



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

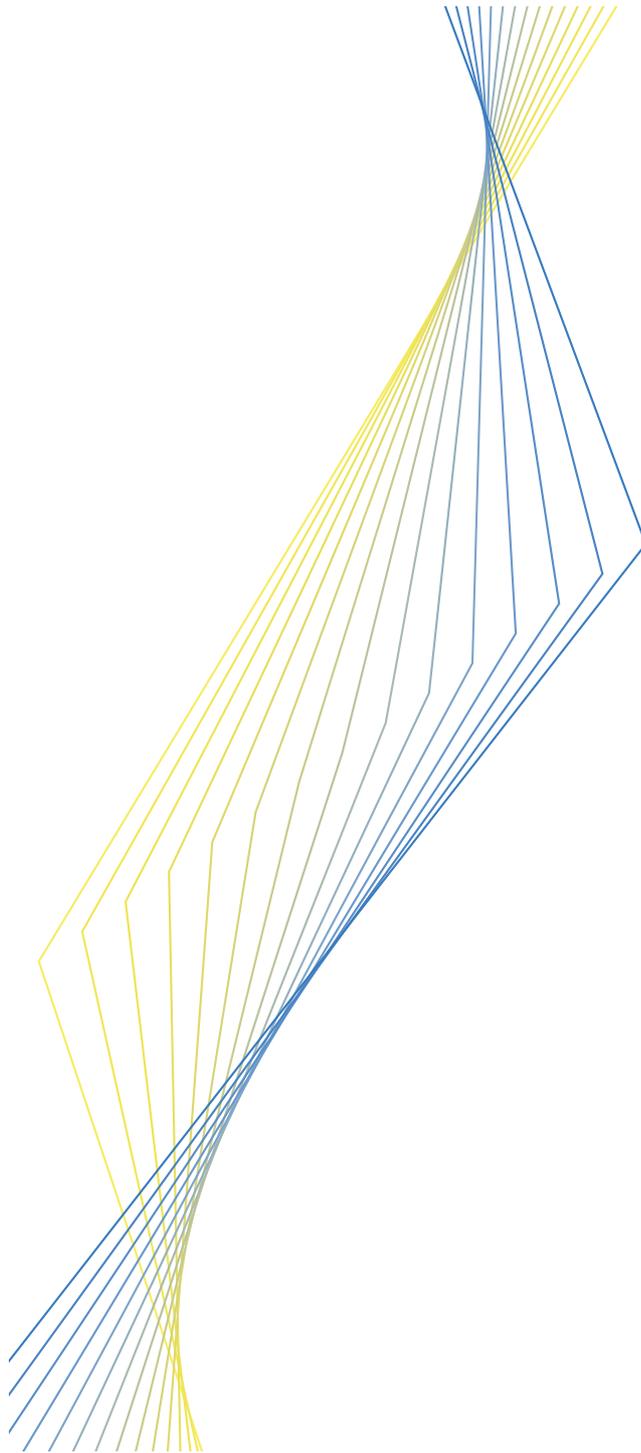
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Januar 1999



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Januar 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 . Januar 1999.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Vorwort	5
Das Eurosystem und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB)	7
Editorial	9
Das Euro-Währungsgebiet zu Beginn der dritten Stufe	11
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	19
Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems	43
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	37
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	40

Vorwort

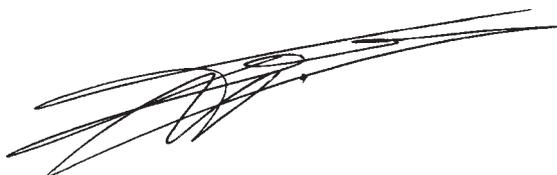
Der Monatsbericht der Europäischen Zentralbank (EZB), dessen erste Ausgabe Ihnen nun vorliegt, ist eine der wichtigsten schriftlichen Kommunikationsformen für die EZB. In ihrem Monatsbericht wird die EZB der Öffentlichkeit die vom Rat der EZB gefaßten geldpolitischen Beschlüsse erläutern. Mit Hilfe einer umfassenden wirtschaftlichen Analyse soll der Monatsbericht die Transparenz der Geldpolitik erhöhen. Somit stellt er eine unverzichtbare Unterstützung einer erfolgreichen einheitlichen Geldpolitik des „Eurosystems“ dar, das die EZB und die nationalen Zentralbanken (NZBen) der 11 EU-Mitgliedstaaten, die den Euro mit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion eingeführt haben, umfaßt. Der Monatsbericht wird von den NZBen übersetzt. Mit der Veröffentlichung des Monatsberichts kommt die EZB auch ihrer Verpflichtung nach, mindestens vierteljährlich Berichte über die Tätigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zu veröffentlichen (Artikel 15.1 der Satzung des ESZB).

Der Inhalt dieser ersten Ausgabe des Monatsberichts soll für künftige Ausgaben richtungsweisend sein, wobei er einer Weiterentwicklung und Verbesserung unterliegen wird. Unabhängig davon, ob der Rat der EZB Zinsänderungen beschließt oder nicht, faßt das „Editorial“ die Faktoren, auf denen die geldpolitischen Entscheidungen beruhen, zusammen und erläutert diese vor dem Hintergrund der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie des Eurosystems. Auf diese Faktoren wird im Kurzbericht zu den „Wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-Wäh-

rungsgebiet“ näher eingegangen. Vierteljährlich enthält der Monatsbericht erweiterte Fassungen dieses Kurzberichts, die auch die Entwicklungen in der Finanzpolitik behandeln und im März, Juni, September und Dezember eines jeden Jahres veröffentlicht werden. Der dritte regelmäßig erscheinende Teil des Monatsberichts ist ein Abschnitt zur „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ mit umfassenden Tabellen und Abbildungen, die wichtige Wirtschaftsinformationen über das Euro-Währungsgebiet liefern. Ferner wird der Monatsbericht eine Chronik der geldpolitischen Maßnahmen sowie Informationen über die Publikationen der EZB enthalten. Darüber hinaus werden wir im Monatsbericht Artikel zu verschiedenen Themen im Zusammenhang mit der Gestaltung und Durchführung der Geldpolitik und zu anderen Themen, die für die EZB von Bedeutung sind, veröffentlichen. Insbesondere werden für den Erfolg der einheitlichen Geldpolitik und die Stabilität des Euro relevante Fragen behandelt; hierzu zählen Themen wie die Entwicklung der Löhne und am Arbeitsmarkt, Finanzpolitik und strukturelle Verkrustungen. Andere für die Zentralbank relevante Fragen werden ebenfalls behandelt.

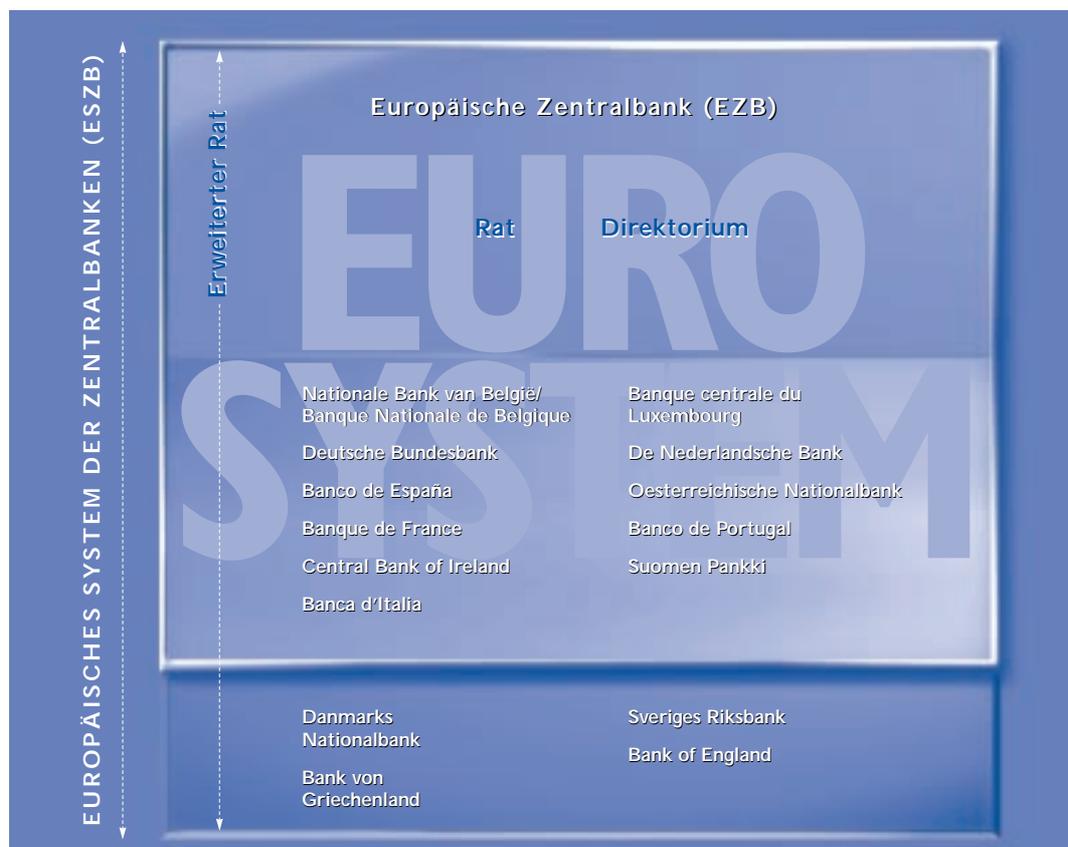
Mit all diesen auf die Verbreitung von umfassenden Informationen abgestellten Bemühungen möchten wir zeigen, daß die EZB ihr möglichstes tun wird, um ihre Aufgabe, die Preisstabilität zum Nutzen aller europäischer Bürger zu gewährleisten, zu erfüllen und sicherzustellen, daß deren Vertrauen in ihre neue Währung auf einer soliden Grundlage beruht.

Frankfurt am Main, Januar 1999



Willem F. Duisenberg
Präsident

Das Eurosystem und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB)



Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft und die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank übertragen dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) verschiedene Aufgaben, die von der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken (NZBen) auszuführen sind. Um die Transparenz zu erhöhen und der Öffentlichkeit die sehr komplexe Struktur des europäischen Zentralbankwesens leichter verständlich zu machen, hat der EZB-Rat beschlossen, den Begriff „Eurosystem“ als benutzerfreundlichen Ausdruck einzuführen, der die Zusammensetzung bezeichnet, in der das ESZB seine grundlegenden Aufgaben erfüllt.

Das Eurosystem

Das Eurosystem umfaßt die EZB und die NZBen der Mitgliedstaaten, die den Euro in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) eingeführt haben. Zur Zeit gehören dem Eurosystem elf NZBen an (siehe obige Abbildung). Wenn und sobald alle 15 Mitgliedstaaten dem Euro-Währungsgebiet angehören, wird der Begriff „Eurosystem“ ein Synonym für das ESZB.

Das Eurosystem wird vom EZB-Rat und dem Direktorium der EZB geleitet.

Der **EZB-Rat** umfaßt alle Mitglieder des Direktoriums und die Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben.

Das **Direktorium** besteht aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und vier weiteren von den

Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, ernannten Mitgliedern.

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB)

Das ESZB setzt sich aus der EZB und den NZBen aller 15 Mitgliedstaaten zusammen, d. h. es umfaßt neben den Mitgliedern des Eurosystems die NZBen der Mitgliedstaaten, die den Euro nicht mit Beginn der dritten Stufe der WWU eingeführt haben.

Das ESZB wird vom EZB-Rat und dem Direktorium der EZB und dem Erweiterten Rat als drittem Beschlußorgan der EZB geleitet.

Der **Erweiterte Rat** setzt sich zusammen aus dem Präsidenten, dem Vizepräsidenten und den Zentralbankpräsidenten aller 15 NZBen.

Editorial

Das Eurosystem – bestehend aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken der 11 EU-Mitgliedstaaten, die den Euro am 1. Januar 1999 eingeführt haben – hat die Aufgabe übernommen, die einheitliche Geldpolitik für das Euro-Währungsgebiet durchzuführen. Am 22. Dezember 1998 gab der EZB-Rat die für das neue Regime geltenden EZB-Zinssätze bekannt und wies darauf hin, daß er diese Zinssätze für auf absehbare Zeit angemessen hält. Diese Ankündigung war nach Auffassung des EZB-Rates von großer Bedeutung, um Unsicherheiten hinsichtlich des geldpolitischen Kurses des Eurosystems zu Beginn der dritten Stufe zu beseitigen und zu einem reibungslosen Übergang zur dritten Stufe beizutragen. In diesem Zusammenhang wurden am 22. Dezember 1998 drei Beschlüsse gefaßt, die am 7. Januar 1999 vom EZB-Rat bestätigt wurden.

Erstens hat der EZB-Rat entschieden, daß die ersten Hauptrefinanzierungsoperationen als Festzinstender zu einem Zinssatz von 3 % ausgeschrieben werden. Bereits Anfang Dezember 1998 befand der EZB-Rat, daß dieses Zinsniveau mit der Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht vereinbar ist. Die Überlegungen, die zu dieser Entscheidung führten, sind im folgenden zusammengefaßt und werden in dem Kapitel „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ weiter ausgeführt.

Zweitens hat der EZB-Rat die zu Beginn der dritten Stufe, d. h. zum 1. Januar 1999, geltenden Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 4,5 % und für die Einlagefazilität auf 2 % festgesetzt. Die Asymmetrie dieses Korridors um den Hauptrefinanzierungssatz unterstreicht die vom EZB-Rat zum Ausdruck gebrachte Absicht, einen historisch gesehen sehr niedrigen Hauptrefinanzierungssatz von 3 % auf absehbare Zeit beizubehalten.

Drittens hat der EZB-Rat beschlossen, den von den Zinssätzen der beiden ständigen Fazilitäten gebildeten Korridor vorübergehend auf 50 Basispunkte zu verengen. Dies wurde erreicht, indem für den Zeitraum vom 4. bis 21. Januar 1999 der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 3,25 % und der Zinssatz für die Einlagefazilität auf 2,75 % festgesetzt wurde. Ziel

dieser Maßnahme war es, den Marktteilnehmern in den ersten Tagen der Währungsunion die Umstellung auf den integrierten Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet zu erleichtern. Da die Beibehaltung eines solchen engen Korridors über einen längeren Zeitraum hinweg jedoch die Entwicklung eines effizienten Geldmarktes im Euro-Währungsgebiet beeinträchtigen würde, hat der EZB-Rat auch angekündigt, daß er beabsichtigt, diese Übergangsregelung nach seiner Sitzung am 21. Januar 1999 außer Kraft zu setzen.

Die obengenannten Beschlüsse zur Höhe der EZB-Zinsen wurden in Übereinstimmung mit der angekündigten geldpolitischen Strategie getroffen, auf die in dem Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ ausführlich eingegangen wird. Diese Strategie basiert auf einer quantitativen Definition der Preisstabilität, derzufolge ein Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr in Einklang mit diesem vorrangigen Ziel der Geldpolitik steht. Um dieses Ziel zu erreichen, stützt sich die geldpolitische Strategie außerdem auf zwei Säulen. Die erste Säule ist die herausragende Rolle der Geldmenge, wie dies in der Bekanntgabe eines quantitativen Referenzwertes von 4½ % für das Wachstum eines breiten monetären Aggregats M3 zum Ausdruck gekommen ist. Dieser Referenzwert wird als mit dem Ziel der Preisstabilität vereinbar erachtet. Die zweite Säule ist die auf breiter Basis erfolgende Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung sowie der Risiken für die Preisstabilität auf Grundlage finanzieller und anderer wirtschaftlicher Indikatoren.

Seit nunmehr fast zwei Jahren steht der Anstieg des HVPI in Einklang mit der Definition des Eurosystems von Preisstabilität. Im November 1998 betrug die 12-Monatsveränderungsrate 0,9 %. Mit Blick auf die Zukunft wird das Umfeld für Preisentwicklungen von den folgenden Faktoren bestimmt sein. Beim Geldmengenwachstum, der ersten Säule der Strategie, folgte M3 im Jahre 1998 einem stabilen Trend. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der 12-Monatswachstumsrate lag bis November 1998 bei rund 4,7 %. Dieses Geldmengenwachstum entspricht in etwa dem Referenzwert von 4½ %.

Hinsichtlich der anderen wirtschaftlichen Indikatoren, der zweiten Säule, deuten die finanziellen Indikatoren auf Erwartungen der Marktteilnehmer hin, daß das derzeitige Umfeld der Preisstabilität mittel- bis längerfristig anhalten wird. Zu Beginn der dritten Stufe haben die nominalen kurz- und langfristigen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet ein Niveau erreicht, das historisch gesehen sehr niedrig ist. Die realen Zinssätze liegen ebenfalls deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnittsniveau.

Hinsichtlich der realwirtschaftlichen Indikatoren im Euro-Währungsgebiet trüben zu Beginn der dritten Stufe eine Reihe von Unsicherheiten die Aussichten für die Weltwirtschaft. Diese Unsicherheiten haben sich in der Tendenz nachteilig auf das Vertrauen der Industrie ausgewirkt und zu einer weniger optimistischen Einschätzung der Wachstumsaussichten im Euro-Währungsgebiet geführt. In der jüngeren Vergangenheit wurden bei Auftragsbeständen und in geringerem Umfang bei der Kapazitätsauslastung ebenfalls Rückgänge verzeichnet. Darüber hinaus belief sich das reale BIP-Wachstum nach ersten Schätzungen von Eurostat im dritten Quartal 1998 gegenüber dem gleichen Vorjahrszeitraum auf 2,4 %; die entsprechende Wachstumsrate in der ersten Hälfte von 1998 lag bei etwa 3 %. All diese Faktoren haben die Erwartungen einer bevorstehenden Konjunkturverlangsamung verstärkt.

Gleichzeitig jedoch stieg das Vertrauen der Verbraucher erneut an, und im Vorjahresvergleich beschleunigte sich der Anstieg der Einzelhandelsumsätze in den Monaten bis September 1998. Außerdem führte der Anstieg der Beschäftigung zu einer weiteren geringfügigen Verringerung der Arbeitslosenquote (von 11,0 % in den Sommermonaten auf 10,8 % im November). Möglicherweise spielte das mäßige Lohnwachstum bei dieser Entwicklung eine Rolle. Der niedrige Anstieg der Löhne trug ebenfalls wesentlich zur niedrigen Zuwachsrate des HVPI bei. Weitere wichtige - wenn auch unter Umständen nur temporäre - Faktoren, die bei der Abschwächung des Preisanstiegs, gemessen am HVPI, eine Rolle spielten, waren die rückläufigen Energie- und sonstigen Rohstoffpreise.

Alles in allem legt diese Betrachtung nahe, daß es derzeit keine Indikatoren für einen nennenswerten Aufwärts- oder Abwärtsdruck in der Preisentwicklung gibt. Dennoch lassen sich einige Risiken für die Preisstabilität feststellen. Einerseits ist nicht auszuschließen, daß die negativen Auswirkungen jüngster globaler Entwicklungen auf das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet sich als ernster erweisen, als gegenwärtig antizipiert wird. Dies könnte auch einen weiteren dämpfenden Effekt auf Import- und Inlandspreise haben. Andererseits könnten in der nächsten Zeit aus Lohnforderungen, die das Wachstum der Arbeitsproduktivität übersteigen, sowie aus einer Lockerung der Fiskalpolitik inflationäre Risiken im Euro-Währungsgebiet entstehen. Insgesamt gesehen sind die Aussichten für Preisentwicklungen im Euro-Währungsgebiet jedoch weitgehend ausgeglichen.

Vor diesem Hintergrund bestätigte der EZB-Rat bei seiner Sitzung am 7. Januar 1999, daß ein Niveau von 3 % für den Hauptrefinanzierungssatz des Eurosystems auf absehbare Zeit angemessen ist, um in Einklang mit dem vorrangigen Ziel des Eurosystems das derzeitige Umfeld von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten.

In vielerlei Hinsicht, wie auch in dem Artikel „Das Euro-Währungsgebiet zu Beginn der dritten Stufe“ ausgeführt, befindet sich das Euro-Währungsgebiet in einer günstigen Ausgangsposition, wobei Preisstabilität einen Aspekt darstellt. Gleichzeitig gibt es zahlreiche Anhaltspunkte dafür, daß das Euro-Währungsgebiet vielen strukturellen Herausforderungen entgegensteht. Hierbei steht das Problem der hohen Arbeitslosigkeit an allererster Stelle. Diese Herausforderungen müssen durch gezielte strukturelle Anpassungsmaßnahmen in anderen Bereichen der Wirtschaftspolitik angegangen werden. Dies ist auch unabdinglich, um die Stabilität des Euro auf lange Sicht zu gewährleisten. Der Beitrag der Geldpolitik besteht in der Gewährleistung der Preisstabilität und in der Schaffung von Vertrauen in ihre Beharrlichkeit bei der Verfolgung dieses Ziels, um damit die Voraussetzungen zu schaffen, die für ein anhaltendes, nichtinflationäres Produktionswachstum und einen Beschäftigungszuwachs erforderlich sind.

Das Euro-Währungsgebiet zu Beginn der dritten Stufe

Der Beginn der einheitlichen, das Euro-Währungsgebiet umfassenden Geldpolitik des Eurosystems leitete eine neue Ära im Prozeß der europäischen Wirtschaftsintegration ein. Während wichtige Bereiche der Wirtschaftspolitik einschließlich der Finanzpolitik weitgehend in der Zuständigkeit der 11 Teilnehmerländer bleiben werden, wird die Geldpolitik nun auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets festgelegt. Bei geldpolitischen Beschlüssen wird sich der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) im Rahmen seiner Ende 1998 beschlossenen geldpolitischen Strategie auf Wirtschaftsdaten des gesamten Euro-Währungsgebiets stützen (siehe „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ in dieser Monatsberichtsausgabe). Viele wichtige Merkmale des Euro-Währungsgebiets insgesamt, wie die Größe und der Öffnungsgrad der Wirtschaft sowie die Finanzstruktur, unterscheiden sich erheblich von denen der einzelnen Mitgliedstaaten und sollten eher mit den Vereinigten Staaten und Japan verglichen werden. Diese Merkmale sollten bei wirtschaftlichen Analysen des Euro-Währungsgebiets berücksichtigt werden. Um die breite Öffentlichkeit mit der Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet vertraut zu machen, stellt dieser Artikel auf deren wichtigste Merkmale ab. Außerdem erläutert er die gesamtwirtschaftliche Lage zu Beginn der dritten Stufe und bildet so den Ausgangspunkt für den ersten ausführlicheren Bericht über die jüngsten Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet (siehe „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ in dieser Monatsberichtsausgabe).

1 Wichtige Merkmale des Euro-Währungsgebiets

Das Euro-Währungsgebiet - ein großer Wirtschaftsraum mit bedeutendem Gewicht in der Weltwirtschaft

Betrachtet man das Euro-Währungsgebiet genauer (siehe Tabelle 1), so fällt auf, daß es aus ehemals kleinen und mittleren Volkswirtschaften besteht, die sich zusammengeschlossen haben, um einen Wirtschaftsraum mit einem großen Binnenmarkt zu bilden. Mit einem Anteil von 15 % am weltweiten BIP ist das Euro-Währungsgebiet tatsächlich einer der größten Wirtschaftsräume der Welt, der über eine bedeutende Kaufkraft verfügt, die nur von den Vereinigten Staaten erreicht wird. Zum Vergleich: Der größte Mitgliedstaat des Euro-Währungsgebiets stellt nur etwas über 4 % des weltweiten BIP, während die einzelnen Anteile der kleineren Teilnehmerländer nicht über 1 % liegen.

Da es sich beim Euro-Währungsgebiet um einen großen Wirtschaftsraum handelt, ist sein Öffnungsgrad nach außen deutlich geringer als der der einzelnen Mitgliedstaaten. Mit einem Anteil der Warenausfuhr am BIP des Euro-Währungsgebiets von ungefähr 14 % (um den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets bereinigt) ist der Öffnungsgrad des Euro-Währungsgebiets weitgehend vergleichbar mit dem der Vereinigten Staaten oder Japans. Anders dagegen die

Lage der einzelnen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets: Sie wurden vorher als „kleine oder mittlere offene Volkswirtschaften“ betrachtet und verzeichneten z. B. Ausfuhranteile (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets) von 19 % bis 62 %, was einem Durchschnitt für alle Länder des Euro-Währungsgebiets von rund 35 % entspricht. Der Anteil des Euro-Währungsgebiets an der gesamten weltweiten (Waren-)Ausfuhr liegt bei fast 16 % und damit deutlich über den jeweiligen Anteilen der Vereinigten Staaten und Japans. Maschinen und Fahrzeuge, sonstige gewerbliche Erzeugnisse und chemische Erzeugnisse machten den Löwenanteil des Handels mit dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten, der Schweiz und Japan aus (Aufzählung nach der Größe ihrer Handelsanteile), auf die zusammengenommen ein Großteil des Außenhandels des Euro-Währungsgebiets entfällt. Der Dienstleistungsverkehr ist im Euro-Währungsgebiet insgesamt weniger bedeutsam. 1997 wurde sein Anteil auf maximal 4 % des BIP geschätzt.

Ähnlichkeiten und Unterschiede im Vergleich mit den Vereinigten Staaten und Japan

Bei der Betrachtung sonstiger Merkmale des Euro-Währungsgebiets liegt es näher, Vergleiche

che mit den USA und Japan statt mit den einzelnen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets anzustellen und die Ähnlichkeiten und Unter-

schiede gegenüber diesen beiden Ländern aufzuzeigen. Die Merkmale der Produktion sind weitgehend mit denen der Vereinigten Staaten

Tabelle I
Schlüsseldaten des Euro-Währungsgebiets

	Berichtszeitraum	Einheit	Euro-Währungsgebiet	Vereinigte Staaten	Japan
Bevölkerung	1998	Mio	292	270	127
BIP (Anteil am weltweiten BIP) ¹⁾	1997	%	15,0	20,2	7,7
Produktionszweige					
Landwirtschaft, Fischerei, Forstwirtschaft	1993	% des BIP	2,4	1,7	2,1
Industrie (einschließlich Baugewerbe)	1993	% des BIP	30,9	26,0	39,2
Dienstleistungen	1993	% des BIP	66,7	72,3	58,7
Staat					
Einnahmen	1998	% des BIP	46,7	35,9	33,0
Sozialversicherungsbeiträge	1998	% des BIP	17,0	9,4	11,1
Ausgaben	1998	% des BIP	49,1	34,5	38,6
Laufende Übertragungen an private Haushalte	1998	% des BIP	20,2	13,7	15,7
Ausfuhr von Waren ²⁾	1997	% des BIP	13,6	8,5	10,0
Einfuhr von Waren ²⁾	1997	% des BIP	12,0	11,1	8,1
Ausfuhren (% der weltweiten Ausfuhren) ²⁾	1997	%	15,7	12,6	7,7
Bankeinlagen ³⁾⁴⁾	Ende 1997	Mrd ECU	4.657,9	3.953,4	3.663,4
	Ende 1997	% des BIP	83,9	55,3	98,8
Inländische Kredite ⁴⁾⁵⁾	Ende 1997	Mrd ECU	7.128,5	5.881,5	4.710,8
	Ende 1997	% des BIP	128,5	82,2	127,1
Forderungen gegenüber dem privaten Sektor	Ende 1997	Mrd ECU	5.125,9	4.931,1	4.033,6
Forderungen gegenüber dem Staat	Ende 1997	Mrd ECU	2.002,6	950,4	677,1
Nationale Schuldverschreibungen	Ende 1997	Mrd ECU	5.002,4	11.364,0	4.015,2
	Ende 1997	% des BIP	90,2	164,7	108,5
vom privaten Sektor ausgegeben	Ende 1997	Mrd ECU	1.897,9	4.729,3	1.192,4
vom Staatssektor ausgegeben	Ende 1997	Mrd ECU	3.104,4	6.634,7	2.822,9
Börsenkapitalisierung ⁶⁾	Okt. 1998	Mrd ECU	3.190,9	9.679,7	3.300,9
Reales BIP-Wachstum	1998	%	3,0	3,3	-2,5
Anstieg der Verbraucherpreise ⁷⁾	Nov. 1998	%	0,9	1,5	0,8
Arbeitslosenquote (% der Erwerbspersonen)	Nov. 1998	%	10,8	4,4	4,4
Breites Geldmengenwachstum ⁸⁾	Q3 1998	%	4,4	7,4	3,3
3-Monatszinssatz	Ende 1998	%	3,25	5,00	0,18
Rendite 10-jähriger Staatsanleihen	Ende 1998	%	3,94	4,70	2,02
Staat					
Überschuß (+) oder Defizit (-)	1998	% des BIP	-2,3	1,4	-5,5
Bruttoverschuldung	1998	% des BIP	73,8	59,3	115,6
Leistungsbilanzsaldo ⁹⁾	1997	% des BIP	1,1	-1,7	2,3

Quellen: Eurostat (Bevölkerung, Börsenkapitalisierung, reales BIP, Statistiken des Euro-Währungsgebiets bei Ausfuhren, Einfuhren, Preissteigerungsrate (HVPI), Arbeitslosigkeit und Leistungsbilanzsaldo), Europäische Kommission - Prognosen vom Herbst 1998 (Anteil am weltweiten BIP, Staatsdaten (auf Kalenderjahresbasis)), OECD (Produktionszweige), IWF (Ausfuhren, Einfuhren, Bankeinlagen, inländische Kredite, Bruttoverschuldung der Vereinigten Staaten und Japans), BIZ (nationale Schuldverschreibungen), nationale Statistiken (für die Vereinigten Staaten und Japan: Anstieg der Verbraucherpreise, Arbeitslosigkeit, breites Geldmengenwachstum, 3-Monatszinssatz, Rendite 10-jähriger Staatsanleihen, Leistungsbilanzsaldo) und EZB (für das Euro-Währungsgebiet: breites Geldmengenwachstum, 3-Monatszinssatz, Rendite 10-jähriger Staatsanleihen).

1) Zu konstanten Preisen und den Kaufkraftverhältnissen im Jahr 1997; Euro-Währungsgebiet: Preise von 1990.

2) Ohne Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets, Ausfuhren: job, Einfuhren: cif.

3) Euro-Währungsgebiet: Gesamte Einlagen bei den MFIs; Vereinigte Staaten: Sicht-, Termin- und Spareinlagen bei Bankinstituten; Japan: Sicht- und Termineinlagen bei Depositenbanken.

4) Daten des Euro-Währungsgebiets für Bankeinlagen und inländische Kredite auf der Grundlage der am 31. Dezember 1998 bekanntgegebenen unwiderruflichen Euro-Umrechnungskurse berechnet.

5) Euro-Währungsgebiet: Kredite der MFIs an und Wertpapierbestände der Ansässigen des Euro-Währungsgebiets; Vereinigte Staaten und Japan: inländische Kredite.

6) Vereinigte Staaten: New Yorker Börsen (NYSE and Nasdaq); Japan: Börsen von Tokio und Osaka.

7) HVPI für das Euro-Währungsgebiet; nationale Statistiken bei den Vereinigten Staaten und Japan.

8) Euro-Währungsgebiet: Aggregat M3; Vereinigte Staaten: Aggregat M2; Japan: M2 und CDs.

9) Vorläufige Daten für das Euro-Währungsgebiet.

und Japans vergleichbar. Auf die Vorprodukte wie z. B. aus den Bereichen Landwirtschaft, Fischerei und Forstwirtschaft entfallen rund 2 % der Gesamtleistung in allen drei Wirtschaftsräumen. Der Dienstleistungssektor macht ungefähr 67 % der Gesamtleistung des Euro-Währungsgebiets aus; sein Anteil liegt damit unter dem der Vereinigten Staaten (72 %), jedoch über dem Japans (59 %). Auf den Industriesektor (einschließlich Baugewerbe) entfallen 31 % der Gesamtleistung im Euro-Währungsgebiet, was über dem Anteil in den Vereinigten Staaten und unter dem in Japan liegt.

In bezug auf Größe und Struktur unterscheidet sich der Staatssektor im Euro-Währungsgebiet erheblich von dem der Vereinigten Staaten und Japans. Am Anteil der Staatsausgaben am BIP gemessen, ist der Staatssektor im Euro-Währungsgebiet deutlich größer (49 %) als in Japan (39 %) oder den USA (35 %). Dies läßt sich zum Großteil mit den unterschiedlichen Sozialsystemen erklären. In den Ländern des Euro-Währungsgebiets sind die laufenden staatlichen Übertragungen an die privaten Haushalte gemessen als Anteil am BIP relativ hoch im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und Japan. Ein weiterer auffallender Unterschied liegt darin, daß der Anteil des BIP, der im Euro-Währungsgebiet vom Staatssektor für die Bereitstellung von Kollektivleistungen verwendet wird, ebenfalls über dem der Vereinigten Staaten und Japans liegt. Des weiteren machen - in bezug auf die Zusammensetzung der Staatseinnahmen - die Sozialabgaben im Euro-Währungsgebiet und in Japan jeweils rund ein Drittel der laufenden Einnahmen der öffentlichen Haushalte aus. In den USA dagegen liegt der Anteil nur bei einem Viertel. Was die Steuereinnahmen betrifft, erheben die Vereinigten Staaten und Japan mehr direkte Steuern, während im Euro-Währungsgebiet die indirekten Steuern einen höheren Anteil am Steueraufkommen stellen.

Betrachtet man einige wichtige monetäre und finanzielle Indikatoren, lassen sich mehrere strukturelle Unterschiede zwischen dem Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets und den Finanzsystemen der Vereinigten Staaten und Japans feststellen. Der Hauptunterschied insbesondere gegenüber den USA liegt in der jeweili-

gen Rolle der Banken und Wertpapiermärkte. Im Finanzwesen des Euro-Währungsgebiets prägen Bankprodukte das Bild; Finanzierung durch Aktien spielt nur eine begrenzte Rolle. In den Vereinigten Staaten stellen Aktien- und Rentenmärkte dagegen das wichtigste Mittel zur Finanzierung und Vermögensbildung dar.

Dieser allgemeine Eindruck von der Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets kann anhand verschiedener Indikatoren (siehe Tabelle 1) veranschaulicht werden. Bankeinlagen gemessen als Anteil am BIP haben im Euro-Währungsgebiet eine größere Bedeutung (84 %) als in den Vereinigten Staaten (55 %), spielen jedoch eine geringere Rolle als in Japan (99 %). Ähnlich liegen auch die Forderungen aus Krediten inländischer Banken sowohl absolut als auch in Relation zum BIP im Euro-Währungsgebiet weit höher als in den USA; im Vergleich mit Japan sind sie jedoch, gemessen als Anteil am BIP, ungefähr genauso hoch. Im Euro-Währungsgebiet gewähren die Banken relativ hohe Kredite an die öffentlichen Haushalte. Dagegen übersteigt der Betrag der inländischen Schuldverschreibungen, gemessen als Anteil am BIP, in den Vereinigten Staaten die jeweiligen Beträge sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in Japan bei weitem. In absoluten Zahlen waren die Forderungen aus inländischen Schuldverschreibungen Ende 1997 in den USA mit 11 364 Mrd. ECU mehr als zweimal so hoch wie im Euro-Währungsgebiet. Dieser Unterschied ist bei den vom privaten Sektor begebenen Wertpapieren sogar noch größer. Und schließlich ist die Börsenkapitalisierung in den Vereinigten Staaten deutlich höher als im Euro-Währungsgebiet und in Japan.

Auch der Arbeitsmarkt im Euro-Währungsgebiet unterscheidet sich stark von dem der beiden anderen Volkswirtschaften. Die jüngste Gesamtarbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet (10,8 %) liegt sehr viel höher als in den USA (4,4 %). Diese Unterschiede ergeben sich aus vielen verschiedenen Faktoren; dazu gehören strukturelle Merkmale der beiden Arbeitsmärkte wie z. B. Lohn- und Lohnnebenkosten, Arbeitsschutzgesetze, Umfang und Auszahlungsdauer von Arbeitslosenunterstützung. Außerdem hat sich mittelfristig gezeigt, daß im Euro-Währungsgebiet bei vergleichbarem realem BIP-Wachstum

ein erheblich geringeres Beschäftigungswachstum stattgefunden hat als in den Vereinigten Staaten. Zudem führten konjunkturelle Schwankungen, im Gegensatz zu den USA, zu deutlich asymmetrischen Reaktionen, so daß jede Konjunkturabschwächung höhere Arbeitslosenzahlen im Euro-Währungsgebiet zur Folge hatte. Die Arbeits-

märkte sind jedoch bekanntlich schwer zu vergleichen, wenn man dabei nur die erfaßten Arbeitslosenquoten heranzieht. Dies gilt insbesondere für Japan, wo die amtliche Arbeitslosenquote trotz anhaltender wirtschaftlicher Probleme auch bei lediglich 4,4 % liegt.

2 Die wirtschaftliche Lage im Euro-Währungsgebiet zu Beginn der dritten Stufe

Monetäre und finanzielle Entwicklungen signalisieren Preisstabilität

Mit Wachstumsraten von 3,5 % bis 5 % entwickelte sich das breite Geldmengenaggregat M3 in den letzten beiden Jahren recht positiv. Diese monetäre Entwicklung kann mit anhaltender Preisstabilität und dauerhaftem Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet als vereinbar betrachtet werden. Im selben Zeitraum sind die Zinssätze über das ganze Laufzeitspektrum hinweg wegen der günstigeren Preisentwicklung gesunken. Der durchschnittliche Zinssatz für Dreimonatsgeld im Euro-Währungsgebiet weist eine sinkende Tendenz auf. Er fiel von über 7 % im Frühjahr 1995 auf 3,25 % Ende 1998. Dieser Rückgang spiegelt die erreichte Preisstabilität sowie die wachsende Stabilität der Wechselkurse innerhalb des Euro-Währungsgebiets vor Beginn der dritten Stufe wider. Die langfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet (gemessen als durchschnittliche Rendite von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich) sind von über 9 ½ % Anfang 1995 auf knapp unter 4 % Ende Dezember 1998 gesunken. Real, d. h. bereinigt um die rückläufige Preissteigerungsrate, sind die langfristigen Zinsen seit Anfang 1995 um rund 3 ½ Prozentpunkte auf rund 3 % Ende 1998 gefallen. Innerhalb des Euro-Währungsgebiets haben der schrittweise Wegfall von Wechselkursrisikoprämien, die Verringerung der Inflationsrisikoprämien, die Annäherung der kurzfristigen Zinsen und die fortschreitende Konsolidierung der öffentlichen Finanzen in den letzten Jahren in dieser Hinsicht alle eine positive Rolle gespielt.

Anstieg der Verbraucherpreise bei rund 1 %

Betrachtet man die jüngere Entwicklung, so ist die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) gemessene Preissteigerung von rund 1,6 % zur Jahresmitte 1997 auf einen Stand von 0,9 % im November 1998 gesunken. Dies ist hauptsächlich auf eine geringere Steigerungsrate von 0,3 % bei den Güterpreisen zurückzuführen; der Preisanstieg bei den Dienstleistungen hingegen blieb im Jahr 1998 mit rund 2 % weitgehend unverändert. Ein bedeutender Faktor bei dem geringeren Anstieg der Güterpreise in der jüngsten Vergangenheit war der beträchtliche Rückgang der Öl- und sonstigen Rohstoffpreise gegenüber ihrem Höchststand im Jahr 1997. Ferner verlangsamte sich der Anstieg der Arbeitseinkommen je Arbeitnehmer 1998 weiter; die Lohnstückkosten nahmen im Laufe der letzten Quartale, für die Daten verfügbar sind, leicht ab.

Kräftiges Produktionswachstum im Jahr 1998, doch Verlangsamung des Anstiegs im Jahresverlauf

Nach einer Erholung im Jahr 1997 beschleunigte sich das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im gesamten Jahresverlauf 1998 weiter; diese Entwicklung wurde zunehmend von der Binnennachfrage statt von der Nettoausfuhr getragen. Der private Verbrauch leistete in den letzten Quartalen den größten Einzelbeitrag zum Wachstum des BIP, wohingegen die Anlageinvestitionen weniger stark ausgeweitet wurden. Doch vor dem Hintergrund einer Verschlechterung des äußeren Umfelds erhöhte sich im Ver-

lauf des Jahres 1998 das Risiko, daß die Expansion im Euro-Währungsgebiet ihr Tempo nicht würde halten können; das Wachstum des realen BIP verlangsamte sich nach den Sommermonaten und sank gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum von 3 % in der ersten Jahreshälfte 1998 auf 2,4 % im dritten Quartal. Dies ging mit einer Abnahme des Vertrauens der Industrie einher; das Vertrauen der Verbraucher hingegen lag weiterhin auf Rekordhöhe.

Langsam sinkende Arbeitslosenquote bei Erholung der Beschäftigungssituation

Trotz der konjunkturbedingten Verbesserung der Wirtschaftslage sind die Arbeitslosenzahlen im Euro-Währungsgebiet insgesamt weiterhin hoch. Im Jahr 1998 sanken sie allerdings leicht infolge einer Beschleunigung des Beschäftigungswachstums, die Anfang 1997 eingesetzt hatte. Nach Angaben von Eurostat ging die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet im Herbst 1998 auf 10,8 % und damit auf den niedrigsten Stand seit fünf Jahren zurück.

Verbesserung der öffentlichen Finanzlage ins Stocken geraten

Im Vergleich zu den in den Vorjahren erzielten Fortschritten bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen war die weitere Rückführung der Haushaltsdefizite im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1998 gering. Die Europäische Kommission schätzt, daß die durchschnittliche Defizitquote im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr, als sie noch 2,5 % betragen hatte, im Jahr 1998 auf 2,3 % gesunken ist. Dieser Rückgang geht jedoch auf günstige konjunkturelle Einflüsse sowie niedrigere Zinszahlungen zurück. Nach Angaben der Europäischen Kommission ergibt eine Konjunkturbereinigung der Defizitquote, daß sich das verbleibende „strukturelle Defizit“ im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1998 nicht verbessert, sondern leicht verschlechtert hat. Damit hätte sich die konjunkturbereinigte Defizitquote seit 1991 erstmals verschlechtert, was nicht mit der im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankerten Verpflichtung

im Einklang steht, das mittelfristige Haushaltsziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts einzuhalten. Ferner hat sich die Quote des Primärsaldos den Schätzungen zufolge 1998 zum ersten Mal seit einigen Jahren ebenfalls verschlechtert. Während sich der Anteil der Staatsausgaben am BIP tendenziell zu verringern scheint, nachdem er im Jahr 1993 einen Höchststand erreicht hatte, gingen die Staatseinnahmen des Euro-Währungsgebiets in Relation zum BIP im Jahr 1998, nach einer Zunahme zwischen 1995 und 1997, zurück. Im Euro-Währungsgebiet insgesamt stiegen die Steuern im Jahr 1998 leicht an, während die Sozialversicherungsbeiträge sanken.

Im Durchschnitt wird die Schuldenquote des Staatssektors im Euro-Währungsgebiet von der Europäischen Kommission für 1998 auf 73,8 % des BIP geschätzt; sie lag damit um 1,2 Prozentpunkte unter dem Stand von 1997. Die Schuldenquoten im Euro-Währungsgebiet sind seit 1996 rückläufig, was nicht nur auf die Verringerung der Defizite, sondern auch auf die Erlöse aus einer Reihe finanzpolitischer Transaktionen, darunter in erster Linie Privatisierungen, zurückzuführen ist. Allerdings liegen die Schuldenquoten im Euro-Währungsgebiet insgesamt nach wie vor weit über dem in Protokoll Nr. 5 zum Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten Referenzwert von 60 % des BIP, was die Spielräume in den Haushalten der Mitgliedstaaten erheblich einengt. Gleichzeitig sind die Defizitquoten weiterhin zu hoch, um die Schuldenquoten schnell zurückführen zu können.

Leichte Aufwertung der Währungen im Euro-Währungsgebiet

Im Jahr 1998 sind die Kurse der Währungen im Euro-Währungsgebiet im Durchschnitt gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner und im Vergleich zum Vorjahr nominal um rund 2,1 % und real um rund 1,5 % gestiegen. Doch diese Aufwertung, die in erster Linie auf eine Abschwächung des US-Dollar und des Pfund Sterling im zweiten und dritten Quartal 1998 zurückging, fand vor dem Hintergrund einer deutlichen Abwertung im Jahr 1997 statt,

Tabelle 2
Unwiderrufliche Euro-Umrechnungskurse

	1 EUR =	
Belgien	BEF	40,3399
Deutschland	DEM	1,95583
Spanien	ESP	166,386
Frankreich	FRF	6,55957
Irland	IEP	0,787564
Italien	ITL	1936,27
Luxemburg	LUF	40,3399
Niederlande	NLG	2,20371
Österreich	ATS	13,7603
Portugal	PTE	200,482
Finnland	FIM	5,94573

als die Kurse der Währungen des Euro-Währungsgebiets aufgrund des außergewöhnlichen Kursanstiegs von US-Dollar und Pfund Sterling gegenüber den Währungen der Handelspartner um rund 9 % gefallen waren. Demzufolge lagen die Währungen des Euro-Währungsgebiets unmittelbar vor Beginn der dritten Stufe effektiv immer noch etwas unter ihrem jeweiligen Durchschnittsstand der letzten Jahre.

Am 31. Dezember 1998 wurden gemäß Artikel 109 I Abs. 4 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft die unwiderruflichen Umrechnungskurse für den Euro vom EU-Rat auf Vorschlag der Europäischen Kommission und nach Anhörung der EZB angenommen (siehe Tabelle 2). Im Einklang mit dem rechtlichen Rahmen für die Verwendung des Euro sind die unwiderruflichen Umrechnungskurse des Euro gegenüber jeder teilnehmenden

3 Schlußbemerkungen

Insgesamt wird das Euro-Währungsgebiet als einer der größten Wirtschaftsräume der Welt bei der Gestaltung der globalen gesamtwirtschaftlichen Bedingungen eine bedeutende Rolle spielen. Es wird gegenüber seinen Handelspartnern offen sein, aber die Entwicklung der Binnenwirtschaft wird ein weit größeres Gewicht als externe Faktoren haben. Ansässige des Euro-Währungsgebiets werden zweifelsohne von den verbesserten Wachstums- und Beschäftigungsmöglichkeiten, die ein großer Binnenmarkt bietet, profitieren.

Währung die einzigen Kurse, die für Umrechnungen zwischen dem Euro und der nationalen Währungseinheit sowie Umrechnungen zwischen nationalen Währungseinheiten zu verwenden sind. Der letzte offizielle ECU-Wechselkurs (und erste Euro-Umrechnungskurs) gegenüber dem US-Dollar wurde am 31. Dezember 1998 auf 1,168 USD festgelegt. Der erste Handelstag in Euro am 4. Januar 1999 in Australien begann bei 1,175 USD. In Europa wurde der Euro bei Börsenbeginn mit 1,1855 USD gehandelt.

Zahlungsbilanz in jüngster Zeit im Zeichen der Verschlechterung der globalen Lage

In den letzten Jahren stiegen die in der Handels- und Leistungsbilanz verzeichneten Überschüsse des Euro-Währungsgebiets (nach vorläufigen Angaben) an, nämlich von 1,2 % bzw. 0,5 % des BIP im Jahr 1995 auf 1,6 % bzw. 1,1 % des BIP im Jahr 1997. Doch ab der Jahresmitte 1998 hatte die durch die Asien-Krise verursachte Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Lage einen zeitlich verzögerten Effekt auf die Zahlungsbilanz. Die sinkende Auslandsnachfrage führte zu einer Verlangsamung des Anstiegs der Ausfuhr, der auch durch die Wechselkursaufwertung beeinträchtigt wurde. Bei steigendem Importvolumen aufgrund einer anhaltend lebhaften Binnennachfrage sanken die Einfuhrpreise, was den Rückgang der Rohstoffpreise widerspiegelte.

Doch es gibt noch wichtige Herausforderungen zu meistern. Dazu zählen vor allem eine hohe Arbeitslosigkeit und große Haushaltsungleichgewichte, die in den derzeitigen Defizit- und Schuldenquoten ihren Ausdruck finden. Um diesen Herausforderungen gewachsen zu sein, muß ein großer Wirtschaftsraum wie das Euro-Währungsgebiet in erster Linie eine solide und tragfähige Politik „zu Hause“ verfolgen, womit auch ein Beitrag zu einer stabilen Weltwirtschaft geleistet wird. Eine solche Politik steht einerseits im Zeichen ei-

ner Finanzpolitik gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt und andererseits einer anhaltenden, mit moderaten Lohnabschlüssen einhergehenden strukturellen Reform der Arbeits- und Gütermärkte. Eine Beibehaltung dieses politischen Rahmens wird dazu beitragen, die Wettbewerbsfähigkeit und Ertragslage im Unternehmenssektor zu verbessern und dadurch die Investitionstätigkeit zu fördern. Dies wird auch zu einer nachhaltigen Unterstützung des jüngst zu verzeichnenden

Beschäftigungswachstums beitragen, was wiederum den privaten Verbrauch fördern wird.

Die Geldpolitik wird ihren Teil dazu beitragen, indem sie ihr vorrangiges Ziel der Preisstabilität verfolgt, dabei Inflationserwartungen und Risikoprämien bei den langfristigen Zinsen auf einem niedrigen Niveau hält und somit zu einem Wachstum und Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet förderlichen Umfeld beiträgt.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

1 Monetäre und finanzielle Entwicklung

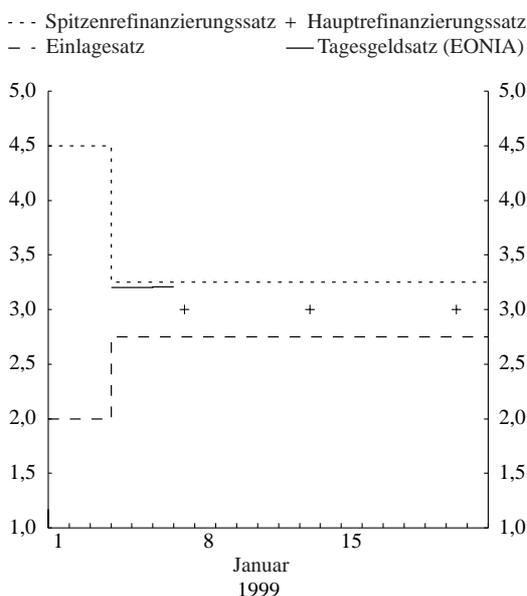
Geldpolitische Entscheidungen des EZB-Rats

Am 22. Dezember 1998 gab der EZB-Rat die Zinssätze für die ersten geldpolitischen Operationen des Eurosystems bekannt. Der Zinssatz für das erste Hauptrefinanzierungsgeschäft, das in Form eines Mengentenders angeboten und am 7. Januar 1999 abgewickelt wurde, wurde auf 3 % festgesetzt. Außerdem wurde für den Beginn der dritten Stufe (d. h. zum 1. Januar 1999) der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 4,5 % und der Zinssatz für die Einlagefazilität auf 2 % festgesetzt. Allerdings wurde als vorübergehende Maßnahme für den Zeitraum vom 4. bis 21. Januar 1999 der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 3,25 % und der Zinssatz für die Einlagefazilität auf 2,75 % festgesetzt. Auf seiner Sitzung am 7. Januar 1999 beschloß der EZB-Rat, die am 13. und 20. Januar 1999 abzuwickelnden Hauptrefinanzierungsgeschäfte ebenfalls als Mengentender zu einem Zinssatz von 3 % durchzuführen (siehe Abbildung 1 und „Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems“ am Schluß dieses Monatsberichts).

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Der Zinssatz für das Hauptrefinanzierungsgeschäft, d. h. der wöchentliche Tender, ist der wichtigste Zinssatz, mit dem das Eurosystem Bewegungen der kurzfristigen Marktzinsen steuert, während die Zinssätze für die beiden ständigen Fazilitäten einen Korridor für den (Tages-)Geldmarktsatz zur Verfügung stellt (siehe Kasten 1). Die oben genannten Entscheidungen über den Zinssatz für die ersten drei Hauptrefinanzierungsgeschäfte spiegelten die Ansicht des EZB-Rats wider, die auf seiner Einschätzung der wirtschaftlichen, monetären und finanziellen Situation im Euro-Währungsgebiet beruhte, daß ein Zinssatz von 3 % für die absehbare Zukunft angemessen ist, da er am besten geeignet ist, um auf mittlere Sicht Preisstabilität zu gewährleisten.

Bei den ersten Zinssätzen für die ständigen Fazilitäten des Eurosystems mußte der EZB-Rat zwei Aspekte berücksichtigen. Erstens mußte er deutlich seine geldpolitischen Absichten signalisieren. Diese fanden ihren Ausdruck darin, daß für den Beginn der dritten Stufe der Satz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 4,5 % und der Satz für die Einlagefazilität auf 2 % festgesetzt wurde. Daher ist der Korridor für Bewegungen der kurzfristigen Zinssätze in bezug auf den Hauptrefinanzierungssatz von 3 % im Bereich der oberen Grenze asymmetrisch. Die Festsetzung dieser Zinssätze war auch notwendig, um für die offiziellen nationalen Notenbanksätze, die zuvor in einigen Mitgliedstaaten in bestimmten Gesetzestexten und Verträgen als Referenzsätze verwendet wurden, Nachfolger zur Verfügung zu stellen. Zweitens mußte der EZB-Rat die Möglichkeit in Betracht ziehen, daß die Marktteilnehmer einige Zeit benötigen werden, um sich an das neue Umfeld für die Geldpolitik zu gewöhnen. Mit der Festsetzung eines relativ engen Zinskorridors von 50 Basispunkten für die ständigen Fazilitäten zwischen dem 4. und dem 21. Januar 1999 verfolgte der EZB-Rat das Ziel, den Marktteilnehmer die Anpassung an das neue Umfeld des Geldmarktes im Euro-Währungsgebiet während der ersten Tage der Währungsunion zu erleichtern. Der EZB-Rat gab außerdem bekannt, daß der gewählte enge Korridor eine Übergangs- und Aus-

nahemaßnahme darstellt, die nur während der ersten drei Wochen der dritten Stufe angewandt wird.

Angesichts der zahlreichen Neuerungen, die mit dem Übergang zum neuen geldpolitischen Umfeld in der dritten Stufe verbunden sind, wurde es als wichtig erachtet, die Volatilität der Zinssätze zu Beginn der dritten Stufe mittels eines engen Korridors zu beschränken. Ein enger Korridor hat insbesondere den Effekt, daß die Kosten für diejenigen Kreditinstitute begrenzt werden, die aufgrund technischer Probleme oder unzureichender Informationen nicht in der Lage sind, zu Beginn der dritten Stufe Gelder aus dem Interbankenmarkt zu erhalten oder dort zu plazieren. Ein derartig enger Korridor ist allerdings längerfristig nicht wünschenswert, da er die Entwicklung eines effizient funktionierenden Geldmarktes im Euro-Währungsgebiet behindern kann, für die Kreditinstitute den Anreiz zur sorgfältigen Planung der Erfüllung ihrer Min-

destreservepflicht begrenzt und die Liquiditätssteuerung des Eurosystems kompliziert. Aus diesem Grund kündigte der EZB-Rat bereits am 22. Dezember 1998 an, daß er beabsichtigt, diese Übergangsregelung nach seiner Sitzung am 21. Januar außer Kraft zu setzen.

Am 5. Januar 1999 gab das Eurosystem die Zuteilung seines ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts bekannt. Es wurde ein Gesamtbetrag von 75,0 Milliarden € zugeteilt, der auf 944 Kreditinstitute im Verhältnis zu den von ihnen abgegebenen Geboten aufgeteilt wurde. Die Zuteilungsentscheidung wurde auf der Grundlage des Liquiditätsbedarfs des gesamten Euro-Währungsgebiets getroffen, um die von den Kreditinstituten benötigten Beträge zur Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht innerhalb der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode relativ schnell zur Verfügung zu stellen und gleichzeitig die mit dem Anlaufen des neuen Systems verbundenen Unsicherheiten gebührend zu berücksichtigen.

Kasten I

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems im Überblick

Zur Erreichung seiner geldpolitischen Ziele führt das Eurosystem Offenmarktgeschäfte durch, stellt ständige Fazilitäten zur Verfügung und verpflichtet Kreditinstitute zur Haltung von Mindestreserven auf Konten bei den nationalen Zentralbanken. Offenmarktgeschäfte spielen in der Geldpolitik des Eurosystems eine wichtige Rolle bei der Steuerung der kurzfristigen Zinsen, bei der Kontrolle der Liquiditätslage am Geldmarkt und bei der Signalisierung des geldpolitischen Kurses. Die ständigen Fazilitäten dienen der Bereitstellung bzw. Absorption von täglich fälliger Liquidität und sollen generell auf die mittelfristigen geldpolitischen Absichten hinweisen. Das Mindestreservesystem dient in erster Linie der Stabilisierung der Geldmarktsätze und der Herbeiführung (oder Vergrößerung) einer strukturellen Liquiditätsknappheit.

Unter den Offenmarktgeschäften kommt dem „Hauptrefinanzierungsgeschäft“, d. h. dem wöchentlichen Tender mit einer Laufzeit von zwei Wochen, eine zentrale Rolle im geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems zu. Letztlich verwendet das Eurosystem in erster Linie diesen Geschäftstyp, um Schwankungen der kurzfristigen Geldmarktsätze zu steuern und das Bankensystem zu refinanzieren. Außerdem führt das Eurosystem regelmäßig „längerfristige Refinanzierungsgeschäfte“ durch. Dabei handelt es sich um monatliche Tendergeschäfte mit einer Laufzeit von drei Monaten. Im Gegensatz zum wöchentlichen Tender verwendet das Eurosystem das monatliche Tendergeschäft in der Regel nicht, um geldpolitische Signale für den Markt zu setzen. Andere Arten von Offenmarktgeschäften, die das Eurosystem erforderlichenfalls durchführen könnte, schließen Feinsteuerungsoperationen ein, die vor allem dazu dienen, die Auswirkungen unerwarteter Liquiditätsschwankungen am Markt abzufedern. Ferner hat das Eurosystem die Möglichkeit, Offenmarktgeschäfte (wie die Begebung von EZB-Schuldverschreibungen) zu verwenden, um die strukturelle Position des Eurosystems gegenüber dem Finanzsektor zu beeinflussen. Seit Beginn der dritten Stufe hat die EZB jedoch die Durchführung solcher „struktureller“ Operationen noch nicht für erforderlich gehalten.

Während die Offenmarktgeschäfte auf Betreiben des Eurosystems durchgeführt werden, liegt die Initiative im

Fall der ständigen Fazilitäten bei den Kreditinstituten, die als Geschäftspartner des Eurosystems zugelassen sind. Diese Geschäftspartner haben Zugang zu zwei ständigen Fazilitäten des Eurosystems: Über die Spitzenrefinanzierungsfazilität können sie sich Tagesgeld bei den nationalen Zentralbanken beschaffen, und mittels der Einlagefazilität können sie dieses bei den nationalen Zentralbanken anlegen. Normalerweise gibt es keine Zugangsbegrenzung bei den ständigen Fazilitäten (außer daß der Zugang zur Spitzenrefinanzierungsfazilität wie bei allen Kreditgeschäften des Eurosystems durch ausreichende refinanzierungsfähige Sicherheiten gedeckt sein muß). Durch diese beiden Fazilitäten werden Schwankungen des Tagesgeldmarktsatzes durch den Korridor begrenzt, der durch die Zinssätze für die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten vorgegeben ist.

Außerdem ist jedes im Euro-Währungsgebiet ansässige Kreditinstitut mindestreservecpflichtig. Das Reserve-Soll wird errechnet, indem ein Mindestreservesatz auf ausgewählte Verbindlichkeiten aus der Bilanz der Kreditinstitute angewendet wird. Der Reservesatz wurde mit Beginn der dritten Stufe auf 2 % festgelegt. Ein Kreditinstitut erfüllt seine Pflicht gegenüber dem Mindestreservesystem des Eurosystems, wenn seine tagesdurchschnittlichen Reserveguthaben innerhalb einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode (normalerweise vom 24. jedes Monats bis zum 23. des darauffolgenden Monats) mindestens genauso hoch sind wie sein Mindestreserve-Soll. Reserveguthaben werden zu dem Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems verzinst. Das Verfahren zur Einhaltung der Mindestreservecpflicht über einen mehr als einen Tag umfassenden Zeitraum — im Fall des Mindestreservesystems des Eurosystems über eine Zeitspanne von genau einem Monat — wird als Durchschnittserfüllung bezeichnet. Da die Durchschnittserfüllung dem Bankensystem eine flexible Liquiditätssteuerung erlaubt, können Kreditinstitute tägliche Schwankungen in der Liquiditätsbereitstellung ausgleichen und ihre kurzfristigen Arbitrage-Möglichkeiten am Geldmarkt nutzen. Daher ist davon auszugehen, daß die Durchschnittserfüllung zu einer Stabilisierung des Tagesgeldsatzes im Verlauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode beitragen wird.

Was die Geschäftsaufnahme des Eurosystems betrifft, sind die ständigen Fazilitäten allen Kreditinstituten seit dem 4. Januar 1999, dem ersten Geschäftstag in der dritten Stufe, zugänglich. Das erste wöchentliche Tendergeschäft wurde am 7. Januar 1999 abgewickelt, und der Abwicklungstag des ersten monatlichen Tenders war am 14. Januar 1999. Um einen Beitrag zum reibungslosen Übergang zum geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems zu leisten, haben sich die teilnehmenden nationalen Zentralbanken bereit erklärt, die von ihnen gegen Ende der zweiten Stufe getätigten Offenmarktgeschäfte im Laufe der ersten Januarhälfte schrittweise auslaufen zu lassen. Ferner wird die erste Mindestreserve-Erfüllungsperiode als Übergangsregelung für das Mindestreservesystem des Eurosystems vom 1. Januar 1999 bis zum 23. Februar 1999 dauern.

Eine ausführliche Erläuterung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems findet sich in einem Bericht der EZB mit dem Titel „Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB“ (September 1998).

Geldmengenwachstum vereinbar mit Preisstabilität

Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems weist der Geldmenge eine herausragende Rolle zu, die sich auf die in mittelfristiger und langfristiger Perspektive im wesentlichen monetäre Natur der Inflation gründet (siehe Artikel mit dem Titel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ in dieser Ausgabe des Monatsbe-

richts). Der EZB-Rat beschloß am 1. Dezember 1998, den ersten Referenzwert für das jährliche Wachstum des breiten Geldmengenaggregats M3 im Euro-Währungsgebiet auf 4 ½ % festzusetzen. Die monetären Entwicklungen werden in bezug auf diesen Referenzwert auf der Grundlage des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der 12-Monatsraten der Geldmenge M3 beobachtet, um übermäßige Verzerrungen der in den Daten enthaltenen Informationen durch erratiche Monatswerte zu verhindern. Neben M3

werden auch die engeren Abgrenzungen der Geldmenge (M1 und M2) und die Gegenposten von M3 berücksichtigt, insbesondere Kredite an den privaten Sektor (für einen Überblick über die Abgrenzungen monetärer Aggregate für das Euro-Währungsgebiet siehe Kasten 2).

Die verfügbaren Daten zeigen, daß M3 in den letzten beiden Jahren mit Raten zwischen 3,5 % und 5,0 % wuchs. Dies war weitgehend mit Preisstabilität und dauerhaftem Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet vereinbar. Während dieser Zeit wuchs das enge Aggregat M1 erheblich stärker als M3 (siehe Abbildung 2); dies war ausschließlich auf die hohe Zunahme der täglich fälligen Einlagen zurückzuführen. Verschiebungen zugunsten dieser Komponente der engen Geldmenge im Laufe des Jahres 1998 wurden durch den Rückgang der Zinssätze im Euro-Währungsgebiet stimuliert, der die Opportunitätskosten für täglich fällige Einlagen verringerte. Außerdem profitierten Anlagen in dieser Komponente der engen Geldmenge von dem Rückgang der Inflationsraten in mehreren Ländern sowie von der erwarteten Einführung der Währungsunion und einer stabili-

len einheitlichen Währung. Darüber hinaus haben möglicherweise in einigen Ländern täglich fällige Einlagen die Rolle eines Puffers bei einem Prozeß von Portfolioumschichtungen gespielt, der 1998 zu signifikanten Verschiebungen zugunsten von Investmentfonds und Aktien führte. Insgesamt scheint daher das starke Wachstum der engen Geldmenge nicht nur die Dynamik des Wirtschaftswachstums widerzuspiegeln, sondern vor allem aus den Anpassungen an niedrige Inflationsraten in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets oder aus Portfolio-Umschichtungen zu resultieren, die keine Inflationsrisiken signalisieren.

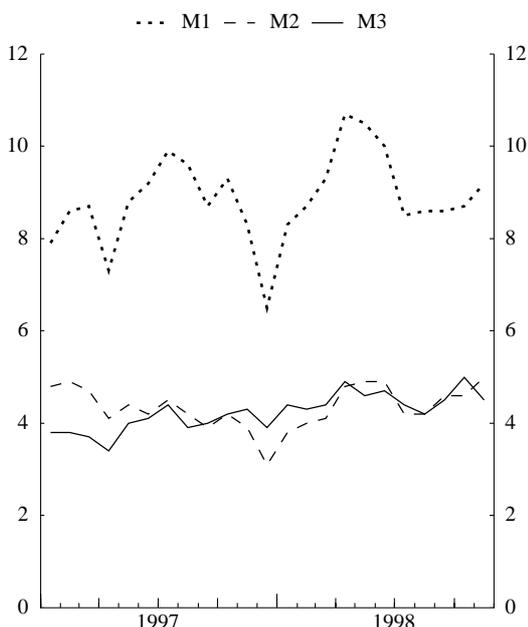
Bei der Betrachtung der jüngsten monetären Entwicklung zeigen die Daten für November 1998, daß M3 mit einer Jahresrate von 4,5 % wuchs, die damit 0,5 Prozentpunkte unter der im Vormonat verzeichneten 12-Monatsrate lag. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der 12-Monatsraten der Geldmenge M3 (für September bis November 1998) blieb mit 4,7 % weitgehend stabil; dies ist ein Wert, der sehr nah bei dem vom EZB-Rat festgesetzten Referenzwert liegt. Die jährliche Wachstumsrate von M1 stieg von 8,7 % im Oktober 1998 auf 9,2 % im November, während diejenige von M2 sich im November 1998 auf 5,0 % erhöhte, gegenüber 4,6 % im Oktober 1998.

Der Rückgang der Wachstumsrate von M3 von Oktober bis November 1998 spiegelte hauptsächlich ein schwächeres Wachstum der marktfähigen Instrumente wider, die Bestandteil von M3 sind. Insbesondere ging die Nachfrage nach Repogeschäften erheblich zurück, und die Nachfrage nach Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren verlangsamte sich. Die gedämpfte Nachfrage nach marktfähigen Instrumenten im November stellte eine Umkehr einer im Oktober zu beobachtenden Entwicklung dar und muß vor dem Hintergrund einer außergewöhnlich hohen Volatilität an den Finanzmärkten im Oktober gesehen werden, an die sich im November eine allmähliche Rückkehr zur Normalität anschloß.

Die täglich fälligen Einlagen wuchsen im November mit einer Jahresrate von 11,5 %, gegenüber 10,7 % im Oktober. Einlagen mit verein-

Abbildung 2
Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Kasten 2

Abgrenzungen monetärer Aggregate für das Euro-Währungsgebiet

In der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) haben die nationalen Zentralbanken, das Europäische Währungsinstitut (EWI) und anschließend die EZB erheblichen Aufwand bei der Entwicklung von harmonisierten monetären Statistiken für das Euro-Währungsgebiet betrieben. Als Resultat wurde eine Konsolidierte Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute (MFI-Sektor) erstellt; von dieser Grundlage werden die monetären Aggregate für das Euro-Währungsgebiet abgeleitet. Der MFI-Sektor umfaßt diejenigen Institute, deren Verbindlichkeiten monetärer Natur sein können: dazu gehören die nationalen Zentralbanken, die EZB, Kreditinstitute und andere Finanzinstitute, vor allem Geldmarktfonds. Die MFIs, die im Euro-Währungsgebiet ansässig sind, werden kollektiv als der „Geldschöpfungssektor“ des Euro-Währungsgebiets definiert.

Für den Zweck der Abgrenzung der monetären Aggregate umfaßt der „Geldhaltungssektor“ alle im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs, ausschließlich der Zentralregierung. Zu diesem Sektor gehören im wesentlichen private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen und andere im Euro-Währungsgebiet ansässige Nicht-MFIs sowie zum Staatssektor gehörige Länder, Gemeinden und Sozialversicherungsträger im Euro-Währungsgebiet. Zentralregierungen werden als „geldneutraler“ Sektor betrachtet, mit einer Ausnahme: Einlagenverbindlichkeiten der Zentralregierung mit monetärem Charakter (Einlagen bei Postämtern, Sparkassen und Schatzämtern) fallen unter die Abgrenzung der monetären Aggregate des Eurosystems.

Verschiedene Arten von MFI-Verbindlichkeiten werden in die monetären Aggregate für das Euro-Währungsgebiet einbezogen. Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen sind die Instrumente mit der höchsten Liquidität und fallen unter die enge Abgrenzung der Geldmenge, die als M1 bezeichnet wird. Indem man sonstige kurzfristige Einlagen zu M1 hinzuzählt (nämlich Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten), erhält man die Geldmenge M2. Schließlich ergibt sich die weitgefaßte Geldmenge M3, indem man zu M2 bestimmte marktfähige Verbindlichkeiten des MFI-Sektors hinzuzählt (Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere sowie Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von weniger als zwei Jahren).

In quantitativer Hinsicht machte M1 im November 1998 etwa 39 % von M3 aus, wobei auf Bargeld 7 % und auf täglich fällige Einlagen 32 % entfielen. Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren machten etwa 27 % bzw. 20 % aus; damit belief sich das Aggregat M2 auf 86 % von M3. Die restlichen 14 % entfielen auf marktfähige Instrumente (wobei Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere 7 %, Repogeschäfte 5 % und Schuldverschreibungen mit Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren 2 % ausmachten).

Die Daten für die Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors und die monetären Aggregate des Euro-Währungsgebiets (das alle 11 Länder des Euro-Währungsgebiets umfaßt) wurden ab September 1997 zusammengestellt. Dadurch konnten 12-Monatsraten für das Wachstum aller Bilanzpositionen ab September 1998 berechnet werden. Für die monetären Aggregate wurden allerdings längerfristige Reihen geschätzt. Statistiken über die monatlichen Ströme, die tatsächliche finanzielle Transaktionen darstellen, stehen bisher nicht zur Verfügung; daher werden die Wachstumsraten auf der Basis von Bestandsstatistiken berechnet. Diese Berechnungsmethode vernachlässigt zwar möglicherweise den Einfluß von Störfaktoren, wie beispielsweise Schwankungen der Marktpreise (für unter M3 fallende Wertpapiere, für die es einen Sekundärmarkt gibt), Wechselkursänderungen und Neubewertungen. Außerdem beruhen die Daten insoweit noch auf Schätzungen, als einige Änderungen an den Berichtssystemen einzelner Länder des Euro-Währungsgebiets noch nicht abgeschlossen sind. Allerdings stellen zum gegenwärtigen Zeitpunkt diese Daten die umfassendste und verlässlichste Quelle für monetäre Informationen im Euro-Währungsgebiet dar. Dennoch ist bei der Auswertung der monetären Statistiken für geldpolitische Zwecke eine gewisse Vorsicht angebracht.

Konzeptionelle und empirische Aspekte der monetären Aggregate des Euro-Währungsgebiets werden ausführlicher in einem Artikel erläutert, der im Monatsbericht für Februar 1999 erscheinen soll.

barter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten nahmen im November mit einer Jahresrate von 6,3 % zu, während Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren auf innerhalb der letzten zwölf Monate um 3,8 % zurückgingen.

Gegenposten von M3 stützen die monetäre Analyse

Im Zusammenhang mit der geldpolitischen Strategie des Eurosystems trägt eine Analyse der sogenannten Gegenposten zu M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors zu einem tieferen Verständnis der monetären Entwicklung bei. Diese Gegenposten gehören zu der breiten Palette der ökonomischen Variablen, die hauptsächlich bezüglich ihrer Vorlaufeigenschaften für die zukünftige Preisentwicklung beobachtet und analysiert werden.

Auf der Aktivseite der Bilanz wuchs der Gesamtbetrag der Kredite an den privaten Sektor (definiert als Summe von MFI-Direktkrediten an den privaten Sektor und Beständen an Wertpapieren, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, außer öffentlichen Haushalten, ausgegeben wurden) in den letzten Monaten erheblich schneller als M3. Auf Jahresbasis nahm er im Oktober und November um 8,8 % bzw. 9,2 % zu. Nach aktuellen MFI-Bilanzdaten betrug der Anstieg der ausstehenden Kredite an private Haushalte und Unternehmen, die nicht MFIs sind, (die zusammen etwa 91 % der gesamten MFI-Kredite an den privaten Sektor ausmachen), innerhalb der letzten zwölf Monate im November 8,5 % (nach 8,2 % im Oktober 1998). MFI-Wertpapierkredite an den privaten Sektor wuchsen im November mit einer relativ hohen 12-Monatsrate von 16,2 %; allerdings sollte diese Entwicklung nicht überbewertet werden, da diese Position nur weniger als 10 % der gesamten MFI-Kredite an den privaten Sektor ausmacht. Die starke Zunahme der MFI-Kredite an den privaten Sektor dürfte im Zusammenhang mit dem Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1998 und mit günstigen Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, die nicht MFIs sind, und private Haushalte stehen, die sich aus dem derzeit niedrigen Niveau der Zinssätze im Kundengeschäft der Banken erge-

ben (siehe Tabelle 2.8 im Teil „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Die MFI-Kredite an öffentliche Haushalte stiegen dagegen im November 1998 sehr langsam an; insbesondere gingen die Direktkredite an öffentliche Haushalte mit einer 12-Monatsrate von 1,5 % zurück. Die Jahreswachstumsrate der MFI-Bestände an Schuldverschreibungen öffentlicher Haushalte betrug im November 3,8 %.

Auf der Passivseite der Bilanz handelt es sich bei den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (die längerfristige Einlagen und ausgegebene Schuldverschreibungen zuzüglich Kapital und Rücklagen der MFIs umfassen) um Finanzinstrumente, die nicht von der Definition des breiten Geldmengenaggregats erfaßt werden. Unter bestimmten Umständen können sie Alternativen zu den Anlagemöglichkeiten in Instrumente darstellen, die Teil von M3 sind. Im November 1998 machten die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten etwa 30 % der gesamten MFI-Verbindlichkeiten aus (zum Vergleich: die Komponenten von M3 beliefen sich auf etwa 41 % der gesamten MFI-Verbindlichkeiten). Dieser Gegenposten wuchs im November 1998 mit einer Jahresrate von etwa 3 % und damit etwas langsamer als im Oktober 1998 (3,4 %). Der gedämpfte Anstieg dieser Komponente dürfte von dem sich verringern den Abstand zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinssätzen in den letzten Monaten beeinflusst worden sein (siehe Kasten 4 unten).

Die Netto-Auslandsposition der MFIs im Euro-Währungsgebiet verschlechterte sich 1998 tendenziell. Das Wachstum der Auslandsverbindlichkeiten gegenüber dem Vorjahrsmonat erreichte im November 14,9 %, verglichen mit einer entsprechenden Wachstumsrate von 4,6 % bei den Auslandsforderungen.

Geldmarktsätze in den letzten Monaten rückläufig

Während der durchschnittliche 3-Monatssatz im Euro-Währungsgebiet im Mai 1998, als die Teilnehmerländer am Euro-Währungsgebiet ausgewählt wurden, noch knapp über 4 % lag, ging er

im Verlauf des Jahres allmählich zurück. Größtenteils spiegelt dieser Rückgang der kurzfristigen Zinsen den Konvergenzprozeß bei den Zinsen im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1998 wider. Während Anfang 1998 im Euro-Währungsgebiet erhebliche Unterschiede bei den Geldmarktzinsen bestanden, haben sich diese Spreads im Laufe der Zeit aufgrund der Senkung der Notenbankzinsen in Ländern mit relativ hohen kurzfristigen Zinsen verringert. Dies mündete in einem Prozeß der Konvergenz auf das Niveau der Länder im Euro-Währungsgebiet mit den niedrigsten Zinsen. Ende November 1998 lag der durchschnittliche Zinssatz für 3-Monatsgelder bei 3,6 %.

Ein weiterer ausgeprägter Rückgang des durchschnittlichen 3-Monatsatzes im Euro-Währungsgebiet war unmittelbar nach dem 3. Dezember 1998 zu beobachten, als alle nationalen Zentralbanken der 11 Mitgliedstaaten, die den Euro mit Beginn der dritten Stufe einführen, in einer koordinierten Maßnahme beschlossen, ihre Leitzinsen auf 3 % zu senken (mit Ausnahme einer Zentralbank, die ihren Leitzins erst auf 3,5 %, aber am 23. Dezember 1998 dann auf 3 % reduzierte). Wie von der EZB seinerzeit erläutert wurde, war diese gemeinsame Zinssenkung de facto als eine Entscheidung über das Ausgangsniveau des entsprechenden EZB-Zinssatzes zu sehen. Ende Dezember 1998 lag der 3-Monatsatz im Euro-Währungsgebiet bei 3,25 %, d. h. rund 35 Basispunkte niedriger als Ende November 1998 und rund 80 Basispunkte unter dem Stand vom Mai 1998 (siehe Abbildung 3).

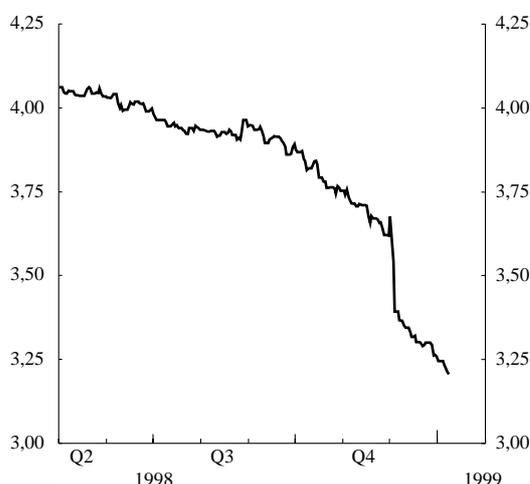
In der ersten Januarwoche 1999 waren die am Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets herrschenden allgemeinen Bedingungen stabil. Der 1-Monats- und der 3-Monatsatz befanden sich jeweils auf einer Höhe von rund 3,2 %. Der Tagesgeldsatz, gemessen an EONIA („euro overnight index average“, d. h. der gewichtete Durchschnitt der von einer Reihe bedeutender Banken angegebenen Zinssätze für unbesicherte Übernachtkontrakte), lag zwischen dem 4. und 7. Januar 1999 ebenfalls nahe 3,2 %.

Es gab zwar einige geringfügige Probleme technischer Natur, die nicht vermieden werden konnten, jedoch waren die Umstellung auf den

Abbildung 3

Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a., Tageswerte)



Quelle: EZB

Anmerkung: Durchschnitt der nationalen 3-Monats-Interbankenmarktsätze im Euro-Währungsgebiet bis 29. Dezember 1998; 3-Monats-EURIBOR ab 30. Dezember 1998.

Euro, das Funktionieren des ESZB-Zahlungsverkehrssystems (TARGET) und des Geldmarkts im Euro-Währungsgebiet in den ersten Tagen der Währungsunion allgemein ermutigend (siehe Kasten 3). Der Abstand der kurzfristigen Zinsen zwischen den teilnehmenden Ländern verringerte sich rasch. Dies ist ein Zeichen dafür, daß die Kreditinstitute innerhalb des Euro-Währungsgebiets sich offensichtlich rasch an das neue Umfeld anpassen und grenzüberschreitende Geschäfte abschließen, um Arbitragemöglichkeiten im einheitlichen Geldmarkt zu nutzen. Gleichzeitig beobachtete das Eurosystem in den ersten Tagen der Währungsunion bei den Kreditinstituten sowohl eine relativ starke Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität wie auch der Einlagefazilität. Während die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität auch im Zusammenhang mit der Tatsache zu sehen ist, daß der Abstand zwischen dem Satz dieser Fazilität und dem Satz für Übernachtliquidität während dieser ersten Tage relativ gering war - dies signalisiert niedrige Opportunitätskosten der Banken für die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität -, ist die starke Inanspruchnahme der Einlagefazilität ein Zeichen dafür, daß zu Beginn der dritten Stufe nicht alle Banken überschüssige Liquidität zur Plazierung von Krediten am Geldmarkt nut-

Kasten 3

Der Übergang zum Euro

Die Finanzmärkte sowie die Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme eröffneten am Morgen des 31. Dezember 1998 erwartungsgemäß mit geringer Liquidität und nur wenigen Transaktionen, während alle Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet geschlossen waren. Am frühen Nachmittag, nachdem der Rat der Europäischen Union die unwiderruflichen Umrechnungskurse des Euro gegenüber den teilnehmenden Währungen beschlossen hatte, begann der öffentliche und private Finanzsektor mit seinen Umstellungsarbeiten. Während der folgenden dreieinhalb Tage (bekannt als das „Umstellungswochenende“) wurde der größte Teil der öffentlichen Verschuldung der teilnehmenden Mitgliedstaaten in Euro neu denominiert, Datenbanken mit Milliarden elektronischer Aufzeichnungen wurden von den nationalen Währungen auf Euro umgestellt, und die Systeme und Verfahren wurden für den Betrieb in der neuen Währung angepaßt. Die Umstellungsaktivitäten waren praktisch am späten Nachmittag des 3. Januar 1999 abgeschlossen. Die internationalen Finanz- und Devisenmärkte eröffneten in Sydney am 3. Januar um 18.00 Uhr (MEZ) in Euro, während alle Segmente der Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets am 4. Januar in Euro eröffneten. Das TARGET-System schloß am 4. Januar um 19.30 Uhr, nachdem der Finanzsektor des Euro-Währungsgebiets einen ganzen Tag lang in der neuen Währung gearbeitet hatte. Dadurch konnte das Eurosystem noch am gleichen Tag sein erstes Hauptrefinanzierungsgeschäft in einem in der neuen Währung voll funktionsfähigen Umfeld ankündigen. Nur fünf Tage waren zwischen der Eröffnung der Märkte in den nationalen Währungen am 31. Dezember 1998 und dem Geschäftsschluß in Euro am 4. Januar 1999 verstrichen.

Das Umstellungswochenende verlief reibungslos und, dank des Engagements und der harten Arbeit einer sehr großen Anzahl von Instituten, ohne ernsthafte Zwischenfälle, die die Einführung der Einheitswährung hätten beeinträchtigen können. Medienberichten zufolge waren über das Wochenende 50 000 Mitarbeiter direkt mit der Umstellung befaßt - nicht nur im Euro-Währungsgebiet, sondern auch in anderen wichtigen Finanzzentren.

Innerhalb des Eurosystems waren die Vorbereitungen bereits seit einiger Zeit im Gang. Der erste Aktionsplan für das Umstellungswochenende wurde bereits im März 1998 vom Rat des Europäischen Währungsinstituts verabschiedet. Nach der Errichtung der EZB prüfte der EZB-Rat die Pläne für die Umstellung in vier seiner Sitzungen. Mehrere tausend Mitarbeiter der EZB und der nationalen Zentralbanken arbeiteten während des Umstellungswochenendes oder waren in Rufbereitschaft.

Dem Eurosystem kam eine Schlüsselrolle zu. Es half, die unwiderruflichen Umrechnungskurse des Euro gegenüber den teilnehmenden Währungen zu berechnen, zu verkünden und zu veröffentlichen; es koordinierte den ordnungsgemäßen Übergang auf die neue Währung bei der EZB und den nationalen Zentralbanken; es nahm bei Bedarf letzte Tests der neuen Infrastruktur vor; es führte die neue Infrastruktur für den Zahlungsverkehr und die Wertpapierabwicklung ein, einschließlich TARGET; es gab Empfehlungen an Kreditinstitute und Wertpapierabwicklungssysteme ab; und es nahm zusammen mit den Vertretern des Bankensektors an Arbeitsgruppen und Tests vor Ort teil. Das Eurosystem benannte auch eine Reihe von Systemen und Marktteilnehmern - definiert als die „Kern-Infrastruktur“ -, mit denen es ad hoc-Verbindungen für den Austausch von Informationen während des Umstellungswochenendes errichtete; zu diesen gehörten Zahlungsverkehrssysteme, Wertpapierabwicklungssysteme, Börsen, Sammelverwahrer und Finanzmarktinformationsdienste. Ein „Ausschuß für das Umstellungswochenende“ und ein Netzwerk „zentraler Kommunikationspunkte“ wurden zur Sammlung und zum Austausch von Informationen gebildet. Es wurde ein Verfahren zur Überwachung der 240 wesentlichen Schritte im Umstellungsprozeß (der sogenannten „Meilensteine“) eingerichtet, bei denen die reibungslose Einführung des Euro und die Funktionsfähigkeit des Geld- und Währungssystems beeinträchtigt werden könnten. Kontakte fanden statt mit den Zentralbanken der nicht teilnehmenden Länder, der Länder der Zehnergruppe und anderer Staaten, mit der Europäischen Kommission und einem vom Ausschuß für Bankenaufsicht organisierten parallelen Netzwerk von Institutionen. Die Beschlußorgane der EZB hielten sich bereit, um gegebenenfalls zu außerordentlichen Telefonkonferenzen zusammenzukommen.

Es gab vor und während des Wochenendes einen ständigen Informationsaustausch; insbesondere wurde der Stand der Umstellungsaktivitäten während dreier Telefonkonferenzen vor dem Wochenende und acht Telefonkonferenzen während des Wochenendes zwischen den zentralen Kommunikationspunkten bei der EZB und den nationalen Zentralbanken erörtert.

Das Hauptanliegen des Eurosystems war es, einen Ausfall während des Übergangs zum Euro zu vermeiden - bei der EZB, bei einer nationalen Zentralbank oder innerhalb eines der oben erwähnten „Kern-Infrastruktur“-Teile. Ein derartiger Ausfall hätte das Funktionieren der Geldordnung beeinträchtigt, die bereits bestehende Segmentierung der Geldmärkte fortgesetzt oder die Währungsbehörden mit Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte gerade zu Beginn der Währungsunion konfrontiert.

Die Umstellung der nationalen Währungen auf den Euro während des Umstellungswochenendes besaß alle Merkmale eines technischen Großprojekts. Dies bedeutete für das Eurosystem sowie den Banken- und Finanzsektor inner- und außerhalb des Euro-Währungsgebiets einzigartige Koordinierungsanstrengungen. Die Umstellung testete die Fähigkeit des europäischen Finanzsektors, unter extremem Druck zu arbeiten. Das zufriedenstellende Ergebnis des Umstellungsprozesses ist ein Zeichen für die Qualität der Vorbereitungsarbeiten, die in den vergangenen zwei Jahren vom Bankensektor und anderen Finanzmarktteilnehmern im Euro-Währungsgebiet durchgeführt wurden.

zen. Mit der geplanten Erweiterung des Korridors zwischen den Zinssätzen der ständigen Fazilitäten des Eurosystems werden jedoch für alle Kreditinstitute erheblich größere Anreize zur Teilnahme am Geldmarkt bestehen.

Im Verlauf des Jahres 1998 hat sich dieser Prozeß rückläufiger langfristiger Anleiherenditen in einem Umfeld außergewöhnlicher Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten beschleunigt.

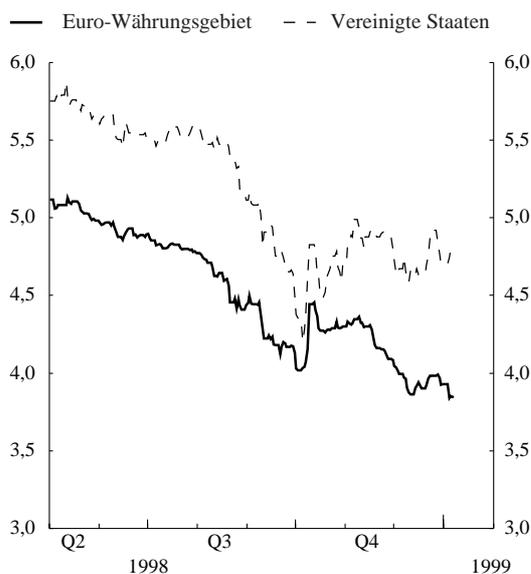
Renditen langfristiger Staatsanleihen auf historisch niedrigem Niveau

Gegen Ende Dezember 1998 erreichten die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet einen historischen Tiefstand von deutlich unter 4 % (siehe Abbildung 4). Dies entsprach einem erheblichen Rückgang von rund 150 Basispunkten gegenüber der Situation Ende 1997 und kann als Fortsetzung der langfristig rückläufigen Tendenz der Zinsen am langen Ende im Euro-Währungsgebiet gesehen werden, die seit Anfang 1995 besteht. Diese günstige Entwicklung an den Rentenmärkten des Euro-Währungsgebiets spiegelt den mehr oder weniger kontinuierlichen Rückgang der Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet seit Anfang 1995 wider, sowie die damit einhergehende Verringerung der längerfristigen Inflationserwartungen. Außerdem zeigen sich darin die Anstrengungen bezüglich der Haushaltskonsolidierung im Euro-Währungsgebiet im Vorfeld des Übergangs zur dritten Stufe und das allmähliche Verschwinden der Wechselkursrisikoprämien.

Abbildung 4

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten

(% p.a., Tageswerte)



Quellen: EZB und BIZ.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den 10-Jahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten.

nigt, wobei sowohl Kapitalbewegungen aus den Finanzmärkten der Schwellenländer in die „sicheren Häfen“ der Kapitalmärkte der Industrieländer als auch eine Veränderung der Risikoeinstellung der Anleger zu beobachten war. Diese veränderte Risikoeinstellung löste an den internationalen Finanzmärkten eine allgemeine „Flucht in die Sicherheit“ aus, und zwar von den Aktienmärkten zu den Rentenmärkten der Industrieländer. Insgesamt führte dies im Herbst zu einem Anstieg der Volatilität an den Renten-, Aktien- und Devisenmärkten. Nachdem sich die Volatilität anschließend aber wieder auf ein normales Niveau zurückgebildet hatte, setzte sich der Rückgang der Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet weiter fort. Dies war eine bemerkenswerte Entwicklung, die ein Zeichen dafür war, daß der Rückgang der Anleiherenditen nicht nur auf die „Flucht in die Sicherheit“ zurückzuführen war, sondern daß

auch inländische Faktoren, wie beispielsweise der weitere Rückgang der Inflationsrate und die Verringerung der Risiken für die Preisstabilität ebenfalls eine wesentliche Rolle gespielt haben.

Die koordinierte Runde der Leitzinssenkungen im Euro-Währungsgebiet am 3. Dezember 1998 führte unmittelbar zu einem weiteren Rückgang der langfristigen Anleiherenditen, während der Renditevorsprung 10jähriger US-Anleihen gegenüber vergleichbaren Anleihen im Euro-Währungsgebiet sich leicht ausweitete. Trotz eines vorübergehenden Anstiegs aufgrund einer starken Zunahme der japanischen Anleiherenditen sind die Renditen im Euro-Währungsgebiet im 10-Jahresbereich insgesamt im Verlauf des Dezembers um knapp 20 Basispunkte gesunken; weitere Rückgänge waren Anfang Januar zu beobachten. Dem steht ein leichter Anstieg ver-

Kasten 4

Entwicklung der Renditenstrukturkurve seit Juli 1998

Unter gewissen Annahmen spiegelt die Renditenstrukturkurve die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der zukünftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinsen wider. Gleichzeitig kann sie nützliche Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der zukünftigen Inflationsentwicklung und des realwirtschaftlichen Wachstums liefern. Die folgende Analyse betrachtet die Entwicklung der Renditenstrukturkurve, gemessen an den beobachteten festen Zinssätzen von Zinsswapkontrakten. Ein Zinsswap ist eine Vereinbarung über den Austausch eines Stroms fester Zinszahlungen gegen einen variablen Zinssatz.

Der Verlauf der aus Swapkontrakten abgeleiteten Renditenstrukturkurve des Euro-Währungsgebiets hat sich während der letzten sechs Monate erheblich geändert. Angesichts des Rückgangs der kurz- und langfristigen Zinsen hat sich die Renditenstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet entlang des gesamten Laufzeitenspektrums nach unten verlagert. Da ferner diese Rückgänge am langen Ende des Laufzeitenspektrums etwas größer als am kurzen Ende waren, war eine leichte Abflachung der (Kassa-) Zinsstrukturkurve zu beobachten, wobei sich der Spread zwischen den 10jährigen Swapsätzen und den 3-Monats-Geldmarktsätzen leicht verringert hat. Obwohl Kapitalflüsse in „sichere Häfen“ im Zusammenhang mit den Turbulenzen an den internationalen Märkten zeitweise eine Rolle bei der Entwicklung der langfristigen Zinsen gespielt haben mögen, ist diese Abflachung der Renditenstrukturkurve eventuell auch ein Zeichen dafür, daß die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet zurückgegangen sind.

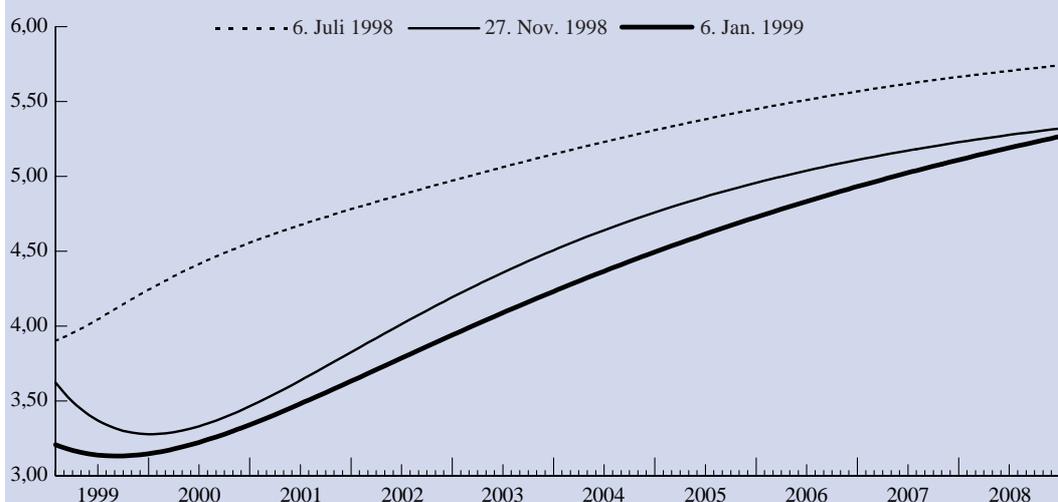
Die Abbildung unten zeigt, wie sich das von der Zinsstrukturkurve abgeleitete Verlaufsmuster der impliziten Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet in den letzten sechs Monaten verändert hat. Wie der Abbildung zu entnehmen ist, erwarteten die Finanzmärkte - ohne Berücksichtigung von mit Restlaufzeiten verbundenen Risikoprämien - Anfang Juli 1998, daß die Tagesgeldsätze im Euro-Währungsgebiet Anfang 1999 auf einem Niveau von knapp 4 % liegen und danach allmählich steigen würden. Die Anfang Januar 1999 zu beobachtende Struktur der impliziten Terminzinssätze für Tagesgeld zeigt hingegen eine Veränderung dieser Erwartungen, die zum Teil die Konvergenz der Kurzfristzinsen innerhalb des Euro-Währungsgebiets

auf einen Stand unterhalb des Niveaus der Länder, die bis dahin die niedrigsten kurzfristigen Zinssätze aufwiesen, widerspiegelt.

Anfang Januar 1999 erwarteten die Marktteilnehmer für die folgenden Monate einen sehr geringen Rückgang der Tagesgeldsätze sowie einen anschließenden erneuten Anstieg. Dieses Verlaufsmuster der Renditenstrukturkurve war auch an den Terminmärkten zu beobachten. Anfang Januar 1999 lagen die impliziten 3-Monatssätze der Mitte März und Mitte Juni 1999 fällig werdenden Terminkontrakte auf Euroeinlagen knapp unter den 3-Monats-Kassasätzen.

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.

gleichbarer Renditen in den Vereinigten Staaten sowie ein erheblicher Anstieg der japanischen Renditen von über 70 Basispunkten im Zeitraum zwischen dem 3. Dezember 1998 und dem 7. Januar 1999 gegenüber. Zusammen mit der Verlagerung der Renditestrukturkurve im Euro-Währungsgebiet nach unten in allen Laufzeitenbereichen (siehe Kasten 4) im Anschluß an die Leitzinssenkungen und die Ankündigung des Korridors für die ständigen Fazilitäten signalisieren diese Entwicklungen, daß die einheitliche Geldpolitik nach Ansicht der Finanzmärkte bereits ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit erreicht hat.

Erhöhte Volatilität an den Aktienmärkten

In den vergangenen Monaten wurden die Akti-

enkurse im Euro-Währungsgebiet erheblich von den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten beeinflusst. Gemessen am Dow Jones EURO STOXX-Index verzeichneten die Aktienkurse einen beträchtlichen Rückgang um fast 35 % von ihrem Höchststand Mitte Juli 1998 auf ihren Tiefstand Anfang Oktober, danach stiegen sie bis Ende 1998 wieder um mehr als 35 %. Aufgrund der Stärke der Aktienmärkte des Euro-Währungsgebiets im ersten Halbjahr 1998 lagen die Aktienkurse Ende Dezember 30 % über dem Niveau von Ende 1997. Anfang Januar setzte sich die steigende Tendenz der Notierungen an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets fort.

Die starke Volatilität der Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet in jüngster Zeit, die auch an den US-amerikanischen und japanischen Aktienmärkten zu beobachten war (siehe Ab-

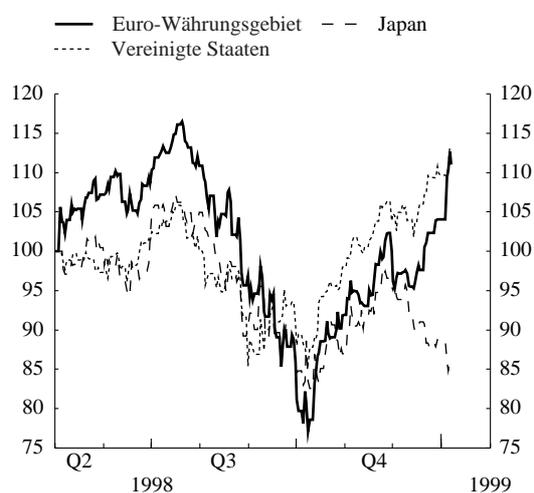
bildung 5), schien zwei wesentliche Faktoren widerzuspiegeln. Erstens führte die Beunruhigung über die wirtschaftliche Lage in Rußland, Asien und Lateinamerika zu einer Revision der Wachstumsperspektiven der Weltwirtschaft nach unten. Dies wiederum hat offensichtlich eine Korrektur der Erwartungen über Exporte- und Unternehmensgewinne nach unten bewirkt. Ein zweiter Faktor war die gestiegene Unsicherheit, die zu einer ungewöhnlich hohen Volatilität an den Aktienmärkten führte. Dies dürfte teilweise eine Neubewertung der im allgemeinen mit einem Aktienengagement verbundenen Risiken durch die Marktteilnehmer widerspiegeln. Dessenungeachtet haben sich die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet, nachdem die Marktteilnehmer ihre Neueinschätzung der weltweiten wirtschaftlichen Aussichten wohl für zu pessimistisch hielten, wieder erholt. Diese Erholung stand auch im Zusammenhang mit der Korrektur an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten. Jedoch ist die Volatilität an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets noch nicht auf den niedrigeren Stand zurückgekehrt, der Anfang 1998 vor dem Ausbruch der Turbulenzen an den Finanzmärkten beobachtet wurde.

Bei der Entwicklung nach Branchen waren an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets in den letzten Monaten erhebliche Unterschiede bezüglich der Kursentwicklung festzustellen. Als die Aktiennotierungen in den Herbstmonaten fielen, waren die stärksten Rückgänge mit mehr als 40 % in den Automobil-, Banken- und Technologiesektoren zu verzeichnen. Beim Bankensektor des Euro-Währungsgebiets war neben den von den internationalen Aktienmärkten ausgehenden Einflüssen der wesentliche Faktor für diese Entwicklung offensichtlich die Besorgnis über das Engagement der Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets in den Schwellenländern. Dessenungeachtet war im Rahmen

Abbildung 5

Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(1. Mai 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.

des allgemeinen Trends danach in diesen drei Branchen eine gewisse Erholung zu beobachten, so daß die Kurse am Ende des Jahres 1998 nur 20 - 25 % unterhalb ihrer bisherigen Höchststände lagen, aber sich nach wie vor erheblich über ihrem Niveau von 1997 befanden. Andere Branchen wie der Einzelhandel und die Versorgungsunternehmen erwiesen sich während der Aktienmarkturbulenzen als erstaunlich robust; ihre Kurse lagen Ende 1998 nicht weit von ihren vorherigen Höchstständen von Mitte Juli 1998 entfernt. Diese Entwicklungen zeigen, daß Branchen, die dem internationalen Umfeld stärker ausgesetzt sind, schlechter abgeschnitten haben, während die Branchen, die in höherem Maße von der Stärke der Inlandsnachfrage abhängig sind, in einer relativ guten Verfassung geblieben sind.

2 Preisentwicklung

Anstieg der Verbraucherpreise leicht zurückgegangen

Der Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet ist zuletzt erneut leicht zurückgegangen, wobei er weiterhin mit der vom Eurosystem festgesetzten quantitativen Definition von Preisstabilität in Einklang stand. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) sind die Verbraucherpreise im November 1998 im Euro-Währungsgebiet gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit um 0,9 % gestiegen, das ist 0,1 Prozentpunkt weniger als im September und im Oktober. Seit dem zweiten Quartal 1998, als der HVPI gegenüber dem Stand zwölf Monate zuvor um 1,4 % gestiegen war, ist die Preissteigerungsrate um 0,5 Prozentpunkte zurückgegangen.

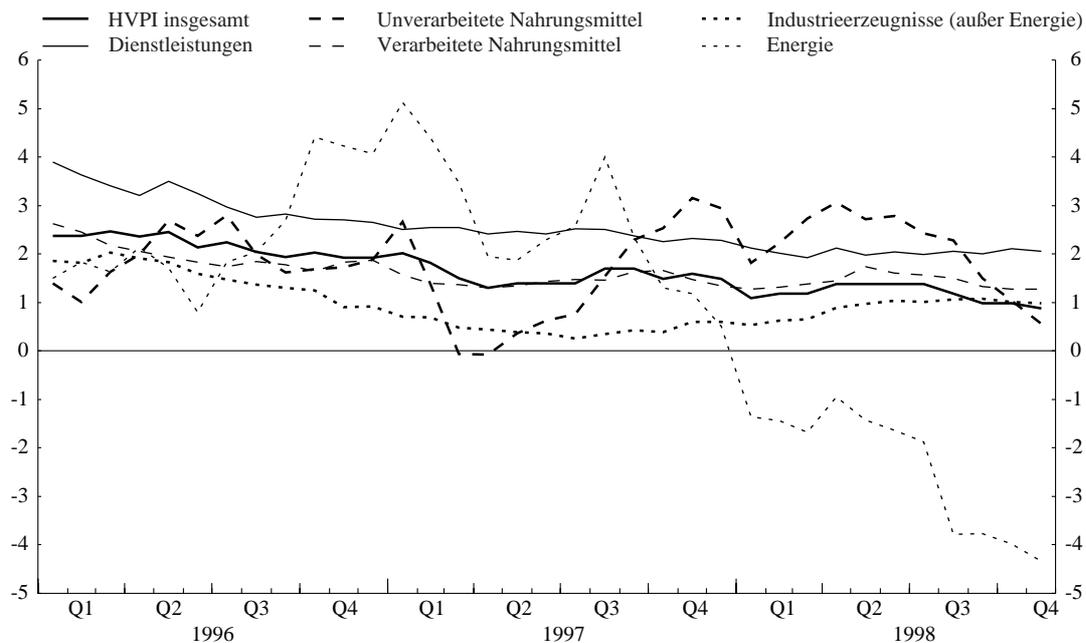
Eine Betrachtung der Entwicklung des HVPI nach Komponenten für das Euro-Währungsgebiet

zeigt, daß sich die Tendenzen, auf die der Rückgang in den letzten Monaten hauptsächlich zurückzuführen war, im November fortsetzten. Vor allem der Preisanstieg bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln schwächte sich auf 0,6 % weiter ab, und der Rückgang der Energiepreise beschleunigte sich auf -4,3 % (siehe Tabelle 1). Bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel, die im allgemeinen beträchtlichen Schwankungen unterliegen, verlief der Anstieg seit April 1998 gedämpfter, da der von zeitweiligen Angebotsengpässen im Jahresverlauf 1997 verursachte Aufwärtsdruck nicht mehr in die Zwölfmonatsraten einging. Die weitere Verringerung der Energiepreise spiegelte den fortgesetzten Rückgang der Ölpreise wider, die, in ECU ausgedrückt, im Dezember rund 45 % unter dem zum Jahresende 1997 verzeichneten Stand lagen. Auch Rohstoffe (ohne Energie) blieben erheblich preiswerter als im Jahr 1997. Bei den anderen Teilindizes setzte sich der gemäß

Abbildung 6

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



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.

Jüngste Angaben: HVPI insgesamt: 0,9 % (Nov. 1998); Dienstleistungen: 2,1 % (Nov. 1998); unverarbeitete Nahrungsmittel: 0,6 % (Nov. 1998); verarbeitete Nahrungsmittel: 1,3 % (Nov. 1998); Industrieerzeugnisse (außer Energie): 1,0 % (Nov. 1998); Energie: -4,3 % (Nov. 1998).

Tabelle I

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998
				Q1	Q2	Q3	Q4	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
HVPI	2,2	1,6	.	1,2	1,4	1,2	.	1,4	1,2	1,0	1,0	0,9	.
<i>darunter:</i>													
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,0	1,5	.	1,3	1,6	1,5	.	1,6	1,5	1,3	1,3	1,3	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,9	1,5	.	2,3	2,9	2,1	.	2,4	2,3	1,5	1,0	0,6	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,5	0,5	.	0,6	1,0	1,1	.	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0	.
Energie	2,4	2,6	.	-1,5	-1,3	-3,2	.	-1,9	-3,8	-3,8	-4,0	-4,3	.
Dienstleistungen	3,1	2,4	.	2,0	2,0	2,0	.	2,0	2,1	2,0	2,1	2,1	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	0,7	1,1	.	0,5	-0,2	-1,3	.	-0,8	-1,4	-1,6	-1,9	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	1,8	0,6	.	-2,3	-0,5	.	.	-	-	-	-	-	-
Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer ²⁾	3,4	2,6	.	1,0	1,2	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,6	2,1	.	3,4	1,7	.	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (ECU je Barrel) ³⁾	15,9	17,1	12,0	13,6	12,8	11,7	10,0	11,9	11,3	11,9	11,1	10,2	8,7
Rohstoffpreise (ECU) ⁴⁾	-6,9	13,0	-12,5	-0,1	-10,7	-18,1	-20,5	-14,4	-19,0	-20,9	-23,6	-18,4	-19,5

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Berechnungen von HWWA und 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).

4) Ohne Energie.

Bigte Preisanstieg fort. Bei verarbeiteten Nahrungsmitteln und bei Industrieerzeugnissen außer Energie blieb die Preissteigerung mit 1,0 % weitgehend unverändert, während die Dienstleistungspreise weiterhin um rund 2 % stiegen.

Eine Reihe anderer Preis- und Kostenindikatoren bestätigen den Gesamteindruck von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet (siehe Tabelle I; für methodische Erläuterungen der Preis- und Kostenstatistiken siehe Kasten 5). Vor allem der Anstieg der Erzeugerpreise hat sich seit Jahresende 1997 - in erster Linie infolge sinkender Preise für Vorleistungen - allmählich verlangsamt; nachdem die Erzeugerpreise seit Mai

gesunken waren, unterschritten sie ihren vergleichbaren Vorjahrsstand im Oktober 1998 um 1,9 %. Darüber hinaus scheint der Anstieg der Lohnkosten in der ersten Jahreshälfte 1998 moderat geblieben zu sein. Vor allem im ersten Quartal 1998 gingen die Lohnstückkosten zurück, da eine erstarkte Konjunktur zu einem erhöhten Produktivitätswachstum führte und sich der Anstieg der Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer verlangsamte. Im zweiten Quartal 1998 blieben die Lohnstückkosten im Vergleich zur Vorjahrszeit weitgehend unverändert, da das schwächere Produktivitätswachstum mit einer anhaltend moderaten Lohnentwicklung einherging.

Kasten 5

Nichtfinanzielle Statistiken zur Analyse der Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet

Um die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet beurteilen zu können, werden umfassende, verlässliche und aktuelle Statistiken zum Euro-Währungsgebiet benötigt. Sie müssen alle notwendigen Beobachtungen in ausreichendem Umfang zulassen, und die nationalen Daten sollten so weit wie möglich vergleichbar sein. Allerdings sind zur Zeit noch viele Angaben, insbesondere für länger zurückreichende Datenreihen, lediglich in nichtharmonisierter Form erhältlich. Für die Abgrenzung und Erstellung von Statistiken waren nämlich bisher die einzelnen Länder zuständig, und es gab nur einen geringen Bedarf für harmonisierte Daten. Im Laufe der Zeit wurden internationale Abgrenzungen und Normen entwickelt, wobei man sich erst in jüngster Zeit nicht zuletzt als Reaktion auf bestimmte rechtliche Vorschriften systematischer darum bemüht hat, auf eine harmonisierte statistische Grundlage in Europa hinarbeiten. Dieser Kasten beschreibt in Kurzform die derzeit verfügbaren Statistiken für das Euro-Währungsgebiet über Preise und Kosten, Produktion und Nachfrage und über den Arbeitsmarkt und zeigt, welche Verbesserungen in naher Zukunft vorgenommen werden dürften (siehe auch den Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht).

Die EZB und ihr Vorgänger, das Europäische Währungsinstitut (EWI), haben Initiativen unterstützt, die auf europäischer Ebene darauf abzielten, die statistischen Grundlagen für die einheitliche Geldpolitik zu schaffen. Dieser Prozeß erhielt zwar durch die Bereitstellung vergleichbarer Statistiken zur Beurteilung der Konvergenz einen wichtigen Anstoß, doch die EZB benötigt insgesamt breiter gefächerte und detailliertere Daten. Für die Zwecke der Geldpolitik ist zudem die rasche Vorlage von statistischen Angaben zum Euro-Währungsgebiet unabdingbar. Diesen Fragen wurde in einer Reihe von EU-Verordnungen über Statistiken Rechnung getragen, die vom Rat der Europäischen Union auf Vorschlag der Europäischen Kommission im Laufe der letzten Jahre erlassen wurden (siehe weiter unten). Darüber hinaus gibt es ergänzende Initiativen, die zur Schaffung der statistischen Grundlage im Euro-Währungsgebiet beitragen werden; hierzu zählt die Vereinbarung zwischen dem Statistischen Amt der Europäischen Gemeinschaften (Eurostat) und allen nationalen Statistikämtern der EU, vorliegende Eckdaten zeitnah zur Verfügung zu stellen. Diese Initiativen bewirkten, daß sich die Datenlage erheblich verbessert hat und es erwartungsgemäß in einigen Bereichen im Laufe des Jahres 1999 zu weiteren Verbesserungen kommen wird.

Doch in Bereichen, in denen noch keine harmonisierten Daten mit einem akzeptablen Zeitverzug verfügbar sind, müssen die bestmöglichen Schätzungen - soweit sie aus nationalen Quellen abgeleitet werden können - herangezogen werden. Diese Schätzungen beruhen im allgemeinen auf Angaben aus den meisten, wenngleich nicht aus allen Ländern.

Statistiken über Preise und Kosten

Zur Durchführung der Geldpolitik hat der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet große Bedeutung. Eurostat berechnet den HVPI und seine Teilindizes zeitnah und auf der Grundlage harmonisierter Verfahren bezüglich der Abgrenzung, der Anpassung in qualitativer Hinsicht sowie vieler technischer Einzelheiten. Eine weitergehende Harmonisierung und Erweiterung des Erfassungsbereichs, z. B. um Ausgaben im Bildungs- und Gesundheitswesen, ist für die kommenden beiden Jahre vorgesehen. Allerdings gelten diese Datenreihen bereits heute als so zuverlässig, zeitnah und vergleichbar, daß sie die Anforderungen der EZB für die zu geldpolitischen Zwecken angestellten Analysen erfüllen.

Deflatoren für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowie die Erzeugerpreisstatistiken und Lohnkosten sind weitere Indikatoren, die für die Analyse von Preisentwicklungen verwendet werden. Sie beruhen derzeit noch auf nicht vollständig harmonisierten (nationalen) Daten und unterscheiden sich hinsichtlich ihres Erfassungsbereichs und ihrer Vergleichbarkeit. Die meisten in diesem Zusammenhang verwendeten Daten

stammen von Eurostat; die Verordnung über das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 1995) wird erwartungsgemäß im zweiten Quartal 1999, die Verordnung über zeitnahe Statistiken ab 1999 zu Verbesserungen führen. Ferner wurde eine weitere Initiative zur Harmonisierung der Meßmethoden für das reale BIP im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts gestartet. Gegenwärtig stellen die Deflatoren für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in aggregierter Form zwar eine recht gute Grundlage für die Analyse dar, sie enthalten jedoch geschätzte Daten für verschiedene kleinere Länder, die noch keine vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erstellen. Die Erzeugerpreisstatistiken unterscheiden sich teilweise hinsichtlich der verwendeten Abgrenzungen. Einheitliche Meßmethoden für die Lohnkosten sind derzeit noch nicht für alle Länder auf Quartalsbasis erhältlich; es wird jedoch damit gerechnet, daß sie ab Frühjahr 1999 verfügbar sind.

Statistiken über Produktion und Nachfrage

Angaben über das BIP im Euro-Währungsgebiet und seine Verwendungskomponenten werden von Eurostat veröffentlicht. Die Quartalsstatistiken enthalten Schätzungen für die Mitgliedstaaten, die noch keine Quartalsausweise erstellen. Auch die EZB nimmt Schätzungen des BIP im Euro-Währungsgebiet vor, und zwar anhand nationaler Statistiken (die in dem Abschnitt über die „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ nicht dargestellt sind). Durch die unterschiedliche arbeitstägliche und saisonale Bereinigung in den einzelnen Quellen, insbesondere den deutschen Statistiken, können Differenzen zwischen den von Eurostat veröffentlichten Aggregaten und den auf nationalen Statistiken beruhenden Schätzungen entstehen. Wie bereits erwähnt, wird sich durch die Umsetzung des ESVG 1995 der Umfang der verfügbaren Daten zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Jahresverlauf 1999 vergrößern.

Ferner sind sowohl quantitative als auch qualitative kurzfristige Indikatoren, d. h. Angaben zur Industrieproduktion und Daten aus Konjunkturumfragen (z. B. über das Vertrauen von Verbrauchern, Industrie und Baugewerbe), in allen Mitgliedstaaten monatlich erhältlich. Viele der von der EZB geprüften quantitativen Daten fallen unter die EU-Verordnung über zeitnahe Statistiken, und es ist zu erwarten, daß sich die Verfügbarkeit von Daten auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets verbessern wird. Bei den Daten zur Industrieproduktion stellen die Erfassung der Länder, die Vergleichbarkeit der Daten und die Zeitnähe der Veröffentlichung der Statistiken in den Mitgliedstaaten die kritischsten Punkte dar. Das Gleiche gilt für die Einzelhandelsumsätze sowie weitere Informationen über die Lage im Dienstleistungssektor. Insgesamt gesehen liefern die nationalen Statistiken also derzeit wertvolle zusätzliche Informationen.

Arbeitsmarktstatistiken

Für die Statistiken zur Erwerbstätigkeit sind für die meisten Länder vierteljährliche, in manchen Fällen auch monatliche Zahlen verfügbar. Diese Angaben stammen aus verschiedenen Quellen (Umfragen, Register) und sind daher noch nicht vollständig vergleichbar. Eine verlässliche und zeitnahe Aufgliederung der Erwerbstätigkeit nach Sektoren in kurzen Erhebungsintervallen gibt es derzeit noch nicht. Eurostat veröffentlicht Angaben über die Arbeitslosigkeit in standardisierter Form; diese können sich daher von den auf nationaler Ebene ausgewiesenen Daten unterscheiden. Eine standardisierte Aufgliederung nach Kurzzeit- und Langzeitarbeitslosigkeit auf monatlicher Basis wäre zwar wünschenswert, läßt sich zur Zeit jedoch nicht realisieren. Neben den beiden erwähnten EU-Verordnungen werden auch die Ergebnisse der gleichfalls durch EU-Verordnungen eingeführten neuen regelmäßigen Arbeitskräftesurveys die Qualität der verfügbaren Daten in naher Zukunft verbessern.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Langsames Produktionswachstum im dritten Quartal

Die zu diesem Zeitpunkt vorliegenden Daten lassen auf ein langsames Produktionswachstum im gesamten Euro-Währungsgebiet in der zweiten Hälfte des Jahres 1998 schließen, nachdem in der ersten Jahreshälfte ein starkes Wachstum zu verzeichnen war. (Für methodische Erläuterungen zu den Daten, die der Analyse der Produktion, der Nachfrage und des

Arbeitsmarkts zugrundeliegen, siehe Kasten 5.) Diese Entwicklung entspricht den Erwartungen, daß sich die Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Laufe der Zeit auch auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet auswirken würde. Einer ersten Schätzung von Eurostat für das dritte Quartal 1998 zufolge stieg das reale BIP des gesamten Euro-Währungsgebiets um 2,4 % gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum (siehe Tabelle 2). In der ersten Jahreshälfte 1998 wurde demgegenüber noch eine durchschnittli-

Tabelle 2

Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1995	1996	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998	1998
				Q4	Q1	Q2	Q3	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
	Gleitender Dreimonatsdurchschnitt (zentriert)												
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,2	1,6	2,5	3,2	3,8	2,5	2,4	-	-	-	-	-	-
Industrieproduktion ohne Baugewerbe	3,4	0,0	4,1	5,7	6,3	4,4	4,0	4,4	4,7	4,0	4,0	.	.
<i>darunter:</i>													
Verarbeitendes Gewerbe	3,5	-0,2	4,7	6,4	7,3	5,0	4,3	5,0	5,3	4,4	4,3	.	.
<i>nach Hauptgruppen:</i>													
Vorleistungen	2,5	-0,6	5,4	7,2	7,3	4,3	3,3	4,3	4,3	3,6	3,3	.	.
Investitionsgüter	7,3	1,7	4,2	6,1	9,2	6,6	7,0	6,6	7,5	6,7	7,0	.	.
Konsumgüter	1,0	-0,6	1,9	3,0	3,4	3,8	3,5	3,8	4,4	3,5	3,5	.	.
Baugewerbe	0,0	-2,3	-1,2	-0,1	3,0	0,0	-1,9	0,0	0,7	-0,6	-1,9	.	.
Kapazitätsauslastung (%) ¹⁾	82,6	80,3	81,6	82,7	83,1	83,6	83,3	-	-	-	-	-	-
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung	0,6	-2,5	2,7	3,7	3,9	4,5	3,1	4,5	4,3	3,7	3,1	2,2	1,9
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-1	-8	-3	1	4	7	7	7	7	7	7	8	9
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	6	-8	3	8	10	10	7	10	9	8	7	5	3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-3	-13	-10	-8	-1	2	10	2	4	7	10	9	9
Einzelhandelsumsätze zu konstanten Preisen	2,0	1,1	0,9	2,2	2,7	1,8	3,0	1,8	2,7	2,9	3,0	.	.
Pkw-Neuzulassungen	0,3	6,6	3,9	11,2	12,6	3,3	7,5	3,3	6,5	6,6	7,5	5,1	7,8
Beschäftigung (Gesamtwirtschaft)	0,4	0,2	0,3	0,5	1,0	1,1	1,4	-	-	-	-	-	-
Arbeitslosigkeit (Veränderung gegen Vorjahr in Tsd.)	-306	422	105	-28	-417	-699	-901	-699	-797	-864	-901	-961	-1008
Arbeitslosigkeit (in % der Erwerbspersonen)	11,4	11,6	11,7	11,6	11,3	11,1	11,0	11,1	11,1	11,0	11,0	10,9	10,9

Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, ACEA/A.A.A., 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 (arbeitstäglich bereinigt), den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind saisonbereinigt.

1) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinanderfolgenden Umfragen, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauffolgenden Quartals, dar.

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

che jährliche Zuwachsrate von 3,1 % verzeichnet. Die erste Hälfte des Jahres 1998 insgesamt scheint als Vergleichszeitraum besser geeignet als die vierteljährliche Betrachtung des BIP-Wachstums, da bei dieser Zusammenfassung dem Umstand Rechnung getragen wird, daß die ersten zwei Quartale stark von Kalendereffekten durch die Lage der Osterfeiertage beeinflusst wurden. Da die veröffentlichten Quartalszahlen nicht arbeitstäglich bereinigt sind, legen sie auf den ersten Blick eine deutliche Reduzierung des BIP-Wachstums auf 2,5 % im zweiten Quartal und somit eine vergleichsweise geringe weitere Abschwächung im dritten Quartal nahe.

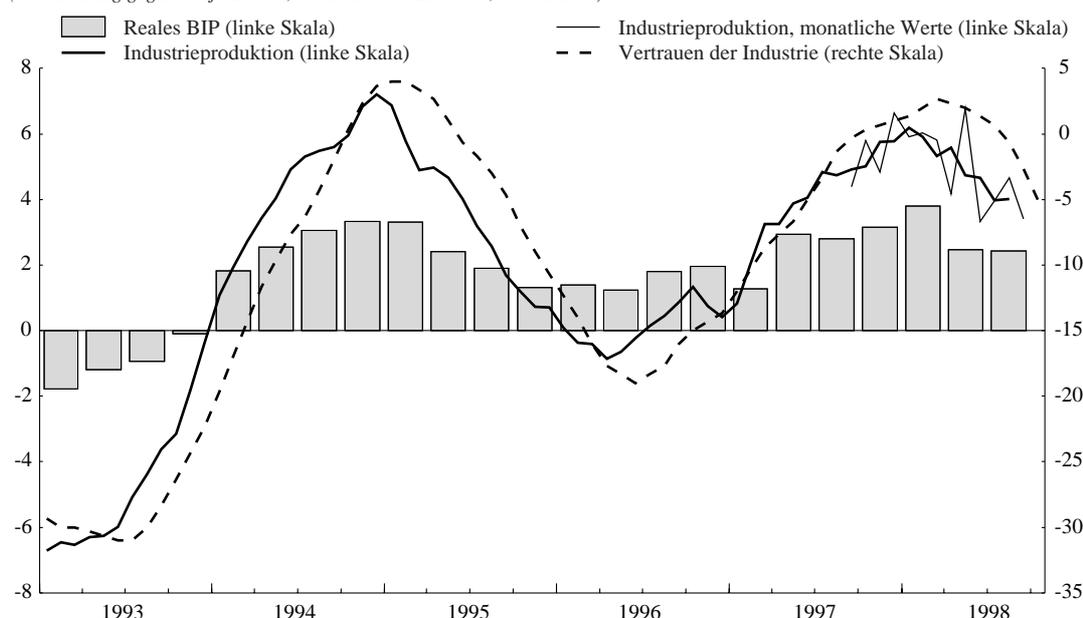
Das seit Frühjahr 1998 gedämpftere Wirtschaftswachstum findet seinen Niederschlag in dem geringeren Wachstum der Industrieproduktion. Der Gesamtindex der Industrieproduktion stieg im dritten Quartal des Jahres 1998 im Vorjahresvergleich um 4,0 %, nachdem im zweiten Quartal bzw. im ersten Quartal Zuwachsraten von jeweils 4,4 % und 6,3 % verzeichnet

wurden. Die von nationalen Stellen veröffentlichten Zahlen liegen teilweise bereits bis Oktober vor und weisen auf eine weitere Abschwächung des Produktionswachstums hin. Die Zuwachsraten der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, das konjunkturelle Schwankungen üblicherweise am stärksten widerspiegelt, sanken von 7,3 % im ersten Quartal des Jahres 1998 auf 5,0 % im zweiten und 4,3 % im dritten Quartal. Dies lag in erster Linie an einer Flaute bei den Vorleistungsgüterproduzenten. Auch im Investitionsgütergewerbe verlangsamte sich das Wachstum nach der kräftigen Expansion im ersten Quartal. Dieser Sektor verzeichnete jedoch weiterhin ein kräftiges Wachstum (rund 7 %), wovon der größte Teil auf den Fahrzeugbau entfiel. Dem durchschnittlichen Anstieg der Pkw-Neuzulassungen im Oktober und November zufolge könnte sich diese positive Entwicklung auch im vierten Quartal fortgesetzt haben. Die Konsumgüterproduktion schließlich expandierte im Laufe der letzten drei Quartale mit einer recht stabilen Rate von rund 3,5 %.

Abbildung 7

Produktion und Geschäftsklima in 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.

Jüngste Angaben: Reales BIP: 2,4 % (3. Quartal 1998); Industrieproduktion (zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt): 4,0 % (Aug. 1998); Industrieproduktion (monatliche Werte): 3,4 % (Sept. 1998); Vertrauen der Industrie (zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt): -5 (Okt. 1998).

Die Veränderungen des Geschäftsklimas in der Industrie, wie sie sich aus dem in der Konjunkturumfrage der Europäischen Kommission ermittelten Vertrauensindikator für die Industrie ergeben, sind größtenteils auf veränderte Einschätzungen der Auftragslage und veränderte Produktionserwartungen zurückzuführen. Parallel zur Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Lage ist die Auftragslage im Verarbeitenden Gewerbe zwischen August und November sukzessive weniger günstig beurteilt worden, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte 1998 weitgehend unverändert eingeschätzt worden war. Diese Eintrübung war bei Exportaufträgen etwas stärker ausgeprägt als bei inländischen Aufträgen. Außerdem wurden die Erwartungen über die weitere Produktionsentwicklung pessimistischer. Dies führte insgesamt zu einer Eintrübung des Geschäftsklimas der Industrie. Auf Basis eines zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitts verschlechterte es sich gegen Jahresende deutlich und näherte sich seinem Durchschnittsstand der letzten zehn Jahre. Da die Entwicklung des Geschäftsklimas in der Industrie sich meist als ein recht verlässlicher Indikator für die kurzfristigen Entwicklungen der Produktion und der Anlageinvestitionen der Unternehmen erwiesen hat, legen die jüngsten Trends die Vermutung nahe, daß sich gegen Ende 1998 die Zuwachsrates des realen BIP weiter vermindert hat (siehe Abbildung 7).

Im dritten Quartal des vergangenen Jahres ging die Kapazitätsauslastung, saisonbereinigt betrachtet, um 0,3 Prozentpunkte zurück; sie blieb jedoch mit 83,3 % noch 1 ½ Prozentpunkte über ihrem langfristigen Durchschnitt und auch über dem Mitte 1995 verzeichneten Höchststand. Bis zum dritten Quartal 1998 hatte die Auslastung der Kapazitäten ein Jahr lang über ihrem Durchschnittswert gelegen, ohne daß dies zu einem starken Anstieg der Anlageinvestitionen zur Vermeidung von Kapazitätsengpässen geführt hätte. Eine Erklärung dafür könnte sein, daß sich die Erwartungen über Auftragslage und Produktion eher auf die nahe Zukunft bezogen, während Investitionsentscheidungen normalerweise auf langfristigeren Einschätzungen beruhen.

Im Baugewerbe sank das Wachstum der Produktion im zweiten Quartal des Jahres 1998 merklich. Im dritten Quartal ging die Bauproduktion zurück. Die Beurteilung des Geschäftsklimas (gemessen am Vertrauensindikator für das Baugewerbe) begann sich im Baugewerbe Anfang 1998 jedoch zu verbessern. In der zweiten Jahreshälfte lag der entsprechende Indikator leicht über dem Stand, den er in dem vorübergehenden Aufschwung Ende 1994 erreicht hatte. Während die Entwicklung der Produktion in der ersten Jahreshälfte unter Berücksichtigung der Witterungseinflüsse eine Fortsetzung der in der zweiten Jahreshälfte 1997 begonnenen allmählichen Erholung erwarten ließ, deuten die Daten aus dem dritten Quartal auf eine neuerliche Schwäche hin. Angesichts des anhaltend guten Geschäftsklimas im Baugewerbe könnten die jüngsten Produktionsdaten aus diesem Sektor jedoch vorübergehende Entwicklungen widerspiegeln.

Ein gutes Zeichen sind die bisher fehlenden Hinweise auf eine Abschwächung der Konsumnachfrage. Nach einer Phase eines weitgehend unveränderten Konsumklimas (gemessen am Vertrauensindikator für die Verbraucher) während der Sommermonate des letzten Jahres war bis November eine erneute Verbesserung zu verzeichnen. Dabei erreichte der entsprechende Indikator einen Stand, der nur knapp unter dem Höchstwert der letzten zehn Jahre lag. Tatsächliche und erwartete Beschäftigungssteigerungen und die aufgrund der gesunkenen Energiepreise gewachsene Kaufkraft könnten zu dem kontinuierlich verbesserten Konsumklima beigetragen haben, das aus neueren Konjunkturumfragen der Europäischen Kommission hervorgeht. Auch scheinen die Einzelhandelsumsätze in der ersten Jahreshälfte recht stetig mit einer Rate von mehr als 2 % gewachsen zu sein, wenn man die Einflüsse einer Erhöhung indirekter Steuern auf die Ergebnisse des ersten und zweiten Quartals berücksichtigt. Auf Basis gleitender Dreimonatsdurchschnitte deuten die jüngsten für 1998 vorliegenden Daten auf eine Beschleunigung dieser Entwicklung hin.

Fortsetzung des Beschäftigungswachstums

Ungeachtet der jüngsten Anzeichen für eine Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit verbesserte sich im Herbst die Beschäftigungslage im Euro-Währungsgebiet weiter. Schätzungen auf Basis nationaler Angaben zufolge ist die Zahl der Beschäftigten im Euro-Währungsgebiet insgesamt im dritten Quartal 1998 gegenüber dem vorhergehenden Quartal um 0,4 % gestiegen. Somit hat sich das seit Frühjahr 1997 zu verzeichnende Beschäftigungswachstum mit jährlichen Zuwachsraten von über 1 % in den ersten drei Quartalen des Jahres 1998 weiter gefestigt (siehe Tabelle 2). Die Beschäftigungszahlen im Verarbeitenden Gewerbe, die rund ein Fünftel der Gesamtbeschäftigung ausmachen, sind im dritten Quartal ebenfalls weiter gestiegen, wenn auch langsamer (0,4 % im Quartalsvergleich verglichen mit 0,8 % im zweiten und 1,2 % im ersten Quartal), was die Abschwächung in diesem Sektor widerspiegelt. Dagegen scheint sich das Beschäftigungswachstum in anderen Bereichen, insbesondere im Dienstleistungssektor, etwas beschleunigt zu haben.

Allmählicher Rückgang der Arbeitslosigkeit

Das jüngste Beschäftigungswachstum spiegelt sich in dem Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet seit Oktober 1997 wider. Die standardisierte Arbeitslosenquote ging jedoch nur langsam zurück; der Rückgang, wie er sich aus veröffentlichten Statistiken ergibt, wurde wiederholt unterbrochen. Dies war auch im November 1998 wieder der Fall, als die Arbeitslosenquote nach Schätzungen von Eurostat wie im Vormonat unverändert bei 10,8 % lag, während sie im September 10,9 % und im vergleichbaren Vorjahrszeitraum 11,6 % betragen hatte. Eine mögliche Erklärung für den langsamen Rückgang der Arbeitslosenquote könnte sein, daß sich aufgrund der besseren Aussichten auf dem Stellenmarkt mehr Personen arbeitslos gemeldet haben.

Schätzungen zufolge ist die Zahl der Arbeitslosen im Euro-Währungsgebiet in den letzten zwölf Monaten bis November 1998 um gut 1 Mio. gesunken. Dieser Rückgang ist damit ungefähr doppelt so hoch wie der in dem kurzen Aufschwung 1994 und 1995 verzeichnete Rückgang der Arbeitslosigkeit. Den Angaben von Eurostat zur Arbeitslosigkeit nach Altersgruppen zufolge scheinen vor allem junge Menschen unter 25 von der verbesserten Beschäftigungslage profitiert zu haben.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Entwicklung an den Devisenmärkten spiegelt weltweite Unsicherheiten wider

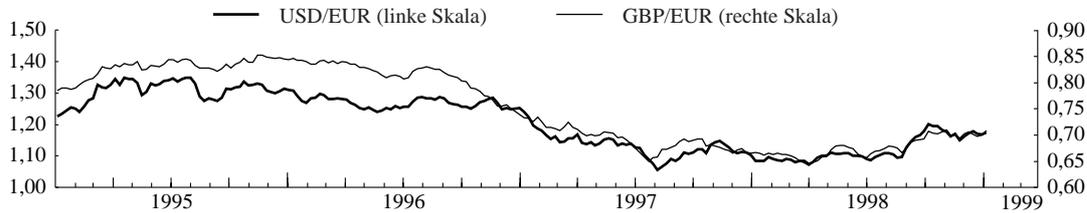
Die internationalen Finanzmärkte haben sich zwar gegen Jahresende 1998 zumeist wieder erholt, die Indikatoren der Weltwirtschaftslage vermitteln aber nach wie vor ein gemischtes Bild, und die Gefahren, die sich für das Wachstum von Produktion und Handel weltweit ergeben haben, sind bei weitem noch nicht gebannt. Infolgedessen zeigten sich die Devisenmärkte auch im Dezember recht volatil.

Die ECU hat verglichen mit ihrem Ende November notierten Stand von 1,15 USD in der ersten Dezemberhälfte gegenüber dem Dollar an Wert gewonnen; ihr Kurs stieg auf 1,18 USD, nachdem u. a. einige maßgebliche Indikatoren sowie die Entwicklung der Unternehmensgewinne auf eine Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA hindeuteten. Dagegen zeigten später veröffentlichte Daten ein solides Wachstum der US-Wirtschaft im dritten Quartal 1998, und mehrere Indikatoren deuteten zudem auf einen anhaltend kräftigen privaten Verbrauch hin. In der Folge wertete die

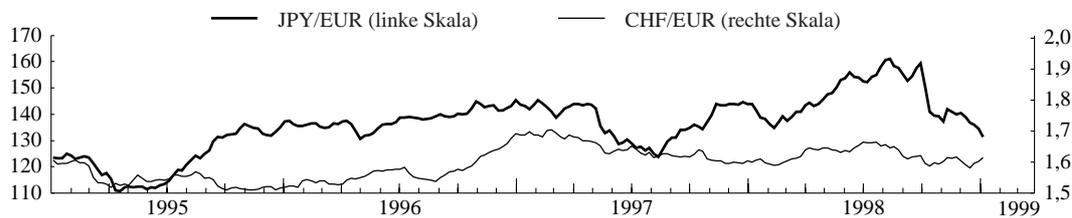
Abbildung 8

Wechselkursentwicklung¹⁾

(wöchentliche Durchschnittswerte)



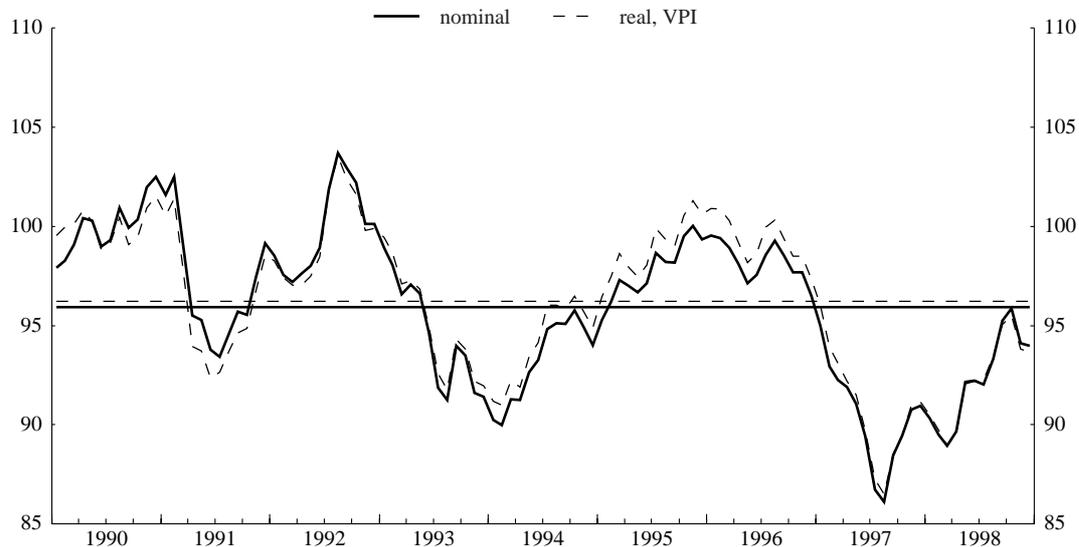
Jüngste Angaben: USD/EUR: 1,17 (4. Jan. bis 7. Jan. 1999); GBP/EUR: 0,71 (4. Jan. bis 7. Jan. 1999).



Jüngste Angaben: JPY/EUR: 131,39 (4. Jan. bis 7. Jan. 1999); CHF/EUR: 1,61 (4. Jan. bis 7. Jan. 1999).

Effektive Wechselkurse des Euro-Währungsgebiets; Index 1990 = 100²⁾

(monatliche Durchschnittswerte)



Jüngste Angaben: Nominaler effektiver Wechselkurs: 94,0 (Dez. 1998); realer effektiver Wechselkurs: 93,6 (Dez. 1998).

Quelle: BIZ

- 1) Die Angaben bis Ende 1998 beziehen sich auf die bilateralen Wechselkurse gegenüber der ECU. Bei den Angaben ab Anfang 1999 handelt es sich um Euro-Wechselkurse. Die Angaben für die erste Woche im Januar 1999 sind Durchschnittswerte für den Zeitraum vom 4. bis 7. Januar 1999.
- 2) BIZ-Berechnungen; die Angaben sind gewogene Durchschnittswerte der effektiven Wechselkurse der Länder des Euro-Währungsgebiets gegenüber den Währungen der Handelspartner des Euro-Währungsgebiets (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 Durchschnittswerte für den dargestellten Zeitraum an.

ECU im weiteren Verlauf des Dezembers wieder etwas ab; zum Monatsende notierte sie mit 1,17 USD knapp über ihrem Monatsendstand vom November. Der Euro notierte nach den ersten Handelstagen am Ende des Berichtszeitraums, d. h. am 7. Januar 1999, mit 1,16 USD.

Gegenüber dem japanischen Yen hat die ECU im Dezember erheblich abgewertet, und zwar fiel sie von 142 JPY Ende November auf 133 JPY Ende Dezember. Darin spiegelte sich im wesentlichen die starke Aufwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar wider, die nach Einschätzung der Märkte vor allem auf Rückflüsse von Geldern nach Japan und weniger auf eine grundlegende Verbesserung der Wirtschaftsperspektiven für die japanische Wirtschaft zurückzuführen war. Die Stimmungslage der Wirtschaft hat sich, der vierteljährlichen „Tankan“-Erhebung der Bank von Japan zufolge, im Dezember im Vergleich zur Situation vor drei Monaten sogar noch etwas verschlechtert. Am 7. Januar 1999 notierte der Euro gegenüber der japanischen Währung bei 129 JPY.

In bezug auf die Währungen der anderen wichtigen Handelspartner, Großbritannien und der Schweiz, wies die ECU gegenüber dem Pfund Sterling ein ähnliches Verlaufsmuster wie gegenüber dem US-Dollar auf, während sie gegenüber dem Schweizer Franken nahezu unverändert blieb. Am Ende des Berichtszeitraums notierte der Euro gegenüber dem Pfund Sterling bei 0,71 GBP und gegenüber dem Schweizer Franken bei 1,62 CHF.

Effektiver Wechselkurs des Euro-Währungsgebiets stabil

Da sich die Bewegungen gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling einerseits und gegenüber dem Yen andererseits insgesamt im wesentlichen ausglich, blieb der nominale effektive Wechselkurs der Währungen des Euro-Währungsgebiets nach den Berechnungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) im Dezember gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert (siehe Abbildung 8). Sein Durchschnittsstand von Dezember 1998 lag jedoch rund 4% über dem im ersten Halbjahr 1998 verzeichneten Durchschnitt. Somit hat der nominale effektive Wechselkurs den im Verlauf von 1997 verlorenen Boden teilweise wieder gut gemacht, er blieb aber etwas unterhalb seines im Verlauf der neunziger Jahre beobachteten Durchschnittsstands. Der durch Deflationierung mit den relativen VPIs ermittelte reale effektive Wechselkurs des Euro-Währungsgebiets lag im Dezember 1998 schätzungsweise um rund 3,5% höher als sein Durchschnittsstand im ersten Halbjahr 1998; er lag damit aber immer noch unter seinem langfristigen Durchschnitt. In den ersten Tagen im Januar 1999 blieb der nominale effektive Wechselkurs des Euro-Währungsgebiets weitgehend unverändert.

Kumulierter Handelsbilanzüberschuß nahezu unverändert

Bislang liegen nur spärliche Informationen über die gesamte Zahlungsbilanzentwicklung für das

Tabelle 3
Außenhandel des Euro-Währungsgebiets

	1996	1997	1997	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Aug.	Sept.	
Ausfuhren												
Mrd ECU	663,9	754,4	168,6	189,7	191,7	204,4	192,6	202,6	193,5	55,8	65,6	
Veränderung gegen Vorjahr in %	7,3	13,6	7,3	15,1	18,6	13,4	14,3	6,8	1,0	1,8	-3,2	
Einfuhren												
Mrd ECU	590,5	666,8	156,7	166,2	165,7	178,3	180,1	178,3	168,7	49,5	60,4	
Veränderung gegen Vorjahr in %	5,7	12,9	6,3	13,3	18,0	14,3	15,0	7,3	1,8	1,7	-1,0	
Handelsbilanz												
Mrd ECU	73,5	87,6	11,9	23,6	26,0	26,1	12,5	24,3	24,8	6,3	5,2	
Mrd ECU, kumuliert ¹⁾	73,5	87,6	11,9	35,5	61,5	87,6	12,5	36,9	61,7	56,5	61,7	

Quelle: Eurostat.

1) Vom Jahresanfang bis zum angegebenen Zeitpunkt.

Kasten 6

Methodische Fragen zur Zahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet

Die Erstellung einer Zahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet insgesamt wird derzeit einer gründlichen methodischen Überprüfung unterzogen. Prinzipiell könnte man die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets insgesamt durch Addition der in den Zahlungsbilanzen der beteiligten Mitgliedstaaten ausgewiesenen Netto-Salden zusammenstellen. Theoretisch sollte eine solche Methode präzise Schätzergebnisse der Netto-Zahlungsbilanzsalden der elf Teilnehmerländer gegenüber der übrigen Welt ergeben, da die Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets durch die Addition der nationalen Zahlen saldiert würden. In der Praxis allerdings stimmen die bilateralen Angaben nicht vollständig überein, so daß es für das Euro-Währungsgebiet zu Diskrepanzen kommt.

Um solche Probleme zu überwinden, wird jeder Mitgliedstaat sowohl für die ab Januar 1999 gemachten Angaben als auch für vorausgegangene Zeiträume Zahlungsbilanzdaten liefern, die nach einer alternativen einheitlichen Methode berechnet werden. Die Erstellung der Zahlungsbilanzstatistik für das Euro-Währungsgebiet erfolgt durch Aggregation - auf Brutto-Basis - der von den elf Teilnehmerländern gemeldeten Daten über ihre Zahlungsbilanzen gegenüber Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die EZB wird ab April 1999 monatliche Zahlungsbilanzdaten veröffentlichen, die auf Basis dieser Methode berechnet worden sind.

Ab Juli 1999 wird die EZB außerdem in Zusammenarbeit mit dem Statistischen Amt der Europäischen Kommission (Eurostat) eine vierteljährliche Zahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet mit einer detaillierteren Aufgliederung wichtiger Positionen der Kapitalbilanz (Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivate, sonstige Investitionen und Reservepositionen) sowie der Kapitalerträge veröffentlichen.

Euro-Währungsgebiet vor (siehe Kasten 6). Vor diesem Hintergrund werden hier lediglich die von Eurostat erstellten Außenhandelszahlen kommentiert, denen die Bruttoergebnisse für Ein- und Ausfuhren zwischen dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt, ausschließlich des Binnenhandels des Euro-Währungsgebiets, zugrunde liegen. Zahlungsbilanzangaben werden erst im Laufe des Jahres 1999 zur Verfügung stehen.

Insgesamt ergab sich für das Euro-Währungsgebiet im September 1998 (dem letzten Monat, für den Daten verfügbar sind) ein Außenhandelsüberschuß in Höhe von 5,2 Mrd ECU, d. h. 1,6 Mrd ECU weniger als im entsprechenden Monat des Vorjahrs. Im gesamten dritten Quartal 1998 übertrafen die Exporte mit 194 Mrd

ECU dem Wert nach nur geringfügig das Ergebnis für das dritte Quartal 1997. Auch die Wareneinfuhren verzeichneten im selben Zeitraum nur einen mäßigen Zuwachs, nämlich von 166 Mrd ECU auf 169 Mrd ECU. Dies steht in starkem Kontrast zu den hohen Wachstumsraten, die noch bis zu Beginn des Jahres 1998 verzeichnet wurden, d. h. bevor die Entwicklungen in Asien und Rußland die Weltwirtschaft in Mitleidenschaft zogen. Der kumulierte Überschuß in der Handelsbilanz blieb in den ersten neun Monaten des Jahres 1998 mit 61,7 Mrd ECU gegenüber dem entsprechenden Zeitraum 1997 nominal praktisch unverändert. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren einerseits zurückgehende Rohstoffpreise und andererseits eine schwächere Exportnachfrage.

Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems

Im Oktober und Dezember 1998 veröffentlichte der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) die Hauptelemente seiner stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie. Diese Strategie zielt darauf ab, die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten und damit den Auftrag zu erfüllen, der dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) durch den Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (nachfolgend als „Vertrag“ bezeichnet) übertragen wurde. Die Strategie weist die Richtung für die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems, d. h. der EZB und der nationalen Zentralbanken (NZBen) der 11 Mitgliedstaaten, die den Euro mit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) eingeführt haben (siehe „Das Eurosystem und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB)“ in diesem Bericht. Die stabilitätsorientierte Strategie des Eurosystems beinhaltet drei Hauptelemente: eine quantitative Festlegung des vorrangigen Ziels des Eurosystems, der Preisstabilität, und die „zwei Säulen“ der Strategie, die der Erreichung dieses Ziels dienen. Bei diesen Säulen handelt es sich einerseits um eine herausragende Rolle für die Geldmenge, die in der Bekanntgabe eines quantitativen Referenzwerts für die Wachstumsrate eines breiten Geldmengenaggregats zum Ausdruck kommt, und andererseits um eine auf breiter Grundlage erfolgende Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet.

1 Preisstabilität und ihre Bedeutung

Der Vertrag legt fest: „Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten“ (siehe Kasten 1: Die Aufgaben des Eurosystems: Wichtige Vertragsauszüge). Zur Erfüllung dieses klar definierten Auftrags räumt der Vertrag dem ESZB - und damit implizit dem Eurosystem - einen hohen Grad an institutioneller Unabhängigkeit ein, sieht allerdings ergänzend hierzu umfassende Verpflichtungen hinsichtlich der Transparenz und Rechenschaftspflicht vor.

Die Logik des Vertrags ist eindeutig. Indem er das vorrangige Ziel der Preisstabilität unmißverständlich einer unabhängigen Zentralbank zuweist, erkennt der Vertrag an, daß die Ausrichtung der Geldpolitik auf die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet sicherstellt, einen bestmöglichen Beitrag zur Verwirklichung der allgemeinen wirtschaftlichen Ziele der Europäischen Union und ihrer Bürger zu leisten. Diese Ansicht wurzelt in dem durch Jahrzehnte praktischer

Kasten 1

Die Aufgaben des Eurosystems: Wichtige Vertragsauszüge

Artikel 105 (1)

Das vorrangige Ziel des ESZB ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen.

Artikel 2

Aufgabe der Gemeinschaft ist es, ... eine harmonische und ausgewogene Entwicklung des Wirtschaftslebens innerhalb der Gemeinschaft, ein beständiges, nichtinflationäres und umweltverträgliches Wachstum, einen hohen Grad an Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, ein hohes Beschäftigungsniveau, ein hohes Maß an sozialem Schutz, die Hebung der Lebenshaltung und der Lebensqualität, den wirtschaftlichen und sozialen Zusammenhalt und die Solidarität zwischen den Mitgliedstaaten zu fördern.

Artikel 3 a

Die Tätigkeit der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft im Sinne des Artikels 2 umfaßt ... die Festlegung und Durchführung einer einheitlichen Geld- sowie Wechselkurspolitik, die beide vorrangig das Ziel der Preisstabilität verfolgen und unbeschadet dieses Zieles die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft ... unterstützen sollen.

Kasten 2

Die Vorteile der Preisstabilität

Viele ökonomische Argumente deuten auf die Vorteile der Preisstabilität hin. Dieser Kasten konzentriert sich insbesondere auf die Vorteile der Preisstabilität für das reale Wirtschaftswachstum und die Beschäftigungsperspektiven. Hierfür werden u. a. folgende wichtige Argumente vorgebracht:

1. Preisstabilität verbessert die Transparenz des *relativen Preismechanismus*, vermeidet dadurch *Verzerrungen* und hilft sicherzustellen, daß der Markt die *realen Ressourcen* in allen Anwendungsbereichen und zu jeder Zeit *effizient verteilt*. Eine effizientere Ressourcenallokation stärkt die Produktivkräfte der Wirtschaft. In diesem Sinne schafft die Preisstabilität ein Umfeld, in dem die von den nationalen Regierungen zur Erhöhung der Flexibilität und Effizienz der Märkte durchgeführten notwendigen Strukturformen in hohem Maße wirksam werden können.
2. Wie im Haupttext erwähnt, *minimieren* stabile Preise die in den langfristigen Zinssätzen enthaltenen *Inflationsrisikoprämien*, führen so eine Senkung des langfristigen Zinsniveaus herbei und wirken sich stimulierend auf Investitionen und Wachstum aus.
3. Ist das *zukünftige Preisniveau mit Unsicherheiten behaftet*, werden die *realen Ressourcen* eher zur *Absicherung* gegen die Inflation oder Deflation *eingesetzt*, anstatt produktiv genutzt zu werden. Dagegen vermeidet eine glaubhafte Gewährleistung von Preisstabilität derartige Kosten und schafft das Umfeld für effiziente Anlageinvestitionsentscheidungen. Zudem eliminiert die Preisstabilität die realen Kosten, die entstehen, wenn sich infolge einer *Inflation oder Deflation die Verzerrungseffekte des Steuer- und Sozialsystems* auf das Verhalten der am Wirtschaftsleben Beteiligten noch verstärken.
4. Mit der Gewährleistung der Preisstabilität wird eine in einem inflatorischen oder deflatorischen Umfeld entstehende *große und willkürliche Umverteilung des Vermögens und der Einkommen vermieden* und so zur Aufrechterhaltung des sozialen Zusammenhalts und der Stabilität beigetragen.

In ihrer Gesamtheit lassen diese Argumente darauf schließen, daß die Gewährleistung der Preisstabilität an sich zur Verwirklichung der Produktions- beziehungsweise Beschäftigungsziele beiträgt. Der sowohl dem Vertrag als auch der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie des Eurosystems zugrundeliegende Gedanke ist daher, daß die Produktions- und Beschäftigungsziele am besten mit Hilfe einer auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik erreicht werden können.

Außerdem deutet eine starke empirische Evidenz darauf hin, daß die Vorteile der Preisstabilität für die reale Wirtschaftsleistung bedeutsam sind. Mehrere Studien in einer großen Anzahl von Ländern haben ergeben, daß Länder mit niedrigeren Inflationsraten im Schnitt schneller zu wachsen scheinen (Robert J. Barro demonstriert dies beispielsweise in seiner Studie *Determinants of economic growth*, MIT Press, 1997). Darüber hinaus können empirische Schätzungen der Vorteile der Preisstabilität sehr erheblich sein. Einige Studien sind zu dem Ergebnis gekommen, daß beträchtliche Kosten entstehen, wenn sich die mit den Steuer- und Sozialleistungssystemen verbundenen Verzerrungen inflationsbedingt weiter vergrößern (siehe beispielsweise Martin S. Feldstein, *Costs and benefits of price stability*, Chicago University Press, Veröffentlichung vorgesehen für 1999). Eine Ausweitung dieser Analyse auf mehrere Länder des Euro-Währungsraums läßt vermuten, daß die Vorteile der Preisstabilität in diesem Zusammenhang sogar größer sein könnten als in den Vereinigten Staaten.

Erfahrungen und umfangreiche empirische volkswirtschaftliche Studien bestätigen Glauben, daß eine Geldpolitik, die Preisstabilität glaubhaft und dauerhaft gewährleistet, den

besten gesamtwirtschaftlichen Beitrag zur Verbesserung der Konjunkturaussichten und Hebung des Lebensstandards erbringt. Kasten 2 beleuchtet die wichtigsten Gründe,

warum die Vorteile der Preisstabilität für Wachstum und Beschäftigung erheblich sind.

Der Vertrag erkennt außerdem an, daß die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems in Wechselwirkung mit den Maßnahmen anderer Organe der Europäischen Union steht. Angesichts der möglichen Gefahr politischer Eingriffe bei der Festlegung und Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik macht der Vertrag die EZB und die nationalen Zentralbanken (NZBen) unabhängig von den nationalen Regierungen und politischer Einflußnahme. Diese institutionelle Unabhängigkeit ermöglicht es dem Eurosystem, das Ziel der Preisstabilität in einem geeigneten mittelfristigen Rahmen zu verfolgen. Dies erhöht die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik beträchtlich. Es wird allgemein akzeptiert, daß eine Zentralbank, der es an Unabhängigkeit fehlt, anfällig für kurzfristigen Druck ist, was die Sicherung der Preisstabilität gefährden könnte. Daher liegt die durch den Vertrag garantierte institutionelle Unabhängigkeit des Eurosystems im Interesse der Öffentlichkeit, denn diese profitiert von dem daraus resultierenden Umfeld stabiler Preise.

Preisstabilität und Wechselkurs

Die institutionelle Unabhängigkeit ist jedoch nicht mit Isolation gleichzusetzen. Das Eurosystem funktioniert - zum Beispiel in der Wechselkurspolitik - in Wechselwirkung mit anderen politischen Akteuren. Da die Wechselkurspolitik mit der Geldpolitik vereinbar sein muß, legt der Vertrag fest, daß das vorrangige Ziel der Wechselkurspolitik der Gemeinschaft die Gewährleistung der Preisstabilität ist. In diesem Zusammenhang weist der Vertrag dem Eurosystem die „grundlegende Aufgabe“ zu, „Devisengeschäfte im Einklang mit Artikel 109 durchzuführen“. Artikel 109 sieht vor, daß der Ministerrat (in der Zusammensetzung der Finanzminister) einstimmig „förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für den Euro gegenüber Drittlandswährungen“ treffen kann. Außerdem bestimmt Artikel 109, daß der Ministerrat mit qualifizierter Mehrheit „allgemeine Orientierungen“ für die Wechselkurs-

politik des Eurosystems aufstellen kann. Im Hinblick auf die zuerst genannte Maßgabe des Artikels 109 stellte der Ministerrat im Dezember 1997 in einem Bericht an den Europäischen Rat klar, daß ein offizielles Wechselkurssystem dieses Typs aller Voraussicht nach in absehbarer Zeit nicht errichtet werden wird. Im gleichen Bericht kündigte der Ministerrat - allerdings nicht in rechtlich verbindlicher Form - an, daß er „Orientierungen“ nur in Ausnahmesituationen, zum Beispiel im Falle einer klaren Fehlentwicklung, aufstellen wird.

In der derzeitigen Situation, in der es weder eine förmliche Wechselkursvereinbarung noch eine allgemeine Orientierung gibt, ist der Euro-Wechselkurs das Ergebnis aktueller und erwarteter geldpolitischer und anderer Maßnahmen inner- und außerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie der damit verbundenen Einschätzung seitens der Marktteilnehmer. Die Tatsache, daß die geldpolitische Strategie des Eurosystems kein Wechselkursziel für den Euro beinhaltet, erleichtert die Aufgabe, die Geldpolitik auf die Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auszurichten.

Geldpolitik und Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik

Im Hinblick auf die allgemeine Notwendigkeit der Zusammenarbeit und des gemeinsamen Dialogs zwischen den Entscheidungsträgern in einem interdependenten Umfeld verpflichtet der Vertrag das Eurosystem, „die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft zu unterstützen, um zur Verwirklichung der in Artikel 2 festgelegten Ziele der Gemeinschaft beizutragen“. Gleichzeitig legt der Vertrag mit Blick auf die Gefahr der politischen Einflußnahme auf die Geldpolitik fest, daß das Eurosystem seine Tätigkeiten durchführt, „soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist“. Sowohl die Logik des Vertrags als auch die in Kasten 2 dargestellten Argumente lassen klar erkennen, daß der beste Beitrag, den die einheitliche Geldpolitik im Rahmen ihrer Unterstützung der Wirtschaftspolitik leisten kann, darin besteht, sich auf die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere

Kasten 3

Transparenz und Rechenschaftspflicht des Eurosystems

Im allgemeinen sollten Zentralbanken offen, transparent und rechenschaftspflichtig sein und der Öffentlichkeit über ihre Handlungen, einschließlich der Durchführung der Geldpolitik, umfassend berichten. Eine transparente und Rechenschaft ablegende Zentralbank gewinnt an Glaubwürdigkeit, wenn sie sich mit klaren Aussagen an die Öffentlichkeit wendet und so darlegt, daß ihre Geldpolitik in angemessener Weise auf die Sicherung der Preisstabilität ausgerichtet ist. In dieser Hinsicht erfüllt oder übertrifft das Eurosystem die erfolgreichste Vorgehensweise jeder anderen Zentralbank.

Der Präsident der EZB hält unmittelbar nach der ersten EZB-Ratssitzung eines jeden Monats eine Pressekonferenz ab. Bei dieser Gelegenheit gibt er eine ausführliche Erklärung zur Einschätzung der wirtschaftlichen Lage und der Aussichten für die Preisentwicklung durch den EZB-Rat ab und steht anschließend für Fragen zur Verfügung. Die Termine dieser Sitzungen und Konferenzen für das Jahr 1999 wurden bereits bekanntgegeben. Diese regelmäßigen Erklärungen werden durch die Veröffentlichung von Monatsberichten ergänzt. Der Monatsbericht soll der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten eine eingehende Beurteilung der wirtschaftlichen Lage geben und sie in Aufsätzen über die Struktur der Wirtschaft und aktuelle, für die einheitliche Geldpolitik relevante Themen informieren.

Darüber hinaus wird die Bilanz des Eurosystems wöchentlich veröffentlicht. Außerdem sind neben dem Jahresbericht über die Tätigkeit des Eurosystems vierteljährliche Berichte zu erstellen. Diese Berichte sind dem Europäischen Parlament, dem Ministerrat und der Kommission der Europäischen Gemeinschaften zu unterbreiten. Das Europäische Parlament hält eine allgemeine Beratung über die vorgelegten Berichte ab. Der Präsident und die Mitglieder des Direktoriums der EZB sind verpflichtet, auf Fragen von Ausschüssen des Europäischen Parlaments zu antworten. Der Präsident erscheint fünfmal im Jahr vor dem Parlamentarischen Ausschuß, und zwar jeweils im Anschluß an die Vorlage der oben erwähnten vierteljährlichen Berichte und des Jahresberichts.

Die Mitglieder des EZB-Rats informieren die Öffentlichkeit in Vorträgen über die Geldpolitik und die Wirtschaft. Von EZB-Mitarbeitern erstellte Arbeitspapiere und technische Analysen werden zur fachlichen Begutachtung und wissenschaftlichen Auswertung veröffentlicht. Diese Beiträge und sonstigen Präsentationen behandeln nicht nur Kernfragen der Geldpolitik und des monetären Transmissionsmechanismus, sondern auch wichtige wirtschaftliche Probleme, mit denen Europa konfrontiert ist, nicht zuletzt etwa das Problem der hohen Arbeitslosigkeit.

Die EZB fühlt sich verpflichtet, über diese Medien mit der Öffentlichkeit in klarer und transparenter Weise zu kommunizieren. Vor diesem Hintergrund zeigt sich, in welchem hohem Maße das Eurosystem den Anforderungen der Transparenz und Rechenschaftspflicht genügt.

Frist und die Schaffung eines stabilen Umfelds zu konzentrieren, in dem die Maßnahmen der anderen Politikbereiche in vollem Umfang wirken können. Ohne eine solche Einsicht besteht die Gefahr, daß die Öffentlichkeit die Verpflichtung des Eurosystems auf das Ziel der Gewährleistung der Preisstabilität in Zweifel zieht. Inflationserwartungen und die Risikoprämien würden steigen, die langfristigen Zinsen würden in die Höhe getrieben und die Kosten für Investitionen, die für eine

nachhaltige und dauerhafte Hebung des Lebensstandards notwendig sind, würden sich verteuern.

In diesem Zusammenhang sieht der EZB-Rat die gegenwärtig hohe Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet mit großer Besorgnis. Dieses Problem ist jedoch überwiegend strukturell bedingt. Seine Ursache liegt vor allem in den zum Teil durch übermäßige und unangemessene Regelungsdichte entstandenen Ri-

gigiditäten auf den Arbeits- und Gütermärkten des Euro-Währungsgebiets. Wirtschaftliche Strukturreformen, die auf die Reduzierung der Rigiditäten abstellen, sind die richtige Antwort auf dieses Problem. In den Ländern des Euro-Währungsgebiets, in denen solche Reformen umgesetzt worden sind, ist die Arbeitslosenquote beträchtlich zurückgegangen. Wirksame WU-weite Strukturmaßnahmen würden zu einer Erhöhung des realen Trendwachstums führen. Das Eurosystem würde einem solch höheren Wachstum im Rahmen seiner geldpolitischen Strategie auf jeden Fall Rechnung tragen. Der Versuch hingegen, mittels einer stabilitätswidrigen Geldpolitik die Arbeitslosigkeit zu reduzieren, stellt ein sinnloses Unterfangen dar, denn eine solche Politik würde auf mittlere Sicht lediglich die Preisstabilität gefährden, die Voraussetzung für ein beständiges und tragfähiges Beschäftigungswachstum ist.

Transparenz und Rechenschaftspflicht

Alle Zentralbanken sind in einem bestimmten sozialen, politischen und institutionellen Umfeld tätig. In einem demokratischen Rahmen ist es unerlässlich, daß eine unabhängige Zentralbank offen, transparent und deutlich in bezug auf die Gründe für ihre Handlungen und rechenschaftspflichtig für ihre Leistungen ist. In der Erkenntnis der Bedeutung dieser Fragen für das Euro-Währungsgebiet legt der Vertrag dem Eurosystem Berichtspflichten auf, die zu den strengsten gehören, denen je eine Zentralbank unterworfen wurde. In der Praxis hat sich das Eurosystem sogar bereits verpflichtet, noch über diese schon strengen Berichtspflichten hinauszugehen (siehe Kasten 3: Transparenz und Rechenschaftspflicht des Eurosystems).

2 Die Rolle einer geldpolitischen Strategie

Vorrangiges Ziel der einheitlichen Geldpolitik ist die Gewährleistung von Preisstabilität. Wie alle Zentralbanken kann jedoch das Eurosystem das Preisniveau nicht unmittelbar durch den Einsatz der ihm zur Verfügung stehenden geldpolitischen Instrumente steuern, sondern die Zentralbanken haben es mit einem komplexen Transmissionsprozeß zu tun, bei dem ihre geldpolitischen Maßnahmen zu Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus führen. Dieser Transmissionsmechanismus geldpolitischer Impulse ist gekennzeichnet durch mehrere getrennte Kanäle mit jeweils langen, variablen und nicht vollständig vorhersagbaren Wirkungsverzögerungen. Hinzu kommt, daß sich der Transmissionsmechanismus ständig in Reaktion auf Veränderungen des Verhaltens der am Wirtschaftsleben Beteiligten und der institutionellen Struktur weiterentwickelt.

Da der Transmissionsmechanismus komplex ist, müssen die Vorbereitung, Erörterung und Darstellung geldpolitischer Entscheidungen in einem zusammenhängenden klärenden Rahmen stattfinden. Diese Rolle fällt der geld-

politischen Strategie zu. Sie erfüllt zwei wesentliche Aufgaben:

- *Erstens* verleiht die Strategie dem geldpolitischen Entscheidungsprozeß selbst eine klare Struktur. Die Strategie muß sicherstellen, daß dem EZB-Rat die Informationen und Analysen zur Verfügung stehen, die er benötigt, um wirksame geldpolitische Entscheidungen zu treffen, die Preisstabilität gewährleisten. Der EZB-Rat muß innerhalb eines in sich geschlossenen analytischen Rahmens arbeiten, der es erlaubt, Entwicklungen im wirtschaftlichen Umfeld in entsprechende Entscheidungen über die Konditionen für die Offenmarktgeschäfte und ständigen Fazilitäten des Eurosystems umzusetzen. Mit dem Einsatz dieser Instrumente kann das Eurosystem eine erhebliche Kontrolle über die kurzfristigen Marktzinssätze ausüben, die sich dann auf andere wirtschaftliche Größen und letztlich auf das Preisniveau auswirken.
- *Zweitens* dient die geldpolitische Strategie des Eurosystems als Mittel zur Kommuni-

kation mit der Öffentlichkeit. Die Geldpolitik ist am wirksamsten, wenn sie glaubwürdig ist - das heißt, wenn die Öffentlichkeit völlig darauf vertraut, daß die Geldpolitik ohne Einschränkungen dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist und so durchgeführt wird, daß sie dieses Ziel tatsächlich erreicht. Die geldpolitische Strategie muß also nicht nur das vorrangige Ziel der Geldpolitik klar herausstellen, sondern sie muß die Öffentlichkeit auch überzeugen, daß dieses Ziel erreicht wird.

Bei der Formulierung einer geldpolitischen Strategie, die diese beiden komplementären Aufgaben erfüllt, kommt es besonders darauf an zu wissen, wie die Wirtschaft funktioniert. Insbesondere ist auf Informationen über künftige Gefährdungen der Preisstabilität zu achten, die aus der Beobachtung der aktuellen Entwicklung der wirtschaftlichen Lage gewonnen werden können; das heißt, es müssen die

Indikatoreigenschaften monetärer, finanzieller und sonstiger wirtschaftlicher Variablen in bezug auf die Preisentwicklung analysiert werden.

Unverzichtbar ist außerdem eine grundsätzliche Kenntnis darüber, wie die Geldpolitik über die kurzfristigen Nominalzinsen die Wirtschaft insgesamt und letztlich das Preisniveau beeinflusst. Die Kenntnis des Transmissionsmechanismus hilft bei der Beurteilung der Frage, ob die getroffenen geldpolitischen Maßnahmen geeignet sind, den von den Indikatoren angezeigten Risiken für die Preisstabilität zu begegnen.

Eine geldpolitische Strategie beschreibt also in kohärenter und strukturierter Form, wie geldpolitische Entscheidungen vor dem Hintergrund des Verhaltens von Wirtschaftsindikatoren getroffen werden, um das vorrangige Ziel der Preisstabilität zu erreichen.

3 Kriterien für die Auswahl der geldpolitischen Strategie des Eurosystems

Allgemeine Kriterien

Um die vorgenannten Ziele erreichen zu können, muß die geldpolitische Strategie des Eurosystems bestimmte allgemeine Kriterien erfüllen. Wichtigstes dieser Kriterien ist der Grundsatz der *Effektivität*. Die beste geldpolitische Strategie für das Eurosystem ist diejenige, die die Erreichung des vorrangigen Ziels der Preisstabilität am besten gewährleistet und eine glaubhafte und realistische Verpflichtung auf dieses Ziel signalisiert.

Wie bereits ausgeführt, muß eine geldpolitische Strategie, um wirksam zu sein, glaubwürdig sein. Anders ausgedrückt müssen die Öffentlichkeit und insbesondere die Finanzmärkte überzeugt sein, daß der EZB-Rat dem Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität verpflichtet ist, über die hierzu notwendigen Instrumente und den hierzu erforderlichen Sachverstand verfügt und die Geldpolitik im Hinblick auf dieses Ziel durchführt.

Um sich großes Ansehen und damit die notwendige Glaubwürdigkeit zur erfolgreichen und wirksamen Durchführung der einheitlichen Geldpolitik zu erwerben, muß die geldpolitische Strategie des Eurosystems eine Reihe von anderen Kriterien erfüllen:

- ◆ Die Strategie muß *klar* und *verständlich* sein. Wenn Zweifel über das Ziel der Geldpolitik oder den Weg zur Erreichung dieses Ziels bestehen, schafft dies unnötige Unsicherheit in der Öffentlichkeit.
- ◆ Die Strategie muß darüber hinaus *transparent* sein. Die Öffentlichkeit muß vorab darüber informiert werden, wie die geldpolitischen Entscheidungen vom EZB-Rat getroffen werden und welche wirtschaftlichen Gründe dafür ausschlaggebend waren.
- ◆ Die Strategie muß sicherstellen, daß sowohl die geldpolitischen Maßnahmen als auch die Erfolge des Eurosystems bei der Erreichung des vorrangigen Ziels der Preis-

stabilität überprüfbar sind. Nach Ansicht des EZB-Rats verlangt dies die Veröffentlichung eines quantifizierten Ziels, anhand dessen die Öffentlichkeit vernünftig beurteilen kann, wie erfolgreich das Eurosystem und seine einheitliche Geldpolitik sind.

- ◆ Schließlich muß die Strategie mit der institutionellen Unabhängigkeit des Eurosystems vereinbar sein.

Das besondere Umfeld zu Beginn der Währungsunion

Neben den oben dargestellten allgemeinen Kriterien mußten bestimmte wichtige Merkmale des besonderen Umfeldes, dem sich das Eurosystem zu Beginn und in den Anfangsjahren der dritten Stufe gegenübersteht, ebenfalls berücksichtigt werden.

Zu Beginn der dritten Stufe ist es für die EZB besonders wichtig, ein Vertrauenskapital aufzubauen, da sie eine neue Organisation ist, der es noch an einer eigenen Erfolgsbilanz oder eigenem Ansehen fehlt. Die teilnehmenden NZBen, die Bestandteile des Eurosystems sind, haben sich im Lauf der Jahre viel Anerkennung für die Sicherung der Preisstabilität erworben. Bei möglichst weitgehender Kontinuität in bezug auf die Ziele und Erfolge, die die NZBen vor der Währungsunion erreicht haben, kann dieses Ansehen auf das Eurosystem übergehen. Dies wird seiner Glaubwürdigkeit in Zukunft zugute kommen.

Zu Beginn der Währungsunion ist das Eurosystem allerdings in einer beispiellosen Lage. Besondere Betrachtung durch das Eurosystem verdienen in dieser Ausnahmesituation die Unsicherheiten, die sich zwangsläufig aus dem Übergang zur dritten Stufe ergeben. Hierbei geht es insbesondere darum, wie sich der Übergang zur dritten Stufe der WWU auf das wirtschaftliche Verhalten, die institutionellen Strukturen und die statistischen Reihen im Euro-Währungsgebiet auswirken wird.

Der Übergang zur einheitlichen Geldpolitik markiert einen bedeutsamen *Regimewechsel*.

Die Umgestaltung der institutionellen Regelungen für geldpolitische Entscheidungen und die Durchführung der Geldpolitik wird die Struktur wichtiger Wirtschaftssektoren, insbesondere des Finanzsystems, verändern. Darüber hinaus dürfte der Regimewechsel die Erwartungsbildung im Euro-Währungsgebiet verändern. Dies war möglicherweise schon in den letzten Jahren in vielen Ländern zu beobachten, wo die glaubwürdige und dauerhafte Verpflichtung auf Preisstabilität die längerfristigen Inflationserwartungen auf neuen, niedrigen Niveaus stabilisiert hat.

Infolgedessen könnten empirische Zusammenhänge zwischen volkswirtschaftlichen Variablen, die unter Verwendung von historischen Daten geschätzt wurden, instabil werden, falls sich das Verhalten in diesem neuen Umfeld ändert. Diese Veränderungen können für das Eurosystem die Einschätzung der wirtschaftlichen Lage erschweren, weil sich möglicherweise die Eigenschaften monetärer, finanzieller und anderer wirtschaftlicher Variablen als Indikatoren künftiger Preisentwicklungen ändern.

Bezüglich der Struktur der Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebietes könnte es zu Beginn der dritten Stufe zu besonders ausgeprägten Verhaltensänderungen im Finanzsektor kommen, wo sich die Währungsunion am unmittelbarsten auswirken dürfte. So könnte zum Beispiel das Verhalten von monetären Aggregaten - die zum größten Teil aus Bank-einlagen bestehen - durch den Übergang zur dritten Stufe beeinflusst werden. Die Einführung des Euro könnte ebenfalls zu Veränderungen im Bankensystem und Umschichtungen zwischen monetären und nicht-monetären Vermögenswerten in den privaten Anlageportefeuilles führen.

Die strukturellen und institutionellen Veränderungen werden jedoch nicht auf das Finanzsystem beschränkt sein. Im Zusammenhang mit dem Binnenmarktprogramm wird der Wegfall des Währungsrisikos im Euro-Währungsgebiet die Transparenz der Preisbildung an den Güter- und Arbeitsmärkten erhöhen und damit wahrscheinlich zu mehr Wettbewerb und Innovationen führen. Allge-

meiner gesprochen können das Konsum- und Investitionsverhalten durch den Regimewechsel hin zu einem Umfeld stabiler Preise beeinflusst werden. Unter diesen Umständen wird auch die Durchführung gesamtwirtschaftlicher Analysen und Prognosen erschwert, da die bisherigen empirischen Beziehungen, auf die sie sich weitgehend stützen, beginnen könnten zusammenzubrechen.

Diese Unsicherheiten - die sich unmittelbar aus dem Übergang zur dritten Stufe ergeben - werden verstärkt und stehen in einer Wechselbeziehung mit dem weiteren wirtschaftlichen Kontext, in dem die Währungsunion errichtet wird. Die zunehmende Internationalisierung der Weltwirtschaft und der derzeit rasch voranschreitende technologische Wandel haben Auswirkungen auf alle Sektoren der Wirtschaft. Alle diese Effekte können die Qualität der wichtigsten Indikatoren ver-

ändern, die daher mit besonderer Vorsicht und Sorgfalt interpretiert werden müssen.

Überdies hat die Währungsunion in vieler Hinsicht ein vollkommen neues Wirtschaftsgebiet geschaffen, für das umfassende und harmonisierte Daten bisher nicht erhoben wurden. Inzwischen stehen verschiedene vollständig oder fast vollständig harmonisierte Reihen zur Verfügung. Hierzu gehören die WU-weiten monetären Daten, Zahlungsbilanzdaten und der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI). Diese WU-weiten Statistiken basieren aber teilweise auf neuen Konzepten, und die Eigenschaften der Reihen sind noch nicht genau bekannt. Die Unsicherheit, mit der die Geldpolitik im Hinblick auf die Indikatorqualitäten der verfügbaren WU-weiten Statistiken konfrontiert ist, ist somit größer, als dies bisher bei den nationalen Statistiken normalerweise der Fall war.

4 Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems

Nach Prüfung verschiedener Optionen auf der Basis der oben dargestellten Kriterien und Überlegungen gab der EZB-Rat die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems bekannt, an der er seine geldpolitischen Entscheidungen in der dritten Stufe der WWU ausrichten wird. Die wichtigsten Elemente dieser Strategie wurden der Öffentlichkeit am 13. Oktober 1998 vorgestellt und danach in Reden und Erklärungen des Präsidenten der EZB und anderer Mitglieder des EZB-Rats erläutert. Diese Strategie besteht aus drei Hauptelementen:

- ◆ einer quantitativen Festlegung des vorrangigen Ziels der einheitlichen Geldpolitik, nämlich Preisstabilität, und
- ◆ den „beiden Säulen“ der Strategie, die zur Erreichung dieses Ziels dient:
 - eine herausragende Rolle der Geldmenge, die in der Verkündung eines Referenzwerts für das Wachstum eines breiten monetären Aggregats zum Ausdruck kommt, und

- eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung und die Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet insgesamt.

Die quantitative Definition von Preisstabilität

Die Definition

Der EZB-Rat hat beschlossen, eine quantitative Definition von Preisstabilität zu veröffentlichen. Eine veröffentlichte Definition liefert eine klare Orientierungshilfe für die Erwartungen bezüglich der künftigen Preisentwicklung und trägt dazu bei, die Glaubwürdigkeit der neuen Strategie aufzubauen. Die Veröffentlichung der Definition des Eurosystems von Preisstabilität gibt der Öffentlichkeit außerdem eine klare Vorgabe für die Beurteilung des Erfolgs der einheitlichen Geldpolitik und macht damit das Eurosystem und seine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie transparent und nachprüfbar.

Vor diesem Hintergrund hat der EZB-Rat die folgende Definition beschlossen: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr“. In Einklang mit dieser Definition „muß Preisstabilität mittelfristig beibehalten werden“.

Die Formulierung „unter 2 %“ gibt unzweideutig die Obergrenze für die am HVPI gemessene Inflationsrate an, die mit Preisstabilität vereinbar ist. Gleichzeitig macht die Verwendung des Wortes „Anstieg“ in der Definition klar, daß Deflation, d. h. anhaltende Rückgänge des HVPI-Index, nicht als mit Preisstabilität vereinbar angesehen würden.

Es sei darauf hingewiesen, daß die Definition des Eurosystems von Preisstabilität mit den von den meisten NZBen im Euro-Währungsgebiet vor Beginn der Währungsunion benutzten Definitionen übereinstimmt; dies stellt ein wichtiges Element der Kontinuität ihrer erfolgreichen geldpolitischen Strategien sicher.

Der HVPI-Index

Die gewählte Definition nennt den HVPI als den Preisindex, der zur Beurteilung, ob Preisstabilität erreicht und gewährleistet ist, zu verwenden ist. Dieser Index wurde ursprünglich für die Beurteilung der Preiskonvergenz in der zweiten Stufe entwickelt und ist weitgehend in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets harmonisiert. Die Verwendung des HVPI entspricht außerdem auch der allgemein zu beobachtenden Tatsache, daß die Öffentlichkeit die Entwicklung des Preisniveaus vor allem anhand der Verbraucherpreise beurteilt.

Unter den Ökonomen in akademischen, in Finanzmarkt- und in Notenbankkreisen besteht weitgehend Übereinstimmung darüber, daß bei Verbraucherpreis-Indizes (VPIs) Meßfehler in verschiedener Form auftreten können. Diese Meßfehler ergeben sich hauptsächlich aus einem sich verändernden Ausgabeverhalten und aufgrund von Qualitäts-

verbesserungen bei denjenigen Gütern und Dienstleistungen, die in den Korb für die Festlegung eines bestimmten Preisindexes eingehen. Solche Fehler können bei der Konstruktion von Preisindizes nicht in jedem Fall vollständig korrigiert werden. Die Meßfehler sorgen in der Regel dafür, daß die VPIs die „tatsächliche“ Inflationsrate leicht überzeichnen.

Der HVPI für das Euro-Währungsgebiet stellt ein relativ neues Konzept dar, und lange Reihen zurückliegender Daten gibt es nicht. Studien zum Umfang des HVPI-Meßfehlers sind deshalb vorläufiger Natur und kommen zu keinem abschließenden Ergebnis. Eurostat hat mit erheblichem Aufwand versucht, die Meßfehler im HVPI zu verringern oder zu beseitigen. Infolgedessen ist der Meßfehler beim HVPI wahrscheinlich geringer als bei den nationalen VPIs der das Euro-Währungsgebiet umfassenden Länder. Außerdem deuten die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen darauf hin, daß die Meßfehler bei den nationalen VPIs in den Ländern des Euro-Währungsgebiets geringer sind als der Fehler, der in vielen bekannten Untersuchungen der Verbraucherpreisindizes in anderen Ländern geschätzt wurde.

Inwieweit diese Versuche zur Minimierung des Meßfehlers beim HVPI erfolgreich waren, ist noch nicht bekannt. Außerdem dürfte sich der Umfang des Meßfehlers im Zeitverlauf mit der Weiterentwicklung der Struktur der Wirtschaft und der Änderung statistischer Verfahren, teilweise in Reaktion auf diese Veränderungen der Wirtschaftsstruktur, verändern. Deshalb wurde bei der Definition vermieden, ausdrücklich bestimmte Schätzwerte für den HVPI-Meßfehler zu berücksichtigen, während diesem Meßfehler gleichzeitig dadurch Rechnung getragen wurde, daß die untere Grenze für den Anstieg des Preisniveaus nicht mit Null angesetzt wurde.

Wie der EZB-Rat außerdem erläuterte, hat er mit der Definition von Preisstabilität in Form des HVPI für das *Euro-Währungsgebiet* deutlich gemacht, daß er seine Entscheidungen auf die Beurteilung der Entwicklung im

gesamten Euro-Währungsgebiet stützen wird. Bei einer einheitlichen Geldpolitik müssen geldpolitische Entscheidungen so getroffen werden, daß sie die Bedingungen im gesamten Euro-Währungsgebiet und nicht bestimmte regionale oder nationale Entwicklungen widerspiegeln.

Mittelfristige Orientierung

Die Aussage „Preisstabilität muß mittelfristig beibehalten werden“ spiegelt die Notwendigkeit einer zukunftsgerichteten, mittelfristigen Orientierung der Geldpolitik wider. Sie berücksichtigt ebenfalls die kurzfristige Volatilität der Preise aufgrund von nicht-monetären Schocks, denen das Preisniveau ausgesetzt ist und die nicht durch die Geldpolitik kontrolliert werden können. Die Auswirkungen der Änderung indirekter Steuern oder Schwankungen der internationalen Rohstoffpreise sind gute Beispiele hierfür. Das Eurosystem kann für diese kurzfristigen Schocks, denen das Preisniveau ausgesetzt ist und über die es nur geringe Kontrolle hat, nicht verantwortlich gemacht werden. Die Beurteilung des Erfolgs der einheitlichen Geldpolitik des Eurosystems auf mittlere Sicht hingegen gewährleistet eine echte und sinnvolle öffentliche Kontrolle.

Außerdem ist eine Mittelfristorientierung der Geldpolitik wichtig, um dosiert und angemessen auf bestimmte Arten von unvorhergesehenen wirtschaftlichen Störungen, die Auswirkungen auf das Preisniveau haben und die Preisstabilität gefährden könnten, reagieren zu können. Eine derartige Reaktion seitens der Zentralbank wird nicht zu unnötigen und möglicherweise sich verselbständigenden Unsicherheiten bezüglich der kurzfristigen Zinsen oder der Realwirtschaft führen, aber trotzdem dafür sorgen, daß die Preisstabilität - und die damit verbundenen Vorteile - mittelfristig gewährleistet sind.

Die zwei Säulen der Strategie

Der Referenzwert - herausragende Rolle der Geldmenge

Inflation ist letztendlich ein monetäres Phänomen. Der EZB-Rat war sich daher einig, daß es wichtig sei, der Geldmenge eine herausragende Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems zuzuweisen. Die Geldmenge stellt einen natürlichen, festen und zuverlässigen „nominalen Anker“ für eine auf die Sicherung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik dar. Die wichtige Rolle, die der Geldmenge in der gesamten stabilitätsorientierten Strategie zukommt, unterstreicht auch die Verantwortung des Eurosystems für die monetären Impulse auf die Preissteigerungsrate, die eine Zentralbank eher steuern kann als die Preissteigerungsrate selbst.

Um die der Geldmenge zugewiesene herausragende Rolle zu unterstreichen, hat der EZB-Rat einen quantitativen Referenzwert für das Geldmengenwachstum als eine Säule der gesamten stabilitätsorientierten Strategie bekanntgegeben. Der Referenzwert soll dem EZB-Rat helfen, die in den monetären Aggregaten enthaltenen Informationen in einer Art und Weise zu analysieren und zu erläutern, die einen kohärenten und glaubwürdigen Maßstab für die auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik bietet.

Zwei Merkmale des quantitativen Referenzwertes für das Geldmengenwachstum sollten herausgestellt werden:

- ◆ *Erstens* wurde der Referenzwert in einer Art und Weise abgeleitet, die im Einklang mit der Preisstabilität steht und der Erreichung dieses Ziels dient. Um sicherzustellen, daß der Referenzwert mit der Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht in Einklang steht, muß die Geldmenge eine *stabile* Beziehung zum Preisniveau im Euro-Währungsgebiet innerhalb dieses Zeitrahmens aufweisen. Die Stabilität dieser Beziehung wird in der Regel im Rahmen einer Geldnachfragefunktion beurteilt, in der ein bestimmtes mone-

täres Aggregat zu dem Preisniveau und anderen makroökonomischen Variablen wie dem Realeinkommen und den Zinsen in Beziehung gesetzt wird.

- ◆ Zweitens würden erhebliche und anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert unter normalen Bedingungen Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht signalisieren. Dieses Merkmal erfordert, daß zum einen eine stabile Beziehung zwischen der Geldmenge und dem Preisniveau besteht und zum anderen das Geldmengenwachstum ein *Vorlaufindikator* der Entwicklung des Preisniveaus ist.

Jedoch beinhaltet das Konzept des Referenzwerts nicht eine Verpflichtung seitens des Eurosystems, kurzfristige Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert zu korrigieren. Die Zinsen werden nicht „mechanistisch“ als Reaktion auf solche Abweichungen angepaßt, um das Geldmengenwachstum auf den Referenzwert zurückzuführen. Daher muß das monetäre Aggregat für das Euro-Währungsgebiet, für das der Referenzwert angekündigt wird, nicht auf kurze Sicht anhand eines kurzfristigen nominalen Zinssatzes, der vom Eurosystem sehr genau beeinflusst wird, *kontrollierbar* sein. Dies ist einer der wesentlichen Unterschiede zwischen der Festlegung eines Referenzwerts und der Ankündigung eines geldpolitischen Zwischenziels.

Die zur Verfügung stehenden empirischen Daten signalisieren, daß die breiten monetären Aggregate (d. h. monetäre Abgrenzungen mit einer breiten Palette von Einlagen, die Termin- und Spareinlagen sowie enge Substitute derselben wie etwa marktfähige kurzfristige Bankverbindlichkeiten umfassen) die für die Ankündigung eines Referenzwerts benötigten Eigenschaften besitzen. In der Vergangenheit war die Nachfrage nach der WU-weiten breiten Geldmenge langfristig stabil. Breite Aggregate waren Frühindikatoren der Preisniveauentwicklungen. Dies steht im Gegensatz zu den empirischen Eigenschaften der engen WU-weiten Geldmenge, die über die kurzfri-

stigen Nominalzinsen zwar zu steuern ist, aber weder eine stabile Beziehung zum Preisniveau, noch wesentliche Indikatoreigenschaften aufwies. Selbstverständlich sind diese Ergebnisse angesichts der oben dargestellten statistischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten mit gewisser Vorsicht zu behandeln. Nichtsdestoweniger erschien das empirische Datenmaterial aussagekräftig und robust genug, um einen Referenzwert für ein breites monetäres Aggregat anzukündigen. Der EZB-Rat hat daher beschlossen, einen Referenzwert für das Aggregat M3 bekanntzugeben, welcher laut Definition nicht nur den Bargeldumlauf und die traditionellen Einlagenkomponenten der breiten Geldmenge umfaßt, sondern auch Geldmarktfondsanteile und von monetären Finanzinstituten (MFIs) ausgegebene Schuldverschreibungen. Die konzeptionellen und empirischen Aspekte der WU-weiten monetären Aggregate werden in einem im Monatsbericht Februar 1999 erscheinenden Artikel näher erläutert.

Vor diesem Hintergrund wurde der Referenzwert für das Geldmengenwachstum unter Zugrundelegung der bekannten Beziehung zwischen der Geldmenge einerseits und den Preisen, dem realen Bruttoinlandsprodukt (BIP) und der Umlaufgeschwindigkeit andererseits abgeleitet. Bei den Preisen muß bei der Ableitung des Referenzwerts die veröffentlichte Eurosystem-Definition von Preisstabilität verwendet werden. Außerdem ist es angesichts der Mittelfristorientierung der Geldpolitik angebracht, bei der Ableitung des Referenzwerts Annahmen bezüglich der mittelfristigen Entwicklung des realen BIP und der Umlaufgeschwindigkeit zugrunde zu legen. In dieser Hinsicht würde die Annahme eines trendmäßigen Wachstums des realen BIP der Geldpolitik eine anti-zyklische Eigenschaft verleihen, da eine unter dem Trend liegende Wachstumsrate des BIP in der Regel mit einem langsameren Geldmengenwachstum einhergehen würde, als dies in Relation dazu bei einem Referenzwert der Fall ist, der von einer trendmäßigen Produktion abgeleitet wurde.

Am 1. Dezember 1998 hat der EZB-Rat den Referenzwert für das M3-Wachstum bekannt-

gegeben. Die Ableitung des Referenzwertes stützte sich auf die folgenden mittelfristigen Annahmen:

- ◆ Die Preisstabilität muß gemäß der vom Eurosystem veröffentlichten Definition gewährleistet werden, so daß der Anstieg des HVPI gegenüber dem Vorjahr im Euro-Währungsgebiet unter 2 % beträgt.
- ◆ Die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) liegt zwischen 2 - 2 ½ % pro Jahr.
- ◆ Mittelfristig verringert sich die Umlaufgeschwindigkeit von M3 um ca. ½ - 1 % jährlich.

Bei der Festsetzung des Referenzwertes für das Geldmengenwachstum betonte der EZB-Rat, daß die vom Eurosystem veröffentlichte Definition von Preisstabilität den Anstieg des HVPI im Euro-Währungsgebiet auf „unter 2 %“ begrenzt. Außerdem dürfte der tatsächliche trendmäßige Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit knapp unter der oberen Grenze des Korridors von ½ - 1 % liegen. Unter Berücksichtigung dieser beiden Faktoren beschloß der EZB-Rat, den Referenzwert für das M3-Wachstum auf 4 ½ % pro Jahr festzulegen.

Der EZB-Rat beschloß, statt eines Referenzkorridors einen speziellen Referenzsatz für das Geldmengenwachstum bekanntzugeben, da die Ankündigung eines Referenzkorridors von der Öffentlichkeit dahingehend falsch interpretiert werden könnte, daß die Zinsen automatisch geändert würden, wenn das Geldmengenwachstum den Korridor verläßt; dies würde der Rolle des Referenzwertes in der Gesamtstrategie widersprechen.

Der Referenzwert wird bei der Bekanntgabe und Erläuterung von Zinsbeschlüssen zur Gewährleistung der mittelfristigen Preisstabilität hilfreich sein. Daher wird eine Abweichung des Geldmengenwachstums vom Referenzwert zunächst weitere Analysen zur Feststellung und Interpretation der wirtschaftlichen Störung, die die Abweichung verursachte, aus-

lösen. Wenn diese Analyse zu dem Schluß kommt, daß die festgestellte Störung in der Tat auf eine Gefährdung der Preisstabilität hindeuten könnte, würde die Geldpolitik in angemessener Weise auf dieses Risiko reagieren und entsprechende Maßnahmen ergreifen. Das tatsächliche Geldmengenwachstum in Relation zum Referenzwert wird daher regelmäßig und gründlich vom EZB-Rat analysiert. Die Ergebnisse dieser Analyse und deren Einfluß auf die geldpolitischen Beschlüsse werden der Öffentlichkeit dargelegt. Dies erhöht die Klarheit und Transparenz des geldpolitischen Entscheidungsprozesses.

Während die Erläuterung der geldpolitischen Analyse gegenüber der Öffentlichkeit sich naturgemäß auf die Entwicklung des breit definierten „Schlüssel“-Aggregats M3 in Relation zum veröffentlichten Referenzwert für das Geldmengenwachstum konzentrieren wird, werden Entwicklungen anderer monetärer Aggregate, verschiedener Komponenten von M3 und der Gegenposten zu all diesen Aggregaten in der Konsolidierten MFI-Bilanz ebenfalls gründlich und kontinuierlich beurteilt. Eine solche Analyse liefert nützliche Hintergrundinformationen, die bei der Beurteilung von Entwicklungen von M3 hilfreich sind.

Eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung

Zwar enthalten die monetären Daten Informationen, die für fundierte geldpolitische Entscheidungen wichtig sind, jedoch sind sie allein nicht ausreichend, um ein vollständiges Bild der gesamten Informationen über die wirtschaftliche Lage zu liefern, wie es für die Festlegung einer angemessenen Geldpolitik zur Gewährleistung der Preisstabilität notwendig ist. Daher wird neben der Analyse des monetären Wachstums in Relation zum Referenzwert eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet eine wichtige Rolle in der Strategie des Eurosystems spielen. Diese Beurteilung stützt sich auf eine breite Palette von Konjunkturindikatoren.

Diese breite Palette von Indikatoren umfaßt viele Variablen, die Vorlaufindikatoreigenschaften für zukünftige Preisentwicklungen besitzen. Diese Variablen beinhalten u. a. die Löhne, den Wechselkurs, die Anleihekurse und die Zinsstrukturkurve, verschiedene Meßgrößen für die reale Wirtschaftstätigkeit, fiskalpolitische Indikatoren, Preis- und Kostenindizes sowie Branchen- und Verbraucherumfragen. Offensichtlich wird es auch nützlich sein, die Inflationsprognosen, in die all diese Variablen eingegangen sind, bei der Beurteilung zu verwenden, ob der geldpolitische Kurs angemessen ist. Diesbezüglich wird das Eurosystem die gesamte Palette der von internationalen Organisationen, anderen Stellen, Marktteilnehmern etc. erstellten Inflationsprognosen beurteilen und auch eine eigene Einschätzung der zukünftigen Preisperspektiven liefern.

Jedoch ist die Prognose von Preisentwicklungen im Euro-Währungsgebiet angesichts der Verhaltensunsicherheiten, der institutionellen und strukturellen Unsicherheiten zwangsläufig schwierig. Die Inflationsprognosen sind mit Vorsicht und Sorgfalt zu interpretieren. Au-

ßerdem kann eine Prognose nicht alle Indikatorvariablen, die für die Geldpolitik wichtig sind, berücksichtigen. Des weiteren können nicht immer alle Indikatoren zeitnah einfließen. Daher muß neben der Bedeutung, die diese Variablen bei der Prognose haben können, einer eingehenden Analyse der einzelnen Indikatorvariablen eine wichtige Rolle in der gesamten, breit angelegten Beurteilung der Perspektiven für die Preisentwicklung zukommen. Sowohl die Prognosen als auch die Analyse einzelner Indikatoren dienen der Information des EZB-Rates über das jeweilige makroökonomische Umfeld und die Störfaktoren für die Wirtschaft, von denen die geldpolitischen Entscheidungen in der Regel abhängig sind.

Auf der Grundlage seiner Strategie wird der EZB-Rat vollständige und umgehende Erläuterungen seiner Einschätzung der gesamten wirtschaftlichen Lage, einschließlich der wirtschaftlichen Überlegungen, die diesen zugrundeliegen, liefern. Auf diese Art und Weise wird der Öffentlichkeit der geldpolitische Entscheidungsprozeß transparent gemacht.

5 Schlußbemerkungen

Die stabilitätsorientierte, geldpolitische Strategie des Eurosystems, so wie sie oben beschrieben wurde, stellt eine neue und klare Strategie dar, die die besonderen Umstände und das institutionelle Umfeld, unter denen das Eurosystem operiert, widerspiegelt.

Die stabilitätsorientierte Strategie betont die vorrangige Priorität, die der Gewährleistung der Preisstabilität gemäß einer vom Eurosystem veröffentlichten quantitativen Definition eingeräumt wird. Ziel der Strategie ist es, jene wirtschaftlichen Störungen, die die Preisstabilität gefährden, festzustellen und auf diese mit geldpolitischen Maßnahmen zu reagieren, die diesen Risiken begegnen und die angemessen sind in bezug auf die jeweilige wirtschaftliche Lage und die Art der Gefährdung. Die Strategie geht davon aus, daß die Ausrichtung an einer einzigen Indikatorvaria-

blen oder einem Zwischenziel wohl kaum zu einer angemessenen Reaktion in allen Situationen führen wird. Vor allem können mechanistische Reaktionen auf wenige Indikatoren oder Prognosen zu Beginn der dritten Stufe in besonderem Maße unangebracht sein angesichts der zwangsläufigen Unsicherheiten über die wirtschaftlichen Beziehungen, die durch den mit dem Übergang zur Währungsunion verbundenen Regimewechsel ausgelöst wurden.

Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie vermeidet daher „mechanistische“ geldpolitische Reaktionen auf Abweichungen von einem bestimmten Ziel oder Entwicklungen einer bestimmten Indikatorvariablen. Statt dessen findet eine gründliche Analyse der monetären Daten in Relation zum quantitativen Referenzwert für das Geldmengenwachstum

und eine breit fundierte Beurteilung anderer Wirtschaftsdaten statt, um so die wirtschaftlichen Entwicklungen und die Preisstabilität gefährdende Störungen festzustellen. Diese Analyse geht dann in den Entscheidungsprozeß ein, wie geldpolitisch angemessen zu reagieren ist, um die Preisstabilität mittelfristig zu gewährleisten.

Diese Strategie erfordert erhebliche Anstrengungen seitens des Eurosystems bei der Erläuterung der Beurteilung der wirtschaftlichen Lage. Der EZB-Rat hat sich verpflichtet, noch über die im Vertrag festgelegten Berichts-

und Erläuterungspflichten hinauszugehen, die bereits zu den strengsten gehören, die einer Zentralbank je auferlegt wurden.

Vor diesem Hintergrund wird die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems sicherstellen, daß die Preisstabilität mittelfristig glaubwürdig und dauerhaft innerhalb des Euro-Währungsgebiets gewährleistet wird. Dies ist der beste Beitrag, den die einheitliche Geldpolitik zur Erhöhung des Lebensstandards der Menschen in Europa leisten kann.

