	761,9	170,2	191,6	193,5	206,5	193,8	203,7	194,1	65,6	68,7
Veränderung gegen Vorjahr in %	7,3	14,1	7,8	15,7	19,1	13,6	13,9	6,3	0,3	-4,1	-6,2
Einfuhren											
Mrd ECU	594,4	672,5	158,1	167,6	166,6	180,2	180,4	178,6	168,8	60,3	61,2
Veränderung gegen Vorjahr in %	5,6	13,1	6,7	13,7	17,9	14,4	14,1	6,6	1,3	-1,0	-3,7
Handelsbilanz											
Mrd ECU	73,5	89,4	12,2	24,0	26,9	26,3	13,5	25,1	25,3	5,2	7,5
Mrd ECU, kumuliert ¹⁾	73,5	89,4	12,2	36,2	63,1	89,4	13,5	38,5	63,8	63,8	71,4

Quelle: Eurostat.

1) Vom Jahresanfang bis zum angegebenen Zeitpunkt.

lung der Gesamtbilanz für das Euro-Währungsgebiet zur Verfügung. Aus diesem Grund werden hier, bis zu einem späteren Zeitpunkt im laufenden Jahr, lediglich die von Eurostat erstellten Außenhandelsbilanzzahlen kommentiert. Diesen Angaben liegen die Bruttoergebnisse für Ein- und Ausfuhren zwischen dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt zugrunde, ausschließlich des Binnenhandels des Euro-Währungsgebiets.

Im Oktober 1998 (dem letzten Monat, für den Daten verfügbar sind) belief sich der Außenhandelsüberschuß für das Euro-Währungsgebiet auf 7,5 Mrd ECU, d. h. 2,2 Mrd ECU weniger als im entsprechenden Monat des Vorjahrs. Der Rückgang beim Überschuß im Warenhandel war vor allem auf das anhal-

tend schwache Exportgeschäft zurückzuführen, das zunehmend von der Eintrübung des internationalen Umfelds betroffen wurde. Im Vergleich zum Stand zwölf Monate zuvor sanken die Exporte im Oktober - dem zweiten aufeinanderfolgenden Monat, in dem 1998 eine negative Wachstumsrate verzeichnet wurde - um 6,2 %. Der Wert der Importe, der sich schon im September verringert hatte, ging im Oktober infolge der nachgebenden Öl- und Rohstoffpreise noch stärker als im September zurück (-3,7 % gegenüber Oktober 1997). In den ersten zehn Monaten des Jahres 1998 erreichte der kumulierte Handelsbilanzüberschuß 71,4 Mrd ECU, also 1,5 Mrd ECU weniger als im entsprechenden Zeitraum 1997.

Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems

Vorrangiges Ziel des Eurosystems, das aus der Europäischen Zentralbank und den nationalen Zentralbanken (NZBen) der elf Mitgliedstaaten besteht, die den Euro eingeführt haben, ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Da eine weitgehende Übereinstimmung darüber besteht, daß die Preisniveaumentwicklung mittel- bis langfristig ein monetäres Phänomen ist, kann die Entwicklung der vom Publikum gehaltenen Geldmenge nützliche Informationen über die zukünftige Preisentwicklung liefern und somit einen wichtigen Kompaß für die Durchführung der Geldpolitik darstellen. Darüber hinaus kann die Analyse der monetären Aggregate einen Beitrag zur grundsätzlichen Beurteilung der Entwicklung des Finanzsystems und der Konjunktur im allgemeinen leisten.

Ein monetäres Aggregat kann definiert werden als die Summe des Bargeldumlaufs zuzüglich der ausstehenden Beträge bestimmter Verbindlichkeiten von Finanzinstituten, die einen hohen „Geldgrad“ oder eine hohe Liquidität im weitesten Sinne aufweisen. Das Eurosystem hat eine eng gefaßte (M1), eine „mittlere“ (M2) und eine weit gefaßte Geldmenge (M3) definiert. Diese Aggregate unterscheiden sich hinsichtlich des Geldgrads der darin einbezogenen Aktiva. Nach der Analyse der EZB und ihres Vorläufers, des Europäischen Währungsinstituts, sind weit gefaßte monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet kurzfristig möglicherweise weniger steuerbar, haben jedoch günstigere Eigenschaften als eng gefaßte Aggregate in bezug auf ihre Stabilität und ihren Informationsgehalt hinsichtlich der mittelfristigen Preisentwicklung. Für die geldpolitische Strategie des Eurosystems ist die Ermittlung eines monetären Aggregats erforderlich, das mittelfristig einen stabilen und zuverlässigen Inflationsindikator darstellt. Daher hat der EZB-Rat beschlossen, dem Geldmengenaggregat M3 durch Bekanntgabe eines Referenzwerts für seine Jahreswachstumsrate eine herausragende Rolle in der geldpolitischen Strategie zuzuweisen.

I Die Bedeutung monetärer Aggregate

Der Informationsgehalt monetärer Aggregate

Vorrangiges Ziel des Eurosystems ist die Gewährleistung der Preisstabilität. Die Geldpolitik kann jedoch die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet nicht direkt steuern, sondern muß über einen komplexen Transmissionsprozeß wirken. Dieser Prozeß umfaßt gewöhnlich das Finanzsystem, die Finanzmärkte und die Realwirtschaft. Er ist gekennzeichnet durch verschiedene monetäre Transmissionskanäle mit unterschiedlich großen und nicht genau vorhersagbaren Wirkungsverzögerungen zwischen monetären Instrumenten und der Preisentwicklung. Folglich muß die Geldpolitik die Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung analysieren und genau beurteilen, wann und wie stark sich geldpolitische Maßnahmen auf die zukünftigen Preise auswirken. Dazu analysieren und beobachten die Zentralbanken eine Reihe monetärer, finanzieller und sonstiger wirtschaftlicher Indikatoren, mit deren Hilfe eine genauere Beurteilung des wirtschaftlichen Umfelds, der Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung

und der Wirkungen geldpolitischer Maßnahmen erfolgen kann.

Unter den hierfür zweckdienlichen Variablen spielt die Geldmenge eine Schlüsselrolle. Daher hat der EZB-Rat beschlossen, der Geldmenge eine herausragende Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems zuzuweisen. Dieser Rolle wurde mit Bekanntgabe eines Referenzwerts für das Wachstum eines breiten monetären Aggregats durch den EZB-Rat im Dezember 1998 Ausdruck verliehen (siehe Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im EZB-Monatsbericht vom Januar 1999).

Die Geldmengenentwicklung kann nützliche Informationen über die zukünftige Preisentwicklung liefern und somit einen wichtigen Kompaß für die Durchführung der Geldpolitik darstellen. Auf der Grundlage hinreichender empirischer Evidenz besteht eine weitgehende Übereinstimmung darüber, daß die Preisniveaumentwicklung mittel- bis langfristig ein monetäres Phänomen ist. Vor allem sind Preissteigerungen in der Regel eng verknüpft mit Wachstumsraten der

Geldmenge, die über die mittelfristigen realen Wachstumsmöglichkeiten der Wirtschaft hinausgehen. Die Erfahrungen europäischer und anderer Zentralbanken zeigen überdies, daß eine eingehende Analyse der monetären Aggregate und der darin enthaltenen Informationen für eine erfolgreiche Geldpolitik wichtig ist.

Abgesehen von den Informationen, die sie über die zukünftige Preisentwicklung liefern, spielen solche Untersuchungen auch eine wichtige Rolle bei der allgemeinen Beurteilung der Wirtschaftslage. Monetäre Aggregate - und ihre Gegenposten - werden in der Regel durch Meßgrößen für die Konjunktur und das gesamtwirtschaftliche Vermögen sowie durch Zinssätze bzw. deren Spreads bestimmt. Da die Reaktion monetärer Aggregate auf spezifische Schocks möglicherweise von der Zusammensetzung ihrer Aktiva abhängt, kann eine Analyse verschiedener Geldmengenaggregate zu einem besseren Verständnis der Entwicklungen im Bankensektor, der Finanzmärkte und der Wirtschaft im allgemeinen beitragen. Durch die Beobachtung der monetären Entwicklung kann die Art der Schocks, von denen die Wirtschaft betroffen ist, leichter identifiziert und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung somit besser beurteilt werden.

Zwar enthalten breite monetäre Aggregate in der Regel Informationen über die mittel- bis langfristige Preisentwicklung, jedoch kann dieser Zusammenhang durch eine Vielzahl von Sonderfaktoren kurzfristig verzerrt werden. Die Entwicklung der Geldmenge gegenüber dem jeweiligen Vormonat gibt keinen klaren und eindeutigen Hinweis auf die zukünftige Preisentwicklung. Solche Verzerrungen können aus Schocks resultieren, die die Geldnachfrage beeinflussen, z. B. institutionelle Änderungen im Bankensystem, Finanzinnovationen, Änderungen im Bereich der Steuern und der Mindestreserverpflicht oder bei der Verwendung der Währung in anderen Ländern. Es ist daher wichtig, soweit wie möglich zwischen Veränderungen der monetären Aggregate, die durch Sonderfaktoren verursacht wurden, und solchen Veränderungen, die Risiken für die Preisstabilität anzeigen, zu unterscheiden. Die Vorläufeigenschaften der Geldmenge in bezug auf die Preis-

entwicklung können auch kurzfristig durch Schocks beeinträchtigt werden, die sich direkt auf das Preisniveau auswirken und beispielsweise von Änderungen bei den indirekten Steuern oder geregelten Preisen bzw. von Rohstoffpreisschocks herrühren.

Vor diesem Hintergrund sind moderne Analysemethoden und eine profunde Kenntnis der wirtschaftlichen und institutionellen Faktoren, die auf kurze Sicht Auswirkungen auf das Verhältnis zwischen Geldmenge, realer Konjunktur, Zinssätzen und Preisen haben können, als Grundlage für die Analyse der monetären Aggregate unabdingbar. Dadurch können Zentralbanken Verzerrungen beurteilen und abschätzen und den Informationsgehalt der monetären Aggregate am effektivsten nutzen.

Die Rolle der Zentralbanken

Neben der empirischen Feststellung, daß die Geldmenge eng mit der mittelfristigen Preisentwicklung verbunden ist, weisen auch konzeptionelle und institutionelle Überlegungen darauf hin, wie wichtig die Beobachtung der Geldmengenentwicklung für das Eurosystem ist. Zentralbanken sind Institute, die Geld in liquidester Form, d. h. Bargeld und von Kreditinstituten gehaltene Zentralbankeinlagen, schaffen. In dieser Hinsicht genießen die Zentralbanken eine Monopolstellung. Dieses Zentralbankgeld, das sogenannte „Basisgeld“, ist das einzige Aktivum, das gleichzeitig eine Zahlungs- und eine Abwicklungsfunktion erfüllt. Das Eurosystem hat nicht nur das alleinige Recht zur Ausgabe von Banknoten, die im Euro-Währungsgebiet als gesetzliches Zahlungsmittel gelten. Es kann auch von Kreditinstituten die Unterhaltung von Mindestreserven verlangen, was wiederum zu einer zusätzlichen Nachfrage nach Zentralbankgeld seitens des Finanzsektors führt.

Zentralbanken können aufgrund ihrer Monopolstellung auf der Angebotsseite den Preis (bzw. die Opportunitätskosten) für die Haltung von Basisgeld, nämlich den kurzfristigen Marktzins, festsetzen. Dies geschieht, indem Kreditinstituten Liquidität in Form von Basisgeld zu grundsätzlich festgelegten Zinssätzen zur Verfü-

gung gestellt wird. Die Bildung von Bankeinlagen und Schaffung anderer monetärer Instrumente ist wiederum verbunden mit der Verfügbarkeit von Zentralbankgeld und der Höhe der Leitzinsen. Durch den Bedarf an Zentralbankgeld verfügt das Eurosystem auf diesem Wege über einen Hebel zur Beeinflussung der Geldmengenexpansion insgesamt.

Basisgeld ist jedoch auf kurze Sicht sehr schwankungsanfällig und kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Preisentwicklung. Das Hauptaugenmerk der Geldpolitik liegt daher üblicherweise auf breiteren Aggregaten. Im Falle des Euro-Währungsgebiets bestehen diese aus dem Bargeldumlauf und bestimmten Verbindlichkeiten Monetärer Finanzinstitute (MFIs; siehe Kasten I).

Kasten I

Monetäre Finanzinstitute (MFIs)

Das Konzept der Monetären Finanzinstitute (MFIs) wurde vom Europäischen Währungsinstitut (EWI) in Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken (NZBen) im Rahmen der Vorbereitungen auf die einheitliche Geldpolitik entwickelt. MFIs umfassen drei Hauptgruppen von Instituten: erstens die Zentralbanken; zweitens gebietsansässige Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts. Letztere sind definiert als „ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums (einschließlich der Erlöse aus dem Verkauf von Bankschuldverschreibungen an das Publikum) entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung zu gewähren“. Die dritte Gruppe besteht aus allen sonstigen gebietsansässigen Finanzinstituten, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapieren zu investieren. Zu dieser Gruppe gehören hauptsächlich Geldmarktfonds.

Zur Identifizierung der dritten Gruppe von MFIs hat das ESZB in bezug auf die Liquiditätsmerkmale den Begriff „Einlagensubstitute im engeren Sinne“ definiert. In dieser Definition sind die Gesichtspunkte der Übertragbarkeit, Konvertibilität, Sicherheit und Marktfähigkeit berücksichtigt, wie auch gegebenenfalls die Emissionsbedingungen. Konkret wird „Einlagensubstituierbarkeit im engeren Sinne“ anhand folgender Kriterien beurteilt:

- „Übertragbarkeit“ - bezieht sich auf die Möglichkeit, in Finanzinstrumenten angelegte Gelder unter Nutzung von Zahlungsmöglichkeiten wie z. B. Schecks, Überweisungsaufträge, Lastschriftverkehr oder ähnliches zu mobilisieren.
- „Konvertibilität“ - bezieht sich auf die Möglichkeit und die Kosten der Umwandlung von Finanzinstrumenten in Bargeld oder übertragbare Einlagen.
- „Sicherheit“ - bedeutet, daß der Veräußerungswert eines Finanzinstruments in der jeweiligen Währung im voraus genau bekannt ist.
- „Marktfähigkeit“ - bezieht sich auf regelmäßig auf einem organisierten Markt notierte und gehandelte Wertpapiere.

Das Eurosystem erstellt und führt für statistische Zwecke ein Verzeichnis von MFIs. Der Kreis der MFIs bildet den tatsächlichen Berichtskreis für die Aufstellung der Konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors für das Euro-Währungsgebiet. Die NZBen dürfen jedoch für kleine MFIs Ausnahmeregelungen treffen, vorausgesetzt, daß die MFIs, die in die monatliche Konsolidierte Bilanz aufgenommen werden, mindestens 95 % der gesamten MFI-Bilanz des jeweiligen teilnehmenden Mitgliedstaates ausmachen.

2 Abgrenzung der monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet

Die Grundlage für die Abgrenzung der monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet bildet die Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors (siehe Tabelle I). Im allgemeinen ist die geeignete Definition eines monetären Aggregats weitgehend abhängig von dem Zweck, den das gewählte Aggregat erfüllen soll. Da viele unterschiedliche Finanzwerte substituierbar sind und sich Finanzaktiva, Transaktionen und Zahlungsmittel in ihrer Art und ihren Merkmalen im Zeitablauf ändern, ist es nicht immer klar, wie die Geldmenge definiert werden sollte und welche Vermögenswerte einer bestimmten Abgrenzung der Geldmenge zugeordnet werden sollten. Aus diesen Gründen definieren und überwachen Zentralbanken gewöhnlich mehrere monetäre Aggregate. Diese reichen von sehr eng gefaßten Aggregaten wie z. B. Zentralbankgeld oder Basisgeld, welches Bargeld (d. h. Banknoten und Münzen) und Zentralbankeinlagen umfaßt, bis zu weiter gefaßten Aggregaten, die Bargeld, Bankeinlagen und bestimmte Arten von Wertpapieren enthalten.

Bei der Abgrenzung der Geldmenge spielen sowohl die mikroökonomische Sichtweise des einzelnen Geldhalters als auch die empirischen Ei-

genschaften monetärer Aggregate, die sich aus dem kollektiven Verhalten der Geldhalter ergeben, eine Rolle.

Mikroökonomische Kriterien

Geld erfüllt in der Wirtschaft drei Funktionen. Es dient als Tauschmittel, als Recheneinheit und als Wertaufbewahrungsmittel. Als Tauschmittel erleichtert Geld durch Senkung der Informations- und Transaktionskosten den Austausch von Waren und Dienstleistungen. Als Recheneinheit für wirtschaftliche Transaktionen erleichtert Geld den Wirtschaftssubjekten den Zugriff auf Informationen über die Preisrelationen verschiedener Waren. Als Wertaufbewahrungsmittel wird Geld auch zu Sparzwecken gehalten (obgleich der Großteil der Ersparnisse in Form anderer, d. h. nicht-monetärer Vermögenswerte gehalten wird). Geld kann diese Funktionen nur dann optimal erfüllen, wenn die Preise stabil sind. Somit wird der Teil des Vermögens, der von den Wirtschaftssubjekten in Form von monetären Aktiva gehalten wird, und folglich die Geldnachfrage, durch Preisstabilität grundsätzlich erhöht.

Tabelle I

Schematische Darstellung der Konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors für das Euro-Währungsgebiet ¹⁾

Forderungen	Verbindlichkeiten
1. Kredite	1. Bargeldumlauf
2. Wertpapiere ohne Aktien	2. Einlagen von Zentralregierungen
3. Aktien und sonstige Dividendenwerte	3. Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet
4. Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	4. Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere
5. Sachanlagen	5. Begebene Schuldverschreibungen
6. Sonstige Aktivpositionen	6. Kapital und Rücklagen
	7. Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets
	8. Sonstige Passivpositionen

¹⁾ Eine detaillierte Beschreibung der Instrumentenkategorien findet sich in Anhang 4 der EZB-Publikation „Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB“ vom September 1998.

Je besser ein bestimmter Vermögenswert die Funktionen erfüllt, die üblicherweise das Bargeld ausübt, desto höher ist sein „Geldgrad“. Dieser wird im allgemeinen am Grad der Liquidität (im weiten Sinne) des jeweiligen Vermögenswertes gemessen. Je niedriger die Transaktionskosten (z. B. Gebühren, Steuern und unter bestimmten Umständen Strafzinsen), die bei einer Zahlung auf der Grundlage der im Vermögenswert verankerten Kaufkraft anfallen, und je stabiler der Nennbetrag des Vermögenswertes im Zeitablauf, desto höher ist in der Regel seine Liquidität. So haben beispielsweise täglich fällige Einlagen einen sehr hohen Geldgrad. Aktien und Immobilien sind dagegen geldferne Aktiva.

Würde jedoch nur ein eng gefaßtes monetäres Aggregat beobachtet, so liefen die Zentralbanken Gefahr, bei der Analyse der Geldmengenentwicklung geldnahe Substitute, z. B. kurzfristige Spareinlagen, außer Acht zu lassen. Andererseits wird eine weiter gefaßte Abgrenzung der Geldmenge der Funktion des Geldes als Tauschmittel möglicherweise nicht in gleichem Maße gerecht.

Makroökonomische Kriterien

Welche monetären Aggregate eine enge Beziehung zu wichtigen makroökonomischen Größen, insbesondere zum Preisniveau und zu den von der Geldpolitik stark beeinflussten Zinssätzen, aufweisen, muß empirisch festgestellt werden. Dabei können drei Hauptkriterien unterschieden werden:

- *Stabilität* der Geldnachfrage ist gegeben, wenn die Höhe der Geldbestände in einem stabilen Zusammenhang zum Preisniveau steht, so daß eine Zentralbank beurteilen kann, welche Rate des Geldmengenwachstums mit Preisstabilität vereinbar ist. Üblicherweise wird dazu die Stabilität einer Geldnachfragebeziehung untersucht, in der die Geldmenge zu Preisniveau und anderen makroökonomischen Größen, insbesondere zu Realeinkommen und Zinssätzen, in Beziehung gesetzt wird. Dabei ist es sinnvoll, zwischen langfristiger und kurzfristiger Stabilität der Geldnachfrage zu unterscheiden.

- Die Geldmenge besitzt *Vorlaufeigenschaften*, wenn das monetäre Aggregat Informationen enthält, die für die Vorhersage des künftigen Preisniveaus, wenn sich die zeitlich verzögerten Wirkungen entfaltet haben, von Nutzen sind.
- *Kontrollierbarkeit* eines monetären Aggregats ist gegeben, wenn seine Wachstumsrate auf kurze Sicht von der Zentralbank mit Hilfe geldpolitischer Instrumente gesteuert werden kann. Steuerbarkeit ist besonders wichtig, wenn die Zentralbank ein Ziel für das Geldmengenwachstum bekanntgibt, an dem sie gemessen werden möchte.

Breite Aggregate weisen in der Regel eine höhere Stabilität und bessere Vorlaufeigenschaften auf als eng gefaßte Aggregate. Hauptgrund dafür ist, daß sie von der Substitution zwischen verschiedenen MFI-Verbindlichkeiten weniger stark beeinflußt werden. Eng gefaßte Aggregate scheinen dagegen über die Notenbankzinsen auf kurze Sicht leichter kontrollierbar zu sein als breite Aggregate. Der Grund liegt darin, daß viele Komponenten der eng gefaßten Geldmenge nicht zu geldmarktnahen Sätzen verzinst werden. Diese Aktiva sind bei einem Anstieg der kurzfristigen Zinsen für Anleger daher weniger attraktiv, wodurch die Nachfrage nach Geld im eng gefaßten Sinne sinkt. Weit abgegrenzte Geldmengenaggregate sind hingegen kurzfristig weniger kontrollierbar, da viele ihrer Komponenten zu geldmarktnahen Sätzen verzinst werden, wodurch die Nachfrage danach auf kurze Sicht relativ zinsunelastisch ist.

Die Definition der EZB für die monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet

Die Definition der EZB für die monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet stützt sich auf:

- (1) Eine harmonisierte Abgrenzung des *Geldschöpfungssektors*. Dieser besteht aus den Stellen, die Verbindlichkeiten mit einem hohen Geldgrad an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Zentralregierung)

Kasten 2

Harmonisierung monetärer Aggregate im Euro-Währungsgebiet

Das Berichtsschema für monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet wurde vom EWI und der EZB in Zusammenarbeit mit den NZBen der Europäischen Union in zwei grundlegenden Phasen harmonisiert.

Erste Phase

Anfang der 90er Jahre erarbeitete der Ausschuß der Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft eine Reihe von Harmonisierungsvorschlägen für nationale monetäre Aggregate in den EU-Ländern, und zwar im wesentlichen auf der Grundlage des Geldgrads der bestehenden nationalen Instrumentenkategorien. Dieser pragmatische Ansatz brachte jedoch einige Nachteile mit sich. Insbesondere wurde wegen der Heterogenität der zugrunde liegenden statistischen Abgrenzungen und Klassifizierungen eine Harmonisierung nur in begrenztem Maße erreicht. Des weiteren bildete die nationale Geld- und Bankenstatistik nach wie vor die Grundlage für diese Aggregate. Bei der Benennung der harmonisierten monetären Aggregate wurde der Buchstabe H an die Kennzahl angefügt, z. B. M3H, um sie von nichtharmonisierten nationalen monetären Aggregaten unterscheiden zu können.

Zweite Phase

Das EWI führte umfassende Vorbereitungsarbeiten zur Harmonisierung der Geld- und Bankenstatistiken durch, die mit der Verabschiedung der Publikation „Statistical requirements for Stage Three of Monetary Union (Implementation Package)“ im Juli 1996 ihren Abschluß fanden. Auf der Grundlage der in diesem Bericht dargelegten statistischen Anforderungen haben die NZBen eine umfassende Prüfung ihres statistischen Berichtswesens durchgeführt, um insbesondere harmonisierte Instrumenten-/Fristenkategorien sowie Sektorkategorien zur Verfügung zu stellen. Die statistischen Anforderungen wurden anschließend auf die Meldung von Auslandspositionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets ausgeweitet. Das daraus resultierende (neue) statistische System für das Euro-Währungsgebiet, das die Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors abdeckt, stützt sich auf die beiden folgenden Hauptelemente: das Verzeichnis der MFIs für statistische Zwecke (siehe Kasten 1) sowie eine detaillierte Auflistung der von den MFIs im Monats- und Vierteljahresrhythmus gemeldeten statistischen Daten. Diese statistischen Daten werden durch die NZBen gemäß den nationalen Verfahren und auf der Grundlage harmonisierter Abgrenzungen und Klassifizierungen bei den MFIs erhoben.

Um aus der Geld- und Bankenstatistik des Eurosystems eine Abgrenzung für die monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet abzuleiten, wird der Geldgrad verschiedener Forderungen (bzw. aus Sicht der MFIs Verbindlichkeiten) anhand von vier grundlegenden Kriterien (Übertragbarkeit, Konvertibilität, Laufzeit und Kündigungsfrist) unterschieden. Die Kriterien „Übertragbarkeit“ und „Konvertibilität“ sind in Kasten 1 erläutert. Bei der „Laufzeit“ erfolgt eine Differenzierung zwischen den Instrumenten nach dem Zeitraum zwischen dem Tag des Vertragsabschlusses und dem Einlösungstermin, vor dem eingelegte Gelder nur schwer umgetauscht werden können. Die „Kündigungsfrist“ entspricht der Zeit zwischen der Ankündigung des Inhabers, das Instrument einlösen zu wollen, und dem Tag, an dem der Inhaber das entsprechende Instrument in Bargeld umwandeln darf, ohne eine Strafgebühr zahlen zu müssen. Grundsätzlich gilt: Je kürzer die Laufzeit und die Kündigungsfrist, desto höher der Geldgrad einer Forderung.

Die ersten Daten aus der neuen harmonisierten Geld- und Bankenstatistik für das gesamte Euro-Währungsgebiet lagen im Sommer 1998 bei der EZB vor. Weitere Verbesserungen hinsichtlich der Gesamtqualität der monetären Statistik werden für Anfang 1999 erwartet. Laufende Verfeinerungen sollen den jüngsten Entwicklungen bei den Finanzinnovationen gesondert Rechnung tragen.

ausgeben. Er umfaßt die im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs (siehe Kasten 1).

- (2) Eine harmonisierte Abgrenzung des *Geldhaltungssektors*, der aus allen im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs (außer Zentralregierung) besteht. Neben privaten Haushalten sind darin nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Finanzinstitute, die keine MFIs sind, sowie Länder, Gemeinden und Sozialversicherungsträger eingeschlossen. Zentralregierungen bilden nach allgemeiner Auffassung einen „geldneutralen“ Sektor, mit Ausnahme der Verbindlichkeiten von Zentralregierungen mit monetärem Charakter (Konten von Postämtern, staatliche Sparkonten und Konten von Schatzämtern), die als Sonderposten in die Abgrenzung der monetären Aggregate mit einbezogen sind.
- (3) Die harmonisierten Abgrenzungen von *MFI-Verbindlichkeitenkategorien*. Dadurch können MFI-Verbindlichkeiten nach ihrem Geldgrad unterschieden (siehe Kasten 2) und dabei gleichzeitig die Besonderheiten der verschiedenen Finanzsysteme berücksichtigt werden.

Auf der Grundlage konzeptioneller Überlegungen und empirischer Studien sowie im Einklang mit internationalen Gepflogenheiten hat das Eurosystem ein eng gefaßtes (M1), ein „mittleres“ (M2) und ein weit gefaßtes Aggregat (M3) definiert. Diese Aggregate unterscheiden sich von-

einander in bezug auf den Geldgrad der einbezogenen Vermögenswerte. Tabelle 2 zeigt die Abgrenzungen der monetären Aggregate des Euro-Währungsgebiets unter Zugrundelegung der Definition der vom MFI-Sektor (siehe Tabelle 1) sowie von zum Staatssektor gehörigen Stellen (Post- und Schatzämtern) des Euro-Währungsgebiets ausgegebenen Verbindlichkeiten. Wie oben erwähnt umfassen diese Geldmengenaggregate nur Positionen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets bei MFIs im Euro-Währungsgebiet. Auf Fremdwährungen lautende liquide Forderungen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets können enge Substitute für auf Euro lautende Forderungen sein. Die Geldmengenaggregate schließen deshalb solche Forderungen mit ein, wenn sie bei MFIs im Euro-Währungsgebiet gehalten werden.

Die *eng gefaßte Geldmenge (M1)* umfaßt Bargeld, d. h. Banknoten und Münzen, sowie Guthaben, die ohne weiteres in Bargeld umgewandelt oder für bargeldlose Zahlungen eingesetzt werden können, d. h. täglich fällige Einlagen.

Die „*mittlere*“ *Geldmenge (M2)* umfaßt neben der eng gefaßten Geldmenge (M1) Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sowie Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Je nach Geldgrad können solche Einlagen in Komponenten der eng gefaßten Geldmenge umgewandelt werden; teilweise können sie jedoch Einschrän-

Tabelle 2
Abgrenzungen monetärer Aggregate im Euro-Währungsgebiet

<i>Verbindlichkeiten</i> ¹⁾	<i>M1</i>	<i>M2</i>	<i>M3</i>
Bargeldumlauf	X	X	X
Täglich fällige Einlagen	X	X	X
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren		X	X
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten		X	X
Repogeschäfte			X
Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere			X
Schuldverschreibungen bis zu 2 Jahren			X

1) *Verbindlichkeiten des Geldschöpfungssektors und Verbindlichkeiten der Zentralregierung mit monetärem Charakter in den Händen des Geldhaltungssektors.*

kungen unterliegen, wie z. B. einer Kündigungsfrist, Verzögerungen, Strafszinsen oder Gebühren. In der Abgrenzung von M2 kommt der besondere Nutzen der Analyse und Beobachtung eines monetären Aggregats, das aus Bargeld und liquiden Einlagen besteht, zum Ausdruck.

Die weit abgegrenzte Geldmenge (M3) umfaßt neben M2 vom MFI-Sektor ausgegebene marktfähige Instrumente. Zu diesem Aggregat zählen bestimmte Geldmarktinstrumente, insbesondere Geldmarktfondsanteile, Geldmarktpapiere und Repogeschäfte. Aufgrund des hohen Liquiditätsgrads und der Kurssicherheit dieser Instrumente handelt es sich bei ihnen um enge Substitute für Einlagen. Durch ihre Einbeziehung ist M3 von der Substitution zwischen

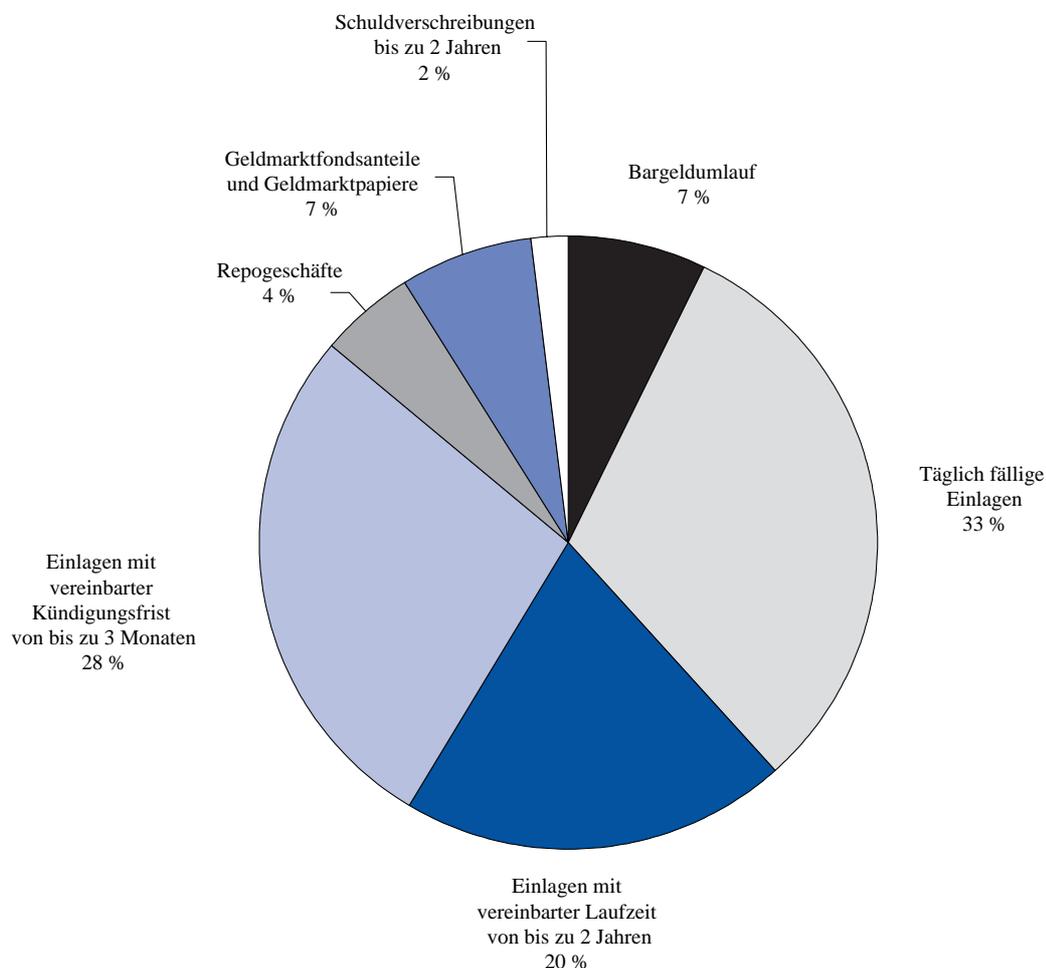
verschiedenen Forderungskategorien weniger betroffen als engere Geldmengenabgrenzungen und stabiler.

Hinsichtlich der Komponenten von M3 wurden auf Grundlage der Daten für Dezember 1998 folgende Anteile errechnet (siehe Abbildung 1): Auf täglich fällige Einlagen entfällt der größte Teil, nämlich 33 % von M3. Der Anteil von Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren liegt bei 20 % und der von Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten bei 28 % von M3. Der Bargeldumlauf sowie Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere machen jeweils 7 % aus. Auf die ausstehenden Beträge aus Repogeschäften schließlich entfielen 4 % von M3 und auf Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren 2 %.

Abbildung 1

Anteile der Komponenten von M3 in %

(Dezember 1998)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

3 Beurteilung der historischen Entwicklung der monetären Aggregate des Euro-Währungsgebiets

Seit Januar 1999 werden die monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet aus der Konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors des Euro-Währungsgebiets, die auf die einheitliche Währung Euro lautet, berechnet. Diese Konsolidierte Bilanz in Euro liegt mit der gleichen Ausführlichkeit bis September 1997 zurück vor. Zeitreihen, die weiter in die Vergangenheit zurückreichen und zur Beurteilung der längerfristigen Entwicklung der monetären Aggregate erforderlich sind, können nur als Summe der geschätzten nationalen Beiträge zu den entsprechenden Geldmengenaggregaten des Euro-Währungsgebiets gebildet werden. Diesen Schätzungen müssen die nationalen Geld- und Bankenstatistiken zugrunde gelegt werden, die in der Vergangenheit nicht in vollem Umfang harmonisiert waren (siehe Kasten 2). Auch die Wahl der Aggregationsmethode zur Verknüpfung der Daten vor 1999 mit der Statistik des Euro-Währungsgebiets nach 1999 bereitet gewisse Schwierigkeiten; sie spiegelt das grundlegende Problem wider, daß es erst seit 1999 eine einheitliche Währung gibt. Die folgenden Abbildungen und alle sonstigen

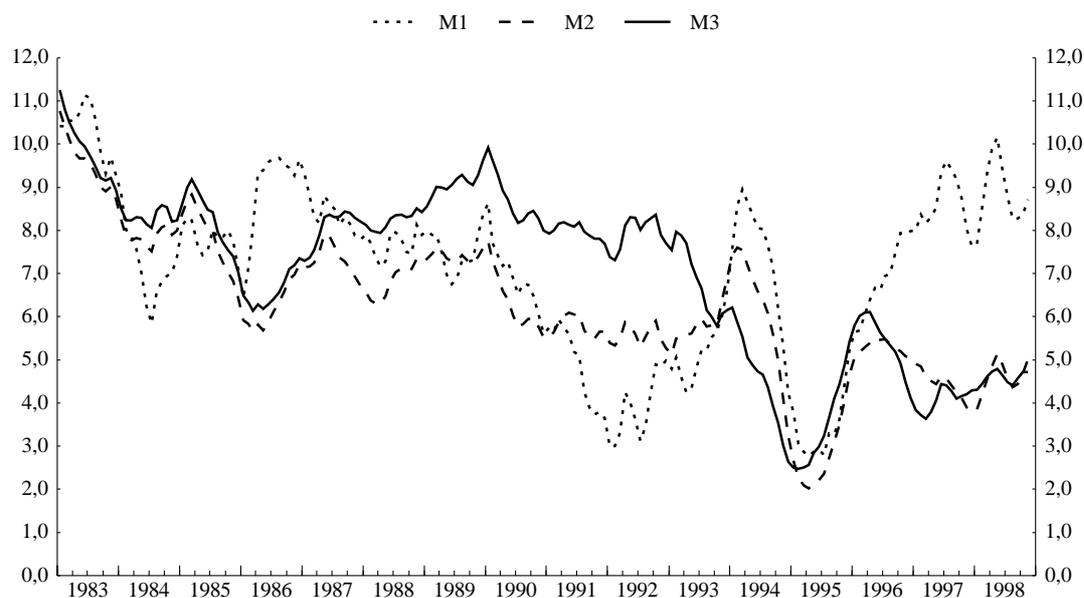
monetären Statistiken in diesem Bericht verwenden zur Berechnung der entsprechenden historischen Reihen für die Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets die am 31. Dezember 1998 unwiderruflich festgelegten Umrechnungskurse für den Euro. Der Anhang zu diesem Artikel enthält Angaben und methodologische Anmerkungen zu historischen monetären Reihen.

Abbildung 2 zeigt, daß sich das Wachstum der breiten Geldmenge im Euro-Währungsgebiet seit 1990 verlangsamt hat, womit die Voraussetzungen für einen weiteren Inflationsabbau im Euro-Währungsgebiet geschaffen wurden. Das rasch wachsende Volumen der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere hat anscheinend dazu beigetragen, daß sich die Wachstumsraten von M3 zwischen 1987 und 1993 gegenüber M2 beschleunigt haben; mit den Geldmarktfondsanteilen und Geldmarktpapieren lassen sich teilweise die erheblichen Differenzen zwischen den jährlichen Wachstumsraten von M3 und M2 erklären. Seit Mitte der neunziger Jahre zeigen

Abbildung 2

Monetäre Aggregate für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum)



Quellen: Nationale Statistiken und Berechnungen der EZB.

Anmerkung: Veränderung gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum in %, geglättet mit einem zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt.

die Wachstumsraten von M3 und M2 allerdings einen recht ähnlichen Verlauf. Abbildung 2 zeigt außerdem, daß die Entwicklung von M1 im allgemeinen größeren Schwankungen als die Entwicklung von M3 unterliegt. Dies hängt unter anderem damit zusammen, daß die Wachstumsrate der eng gefaßten Geldmenge stärker auf Zinsänderungen reagiert. Seit Ende 1996 hat sich das Wachstum von M3 bei Raten von 3 ½ bis 5 % stabilisiert. Gleichzeitig haben die niedrigeren Zinsen im Euro-Währungsgebiet und die günstigeren Aussichten für die Preisstabilität dazu geführt, daß die liquidesten Anlagen attraktiver wurden, und damit das Wachstum von M1 beschleunigt.

Eine wichtige Größe zur Beurteilung des Verhaltens der Geldmengenaggregate über längere Zeiträume ist die Einkommenskreislaufgeschwindigkeit. Die Einkommenskreislaufgeschwindigkeit von M3 ist definiert als Relation des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) zur (nominalen) Geldmenge M3. In den letzten zwei Jahrzehnten hat die Einkommenskreislaufgeschwindigkeit von M3 relativ stetig abgenommen (siehe Abbildung 3); in diesem Zeitraum ist

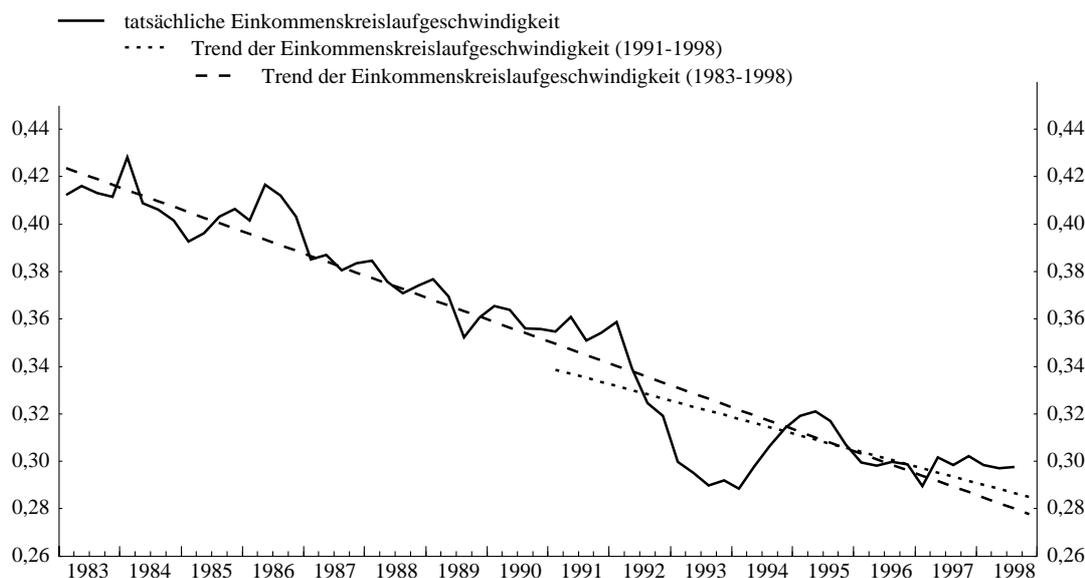
M3 im Jahresdurchschnitt um rund 1 % schneller gewachsen als das nominale BIP. Von Mitte 1992 bis Mitte 1995 war dieser Rückgang vorübergehend verzerrt. In diesem Zeitraum nahm die Einkommenskreislaufgeschwindigkeit zunächst bis Ende 1993 stark ab und erhöhte sich dann in den folgenden eineinhalb Jahren deutlich. Die Wechselkurskrisen im Europäischen Währungssystem (EWS), erhebliche Zinsbewegungen sowie Sondereinflüsse - etwa die weitreichenden Änderungen bei der Besteuerung von Zinseinkommen in einigen Ländern - haben anscheinend die monetäre Entwicklung in diesem Zeitraum beeinflußt.

Trotz dieser vorübergehenden Volatilität der Einkommenskreislaufgeschwindigkeit Mitte der neunziger Jahre bestätigen ökonometrische Untersuchungen der Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets für die vergangenen zwei Jahrzehnte, daß eine langfristige Stabilität der Geldnachfrage für die historische Entwicklung von M3, aber auch M2 festzustellen ist. Für das enge Aggregat M1 dagegen kann eine langfristige Stabilität nicht nachgewiesen werden.

Abbildung 3

Trends der Einkommenskreislaufgeschwindigkeit von M3 für das Euro-Währungsgebiet

(log. Bestände)



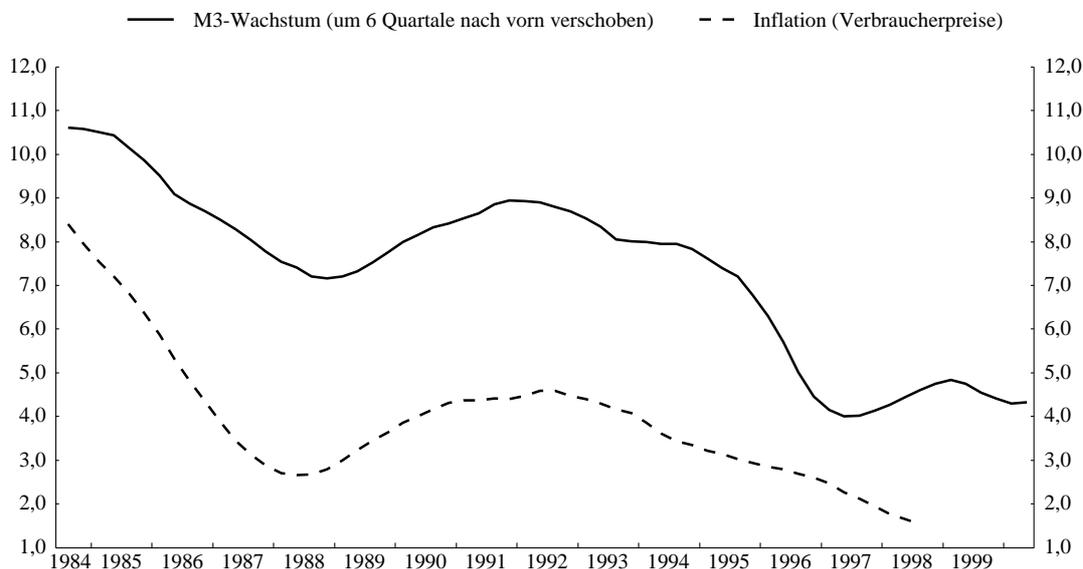
Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und Berechnungen der EZB.

Anmerkung: Einkommenskreislaufgeschwindigkeit gemessen als Relation zwischen den jeweiligen Niveaus von nominalem BIP und M3; saisonbereinigte Daten; die nationalen Niveaus des nominalen BIP wurden mit den festen Umrechnungskursen vom 31. Dezember 1998 in Euro umgerechnet.

Abbildung 4

Längerfristige Entwicklung der Geldmenge und der Preise für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und Berechnungen der EZB.

Anmerkung: Veränderung von M3 und den Verbraucherpreisen gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum in %, geglättet mit einem gleitenden Achtquartalsdurchschnitt; für den Zeitraum vor 1996 sind die Veränderungen der Verbraucherpreise aus nationalen Verbraucherpreisindizes abgeleitet, danach wird der HVPI verwendet.

Die Daten über das Wachstum der weit gefaßten Geldmenge M3 enthalten außerdem nützliche Informationen über die künftige Preisentwicklung. In Abbildung 4 wird das Wachstum von M3 mit dem Anstieg der Verbraucherpreisindizes für das Euro-Währungsgebiet verglichen, wobei das M3-Wachstum um sechs Quartale nach vorn verschoben wurde. Die Abbildung zeigt, daß unter normalen Bedingungen die Veränderungen der weit gefaßten Geldmenge auf mittlere Sicht Vorlaufeigenschaften in bezug auf die Verbraucherpreisentwicklung besitzen.

Eine bei der EZB durchgeführte empirische Analyse der Vorlaufeigenschaften bestätigt, daß die weit abgegrenzte Geldmenge ein besserer Indikator für die künftige Preisentwicklung ist als die eng definierte Geldmenge (M1). Wie bereits erwähnt können die Preise jedoch auf kurze und auch auf mittlere Sicht durchaus von der durch das Geldmengenwachstum vorgezeichneten Entwicklung abweichen. So scheinen beispielsweise Mitte der neunziger Jahre Portfolioumschichtungen, die teilweise auf institutionelle Faktoren zurückzuführen waren, die Vorlaufeigenschaften der breiten Geldmenge zeitweise beeinträchtigt zu haben.

4 Der Referenzwert des Eurosystems für das Wachstum der weit abgegrenzten Geldmenge

In Anbetracht der günstigen empirischen Eigenschaften von M3 hat der EZB-Rat beschlossen, der breiten Geldmenge in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems eine herausragende Rolle zuzuweisen. Zu diesem Zweck hat der EZB-Rat einen quantitativen Referenzwert von $4 \frac{1}{2}$ % p.a. für das Wachstum dieses weit gefaß-

ten Geldmengenaggregats (M3) bekanntgegeben. Der Referenzwert soll dem EZB-Rat helfen, die im weit gefaßten Geldmengenaggregat enthaltenen Informationen so zu analysieren und zu präsentieren, daß sie einen kohärenten und glaubwürdigen Maßstab für eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik bieten.

Ableitung des Referenzwerts

Wie im Monatsbericht vom Januar 1999 erläutert, wurde der Referenzwert in einer Art und Weise abgeleitet, die im Einklang mit der Preisstabilität steht und der Erreichung dieses Ziels dient. Erhebliche oder anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert würden unter normalen Bedingungen Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht signalisieren.

Bei der Ableitung des Referenzwerts wurde die bekannte Beziehung zwischen Geldmengenwachstum, Inflation, Wachstum des realen BIP und Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes zugrunde gelegt. Sie berücksichtigt die vom EZB-Rat im Oktober 1998 bekanntgegebene Definition von Preisstabilität („Anstieg des HVPI gegenüber dem Vorjahr von unter 2 %“). Die Ableitung des Referenzwerts stützte sich ferner auf mittelfristige Annahmen über die Entwicklung des realen BIP-Wachstums und die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit von M3.

Für den mittelfristigen Trend des realen BIP-Wachstums für das Euro-Währungsgebiet wurden im Einklang mit Schätzungen sowohl von internationalen Organisationen als auch der EZB 2 bis 2 ½ % p. a. veranschlagt. Bei der Festlegung der Annahme für den Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit wurden verschiedene Ansätze zugrunde gelegt. Ein Vorschlag lautete, für die Annahme einen von der historischen Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit abgeleiteten Trend als Grundlage heranzuziehen. Hierzu wurden verschiedene Stützperioden und Spezifikationen verwendet. Alternativ wurde eine mittelfristige Annahme für die Umlaufgeschwindigkeit anhand von Schätzungen der langfristigen Geldnachfragebeziehungen sowie der vorgenannten Annahmen für das reale BIP-Wachstum und die Preise abgeleitet. Es zeigte sich, daß die geschätzten mittelfristigen Trends der Umlaufgeschwindigkeit, die sich aus stabilen langfristigen Geldnachfragebeziehungen ergeben, weitgehend der Größenordnung entsprechen, die mit Hilfe verschiedener Schätzungen der Zeittrends der Umlaufgeschwindigkeit ermittelt wurden.

Wie aus Abbildung 3 zu ersehen ist, hängt die Schätzung des Trends der Umlaufgeschwindigkeit von der Stützperiode ab. Im Zeitraum von 1983 bis 1998 beispielsweise belief sich der trendmäßige Rückgang auf rund 1 % jährlich, während dieser trendmäßige Rückgang für spätere Perioden, etwa ab Beginn der neunziger Jahre, geringer war und eher bei ½ % lag. Vor diesem Hintergrund und auch angesichts der mit dem Übergang zur dritten Stufe verbundenen Unsicherheiten wählte der EZB-Rat für den trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit einen Korridor von ½ - 1 % statt eines speziellen Werts.

Unter Berücksichtigung dieser Annahmen hinsichtlich der mittelfristigen Trends für das reale BIP-Wachstum und die Umlaufgeschwindigkeit und gestützt auf seine Absicht, die am HVPI gemessene Preissteigerungsrate für das Euro-Währungsgebiet unter 2 % zu halten, beschloß der EZB-Rat, seinen ersten Referenzwert für das Wachstum von M3 auf 4 ½ % p.a. festzusetzen. Ein erheblich über diesen Wert hinausgehendes Geldmengenwachstum würde der Tendenz nach Risiken für die Preisstabilität anzeigen, wenn die Beziehung zwischen M3, den Preisen und dem realen BIP, auf der der trendmäßige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von ½ - 1 % basiert, stabil bleibt.

Obleich mehrere bei der Ableitung des Referenzwerts verwendete Komponenten in Form eines Korridors ausgedrückt waren, beschloß der EZB-Rat, statt eines Korridors einen speziellen Referenzwert für das Geldmengenwachstum bekanntzugeben. Die Ankündigung eines Korridors hätte von der Öffentlichkeit dahingehend falsch interpretiert werden können, daß die Zinsen automatisch geändert würden, wenn das Geldmengenwachstum den Korridor verläßt.

Der EZB-Rat gab bewußt einen Referenzwert und nicht ein anzustrebendes Ziel bekannt. Das Konzept des Referenzwerts beinhaltet keine Verpflichtung seitens des Eurosystems, kurzfristige Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert zu korrigieren. Die Zinsen werden nicht „mechanistisch“ als Reaktion auf

solche Abweichungen geändert, um das Geldmengenwachstum auf den Referenzwert zurückzuführen. Die Grundidee des Konzepts eines Referenzwerts besteht darin, daß Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert eingehend analysiert werden. Wenn die monetäre Entwicklung Risiken für die Preisstabilität anzeigt, werden in der Regel geldpolitische Maßnahmen zur Gewährleistung der Preisstabilität getroffen.

Der EZB-Rat analysiert die monetäre Entwicklung im Vergleich zum Referenzwert auf der Grundlage eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der Zwölfmonatswachstumsraten der weit gefaßten Geldmenge. Damit sollen monatliche Schwankungen eingeebnet werden. Der EZB-Rat wird den Referenzwert von 4 ½ % im Dezember 1999 im Hinblick darauf überprüfen, ob die Annahmen, von denen bei seiner Ableitung ausgegangen wurde, noch gültig sind.

5 **Schlußbemerkungen**

Es besteht eine weitgehende Übereinstimmung darüber, daß die Entwicklung des Preisniveaus mittel- bis langfristig ein monetäres Phänomen ist. Deshalb hat der EZB-Rat beschlossen, der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems eine herausragende Rolle zuzuweisen. Dieser Rolle wurde mit Bekanntgabe eines Referenzwerts von 4 ½ % pro Jahr für das Wachstum des breiten monetären Aggregats M3 durch den EZB-Rat im Dezember 1998 Ausdruck verliehen. Bei der Ableitung dieser Rate

wurde die Definition des Eurosystems für Preisstabilität berücksichtigt. Sie basiert auf mittelfristigen Annahmen über das Wachstum des realen BIP und den trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M3. Um sein vorrangiges Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität zu erreichen, ist es für das Eurosystem wichtig, die Entwicklung dieses Aggregats im Vergleich zum Referenzwert genau zu analysieren und auch andere monetäre Aggregate zu beobachten.

Anhang

Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet von 1980 bis 1998

Die historischen Zeitreihen zu den monetären Aggregaten im Euro-Währungsgebiet umfassen M1, M2 und M3, wie sie im Hauptartikel definiert wurden. Nicht saisonbereinigte Monatsendstände wurden seit Januar 1980 zusammengestellt, wobei zwölfmonatige Wachstumsraten ab Januar 1981 zur Verfügung stehen. Um die bestmögliche Annäherung an die Definition der EZB für die monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet zu erreichen, waren in erheblichem Maße Schätzungen nötig, insbesondere für weiter zurückliegende Daten. Außerdem können die weiteren Arbeiten zu Revisionen dieser Daten führen. Diese Reihen sollten daher mit Vorsicht behandelt werden.

Quellen und Verfügbarkeit der Daten

Die folgenden von den NZBen zur Verfügung gestellten statistischen Angaben wurden verwendet, um die historischen Reihen zusammenzustellen:

- Quelle I: *MFI-Bilanzstatistiken*. Diese Quelle umfaßt Daten, die unter dem neuen harmonisierten Meldesystem erhoben wurden, sowie beste Schätzungen einzelner Bilanzpositionen. Das neue Meldesystem wird im Rahmen der Verordnung der EZB vom 1. Dezember 1998 über die Konsolidierte Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute (EZB/1998/16) definiert. Die Bilanzen der NZBen des Euro-Währungsgebiets und - seit Juni 1998 - der EZB sind darin enthalten.

- Quelle II: *beste Schätzungen der nationalen Beiträge zu den Geldmengenaggregaten des Euro-Währungsgebiets*. Diese Daten berücksichtigen soweit möglich die Auslandspositionen der Monetären Finanzinstitute (MFIs) innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Wenn keine Daten aus Quelle I zur Verfügung stehen, liefert Quelle II die nächstmögliche Annäherung an die von der EZB definierten Aggregate im Euro-Währungsgebiet.

- Quelle III: *nationale monetäre Aggregate*. In einigen Fällen wurden nationale und nicht-harmonisierte Daten zum Füllen der Lücken verwendet.

Die Verwendung der verschiedenen Quellen für jeden Mitgliedstaat des Euro-Währungs-

Tabelle 3

Quellen und Erfassungszeiträume

Land	Quelle I MFI-Bilanzstatistiken	Quelle II Beste Schätzung nationaler Beiträge zu den Geldmengenaggregaten des Euro-Währungsgebiets	Quelle III Nationale monetäre Aggregate (nationale nicht-harmonisierte Daten)
Belgien	Ab Dezember 1996	Januar 1980 bis November 1996	
Deutschland	Ab Januar 1980		
Spanien	Ab Januar 1980		
Frankreich	Ab Januar 1980		
Irland	Ab September 1997	Dezember 1995 bis August 1997	Januar 1980 bis November 1995
Italien	Ab Dezember 1995	Januar 1980 bis November 1995	
Luxemburg	Ab September 1997	Januar 1980 bis August 1997 ¹⁾	
Niederlande	Ab Dezember 1990	Dezember 1982 bis November 1990	Januar 1980 bis November 1982
Österreich	Ab November 1996 ²⁾	Januar 1980 bis Oktober 1996	
Portugal	Ab Januar 1980		
Finnland	Ab Januar 1980		

1) Geschätzt auf der Grundlage der EU-10-Wachstumsraten.

2) Enthält Interpolationen für den Zeitraum November 1996 bis August 1997.

gebiets wird in der untenstehenden Tabelle beschrieben.

Zusammenstellung

Die folgende Methode wurde verwendet, um für eine vollständige Erfassung zu sorgen und die besten verfügbaren Statistiken zu verwenden.

Die vollständige Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors des Euro-Währungsgebiets, die aus den harmonisierten statistischen Informationen über die MFI-Bilanzen abgeleitet wird, steht seit September 1997 zur Verfügung. Für diesen Zeitraum ist die EZB in der Lage, die monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet nach ihren regulären Verfahren zu berechnen (siehe Quelle I). Die Monatsangaben ab September 1997 sind diejenigen Daten, die in dem Abschnitt des Monatsberichts mit dem Titel „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ (siehe „Monetäre und finanzielle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet“) veröffentlicht werden.

Für Zeiträume vor September 1997 waren die meisten NZBen in der Lage, die Feingliederung

gemäß EZB-Verordnung (EZB/1998/16) zu schätzen. Diese Schätzungen sind in Quelle I enthalten. Allerdings konnten nicht alle NZBen Zahlen für Zeiträume zur Verfügung stellen, die so weit zurückliegen wie Januar 1980. Wenn die vollständigen Bilanzdaten für ein bestimmtes Land nicht verfügbar waren, wurden die Quellen II oder III genutzt. Bei Verknüpfung der Daten aus verschiedenen Quellen wurde die Konsistenz der Stände dadurch erreicht, daß - soweit erforderlich - die jährlichen Wachstumsraten aus Quellen II oder III auf die Stände von M1, M2 und M3 angewandt wurden, die sich aus den vollständigen Bilanzdaten ergaben. Außerdem wurden einige nationale Reihen um wichtige statistische Brüche bereinigt, z. B. die statistischen Auswirkungen der deutschen Vereinigung im Juli 1990.

Schließlich wurden, um die nationalen Daten zu aggregieren und die Aggregate im Euro-Währungsgebiet zu berechnen, für die Zwecke dieser Veröffentlichung die Reihen auf Grundlage der am 31. Dezember 1998 festgelegten unwiderruflichen Umrechnungskurse in Euro umgerechnet (siehe Hauptartikel).

Tabelle 4

Geldmengenaggregate ¹⁾

(Mrd EUR (nicht saisonbereinigter Stand am Ende des Berichtszeitraums) und Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾)

	M1		M2		M3	
	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾
1980						
Jan.	456,6		1.139,3		1.165,5	
Febr.	451,4		1.139,1		1.166,2	
März	460,4		1.146,3		1.176,2	
April	460,2		1.150,4		1.181,0	
Mai	463,8		1.155,1		1.185,7	
Juni	479,5		1.167,5		1.198,3	
Juli	479,4		1.173,4		1.205,3	
Aug.	473,4		1.176,5		1.208,4	
Sept.	479,1		1.176,7		1.207,0	
Okt.	478,1		1.182,9		1.212,6	
Nov.	501,2		1.211,0		1.242,6	
Dez.	506,4		1.249,6		1.281,4	
1981						
Jan.	492,8	7,9	1.241,7	9,0	1.275,1	9,4
Febr.	490,9	8,8	1.246,5	9,4	1.281,7	9,9
März	493,0	7,1	1.245,8	8,7	1.286,1	9,3
April	492,3	7,0	1.254,8	9,1	1.296,2	9,8
Mai	501,9	8,2	1.268,4	9,8	1.311,1	10,6
Juni	512,3	6,9	1.277,5	9,4	1.322,0	10,3
Juli	503,8	5,1	1.278,3	8,9	1.325,1	9,9
Aug.	501,1	5,8	1.280,1	8,8	1.328,0	9,9
Sept.	507,7	6,0	1.285,4	9,2	1.331,8	10,3
Okt.	505,0	5,6	1.291,2	9,2	1.337,4	10,3
Nov.	524,6	4,7	1.311,3	8,3	1.358,9	9,4
Dez.	534,2	5,5	1.358,4	8,7	1.406,3	9,7

noch Tabelle 4

Geldmengenaggregate ¹⁾

(Mrd EUR (nicht saisonbereinigter Stand am Ende des Berichtszeitraums) und Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾)

		M1		M2		M3	
		Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾
1982	Jan.	525,9	6,7	1.361,7	9,7	1.411,7	10,7
	Febr.	523,5	6,6	1.366,6	9,6	1.418,1	10,6
	März	525,2	6,5	1.368,1	9,8	1.422,1	10,6
	April	526,0	6,8	1.380,3	10,0	1.431,9	10,5
	Mai	537,5	7,1	1.392,3	9,8	1.443,9	10,1
	Juni	552,3	7,8	1.405,6	10,0	1.463,0	10,7
	Juli	547,8	8,7	1.413,8	10,6	1.472,5	11,1
	Aug.	546,4	9,0	1.422,3	11,1	1.481,5	11,6
	Sept.	553,3	9,0	1.426,6	11,0	1.483,6	11,4
	Okt.	556,3	10,2	1.437,5	11,3	1.494,0	11,7
	Nov.	576,8	9,9	1.455,1	11,0	1.512,9	11,3
	Dez.	588,0	10,1	1.507,7	11,0	1.568,7	11,6
1983	Jan.	581,4	10,5	1.508,3	10,8	1.570,9	11,3
	Febr.	579,4	10,7	1.510,6	10,5	1.573,2	10,9
	März	578,1	10,1	1.503,3	9,9	1.566,9	10,2
	April	583,3	10,9	1.516,7	9,9	1.581,1	10,4
	Mai	594,7	10,6	1.526,5	9,6	1.591,0	10,2
	Juni	611,1	10,6	1.538,5	9,5	1.603,3	9,6
	Juli	614,2	12,1	1.553,8	9,9	1.620,7	10,1
	Aug.	603,3	10,4	1.554,6	9,3	1.621,8	9,5
	Sept.	604,0	9,2	1.550,7	8,7	1.615,5	8,9
	Okt.	611,2	9,9	1.566,9	9,0	1.632,6	9,3
	Nov.	628,3	8,9	1.586,5	9,0	1.653,5	9,3
	Dez.	648,5	10,3	1.643,2	9,0	1.710,7	9,1
1984	Jan.	631,7	8,7	1.631,3	8,2	1.703,5	8,4
	Febr.	623,8	7,7	1.625,7	7,6	1.699,3	8,0
	März	622,7	7,7	1.620,1	7,8	1.695,8	8,2
	April	631,2	8,2	1.637,3	8,0	1.714,3	8,4
	Mai	635,0	6,8	1.645,0	7,8	1.722,5	8,3
	Juni	648,1	6,0	1.656,5	7,7	1.734,2	8,2
	Juli	650,4	5,9	1.669,9	7,5	1.750,5	8,0
	Aug.	637,0	5,6	1.669,7	7,4	1.751,7	8,0
	Sept.	653,8	8,2	1.688,4	8,9	1.767,4	9,4
	Okt.	651,4	6,6	1.691,3	7,9	1.768,5	8,3
	Nov.	665,9	6,0	1.706,6	7,6	1.783,9	7,9
	Dez.	703,5	8,5	1.777,4	8,2	1.854,4	8,4
1985	Jan.	680,5	7,7	1.765,6	8,2	1.846,7	8,4
	Febr.	674,3	8,1	1.768,0	8,8	1.852,8	9,0
	März	679,0	9,0	1.767,8	9,1	1.857,6	9,5
	April	678,7	7,5	1.778,2	8,6	1.868,3	9,0
	Mai	676,1	6,5	1.773,7	7,8	1.865,0	8,3
	Juni	701,7	8,3	1.795,9	8,4	1.887,5	8,8
	Juli	701,4	7,9	1.801,4	7,9	1.896,1	8,3
	Aug.	687,3	7,9	1.797,7	7,7	1.893,6	8,1
	Sept.	704,1	7,7	1.806,6	7,0	1.898,9	7,4
	Okt.	703,2	8,0	1.811,4	7,1	1.903,1	7,6
	Nov.	721,4	8,3	1.825,9	7,0	1.919,2	7,6
	Dez.	752,6	7,0	1.890,6	6,4	1.983,8	7,0
1986	Jan.	721,3	6,0	1.870,4	5,9	1.967,2	6,5
	Febr.	717,1	6,3	1.864,2	5,4	1.963,3	6,0
	März	740,6	9,1	1.875,7	6,1	1.977,9	6,5
	April	738,1	8,7	1.875,0	5,4	1.979,7	6,0
	Mai	745,0	10,2	1.878,4	5,9	1.984,5	6,4
	Juni	766,3	9,2	1.898,5	5,7	2.003,9	6,2
	Juli	767,0	9,3	1.909,6	6,0	2.014,7	6,3
	Aug.	759,0	10,4	1.916,2	6,6	2.022,2	6,8
	Sept.	769,4	9,3	1.922,7	6,4	2.024,8	6,6
	Okt.	765,8	8,9	1.932,5	6,7	2.035,8	7,0
	Nov.	794,9	10,2	1.962,9	7,5	2.067,5	7,7
	Dez.	818,3	8,7	2.017,8	6,7	2.120,1	6,9

noch Tabelle 4

Geldmengenaggregate ¹⁾

(Mrd EUR (nicht saisonbereinigter Stand am Ende des Berichtszeitraums) und Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾)

	M1		M2		M3	
	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾
1987						
Jan.	793,4	10,0	2.008,6	7,4	2.113,9	7,5
Febr.	783,0	9,2	2.001,0	7,3	2.112,2	7,6
März	793,7	7,2	2.002,9	6,8	2.117,7	7,1
April	801,1	8,5	2.018,3	7,6	2.138,1	8,0
Mai	810,5	8,8	2.030,3	8,1	2.155,0	8,6
Juni	836,1	9,1	2.050,2	8,0	2.170,9	8,3
Juli	828,2	8,0	2.053,1	7,5	2.179,0	8,2
Aug.	822,7	8,4	2.058,2	7,4	2.192,6	8,4
Sept.	831,1	8,0	2.060,7	7,2	2.194,4	8,4
Okt.	830,8	8,5	2.072,6	7,3	2.208,6	8,5
Nov.	858,2	8,0	2.098,7	6,9	2.240,2	8,4
Dez.	877,1	7,2	2.151,1	6,6	2.290,3	8,0
1988						
Jan.	858,7	8,2	2.141,3	6,6	2.287,5	8,2
Febr.	847,7	8,3	2.131,6	6,5	2.284,5	8,2
März	846,3	6,6	2.122,5	6,0	2.279,0	7,6
April	859,5	7,3	2.148,1	6,4	2.311,5	8,1
Mai	871,7	7,6	2.161,7	6,5	2.329,0	8,1
Juni	894,5	7,0	2.183,9	6,5	2.344,9	8,0
Juli	904,9	9,3	2.206,5	7,5	2.370,0	8,8
Aug.	885,3	7,6	2.204,4	7,1	2.374,3	8,3
Sept.	885,2	6,5	2.199,9	6,8	2.370,4	8,0
Okt.	900,5	8,4	2.225,4	7,4	2.399,1	8,6
Nov.	922,4	7,5	2.249,0	7,2	2.427,3	8,4
Dez.	951,9	8,5	2.311,6	7,5	2.486,0	8,5
1989						
Jan.	924,6	7,7	2.295,2	7,2	2.479,3	8,4
Febr.	913,4	7,7	2.288,9	7,4	2.483,9	8,7
März	916,5	8,3	2.288,0	7,8	2.490,3	9,3
April	925,1	7,6	2.311,1	7,6	2.520,1	9,0
Mai	929,3	6,6	2.317,1	7,2	2.531,8	8,7
Juni	954,3	6,7	2.342,7	7,3	2.558,9	9,1
Juli	968,0	7,0	2.369,1	7,4	2.590,9	9,3
Aug.	947,0	7,0	2.363,6	7,2	2.591,2	9,1
Sept.	955,3	7,9	2.368,7	7,7	2.593,5	9,4
Okt.	962,7	6,9	2.381,0	7,0	2.611,0	8,8
Nov.	988,0	7,1	2.407,0	7,0	2.643,4	8,9
Dez.	1.044,0	9,7	2.499,4	8,1	2.736,0	10,1
1990						
Jan.	1.001,6	8,3	2.470,5	7,6	2.725,0	9,9
Febr.	985,4	7,9	2.460,1	7,5	2.726,6	9,8
März	979,9	6,9	2.443,3	6,8	2.718,7	9,2
April	994,3	7,5	2.465,2	6,7	2.745,6	9,0
Mai	995,7	7,1	2.463,4	6,3	2.750,1	8,6
Juni	1.023,3	7,2	2.488,7	6,2	2.778,8	8,6
Juli	1.029,0	6,3	2.500,3	5,5	2.797,5	8,0
Aug.	1.004,2	6,0	2.494,2	5,5	2.797,6	8,0
Sept.	1.031,5	8,0	2.520,2	6,4	2.820,8	8,8
Okt.	1.022,4	6,2	2.521,9	5,9	2.831,6	8,5
Nov.	1.040,2	5,3	2.541,1	5,6	2.858,9	8,2
Dez.	1.114,0	6,7	2.644,4	5,8	2.961,1	8,2
1991						
Jan.	1.049,9	4,8	2.599,0	5,2	2.932,2	7,6
Febr.	1.041,6	5,7	2.597,5	5,6	2.943,2	7,9
März	1.043,1	6,5	2.593,2	6,1	2.948,5	8,5
April	1.050,5	5,6	2.610,8	5,9	2.967,7	8,1
Mai	1.046,6	5,1	2.611,2	6,0	2.971,1	8,0
Juni	1.085,0	6,0	2.646,9	6,4	3.008,4	8,3
Juli	1.074,5	4,4	2.644,6	5,8	3.020,1	8,0
Aug.	1.053,0	4,9	2.644,8	6,0	3.031,0	8,3
Sept.	1.067,8	3,5	2.651,9	5,2	3.035,8	7,6
Okt.	1.056,0	3,3	2.656,0	5,3	3.049,5	7,7
Nov.	1.085,8	4,4	2.691,7	5,9	3.090,4	8,1
Dez.	1.155,1	3,7	2.795,9	5,7	3.187,1	7,6

noch Tabelle 4

Geldmengenaggregate ¹⁾

(Mrd EUR (nicht saisonbereinigter Stand am Ende des Berichtszeitraums) und Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾)

		M1		M2		M3	
		Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾
1992	Jan.	1.079,9	2,9	2.736,9	5,3	3.147,1	7,3
	Febr.	1.066,7	2,4	2.730,6	5,1	3.153,9	7,2
	März	1.081,9	3,7	2.737,1	5,5	3.167,5	7,4
	April	1.090,2	3,8	2.762,6	5,8	3.207,6	8,1
	Mai	1.101,2	5,2	2.774,9	6,3	3.233,5	8,8
	Juni	1.118,0	3,0	2.786,0	5,3	3.248,8	8,0
	Juli	1.102,1	2,6	2.783,5	5,3	3.263,5	8,1
	Aug.	1.092,2	3,7	2.787,8	5,4	3.272,5	8,0
	Sept.	1.111,4	4,1	2.809,5	5,9	3.295,1	8,5
	Okt.	1.107,7	4,9	2.813,0	5,9	3.303,4	8,3
	Nov.	1.147,7	5,7	2.849,6	5,9	3.344,9	8,2
	Dez.	1.200,7	3,9	2.926,2	4,7	3.413,7	7,1
1993	Jan.	1.137,0	5,3	2.881,9	5,3	3.391,7	7,8
	Febr.	1.121,7	5,1	2.877,9	5,4	3.398,8	7,8
	März	1.133,1	4,7	2.894,8	5,8	3.433,2	8,4
	April	1.132,8	3,9	2.911,5	5,4	3.447,7	7,5
	Mai	1.146,5	4,1	2.930,1	5,6	3.467,9	7,3
	Juni	1.173,6	5,0	2.948,3	5,8	3.474,5	7,0
	Juli	1.161,4	5,4	2.951,2	6,0	3.477,3	6,6
	Aug.	1.150,4	5,3	2.955,0	6,0	3.484,1	6,5
	Sept.	1.166,7	5,0	2.958,4	5,3	3.474,0	5,4
	Okt.	1.177,1	6,3	2.984,3	6,1	3.504,3	6,1
	Nov.	1.214,0	5,8	3.020,4	6,0	3.540,0	5,8
	Dez.	1.272,6	6,0	3.132,6	7,1	3.628,5	6,3
1994	Jan.	1.228,3	8,0	3.100,9	7,6	3.606,4	6,3
	Febr.	1.219,0	8,7	3.097,3	7,6	3.603,1	6,0
	März	1.235,3	9,0	3.114,6	7,6	3.613,9	5,3
	April	1.236,4	9,2	3.127,8	7,4	3.631,2	5,3
	Mai	1.236,1	7,8	3.122,4	6,6	3.626,3	4,6
	Juni	1.268,9	8,1	3.143,9	6,6	3.638,8	4,7
	Juli	1.257,3	8,3	3.144,8	6,6	3.646,9	4,9
	Aug.	1.239,0	7,7	3.132,5	6,0	3.635,4	4,3
	Sept.	1.248,9	7,0	3.126,2	5,7	3.609,1	3,9
	Okt.	1.255,5	6,7	3.136,3	5,1	3.628,5	3,6
	Nov.	1.273,1	4,9	3.147,6	4,2	3.652,8	3,2
	Dez.	1.328,8	4,4	3.226,3	3,0	3.712,6	2,3
1995	Jan.	1.270,3	3,4	3.178,3	2,5	3.692,4	2,4
	Febr.	1.262,3	3,6	3.174,8	2,5	3.704,3	2,8
	März	1.262,0	2,2	3.171,4	1,8	3.695,1	2,3
	April	1.272,2	2,9	3.188,8	2,0	3.720,9	2,5
	Mai	1.276,0	3,2	3.193,0	2,3	3.733,8	3,0
	Juni	1.300,2	2,5	3.212,9	2,2	3.751,5	3,1
	Juli	1.295,3	3,0	3.213,3	2,2	3.752,7	2,9
	Aug.	1.274,9	2,9	3.216,2	2,7	3.769,9	3,7
	Sept.	1.298,4	4,0	3.229,6	3,3	3.766,8	4,4
	Okt.	1.292,4	2,9	3.239,5	3,3	3.781,9	4,2
	Nov.	1.322,8	3,9	3.269,0	3,9	3.823,3	4,7
	Dez.	1.413,4	6,4	3.386,7	5,0	3.924,6	5,7
1996	Jan.	1.339,2	5,4	3.341,2	5,1	3.909,6	5,9
	Febr.	1.327,0	5,1	3.335,9	5,1	3.920,2	5,8
	März	1.344,2	6,5	3.340,6	5,3	3.929,8	6,4
	April	1.354,8	6,5	3.362,4	5,4	3.948,0	6,1
	Mai	1.354,4	6,1	3.365,7	5,4	3.952,2	5,9
	Juni	1.395,8	7,4	3.394,5	5,7	3.964,7	5,7
	Juli	1.377,1	6,3	3.384,1	5,3	3.954,7	5,4
	Aug.	1.366,1	7,2	3.391,8	5,5	3.971,7	5,4
	Sept.	1.396,1	7,5	3.400,8	5,3	3.965,4	5,3
	Okt.	1.392,8	7,8	3.402,8	5,0	3.967,6	4,9
	Nov.	1.435,4	8,5	3.441,1	5,3	3.998,7	4,6
	Dez.	1.519,2	7,5	3.553,8	4,9	4.079,8	4,0

noch Tabelle 4

Geldmengenaggregate ¹⁾

(Mrd EUR (nicht saisonbereinigter Stand am Ende des Berichtszeitraums) und Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾)

	M1		M2		M3	
	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾	Insgesamt	Veränderung gegen Vorjahr in % ²⁾
1997						
Jan.	1.445,7	8,0	3.505,1	4,9	4.058,0	3,8
Febr.	1.440,2	8,5	3.498,9	4,9	4.067,1	3,8
März	1.459,9	8,6	3.498,7	4,7	4.072,1	3,6
April	1.454,7	7,4	3.504,4	4,2	4.087,7	3,5
Mai	1.475,3	8,9	3.520,0	4,6	4.119,0	4,2
Juni	1.525,3	9,3	3.546,8	4,5	4.139,2	4,4
Juli	1.513,4	9,9	3.545,2	4,8	4.140,4	4,7
Aug.	1.498,2	9,7	3.543,5	4,5	4.136,3	4,1
Sept.	1.517,7	8,7	3.536,2	4,0	4.123,0	4,0
Okt.	1.520,5	9,2	3.548,8	4,3	4.133,6	4,2
Nov.	1.555,3	8,4	3.581,0	4,1	4.171,9	4,3
Dez.	1.618,6	6,5	3.672,3	3,3	4.246,4	4,1
1998						
Jan.	1.561,5	8,0	3.644,7	4,0	4.238,0	4,4
Febr.	1.562,4	8,5	3.646,3	4,2	4.245,5	4,4
März	1.592,0	9,0	3.651,3	4,4	4.255,3	4,5
April	1.607,0	10,5	3.682,0	5,1	4.290,4	5,0
Mai	1.626,4	10,2	3.701,9	5,2	4.313,3	4,7
Juni	1.673,7	9,7	3.731,0	5,2	4.334,1	4,8
Juli	1.638,4	8,3	3.698,0	4,3	4.326,9	4,5
Aug.	1.623,9	8,4	3.692,8	4,2	4.312,0	4,3
Sept.	1.641,3	8,1	3.697,6	4,6	4.307,1	4,5
Okt.	1.646,7	8,3	3.709,0	4,5	4.339,2	5,0
Nov.	1.689,9	8,7	3.758,6	5,0	4.368,4	4,7
Dez. ^(p)	1.767,2	9,2	3.875,6	5,5	4.436,1	4,5

Quelle: EZB.

1) Die Geldmengenaggregate umfassen die monetären Verbindlichkeiten der MFIs und der Zentralregierung (Post- und Schatzämter) gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs (ohne Zentralregierung).

2) Berechnet anhand der ausstehenden Beträge.

