



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

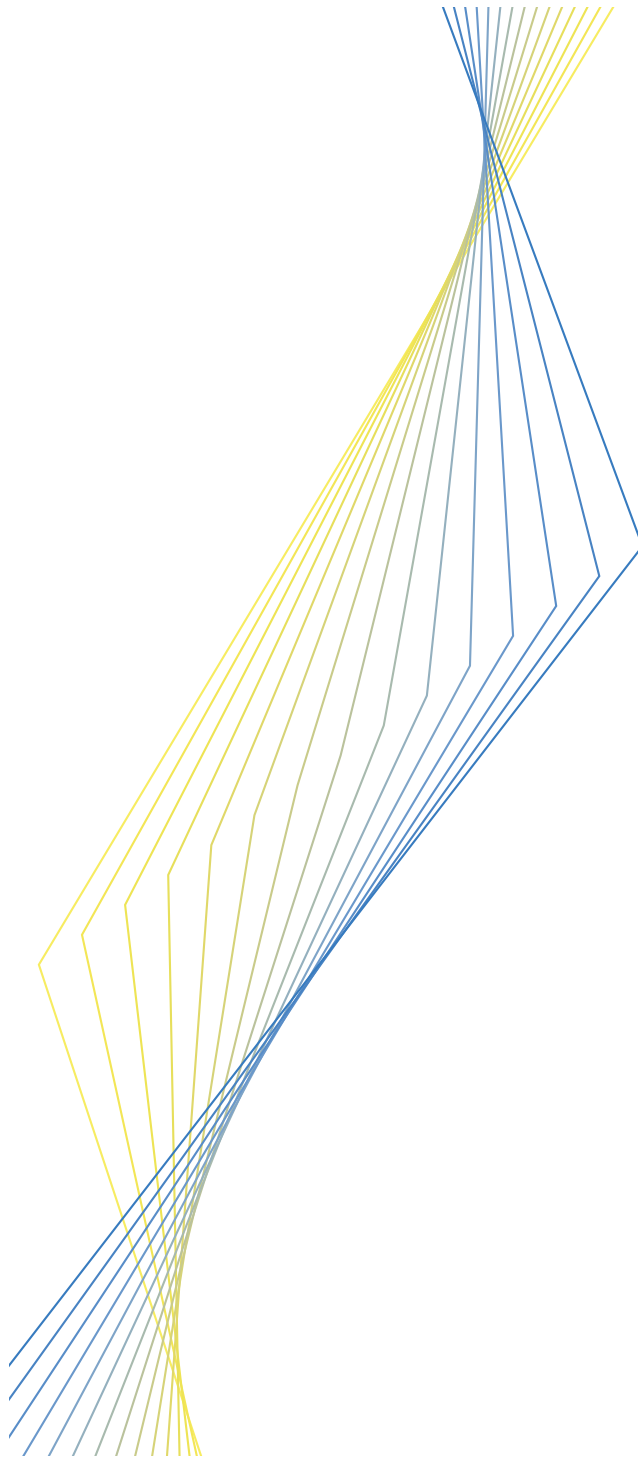
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

April 1999



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

April 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 nichtkommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.

Der Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 8. April 1999.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet	31
Der Bankensektor im Euroraum: strukturelle Merkmale und Entwicklungen	47
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	39*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	41*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Vor dem Hintergrund eines gedämpften Inflationsdrucks im Euro-Währungsgebiet beschloß der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 8. April 1999, die Zinssätze für seine geldpolitischen Instrumente zu senken. Der EZB-Rat gab bekannt, daß die nächsten Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender zu einem Zinssatz von 2,5 % durchgeführt werden, beginnend mit dem am 14. April 1999 abzuwickelnden Geschäft. Dies stellte eine Verringerung um 50 Basispunkte gegenüber dem Zinssatz von 3,0 % dar, der bei sämtlichen seit Jahresbeginn abgewickelten Geschäften dieser Art verwendet worden war. Ferner wurde mit Wirkung vom 9. April 1999 der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität von 4,5 % auf 3,5 % und der Zinssatz für die Einlagefazilität von 2,0 % auf 1,5 % gesenkt. Diese Beschlüsse waren das Ergebnis einer gründlichen Bewertung der jüngsten monetären, finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Entwicklungen im Rahmen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems. Diese Strategie beinhaltet die Ausrichtung am vorrangigen Ziel der Preisstabilität - die quantitativ als ein Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von unter 2 % definiert ist - und stützt sich auf zwei Säulen, nämlich eine herausragende Rolle der Geldmenge sowie eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisstabilität. Wie unten ausgeführt wird, ist der EZB-Rat der Ansicht, daß der Anstieg der Inflationsrate gemessen am HVPI auch nach der Zinssenkung über die mittlere Frist sicherlich unter dem Wert von 2 % bleiben wird.

Was die erste Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems betrifft, so sollte das Geldmengenwachstum zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht als Zeichen aufkommenden Inflationsdrucks gesehen werden. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate von M3 für den Zeitraum von Dezember 1998 bis Februar 1999 erhöhte sich auf 5,1 %. Dieser Wert liegt nach wie vor nahe beim Referenzwert von 4 ½ % für das Wachstum von M3 und ist möglicherweise durch Sonderfaktoren zu Beginn der dritten Stufe beeinflusst worden. In der Tat kehrte sich im Februar 1999 die Beschleunigung,

die sich in den monatlichen Daten zur monetären Entwicklung im Januar 1999 abzeichnete, teilweise um. Die zwölfmonatige Wachstumsrate von M3 sank von 5,6 % im Januar auf 5,2 % im Februar. Diese Entwicklung läßt sich weitgehend auf eine Verlangsamung des kräftigen Wachstums der täglich fälligen Einlagen zurückführen. Darüber hinaus war im Februar 1999 ein leichter Rückgang des Wachstums der Kreditvergabe an den privaten Sektor zu verzeichnen.

In bezug auf die zweite Säule, beginnend mit den finanziellen Indikatoren, sind sowohl die Anleihe- als auch die Devisenmärkte in jüngster Zeit durch globale Faktoren beeinflusst worden. Die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum, die im Februar 1999 im Gleichschritt mit den Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten etwas angezogen hatten, blieben im März weitgehend unverändert. Gleichzeitig festigte sich der US-Dollar in den vergangenen Wochen gegenüber dem Euro weiter.

Diese Entwicklungen spiegeln teilweise die Tatsache wider, daß Elemente des außenwirtschaftlichen Umfelds des Euro-Währungsgebiets sich in den letzten Wochen leicht verbessert zu haben scheinen, während die Nachrichten zur binnenwirtschaftlichen Tätigkeit im Euroraum weniger günstig ausfielen. Die wesentlichen positiven Anzeichen bei den externen Entwicklungen standen in Zusammenhang mit dem anhaltend kräftigen Wachstum der US-Wirtschaft, der allmählichen Erholung in einigen asiatischen Ländern und einer gewissen Stabilisierung in Lateinamerika. Es gibt allerdings bislang noch keine deutlichen Anhaltspunkte für einen Umschwung in Japan.

Jüngste Zahlen zur wirtschaftlichen Tätigkeit im Euroraum bestätigten eine Abschwächung gegen Ende des letzten Jahres, insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe, wo das Vertrauen weiter zurückging. Die bislang für Anfang 1999 vorliegenden Daten, die einen großen Teil des Euroraums abdecken, deuteten auch darauf hin, daß das Euro-Währungsgebiet möglicherweise länger als zunächst er-

wartet benötigen könnte, um sich von der Verlangsamung, die Ende 1998 einsetzte, zu erholen. Dies spiegelt sich auch in den jüngsten nach unten gerichteten Korrekturen der Prognosen großer internationaler Organisationen für das reale BIP im Euro-Währungsgebiet in den Jahren 1999 und 2000 wider; diese erwarten nun ein reales BIP-Wachstum von nur etwa 2 % in 1999 und 2,5 % in 2000. Auch wenn diese Prognosen weiterhin besagen, daß das reale BIP-Wachstum nur geringfügig unter dem Trendwachstum liegen wird, haben die nach unten gerichteten Anpassungen der Wachstumsprognosen und die Unsicherheit bezüglich dieser Prognosen die Erwartungen verstärkt, daß in diesem Jahr ein etwas geringerer Inflationsdruck von der Wirtschaftstätigkeit ausgehen wird.

Anzeichen einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit sind in den vergangenen Monaten auch am Arbeitsmarkt zu beobachten gewesen. Die neuesten Zahlen deuten darauf hin, daß sich die Schaffung neuer Arbeitsplätze per saldo im letzten Quartal 1998 verlangsamt hat, während beim Abbau der Arbeitslosigkeit in den letzten Monaten weiterhin sehr geringe Fortschritte gemacht worden sind. Vor diesem Hintergrund dürften jüngste Lohnvereinbarungen in einigen Industriesektoren, die das Wachstum der Arbeitsproduktivität übersteigen, die Schaffung neuer Arbeitsplätze nicht begünstigen und würden – falls sich solche Tarifabschlüsse fortsetzen sollten – zu Inflationsdruck führen.

Hinsichtlich der jüngsten verfügbaren Zahlen zum HVPI belief sich die Jahresrate der Verbraucherpreise von November 1998 bis Februar 1999 unverändert auf 0,8 %. Dieser stabilen Preissteigerungsrate lagen gegenläufige Entwicklungen bei den Preisen für Dienstleistungen und Waren zugrunde. Im Februar war eine weitere Abschwächung des Preisanstiegs im Dienstleistungssektor zu verzeichnen, die hauptsächlich auf Preissenkungen im Telekommunikationsbereich zurückzuführen war. Gleichzeitig erhöhte sich die Preissteigerungsrate für Waren, beeinflusst durch die jüngsten Trends bei den

Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie.

Wie bereits mehrfach betont wurde, sind die derzeit niedrigen Inflationsraten zu einem gewissen Grad auf den starken Rückgang der Energiepreise während des Jahres 1998 zurückzuführen. Die Preise für Waren können kurzfristig einer leichten Aufwärtsbewegung unterliegen, da die Entwicklung der Energiepreise sich umkehrte, nachdem viele ölproduzierende Länder kürzlich ihre Absicht bekanntgaben, die Produktion zu verringern. Die Auswirkungen von Veränderungen bei den Energiepreisen sowie bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel auf die Preissteigerungsrate gemessen am HVPI, die in dieser Ausgabe des Monatsberichts auch in dem Artikel „Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet“ erörtert werden, sind jedoch möglicherweise nur vorübergehender Natur. Eine nachhaltigere Wirkung auf zukünftige Verbraucherpreise geht in der Regel von Veränderungen der gesamtwirtschaftlichen Lage aus. In der Tat sind zahlreiche Prognosen zu den Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet angesichts dieser Veränderungen kürzlich nach unten revidiert worden.

Insgesamt gesehen hielt der EZB-Rat nach Abwägung aller relevanten Indikatoren und bei vorausschauender, mittelfristiger Betrachtungsweise eine entschlossene geldpolitische Antwort mit Blick auf die Gewährleistung der Aussichten für anhaltende Preisstabilität für angemessen. Eine der wesentlichen diesem Beschluß zugrundeliegenden Überlegungen war, daß das Geldmengenwachstum, das sich leicht über dem Referenzwert befindet, derzeit nicht als Risiko für die künftige Preisstabilität betrachtet werden kann. Gleichzeitig geht von der gegenwärtigen wirtschaftlichen Lage ein Abwärtsdruck auf die Inflation aus. Auch nach der Zinssenkung sieht der EZB-Rat in der gegenwärtigen Lage kein Risiko, daß der Anstieg des HVPI sich anhaltend auf über 2 % erhöhen könnte und somit der Definition des Eurosystems von Preisstabilität nicht entsprechen würde.

Der Beschluß des EZB-Rates muß im Rahmen der stabilitätsorientierten Strategie gesehen werden. Durch die Verfolgung dieser Strategie trägt die Geldpolitik des Eurosystems dazu bei, die wirtschaftlichen Bedingungen zu schaffen, die für die Ausschöpfung des beträchtlichen Wachstumspotentials des Euroraums von entscheidender Bedeutung sind. Darüber hinaus sollte die erhebliche Senkung der Zinssätze zu diesem Zeitpunkt dazu dienen, bestehende Unsicherheiten über die künftige wirtschaftliche Entwicklung zu verringern und dadurch einen positiven Beitrag zur Wiederherstellung des Vertrauens in die Wirtschaft leisten. In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, daß sowohl die kurzfristigen als auch die langfristigen Zinsen bereits vor dem Beschluß des EZB-Rates am 8. April 1999 sehr niedrig waren.

Derzeit bleibt es die größte Herausforderung für das Euro-Währungsgebiet, die strukturellen Probleme, welche die Hauptursache für die hohe Arbeitslosigkeit sind, in Angriff zu nehmen. Die längerfristigen Aussichten für das Produktionswachstum können sich nur

verbessern, wenn die für andere Politikbereiche Verantwortlichen entschiedenere Schritte unternehmen, um Güter- und Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet durch strukturelle Reformen flexibler zu machen. Gleichzeitig ist es auch wichtig, die strukturellen Ungleichgewichte und Probleme im Bereich der öffentlichen Finanzen jetzt mit mehr Nachdruck anzugehen, um die längerfristigen Wachstumsaussichten für das Euro-Währungsgebiet zu verbessern.

* * *

Neben dem oben erwähnten Artikel, der einige Aspekte der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems erläutert, enthält diese Ausgabe des Monatsberichts einen zweiten Artikel mit dem Titel „Der Bankensektor im Euroraum: strukturelle Merkmale und Entwicklungen“. Das Eurosystem hat im Zusammenhang mit seinen Aufgaben im Bereich der Geldpolitik und der Stabilität der Finanzmärkte ein klares Interesse daran, die Entwicklungen im Bankensektor des Euroraums zu überwachen.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

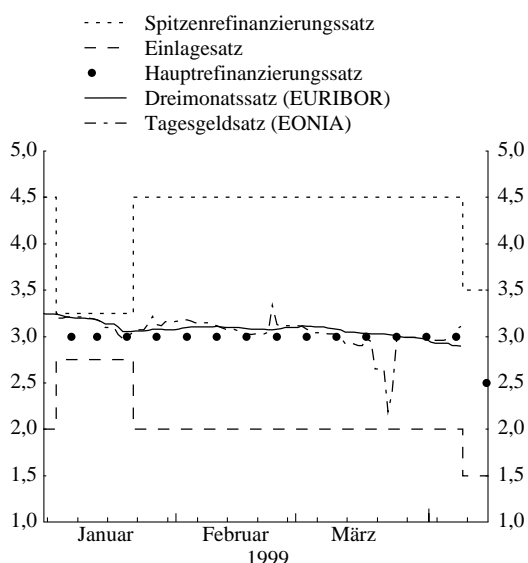
I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Entscheidungen des EZB-Rats

Aufgrund der Beratungen in seiner Sitzung am 8. April 1999 hielt es der EZB-Rat für angemessen, die Zinsen für die geldpolitischen Instrumente des Eurosystems zu senken. Der EZB-Rat beschloß, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 0,5 Prozentpunkte auf 2,5 % zu senken, und zwar beginnend mit dem am 14. April 1999 abzuwickelnden Geschäft. Außerdem wurde der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung vom 9. April 1999 um 1 Prozentpunkt auf 3,5 % und der Zinssatz für die Einlagefazilität um 0,5 Prozentpunkte auf 1,5 % gesenkt (siehe Abbildung 1). Die Gründe für diese Beschlüsse werden im „Editorial“ dieses Monatsberichts ausführlicher dargelegt. Die folgenden Abschnitte enthalten eine eingehende Erörterung der monetären, finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Daten, die zum Zeitpunkt der Sitzung des EZB-Rats am 8. April 1999 vorlagen (an diesem Tag war zugleich Redaktionsschluß für diese Ausgabe des Monatsberichts).

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB

Langsameres Geldmengenwachstum im Februar

Im Februar 1999 sank die 12-Monats-Wachstumsrate des weitgefaßten Geldmengenaggregats M3 auf 5,2 %, verglichen mit 5,6 % im Januar 1999. Da aber das Geldmengenwachstum im Februar 1999 stärker als Ende 1998 ausfiel, erhöhte sich der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der 12-Monats-Wachstumsraten von M3 für den Zeitraum von Dezember 1998 bis Februar 1999 weiter um 0,2 Prozentpunkte auf 5,1 %. Dieser Wert, der mit dem vom EZB-Rat festgesetzten Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge M3 in Höhe von 4½ % zu vergleichen ist, dürfte teilweise die besonderen Umstände im Zusammenhang mit dem Übergang zur dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) widerspiegeln.

Die mäßige Wachstumsabschwächung von M3 im Februar 1999 war hauptsächlich durch eine langsamere Expansion der täglich fälligen Einlagen, auf die rund ein Drittel der gesamten Geldmenge M3 entfällt, bedingt. Die sonstigen in M3 erfaßten Einlagen sind gleichfalls etwas weniger stark gewachsen. Das schwächere M3-Wachstum wurde allerdings teilweise dadurch ausgeglichen, daß die marktfähigen Instrumente, insbesondere Geldmarktpapiere und Geldmarktfondsanteile, im Februar 1999 mit einer deutlich höheren Jahresrate zugenommen haben, so daß hier wieder ein Zuwachs zu verzeichnen war.

Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen ist im Februar 1999 auf 15,1 % zurückgegangen, verglichen mit 17,6 % im Vormonat. Darüber hinaus hat sich der Bargeldumlauf im Februar 1999 um 0,4 % gegenüber dem gleichen Vorjahrsmonat verringert (nach einem Anstieg von 1,0 % im Januar 1999). Diese Entwicklungen deuten darauf hin, daß sich die Präferenz von Ansässigen des Euroraums für sehr liquide Anlagen im Vergleich zum Januar 1999 vermindert hat. Hierin dürften sich unter anderem der Wegfall der zu Beginn der dritten Stufe der WWU unter den Anlegern herrschenden Ungewißheit

sowie ein Abklingen des Einflusses einiger technischer Faktoren (die teilweise mit Anpassungen an neue Statistik- und Zahlungsverkehrssysteme im Eurogebiet zusammenhängen) niedergeschlagen haben. Infolgedessen ist das Wachstum des eng gefaßten Geldmengenaggregats M1, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen umfaßt, im Februar 1999 auf eine Jahresrate von 12,0 % gegenüber 14,3 % im Vormonat zurückgegangen, wodurch der kräftige Anstieg im Januar 1999 teilweise wieder ausgeglichen wurde (siehe Abbildung 2). Gleichwohl blieb die 12-Monats-Wachstumsrate von M1 außergewöhnlich hoch, worin sich die Auswirkungen der Angleichung der nominalen Zinssätze im Euroraum auf niedrigem Niveau im Lauf des Jahres 1998 und der Übergang zu einem durch Preisstabilität geprägten Umfeld widerspiegelt.

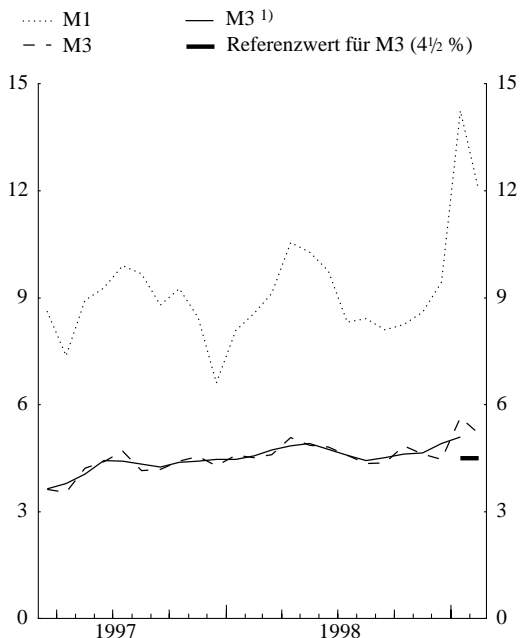
Auch das Wachstum der sonstigen in M3 enthaltenen Einlagen hat sich gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum abgeschwächt, und zwar von 2,1 % im Januar 1999 auf 1,5 % im Februar 1999. Ausschlaggebend hierfür waren ein noch stärkerer Rückgang der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (um 4,1 % gegenüber 2,8 % im Januar 1999) und ein stetiger Anstieg (um 5,8 %) der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Infolgedessen verringerte sich der Zuwachs beim mittleren Geldmengenaggregat M2 auf eine Jahresrate von 6,0 %, verglichen mit 7,3 % im Januar 1999.

Im Februar 1999 sind die kurzfristigen marktfähigen Instrumente, die in der Geldmenge M3 erfaßt sind, im Vergleich zu den Vormonaten wieder gestiegen. Dies war ausschließlich auf die deutlich kräftigere Expansion von Geldmarktpapieren und Geldmarktfondsanteilen zurückzuführen; ihr Anstieg gegenüber dem Vorjahr hat sich von 7,5 % im Januar 1999 auf 13,2 % erhöht. Im Gegensatz hierzu setzte sich die rückläufige Tendenz bei Repo-Geschäften und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von weniger als zwei Jahren fort.

Angesichts des großen Gewichts, das der monetären Entwicklung bei der Beurteilung der

Abbildung 2 Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt.

Aussichten für die Preisstabilität beigemessen wird, ist eine genaue Messung des Geldmengenwachstums, aber auch seiner Komponenten und Gegenposten in der konsolidierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute (MFIs), von entscheidender Bedeutung. Deshalb sollten Veränderungen gegenüber dem Vormonat und Jahreswachstumsraten der Aktiva und Passiva in dieser Bilanz aus Stromgrößen errechnet werden, die die Wirkung von finanziellen Transaktionen des MFI-Sektors widerspiegeln. Die Verwendung gesonderter Stromgrößen ist wichtig, weil Bestandsänderungen auch Störfaktoren wie Umgruppierungen, Neubewertungen und sonstige Veränderungen wiedergeben können, die nicht von finanziellen Transaktionen herrühren. Um korrekte Zahlen zum Geldmengewachstum auf der Basis von Stromgrößen zu erhalten, hat das Eurosystem die Veränderungen der Geldmenge und der Aktiva und Passiva des MFI-Sektors um die vorgenannten Faktoren bereinigt. Dieses Verfahren und die Gründe hierfür werden in Kasten I näher erläutert.

Kasten I

Die Verwendung von Stromgrößen im Rahmen der monetären Analyse

Im allgemeinen sollen mit Stromgrößen die wirtschaftlichen Transaktionen eines institutionellen Sektors in einem bestimmten Zeitraum gemessen werden. Bei monetären Daten geben Stromgrößen die Veränderungen der Geldmengenaggregate an, die auf den Erwerb von Vermögenswerten und das Eingehen von finanziellen Verbindlichkeiten durch den MFI-Sektor zurückzuführen sind. Die Stromgrößen werden berechnet, indem die Differenz der Monatsendstände um die Einflüsse „nicht transaktionsbezogener“ Faktoren bereinigt wird. Diese Faktoren lassen sich in zwei Kategorien unterteilen:

1) *Umgruppierungen und sonstige statistische Faktoren:* Hierzu zählen die Auswirkungen von Veränderungen des Berichtskreises, Umstrukturierungen in den Unternehmen, Umgruppierungen von Aktiva und Passiva sowie Korrekturen von Fehlmeldungen auf die Aktiva und Passiva des MFI-Sektors. Institute, die neu zum Berichtskreis hinzukommen oder aus diesem ausscheiden, sowie Umstrukturierungen in Unternehmen beeinflussen die Vergleichbarkeit der Monatsendstände. Umgruppierungen von Aktiva und Passiva sowie Korrekturen von Fehlern bei der Berichterstattung können zu Brüchen in den Zeitreihen führen.

2) *Neubewertungen und Wertberichtigungen/Abschreibungen:* Veränderungen der Bilanzpositionen des MFI-Sektors können sich auch durch Wechselkursänderungen, Veränderungen des Marktwerts von Wertpapieren und Wertberichtigungen bzw. Abschreibungen von Krediten ergeben. Hinsichtlich des ersten Faktors wird der Wert von in Fremdwährung denominierten Aktiva und Passiva, seitdem Bestandsgrößen auf Euro lauten, durch Euro-Wechselkursänderungen beeinflusst. Ebenso wirken sich ausgewiesene Veränderungen des Marktwerts von Wertpapieren, die von MFIs gehalten oder begeben werden, auf den Wertpapierumlauf aus, und zwar zusätzlich zu den tatsächlichen Wertpapiertransaktionen. Schließlich beeinflussen auch Wertberichtigungen bzw. Abschreibungen von Krediten den bilanzierten Wert des ausstehenden Kreditvolumens; sie stehen jedoch nicht in Zusammenhang mit einer Veränderung des Finanzierungsvolumens der MFIs gegenüber der Wirtschaft.

Entsprechende Stromgrößen werden regelmäßig im Rahmen der Tabellen 2.3 und 2.4 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im Monatsbericht veröffentlicht. In diesen Tabellen werden die monatlichen Stromgrößen als Beträge und bei den Geldmengenaggregaten als Veränderungen gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat in Prozent angegeben. Die prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr werden berechnet, indem die monatlichen Stromgrößen des aktuellen Monats und der elf vorherigen Monate addiert und als Prozentsatz des Monatsendstands des zwölften vorherigen Monats ausgedrückt werden.

Da das harmonisierte Berichtssystem für monetäre Statistiken erst 1998 eingeführt wurde, beruhen die Stromgrößen für den Zeitraum vor 1998 zum großen Teil auf Schätzungen. Die EZB hat daher beschlossen, die Stromgrößen bei der Berechnung der 12-Monats-Wachstumsraten ihrer monetären Aggregate erst ab Beginn der dritten Stufe der WWU heranzuziehen. Obwohl es sich bei diesen Stromgrößen auch noch um vorläufige Angaben handelt, sind sie aus wirtschaftlicher und statistischer Sicht bereits als aussagefähiger zu erachten als die entsprechenden nicht bereinigten Bestandsveränderungen.

Leichter Rückgang auch beim Kreditwachstum

Im Februar 1999 stieg die gesamte Kreditgewährung des MFI-Sektors an Ansässige des Euro-Währungsgebiets (einschließlich der öffentlichen Haushalte) mit einer jährlichen Wachstumsrate von 7,4 % an. Das Wachstum dieses Postens, der von MFIs gewährte Kredite sowie MFI-Bestände an Schuldverschreibungen und Aktien enthält, ging gegenüber der im Januar 1999 verzeichneten

Jahreswachstumsrate von 7,8 % leicht zurück. Ausschlaggebend hierfür war die Kreditgewährung an private Haushalte und Unternehmen, bei der die Jahreswachstumsrate sogar noch stärker gesunken ist (von 10,2 % im Januar auf 9,5 % im Februar). Die Kreditgewährung an den privaten Sektor ist jedoch weiter kräftig gewachsen. Dies scheint allerdings nur zum Teil auf die zugrundeliegende Entwicklung der Binnennachfrage zurückzuführen zu sein. In diesem Zusammenhang dürfte auch der beachtliche Anstieg der Grund-

Kasten 2

Struktur der Kreditgewährung an den nichtfinanziellen privaten Sektor Ende 1998

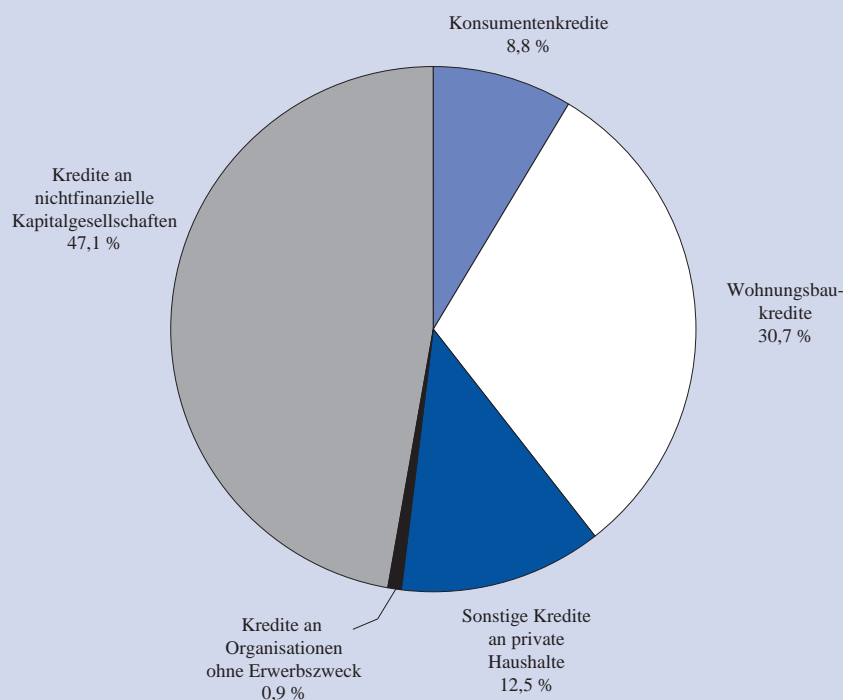
Im März 1999 lagen erstmals Daten vor, die einen Einblick in die Zusammensetzung der Kredite der MFI an Ansässige des Eurogebiets nach Sektoren, Arten und Ursprungslaufzeiten ermöglichen. Diese Daten werden vom Eurosystem auf Quartalsbasis erhoben. Zum jetzigen Zeitpunkt sind jedoch lediglich Angaben zur Struktur der Kreditvergabe der MFI an den nichtfinanziellen privaten Sektor verfügbar, und zwar nur für Ende 1998. Diese Daten finden sich in Tabelle 2.5 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieser Ausgabe des Monatsberichts.

Ende 1998 machten Kredite an private Haushalte 52,0 % der gesamten ausstehenden Kredite des MFI-Sektors an den nichtfinanziellen privaten Sektor aus, während der Anteil der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bei 47,1 % lag. Die verbleibenden 0,9 % des Gesamtkreditvolumens entfielen auf Organisationen ohne Erwerbszweck (wie z. B. Verbraucher- und Wohlfahrtsverbände, soziale und kulturelle Vereine, Freizeit- und Sportclubs, Gewerkschaften und politische Parteien). Für die privaten Haushalte steht zudem eine zusätzliche Aufgliederung nach der Art der Kredite zur Verfügung (siehe Abbildung unten). Aus der Abbildung wird ersichtlich, daß Wohnungsbaukredite (in der Regel mit einer Laufzeit von über fünf Jahren) im Eurogebiet eine wichtige Rolle spielen. Ende 1998 machten sie ungefähr 30,7 % der gesamten Kreditgewährung an den nichtfinanziellen privaten Sektor aus. Der Anteil der unter den Konsumentenkrediten erfaßten Kredite lag bei ca. 8,8 %. Sonstige Kredite an private Haushalte (hauptsächlich zu Geschäfts- oder Ausbildungszwecken oder zur Konsolidierung von Schulden der privaten Haushalte) machten 12,5 % der gesamten Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte aus.

Hinsichtlich des Laufzeitenspektrums der MFI-Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor fällt auf, daß der größte Anteil auf Kredite mit einer Ursprungslaufzeit von über einem Jahr entfiel. Dies ist sowohl bei den privaten Haushalten als auch bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften der Fall. Kredite mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als fünf Jahren machten 50,1 % der unter den Konsumentenkrediten erfaßten Kredite, 95,0 % der Wohnungsbaukredite und 48,9 % der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften aus. Diese Zahlen bestätigen, daß das derzeit niedrige Niveau der mittel- und längerfristigen Kreditzinssätze im Privatkundengeschäft der Banken eine stark stimulierende Auswirkung auf die Kreditnachfrage haben dürfte. Dies gilt insbesondere für die Länder des Euro-Währungsgebiets, in denen die langfristigen Zinsen in der Vergangenheit erheblich höher gelegen hatten.

Kredit der MFI an den nichtfinanziellen privaten Sektor

(Dezember 1998, nicht saisonbereinigt, Anteil an der Gesamtkreditvergabe in %)



Quelle: EZB.

stücks- und Immobilienpreise in einigen Teilen des Eurogebiets die starke Kreditvergabe an den privaten Sektor gefördert haben. Ein weiterer Faktor, der möglicherweise zur Zunahme des Kreditwachstums in den vergangenen Monaten beigetragen haben könnte, ist die Kreditnachfrage nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zur Finanzierung ihrer Lagerbestände, die laut den Ergebnissen von Branchenumfragen auf ein überdurchschnittliches Niveau angestiegen sind. Um die Entwicklung der Kreditgewährung an den privaten Sektor beurteilen zu können, sind detaillierte Informationen zur Struktur der Kreditvergabe erforderlich. Solche Informationen werden vom Eurosystem auf Quartalsbasis erstellt. Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält die ersten verfügbaren Daten für den Euroraum für Ende 1998 (siehe Kasten 2).

Im Gegensatz zur Kreditgewährung an den privaten Sektor setzte sich bei der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte das sehr gedämpfte Wachstum fort; im Februar 1999 nahm sie mit einer Jahresrate von 2,2 % zu, verglichen mit 1,9 % im Januar 1999. Ausschlaggebend für diese sehr verhaltene Expansion war, daß sowohl die Kredite an die öffentlichen Haushalte als auch die MFI-Bestände an Staatsanleihen nur wenig zugenommen haben.

Unter den sonstigen Gegenposten von M3 in der konsolidierten MFI-Bilanz hat sich das Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber anderen Ansässigen des Euroraums (ohne Zentralstaat) im Februar 1999 leicht abgeschwächt; die Jahresrate ist auf 3,6 % gesunken (verglichen mit 4,1 % im Januar 1999). Bei den von MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren hat sich das Expansionstempo (mit einem Plus im Vorjahresvergleich von 6,8 % im Februar und 7,3 % im Januar) weiter relativ kräftig erhöht. Hier könnten neben anderen Faktoren die Veränderungen der Mindestreservebasis von Kreditinstituten in einigen Ländern des Euroraums im Vergleich zur zweiten Stufe zu Buche schlagen. Gleichzeitig sind in einem Umfeld relativ niedriger längerfristiger Einlagezinsen der Banken die Bestände an längerfristigen Einlagen bei MFIs weiter nur sehr schwach gewachsen.

Die Aktiva und Passiva des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets unterlagen Anfang 1999 starken Schwankungen, wobei beide Positionen im Februar 1999 einen deutlichen Rückgang aufwiesen. Hierin spiegelte sich insbesondere die Einbeziehung vorübergehender Bruttositionen bei den Zentralbanken von nicht zum Euroraum gehörenden Mitgliedstaaten im Zusammenhang mit dem Betrieb des TARGET-Systems wider. Diese Positionen beliefen sich Ende Januar 1999 auf ungefähr 75 Mrd € und Ende Februar 1999 auf knapp 27 Mrd €. Insgesamt hat sich die Netto-Position des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Vergleich zum Januar 1999 um 50 Mrd € und im Vergleich zum Februar 1998 um 132 Mrd € verschlechtert.

Rückläufige Geldmarktsätze

Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA („euro overnight index average“, d. h. dem gewogenen Durchschnitt der Sätze für unbe-sicherte Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe größerer Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden), ging im März 1999 von 3,12 % zu Beginn des Monats sukzessive auf Werte von unter 3 % im weiteren Verlauf des Monats zurück. Diese Entwicklung war in erster Linie auf die relativ reichlich vorhandene Liquidität im Bankensystem (siehe Abbildung 3 und Kasten 3) zurückzuführen. Gegen Ende der zweiten Mindestreserveerfüllungsperiode (die vom 24. Februar bis 23. März 1999 dauerte) ging der Tagesgeldsatz bis auf einen Stand von nur 2,19 % am 22. März zurück und stieg dann am letzten Tag dieser Erfüllungsperiode wieder auf 2,39 %. Angesichts der reichlichen Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem hat sich der EONIA-Satz im Durchschnitt der zweiten Erfüllungsperiode auf 2,94 % ermäßigt, während er im Durchschnitt der ersten Erfüllungsperiode bei 3,13 % lag. In den ersten Tagen der dritten Mindestreserveerfüllungsperiode (berechnet bis zum 8. April, d. h. dem Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe des Monatsberichts enthaltenen Angaben) betrug der durchschnittliche EONIA-Satz 3,0 %.

Kasten 3

Zuteilungen bei geldpolitischen Geschäften und Liquiditätsbedingungen in der zweiten Mindestreserveerfüllungsperiode

Zuteilungen bei geldpolitischen Geschäften

In der zweiten Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Februar bis 23. März 1999 führte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch. Sämtliche Hauptrefinanzierungsgeschäfte erfolgten in Form von Mengentendern zu einem Satz von 3,0 %, und die zugeteilten Beträge lagen zwischen 78,0 Mrd € und 44,0 Mrd €. Zu Beginn der zweiten Erfüllungsperiode nahmen weiterhin etwa 1 000 Geschäftspartner an diesen Geschäften teil. Der Bietungsbetrag war jedoch sukzessive von 481,6 Mrd € im ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft in der dritten Stufe der WWU auf den Höchststand von 1 100,8 Mrd € am 3. März gestiegen, während der Repartierungssatz von 15,6 % auf 6,1 % zurückgegangen war. In der zweiten Hälfte der zweiten Erfüllungsperiode konnte das Eurosystem diesen Trend durch umfangreichere Liquiditätszuführung umkehren. Dadurch sank der durchschnittliche Euro-Tagesgeldsatz (EONIA) unter den Hauptrefinanzierungssatz, was den Anreiz zur Abgabe hoher Gebote verringerte. Der Gesamtbietungsbetrag verminderte sich gegenüber seinem Höchstwert um zwei Drittel, und der Repartierungssatz stieg im Hauptrefinanzierungsgeschäft vom 23. März auf 27,3 %. Unter diesen Umständen ging die Zahl der an den Tenderoperationen teilnehmenden Geschäftspartner auf 554 zurück. Das längerfristige Refinanzierungsgeschäft wurde am 24. Februar in Form eines Zinstenders auf der Grundlage des holländischen Zuteilungsverfahrens durchgeführt. Das vorab bekanntgegebene Zuteilungsvolumen betrug 15 Mrd € und ergab einen marginalen Zuteilungssatz von 3,04 %, womit der Betrag der ausstehenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte unverändert bei 45 Mrd € blieb. Folglich stellte das Eurosystem in der zweiten Erfüllungsperiode über regelmäßige Refinanzierungsgeschäfte (einschließlich der aus der vorherigen Erfüllungsperiode übernommenen Geschäfte) im Tagesdurchschnitt Liquidität in Höhe von insgesamt 181,4 Mrd € bereit.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Februar bis 23. März 1999

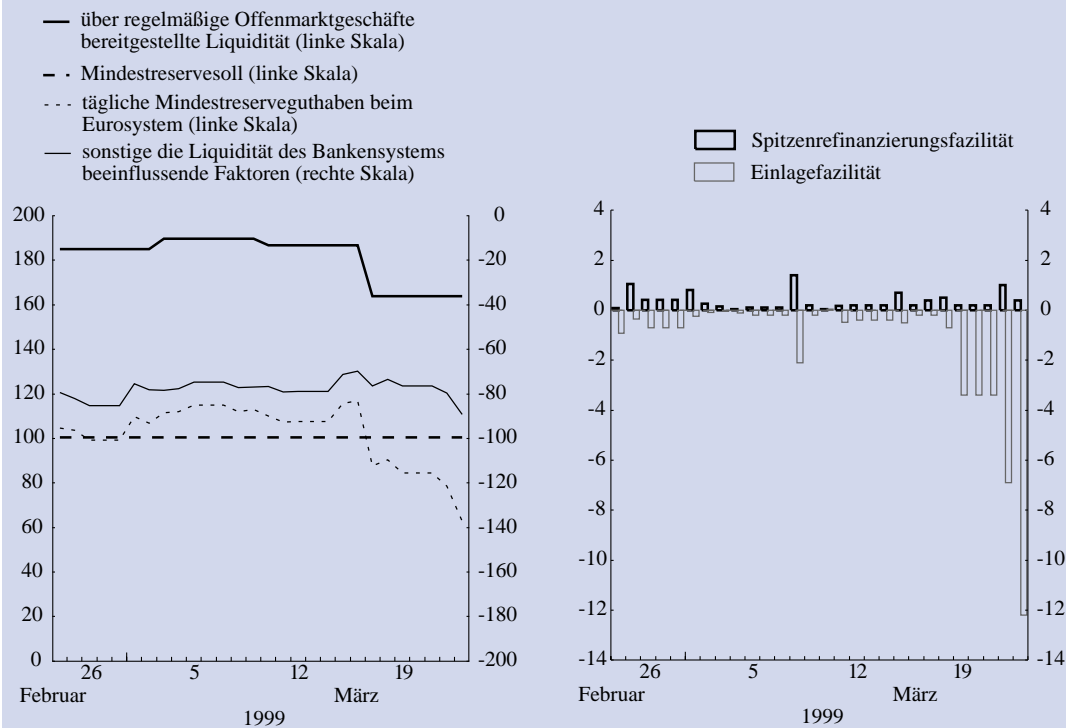
	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	181,8	1,4	+180,4
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	136,4	-	+136,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,4	1,4	- 1,0
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	323,6	401,8	- 78,2
Banknotenumlauf	-	326,9	-326,9
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	49,9	- 49,9
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	323,6	-	+323,6
Sonstige Faktoren (netto)	-	25,0	- 25,0
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) - (b)			102,2
(d) Mindestreservesoll			100,6

Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten

Im Vergleich zur ersten Erfüllungsperiode ging die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität deutlich zurück, und zwar von tagesdurchschnittlich 3,8 Mrd € auf lediglich 0,4 Mrd €. Die durchschnittliche Nutzung der Einlagefazilität belief sich auf 1,4 Mrd € und entsprach somit fast dem Betrag in der ersten Erfüllungsperiode. Der Großteil der Einlagen wurde allerdings in den letzten Tagen der Erfüllungsperiode gebildet, was die zu dieser Zeit reichlich vorhandene Liquidität widerspiegelt. Am letzten Tag der Erfüllungsperiode erreichte die Inanspruchnahme der Einlagefazilität mit 12,2 Mrd € ihren Höchstwert (siehe nebenstehende Abbildung).

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren

(Mrd EUR; Tageswerte)



Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die Wirkung sonstiger Faktoren, die die Liquidität des Bankensystems beeinflussen (Posten (b) in der Tabelle oben) - der sogenannten autonomen Faktoren - belief sich dem Betrag nach auf durchschnittlich -78,2 Mrd €. Das negative Vorzeichen zeigt an, daß diese Faktoren per Saldo Liquidität abschöpften. In absoluter Rechnung waren dies 6,6 Mrd € mehr als in der ersten Mindestreserveerfüllungsperiode, was unter anderem auf Finanztransaktionen der öffentlichen Hand und einen Rückgang der Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung zurückzuführen ist. Diese autonomen Faktoren schlugen mit einem Betrag zu Buche, der zwischen -70,8 Mrd € und -90,2 Mrd € schwankte, wobei die Guthaben auf Konten der öffentlichen Haushalte bei den Zentralbanken am stärksten von Schwankungen betroffen waren.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Das Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten beim Eurosystem ergibt sich aus der Differenz zwischen der über geldpolitische Geschäfte zugeführten Liquidität (einschließlich der Nettowirkungen der Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten) und der Nettowirkung der autonomen Faktoren. In der zweiten Erfüllungsperiode belief sich das durchschnittliche Guthaben auf Girokonten auf 102,2 Mrd € gegenüber einem Mindestreservesoll von 100,6 Mrd €. In der ersten Erfüllungsperiode betragen die Guthaben auf Girokonten im Durchschnitt 100,2 Mrd €, und das Reservesoll belief sich auf 98,2 Mrd €. Die Differenz zwischen dem durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll verringerte sich somit von 2,0 Mrd € auf 1,6 Mrd €.

Differenz zwischen Guthaben auf Girokonten und Mindestreservesoll

Die Differenz von 1,6 Mrd € zwischen dem Guthaben auf Girokonten und dem Reservesoll in der zweiten Mindestreserveerfüllungsperiode ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. Etwa 0,7 Mrd € resultieren aus den drei folgenden Arten von Guthaben auf Girokonten: i) Guthaben auf Girokonten von Geschäftspartnern, die de facto keine Mindestreserven unterhalten müssen, da ihr Reservesoll den Freibetrag von 100 000 € unterschreitet; ii) Guthaben auf Girokonten von Fernzugangsteilnehmern am Zahlungsverkehrssystem Euro Access Frankfurt (EAF); iii) Guthaben auf Girokonten von Geschäftspartnern, die ihre Mindestreserven

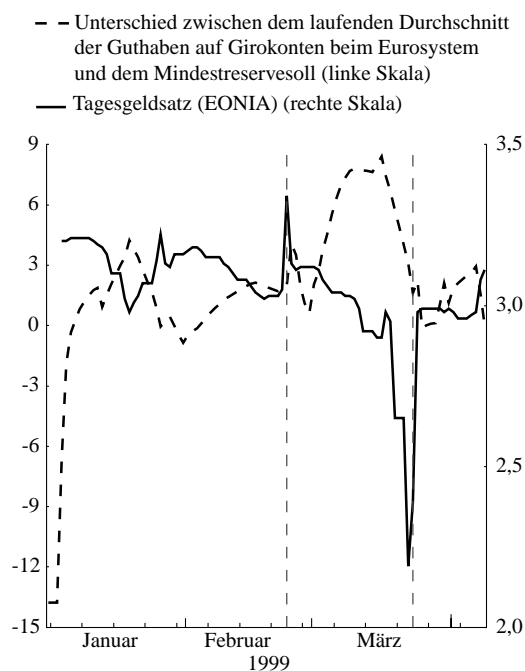
indirekt über ein anderes Institut unterhalten, aber zu Zahlungszwecken dennoch ein Girokonto bei der Zentralbank führen. Die verbleibende Differenz von 0,9 Mrd € ist auf sogenannte Überschussreserven zurückzuführen. Dabei handelt es sich um Guthaben, die die Geschäftspartner nach Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht auf ihren Girokonten aufweisen. Da die Verzinsung von nicht der Erfüllung des Reservesolls dienenden Guthaben auf Girokonten gleich Null ist, während Einlagefazilitätsgelder mit 2 % verzinst wurden, wäre zu erwarten, daß derartige Guthaben auf Girokonten normalerweise nur aus Versehen oder durch Nachlässigkeit entstehen. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, daß die Opportunitätskosten gering sind, wenn kleine Geldbeträge bis zum nächsten Geschäftstag auf Girokonten belassen werden. Angewandt auf einen Großteil der mehr als 8 250 Geschäftspartner könnte diese Art der Argumentation die Differenz zwischen den Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll erklären, die in den ersten beiden Erfüllungsperioden zu verzeichnen war.

Der Dreimonats-Geldmarktsatz, gemessen am EURIBOR, wies im Monat März ebenfalls durchweg eine rückläufige Tendenz auf (siehe Abbildung 4). Nach einem Stand von 3,10 % am Monatsanfang ermäßigte sich der Dreimonats-EURIBOR am 25. März auf knapp unter 3,0 %. Am 8. April lag er bei 2,90 %; dies bedeutet einen Rückgang von fast 35 Basispunkten seit dem Beginn der dritten Stufe

der WWU. Der Rückgang der Dreimonatssätze ist wohl teilweise auf eine veränderte Markteinschätzung bezüglich der strukturellen Beziehung zwischen dem Tagesgeldsatz und dem Hauptrefinanzierungssatz zurückzuführen, scheint aber auch die steigenden Markterwartungen hinsichtlich einer Lockerung der Zinsen am Geldmarkt im Verlauf des zweiten Quartals des laufenden Jahres widerzuspiegeln.

Abbildung 3 Liquidität des Bankensystems und Tagesgeldsatz

(Mrd EUR; Tageswerte)

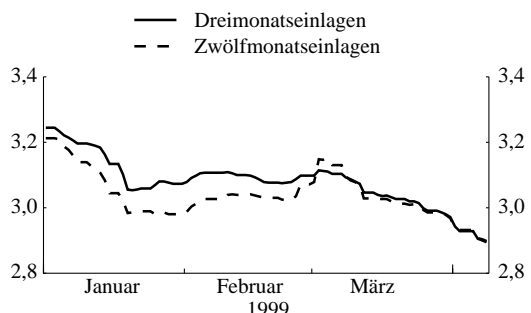


Quelle: EZB.
Anmerkung: Tagesgeldsatz in % p.a. Die vertikal gestrichelten Linien bezeichnen das Ende einer Mindestreserveverfüllungsperiode.

Vor diesem Hintergrund ist der Dreimonats-Terminsatz für den Euro für die Liefertermine Juni und September 1999 im Zeitraum zwischen Ende Februar und 8. April 1999 um 20-25 Basispunkte gefallen. Am 8. April lag der Dreimonats-Terminsatz für den Liefertermin Juni 1999 bei 2,79 %, für September bei 2,75 %.

Abbildung 4 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Dreimonats- und Zwölfmonats-EURIBOR.

Der Rückgang des Dreimonatssatzes spiegelte sich auch im Ergebnis des dritten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts des Eurosystems wider. Wie nach der Sitzung des EZB-Rats vom 4. März 1999 angekündigt worden war, führte das Eurosystem im März 1999 das monatliche längerfristige Refinanzierungsgeschäft erstmalig in Form des amerikanischen Zuteilungsverfahrens durch. Der EZB-Rat war der Auffassung, daß nach zwei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften, bei denen das holländische Zuteilungsverfahren zum einheitlichen Zinssatz verwendet wurde, alle interessierten Geschäftspartner soweit mit dieser Art von Geschäften vertraut sein müßten, daß sie in der Lage sein sollten, sich an diesen Operationen auch bei Verwendung des stärker marktorientierten amerikanischen Zuteilungsverfahrens zu individuellen Bietungssätzen zu beteiligen. Der gewichtete Durchschnittssatz dieses am 25. März abgewickelten Geschäfts lag bei 2,97 %, der marginale Zuteilungssatz bei 2,96 %. Da das Zuteilungsvolumen dieses Geschäfts vorab vom Eurosystem bekanntgegeben wurde, spiegelten diese Zinssätze eher die Marktbedingungen als irgendwelche geldpolitischen Signale wider. Erwartungsgemäß lagen die Zuteilungssätze knapp unter dem am Zuteilungstag verzeichneten Dreimonats-EURIBOR von 3,01 %. Die negative Differenz ist vermutlich darauf zurückzuführen, daß EURIBOR-Transaktionen - im Gegensatz zu Geschäften des Eurosystems - unbesichert sind und eine höhere Risikoprämie enthalten dürften.

Langfristige Zinsen weitgehend stabil

Nach der Aufwärtsbewegung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Verlauf des Februars und Anfang März 1999 haben sich an den Märkten für Staatsanleihen im Eurogebiet die langfristigen Anleiherenditen gegen Ende März tendenziell auf einem Stand von knapp über 4,1 % stabilisiert. Die durchschnittlichen Anleiherenditen im Zehnjahresbereich lagen damit im Euroraum Ende März nach wie vor unweit der Durchschnittswerte vom Oktober und November 1998 und er-

heblich unter dem Stand von über 4,5 %, den sie vor dem Sommer 1998 erreicht hatten. Am 8. April 1999 (dem Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe des Monatsberichts enthaltenen Angaben) lagen die Anleiherenditen bei 4,06 %. Die Stabilisierung der langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet im März und Anfang April spiegelte teilweise die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten, aber auch nationale Einflußfaktoren wider.

Die Entwicklung an den internationalen Rentenmärkten im Verlauf des März scheint frühere Ansichten zu bestätigen, daß erhöhte Unsicherheiten über die zukünftige Inflationsentwicklung aufgrund der Erwartung eines weiterhin starken Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten zu dem erheblichen Anstieg der Anleiherenditen im Februar und Anfang März geführt haben. Wie bereits in der Vergangenheit zu beobachten war, griff diese Entwicklung auf den Euroraum über, so daß während dieses Zeitraums die Anleiherenditen im Gleichschritt mit den US-Renditen stiegen (siehe Abbildung 5). Jedoch schienen die Marktteilnehmer im Verlauf des März hinsichtlich der Fähigkeit der US-Wirtschaft, kräftige Wachstumsraten ohne inflationäre Spannungen erzielen zu können, zuversichtlicher zu werden, so daß sich die langfristigen Anleiherenditen sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Eurogebiet ab Anfang März tendenziell stabilisierten. Als weiterer globaler Faktor trug der Rückgang der langfristigen Anleiherenditen in Japan im März und Anfang April zur Stabilisierung der internationalen Anleiherenditen bei.

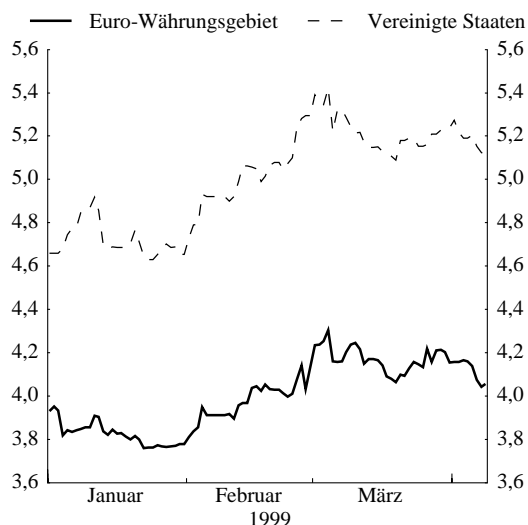
Neben den internationalen Einflüssen haben auch heimische Faktoren im Euro-Währungsgebiet größtenteils eine unterstützende Rolle bei der Stabilisierung der langfristigen Zinsen im Euroraum gespielt. Einer dieser unterstützenden Faktoren war die bereits erwähnte Verlangsamung der M3-Wachstumsrate im Februar. Als weitere Faktoren sind die unveränderte HVPI-Preissteigerungsrate im Februar sowie Anzeichen für einen weiteren Rückgang der Erzeugerpreise zu nennen. Die

Erwartungen im Markt, daß sich die Konjunk-
turdynamik im Euro-Währungsgebiet kurzfr-
istig weiter abschwächen könnte, spielten bei
diesen Entwicklungen ebenfalls eine Rolle.

Angesichts der geschilderten Entwicklungen an
den Anleihemärkten des Eurogebiets hat sich
die Neigung der Renditenstrukturkurve im Eu-
roraum zwischen Ende Februar und 8. April
1999 bei den längerfristigen Laufzeiten kaum
verändert (siehe Abbildung 6). Am kurzen Ende
wies die Renditenstrukturkurve Anfang April
jedoch eine Delle auf, was die Erwartungen im
Markt hinsichtlich niedrigerer Geldmarktsätze
in der nahen Zukunft widerspiegelte. Gleichzei-
tig hat sich die Differenz zwischen den Renditen
von Anleihen mit fester nominaler Verzinsung
und den Renditen für an Preisindizes gebundene
französische Anleihen mit vergleichbarer Lauf-
zeit kaum verändert. Wie im Kasten auf Sei-
te 16 f. des Monatsberichts vom Februar 1999
ausführlich beschrieben wurde, können Verän-
derungen dieser Differenz als Anzeichen für Ver-
änderungen der Erwartungen der Finanzmarkt-
teilnehmer bezüglich der längerfristigen Inflat-

Abbildung 5
Renditen langfristiger Staatsanleihen im
Euro-Währungsgebiet und in den
Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)

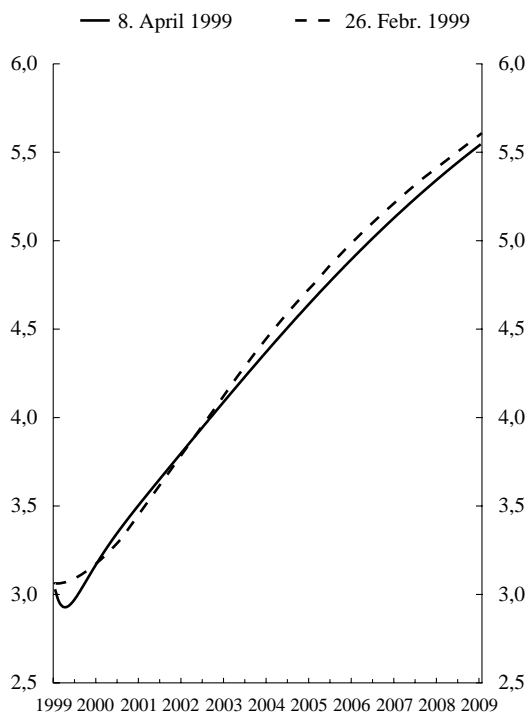


Quellen: EZB, BIZ und Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen
sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Lauf-
zeiten.

Abbildung 6
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld
im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



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

onsaussichten interpretiert werden. Dement-
sprechend dürfte die Entwicklung dieser Indika-
toren signalisieren, daß die Marktteilnehmer ihre
Ansicht bezüglich der längerfristigen Inflation-
saussichten im Euro-Währungsgebiet im Verlauf
des März und Anfang April 1999 nicht wesent-
lich geändert haben und infolgedessen nach wie
vor der Meinung sind, daß Preisstabilität ge-
währleistet ist.

Aktienmärkte weitgehend unverändert

Nach der starken Aufwärtsbewegung an den
Aktienmärkten direkt zu Beginn des Jahres 1999,
in deren Verlauf die Aktienkurse im Euroraum,
gemessen am Dow Jones EURO STOXX (Ges-
amtindex), um mehr als 8 % gegenüber dem

Stand von Ende 1998 stiegen, und dem darauffolgenden Rückgang von mehr als 4 % bis Ende Januar haben die Aktienkurse im Eurogebiet in den vergangenen zwei Monaten kaum Hinweise bezüglich einer eindeutigen Tendenz geliefert.

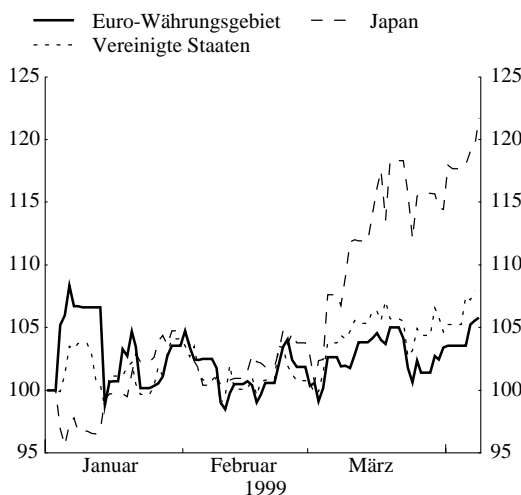
Im Zeitraum zwischen Ende Februar und 8. April 1999 ist der EURO STOXX-Gesamtindex um 3,8 % gestiegen. Diese Markttendenz im März und Anfang April hob sich von den Entwicklungen anderer wichtiger Aktienmärkte in diesem Zeitraum ab, an denen erheblich größere Zuwächse erzielt wurden. In den Vereinigten Staaten stieg der Standard & Poor's 500-Index in diesem Zeitraum um 8,5 %, während der Nikkei 225-Index in Japan mehr als 17 % zulegte (siehe Abbildung 7).

Diese unterschiedlichen Tendenzen an den weltweiten Aktienmärkten im März und Anfang April dürften Veränderungen der Markterwartungen bezüglich der Konjunkturperspektiven der einzelnen Volkswirtschaften widerspiegeln. Im Euro-Währungsgebiet fanden die jüngsten Entwicklungen am Aktienmarkt vor dem Hintergrund der Markterwartungen statt, daß sich die Konjunkturdynamik im Euroraum weiter abschwächen könnte. Dies stand im Gegensatz zu der Situation in den Vereinigten Staaten, wo sich der Anstieg der Aktienkurse vor dem Hintergrund weiterer Anzeichen für ein robustes Wirtschaftswachstum vollzog. In Japan dürfte die Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt trotz der unveränderten Schwäche wesentlicher Indikatoren der wirtschaftlichen Aktivität Ausdruck der veränderten Erwartungen internationaler Anleger bezüglich der Wahrscheinlichkeit einer zukünftigen Konjunkturerholung sein.

Die jüngsten Tendenzen an den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets dürften die unterschiedlichen Entwicklungen sowie die Differenzen in den Markterwartungen bezüglich der Aussichten in den verschiedenen Bereichen der Wirtschaft widerspiegeln. Dies kommt darin zum Ausdruck, daß seit Anfang des Jahres eine leicht divergierende Branchenentwicklung zu beobachten ist. Die größten Aktienkursgewinne (von 21,5 %, 17,1 % bzw. 14,4 %) während des Zeitraums von Ende Dezember 1998 bis 8. April

Abbildung 7 Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(1. Januar 1999 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters für das Euro-Währungsgebiet; BIZ für die Vereinigten Staaten und Japan.

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

1999 verzeichneten die Bereiche Telekommunikation, Industrie und Energie. Die dieser Entwicklung zugrundeliegenden wichtigsten branchenspezifischen Faktoren dürften im Telekommunikationsbereich der Konsolidierungsprozeß in dieser Branche und im Energiesektor der jüngste starke Anstieg der Ölpreise sein. Die günstige Aktienkursentwicklung im Bereich der Industrie dürfte teilweise auf die leichte Verbesserung des außenwirtschaftlichen Umfelds des Eurogebiets sowie die Verringerung des realen Außenwerts des Euro zurückzuführen sein. Gegenläufige Entwicklungen waren im Konsumbereich zu beobachten. Am stärksten ausgeprägt waren diese im konjunkturunabhängigen Lebensmittel- und Getränkektor; hier gingen die Aktienkurse um fast 11 % zurück. Einbußen erlitten auch einige konjunkturabhängige Werte - wie beispielsweise Einzelhandelsaktien. Die unterdurchschnittliche Entwicklung der Aktienmarktindizes im Konsumsektor gegenüber dem Gesamtindex fand vor dem Hintergrund der jüngsten Stabilisierung der Vertrauensindikatoren für die Verbraucher und einem Rückgang des Vertrauens im Einzelhandel statt.

2 Preisentwicklung

Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt weiterhin verhalten

Der Anstieg der Verbraucherpreise, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), betrug im Februar 1999 0,8 % und blieb damit unverändert gegenüber den niedrigen Teuerungsraten der drei vorhergehenden Monate (siehe Tabelle 1). Der verhaltene Anstieg der Verbraucherpreise der letzten Monate läßt sich auf den insgesamt schwachen Aufwärtsdruck bei den Preisen zurückführen. In jüngster Zeit verbargen sich hinter dieser Entwicklung eine Reihe gegenläufig wirkender Faktoren.

In den letzten Monaten hat sich die Abwärtsbewegung bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie, die für den niedrigeren Anstieg des Gesamtindex im größten Teil der zweiten Jahreshälfte 1998 mit ausschlaggebend war, wieder umgekehrt (siehe Abbildung 8). Die Jahresrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel stieg von 0,6 % im November 1998 auf 1,1 % im Januar 1999 und weiter auf 1,5 % im Februar 1999; in dieser Entwicklung dürfte sich das geringere Angebot an Obst und Gemüse infolge von ungünstigeren Witterungsverhältnissen niedergeschlagen haben. Darüber hinaus begannen die Ölpreise in den letzten Monaten zu steigen, was eine etwas höhere - wenngleich immer noch negative - prozentuale Veränderung der Energiepreiskomponente des HVPI gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum zur Folge hatte. Die Energiepreise lagen im Februar 1999 4,3 % unter ihrem entsprechenden Vorjahrsstand, nachdem sie im Dezember 1998 noch um 4,8 % unter ihrem Vorjahrsstand gelegen hatten. Die im März 1999 von vielen Erdöl produzierenden Ländern angekündigte Absicht, ihre Fördermengen zu reduzieren, ließ den Ölpreis deutlich ansteigen; Ende März 1999 lag er (in Euro-Preisen) rund 50 % über dem Ende 1998 verzeichneten Stand (und auf demselben Stand wie ein Jahr zuvor). Dieser Anstieg dürfte sich mit einer nur geringen zeitlichen Verzögerung im Teilindex des HVPI für Energie

niederschlagen. Ein Anstieg der Energiepreiskomponente wird sich proportional zu dem Gewicht dieser Komponente im HVPI (8,8 %) auf den Verbraucherpreisanstieg insgesamt auswirken.

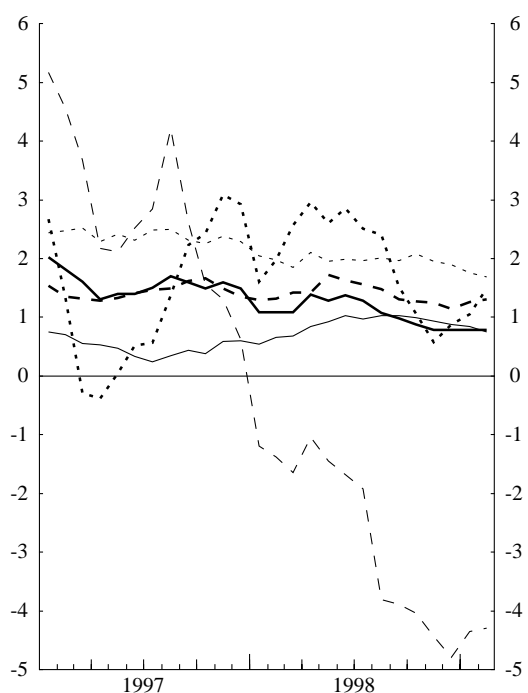
Bei Betrachtung dieser jüngsten Entwicklung läßt sich feststellen, daß sowohl die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel als auch die Energiepreise in der Vergangenheit starken kurzfristigen Schwankungen unterlagen. Aus diesem Grund werden die Auswirkungen von Preisänderungen bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln und Energie auf den HVPI in einem höheren Maß als vorübergehend betrachtet, als dies bei den Veränderungen der Preise für weniger volatile HVPI-Komponenten

Abbildung 8

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

— HVPI insgesamt — Industrieerzeugnisse (außer Energie)
- - - Verarbeitete Nahrungsmittel - - - Energie
· · · · · Unverarbeitete Nahrungsmittel · · · · · Dienstleistungen



Quelle: Eurostat.

ten der Fall ist. (Siehe Artikel „Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet“ in der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts, insbesondere Kasten I, für eine eingehendere Erörterung der Schwankungen in den HVPI-Komponenten.)

Die Veränderung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie im Februar 1999 wurde durch einen anhaltenden Rückgang der Veränderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse außer Energie und für Dienstleistungen ausgeglichen. Der Preisanstieg bei Industrieerzeugnissen außer Energie verringerte sich von 0,9 % im Dezember 1998 auf 0,7 % im Februar 1999, was unter anderem auf den geringeren Anstieg der Neuwagenpreise zurückzuführen war. Die jährliche Zunahme der Preise für Dienstleistungen sank im vierten Monat in Folge (von 2,1 % im Oktober 1998 auf 1,7 % im Februar 1999). Ausschlaggebend für diese Ent-

wicklung waren die geringeren Preise für die Nachrichtenübermittlung (insbesondere für Geräte und Dienstleistungen im Telefon- und Telefaxbereich), aber auch niedrigere Preise für Verkehrsleistungen. Die jüngste Preisentwicklung in diesen Branchen dürfte teilweise auf die Deregulierung sowie auf einen verstärkten Wettbewerb zurückzuführen sein.

Im Hinblick auf andere Kennziffern zur Kosten- und Preisentwicklung war die Teuerungsrate der industriellen Erzeugerpreise - hauptsächlich infolge des Rückgangs der Preise für Vorleistungsgüter - weiter rückläufig; im Januar 1999 lag sie 2,7 % unter ihrem entsprechenden Vorjahrsstand. Daten zu den Lohnstückkosten sind nur bis zum dritten Quartal 1998 erhältlich; diesen Angaben zufolge waren die Lohnstückkosten sowohl im zweiten als auch im dritten Quartal 1998 0,6 % niedriger als im jeweils entsprechenden Vorjahrszeitraum.

Tabelle I

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1999	1999	1999
				Q2	Q3	Q4	Q1	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	2,2	1,6	1,1	1,3	1,1	0,8	.	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,8	1,1	0,6	1,0	0,7	0,2	.	0,3	0,2	0,1	0,2	0,2	.
Nahrungsmittel	1,9	1,4	1,6	2,1	1,7	1,1	.	1,2	1,0	1,0	1,2	1,4	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,9	1,4	1,4	1,6	1,4	1,2	.	1,3	1,2	1,1	1,3	1,3	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,8	1,4	2,0	2,8	2,1	0,8	.	1,1	0,6	0,9	1,1	1,5	.
Preise für Industrieerzeugnisse	1,8	1,0	0,1	0,4	0,1	-0,2	.	-0,1	-0,2	-0,4	-0,3	-0,4	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,6	0,5	0,9	0,9	1,0	0,9	.	1,0	0,9	0,9	0,8	0,7	.
Energie	2,6	2,8	-2,6	-1,4	-3,2	-4,4	.	-4,0	-4,4	-4,8	-4,4	-4,3	.
Dienstleistungen	2,9	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0	.	2,1	2,0	1,9	1,8	1,7	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	0,4	1,1	-0,8	-0,2	-1,3	-2,3	.	-2,0	-2,4	-2,6	-2,7	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	1,8	0,4	.	-0,6	-0,6	.	.	-	-	-	-	-	-
Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer ²⁾													
	3,4	2,6	.	1,2	1,3	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾													
	1,6	2,3	.	1,8	1,8	.	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (EUR je Barrel) ³⁾	15,9	17,1	12,0	12,8	11,7	10,0	10,3	11,2	10,2	8,8	9,5	9,4	11,8
Rohstoffpreise (EUR) ⁴⁾	-6,9	13,0	-12,5	-10,7	-18,2	-20,5	-16,0	-23,6	-18,4	-19,4	-17,2	-16,1	-14,7

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

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

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

4) Ohne Energie. ECU bis Ende Dezember 1998.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Verlangsamung des Wachstums des realen BIP zur Jahreswende

Im Monatsbericht März 1999 wurde die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Währungsgebiet ausführlich untersucht; abgesehen von einigen in der Zwischenzeit veröffentlichten nationalen Daten, die diese Analyse zu bestätigen scheinen, sind kaum neue Angaben rechtzeitig für diese Ausgabe des Monatsberichts verfügbar geworden. Insbesondere die revidierten Daten zum realen BIP im vierten Quartal 1998, die Januarzahlen zur Industrieproduktion und die vorläufigen Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission vom März sollten erst kurz nach Redaktionsschluß dieser Monatsberichtsausgabe veröffentlicht werden.

Wie bereits im letzten Monatsbericht ausgeführt, weisen die jüngsten Indikatoren zur Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet auf eine deutliche allgemeine Abschwächung im vierten Quartal 1998 hin. Nach der ersten Schätzung (bekanntgegeben von Eurostat am 5. März 1999) betrug das reale BIP-Wachstum im Vorquartalsvergleich 0,2 %, gegenüber 0,7 % im dritten Quartal. Die Industrieproduktion im Verarbeitenden Gewerbe sank im vierten Quartal des letzten Jahres gegenüber dem vorangegangenen Quartal um fast 1 %, und den im Februar veröffentlichten Ergebnissen der Branchenumfrage der Europäischen Kommission zufolge verschlechterte sich die Zuversicht der Industrie Anfang 1999 weiter (siehe Tabelle 2). Die Zuversicht der Verbraucher nahm nicht weiter zu, sondern verharrte unverändert auf dem Anfang 1999 verzeichneten Höchststand. Die Einzelhandelsumsätze in den drei Monaten bis Dezember 1998 stiegen im Vorjahrsvergleich um 2,8 %, womit die Zuwachsrate im vierten Quartal gegenüber dem dritten Quartal unverändert blieb.

Der Eindruck einer gegen Ende letzten Jahres einsetzenden allgemeinen Verschlechterung der Wachstumsperspektiven wird auch von den Frühjahrsprognosen der Europäischen

Kommission bestätigt, die am 30. März 1999 veröffentlicht wurden. Nach einer Wachstumsrate von 3,0 % im Jahr 1998 erwartet die Kommission (auf der Grundlage der bis zum 19. März 1999 vorliegenden Daten) für 1999 ein reales BIP-Wachstum von 2,2 % im Euro-Währungsgebiet. Demgegenüber ging die Herbstprognose vom letzten Jahr noch von einer Wachstumsrate von 2,6 % aus.

Verlangsamtes Beschäftigungswachstum, kaum noch Rückgang der Arbeitslosigkeit

Die Gesamtbeschäftigung stieg im vierten Quartal des letzten Jahres zwar weiter an, jedoch langsamer als zuvor. Im letzten Vierteljahr 1998 nahm die Beschäftigung gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % zu und damit um 0,2 Prozentpunkte weniger als im vorangegangenen Quartal. Diese Verlangsamung, die im dritten Quartal 1998 im Verarbeitenden Gewerbe einsetzte, dürfte sich nationalen Angaben zufolge auch auf andere weitgehend auf die industrielle Entwicklung angewiesene Branchen, wie z. B. die unternehmensnahen Dienstleistungen, ausgewirkt haben. Insgesamt verlief der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen in den übrigen Dienstleistungsbereichen jedoch weitgehend unverändert. Im Baugewerbe erholte sich laut Eurostat die Beschäftigung während der Sommermonate wieder und nahm im Oktober und November 1998 beschleunigt zu.

Während sich das Beschäftigungswachstum insgesamt im vierten Quartal 1998 verlangsamte, lag die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet in diesem Zeitraum unverändert bei 10,7 %. Im Januar 1999 sank die Arbeitslosenquote jedoch wieder, was allerdings teilweise auf Sonderfaktoren zurückzuführen ist. Dazu zählen z. B. die ungewöhnlich günstigen Witterungsverhältnisse, die die Beschäftigung im Baugewerbe förderten, und die Umsetzung neuer beschäftigungsschaffender Maßnahmen in einigen Ländern. Nach den bis zum Redaktionsschluß die-

ses Monatsberichts vorliegenden nationalen Daten dürfte die Arbeitslosigkeit im Februar gegenüber dem Vormonat unverändert geblieben sein. Tatsächlich ist die rückläufige Entwicklung der Arbeitslosigkeit in mehreren Ländern in den letzten Monaten fast vollständig zum Erliegen gekommen, wobei die Arbeitslosenquote für das gesamte Euro-Währungsgebiet nach wie vor hoch ist.

Die Daten zur Beschäftigung, die nun bis Ende 1998 vorliegen, lassen zusammen mit den Angaben zur Arbeitslosigkeit erste Einblicke in die Arbeitsmarktsituation im Gesamtjahr 1998 zu. Aus den Daten zur Beschäftigung (die aus nationalen Quellen stammen und nicht völlig mit den harmonisierten Arbeitslosenstatistiken übereinstimmen) geht hervor, daß sich der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen

Tabelle 2

Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung 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	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
	Gleitender Dreimonatsdurchschnitt (zentriert)												
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,6	2,5	3,0	3,8	3,0	2,9	2,4	-	-	-	-	-	-
- Veränderung zur Vorperiode ¹⁾	-	-	-	0,9	0,6	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-
Industrieproduktion													
ohne Baugewerbe	0,2	4,3	4,2	6,6	4,6	4,0	1,9	4,0	3,5	2,9	1,9	.	.
- Veränderung zur Vorperiode ²⁾	-	-	-	1,3	0,7	0,2	-0,1	0,2	0,1	0,2	-0,1	.	.
darunter:													
Verarbeitendes Gewerbe	-0,2	4,8	4,6	7,4	5,1	4,3	2,0	4,3	4,0	3,2	2,0	.	.
nach Hauptgruppen:													
Vorleistungen	-0,4	5,4	4,0	7,5	4,4	3,3	0,8	3,3	2,6	2,0	0,8	.	.
Investitionsgüter	1,8	5,0	7,2	9,8	7,2	6,9	5,2	6,9	6,6	6,1	5,2	.	.
Konsumgüter	-0,3	2,2	3,2	4,0	3,8	3,5	1,7	3,5	3,3	2,7	1,7	.	.
Baugewerbe	-2,6	-1,0	0,0	3,6	0,2	-0,5	-2,6	-0,5	-1,4	-2,2	-2,6	.	.
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	80,3	81,6	83,1	83,1	83,6	83,3	82,4	-	-	-	-	-	-
Indikator für die konjunkturelle													
Einschätzung	-2,7	2,5	3,2	3,7	4,4	3,0	1,6	3,0	2,1	1,8	1,6	1,7	1,3
Vertrauensindikator													
für die Verbraucher ⁴⁾	-9	-3	7	4	6	7	10	7	7	8	10	11	11
Vertrauensindikator													
für die Industrie ⁴⁾	-8	3	7	10	10	7	0	7	5	3	0	-1	-2
Vertrauensindikator													
für das Baugewerbe ⁴⁾	-13	-10	4	-2	1	10	8	10	9	9	8	11	12
Einzelhandelsumsätze													
zu konstanten Preisen	1,1	0,8	2,5	2,6	1,7	2,8	2,8	2,8	2,2	2,7	2,8	.	.
Pkw-Neuzulassungen	6,6	3,9	7,7	12,7	3,3	7,4	7,5	7,4	5,1	7,7	7,5	9,0	5,9
Beschäftigung													
(Gesamtwirtschaft)	0,2	0,3	1,3	1,0	1,2	1,4	1,6	-	-	-	-	-	-
Arbeitslosigkeit (Veränderung													
gegen Vorjahr in Tsd.)	422	80	-831	-517	-798	-976	-1025	-977	-1010	-1043	-1026	-975	.
Arbeitslosigkeit													
(in % der Erwerbspersonen)	11,6	11,6	11,0	11,2	11,0	10,9	10,7	10,9	10,8	10,7	10,7	10,7	.

Quelle: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, European Automobile Manufacturers' Association, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Alle Daten außer der Industrieproduktion (arbeitsmäßig bereinigt), den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind saisonbereinigt.

1) Saisonbereinigte Daten.

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

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

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

1998 im gesamten Jahresverlauf weit dynamischer als in den Vorjahren entwickelt haben dürfte. So nahm die Beschäftigung im Jahresverlauf um 1,5 % zu (d. h. um rund 1,7 Mio). Im selben Zeitraum sank die Zahl der Arbeitslosen um 1,0 Mio, was auf einen Anstieg der Erwerbspersonenzahl von 0,5 % im letzten Jahr schließen läßt. Dieser Wert liegt um 0,2 Prozentpunkte über der in der Vergan-

genheit verzeichneten durchschnittlichen Zuwachsrates. Die ungefähr seit Mitte 1997 beobachtete positive Entwicklung am Arbeitsmarkt dürfte viele Arbeitslose dazu bewegt haben, sich (wieder) arbeitssuchend zu melden. Davon profitierten vor allem junge Arbeitssuchende, die die Zielgruppe speziell zugeschnittener Programme in mehreren Ländern bildeten.

4 Finanzpolitische Entwicklung

Konsolidierung der öffentlichen Haushalte im Jahr 1998: erste Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet

Die letzte Ausgabe des Monatsberichts enthielt eine Beurteilung des finanzpolitischen Kurses im Euro-Währungsgebiet, die auf der Prognose der Europäischen Kommission vom Herbst 1998 beruhte. Die ersten Schätzungen zu den Haushaltsergebnissen des Jahres 1998, die von der EZB auf der Grundlage von Angaben der NZBen zusammengestellt wurden, bestätigen diese Beurteilung weitgehend, wobei die Ergebnisse etwas positiver ausgefallen sind als erwartet. Tabelle 3 enthält eine Übersicht über die Schätzungen der EZB für 1997 und 1998. Ausführlichere Angaben einschließlich der Werte seit 1991 sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ (Tabelle 7, Seite 26*) zu entnehmen. Diese Tabellen enthalten nicht nur die aktuellsten Zahlen, sondern spiegeln auch zahlreiche methodische Neuerungen bei der statistischen Aufbereitung der Daten wider. Die wichtigsten Änderungen und Merkmale der in dieser Ausgabe des Monatsberichts enthaltenen Daten, die in künftigen Ausgaben beibehalten werden sollen, werden in Kasten 4 erläutert.

Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet war im Jahr 1998 im wesentlichen durch die folgenden Merkmale gekennzeichnet:

- Mäßige Verringerung des Haushaltsdefizits. Im gewogenen Durchschnitt lag das Haus-

haltsdefizit 1998 im Euro-Währungsgebiet bei 2,1 % des BIP und war damit um 0,4 Prozentpunkte niedriger als im Jahr 1997. Damit fällt das Ergebnis etwas besser aus als ursprünglich erwartet, wenngleich die durchschnittliche Defizitquote dem im Protokoll (Nr. 5) zum Maastricht-Vertrag über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit festgelegten Referenzwert von 3 % viel näher kommt als einem ausgeglichenen Haushalt.

- Die Reduzierung des Haushaltsdefizits entspricht dem Rückgang der Zinsausgaben. Der Primärüberschuß blieb weitgehend unverändert bei 2,5 % des BIP, was eine rasche Rückführung der Schuldenquote nicht zuläßt.
- Die Primärausgaben und die Gesamteinnahmen verringerten sich gleichmäßig um 0,5 Prozentpunkte des BIP. Die Erfahrungen der Vergangenheit zeigen, daß dies zu einer dauerhafteren Haushaltskonsolidierung führen dürfte als die alternative, auf Steuererhöhungen beruhende Strategie.
- Die veränderte Zusammensetzung der laufenden Einnahmen läßt erkennen, daß die Sozialabgaben (Verringerung um 1,1 Prozentpunkte des BIP) deutlich schwächer, die direkten und indirekten Steuern (Erhöhung um 0,3 bzw. 0,6 Prozentpunkte des BIP) hingegen stärker ins Gewicht fallen. Dies ist vor allem auf veränderte institutionelle Regelungen in einigen Ländern zurückzuführen.
- Die veränderte Zusammensetzung der Primärausgaben hat zur Folge, daß die laufenden Primärausgaben (Verringerung um 0,7

Tabelle 3**Finanzlage der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet ¹⁾***(in % des BIP)*

	1997	1998
Laufende Einnahmen	49,0	48,6
darunter: Direkte Steuern	12,2	12,5
Indirekte Steuern	13,5	14,1
Sozialabgaben	18,3	17,2
Verkäufe	2,7	2,7
Laufende Ausgaben	48,6	47,4
darunter: Zinsausgaben	5,0	4,5
Übertragungen an private Haushalte	23,1	22,6
Personalausgaben	11,6	11,3
Vorleistungen	5,2	5,1
Bruttoersparnis	0,4	1,1
Kapitalerträge	0,7	0,5
Kapitalausgaben	3,6	3,7
darunter: Investitionen	2,3	2,3
Defizit (-) bzw. Überschuß (+)	-2,5	-2,1
Einnahmen insgesamt	49,7	49,1
Ausgaben insgesamt	52,2	51,2
Primärdefizit (-) bzw. -überschuß (+)	2,5	2,4
Bruttoverschuldung	75,4	73,6

Quelle: EZB.

1) Ohne Luxemburg. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Prozentpunkte des BIP) schwächer, die Kapitalausgaben (Erhöhung um 0,1 Prozentpunkte des BIP) hingegen stärker zu Buche schlagen.

- Die Reduzierung der laufenden Primärausgaben in Prozent des BIP ist hauptsächlich auf die reduzierten Übertragungen an private Haushalte (Verringerung um 0,5 Prozentpunkte des BIP) und - in geringerem Maße - auf Einsparungen bei Personalausgaben (0,3 Prozentpunkte des BIP) zurückzuführen.
- Die Erhöhung der Kapitalausgabenquote gemessen am BIP ist eher durch vermehr-

te staatliche Übertragungen als durch höhere staatliche Investitionen zu erklären, die sich nach wie vor auf einem historisch niedrigen Niveau bewegen.

- Die Reduzierung der Schuldenquote fiel mit 1,8 Prozentpunkten ebenfalls kräftiger aus als zuvor erwartet. Ein Drittel dieser Verringerung (0,6 Prozentpunkte) liegt jedoch in der Differenz zwischen Defizit und Schuldenstandsänderung begründet, während der Primärüberschuß, der sich noch immer auf einem niedrigen Niveau bewegt, nur in geringem Maße zur Schuldenrückführung beitrug.

Kasten 4

Finanzlage der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet - veränderte Darstellung

Die in Tabelle 7 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dargestellte Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Seite 26*) enthält erstmals Angaben über die gesamten Staatseinnahmen und -ausgaben im Euroraum in Prozent des BIP des Euro-Währungsgebiets. Die Staatseinnahmen und -ausgaben im Euro-Währungsgebiet umfassen neben den öffentlichen Einnahmen und Ausgaben der einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets auch die von der Europäischen Union erhobenen Steuern sowie die Subventionen und Kapitalübertragungen der Europäischen Union an die dem Euroraum angehörenden Länder. Dies trägt der Tatsache Rechnung, daß die Staatsaufgaben in der Europäischen Union sowohl von nationalen als auch von europäischen Instanzen wahrgenommen werden.

Die Differenz aus den gesamten Staatseinnahmen und den gesamten Staatsausgaben eines Landes ergibt das öffentliche Defizit, wie es im Maastricht-Vertrag definiert und im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts abgegrenzt ist. Da bei der Definition des öffentlichen Defizits auf das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) Bezug genommen wird, bestehen auch die gesamten Staatseinnahmen und -ausgaben aus ESVG-Transaktionen. Das ESVG besteht aus einem einheitlichen, detaillierten Konten- und Tabellenrahmen, der für die Europäische Union festgelegt wurde, um einen Vergleich zwischen den Mitgliedstaaten zu erleichtern.

Die Staatseinnahmen und -ausgaben eines gegebenen Landes umfassen die Einnahmen und Ausgaben aller Haushaltsebenen, also der zentralen, regionalen und lokalen Gebietskörperschaften, sowie der Sozialversicherungen. Die Transaktionen der verschiedenen Haushaltsebenen untereinander werden mit Ausnahme der indirekten Steuern und der Subventionen konsolidiert. Darüber hinaus werden keinerlei ESVG-Transaktionen in Form von Staatsausgaben mit ESVG-Transaktionen in Form von Staatseinnahmen verrechnet.

Die gesamten öffentlichen Einnahmen und Ausgaben unterteilen sich in laufende Einnahmen und Ausgaben sowie Kapitalerträge bzw. -ausgaben. Die Differenz aus den laufenden Einnahmen und den laufenden Ausgaben ergibt die Bruttoersparnis. Zu den laufenden Staatseinnahmen gehören neben den direkten und indirekten Steuern sowie den Sozialabgaben auch staatliche Erlöse z. B. aus Verwaltungsgebühren, Essensgeld in Schulen, bestimmten Lizenzen oder Verkäufen von Holz aus staatlichem Besitz und Mieteinnahmen aus Gebäuden im öffentlichen Eigentum. Die laufenden Staatsausgaben umfassen Übertragungen an private Haushalte, Personalausgaben, Vorleistungen und Zinsausgaben (die drei letztgenannten Posten in der Abgrenzung des ESVG).

Die Differenz der Gesamteinnahmen und der Gesamtausgaben des Staates, also das öffentliche Defizit, ist nicht gleich der Veränderung der Staatsverschuldung gemäß der Definition des Maastricht-Vertrags. Die Abweichung wird als „Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung“ ausgewiesen und ist hauptsächlich auf Transaktionen der öffentlichen Hand zurückzuführen, die staatliche Vermögenswerte betreffen.

5 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Weitere Festigung des US-Dollar

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war im März 1999 durch den stärkeren US-Dollar und das stärkere Pfund Sterling sowie durch beträchtliche Kursausschläge des Euro gegenüber dem japanischen Yen gekennzeichnet. Die Devisenmärkte der wichtigsten Schwellenländer wiesen tendenziell eine geringere Volatilität auf als zuvor. Von besonderer Bedeutung in diesem Zusammenhang war die Stabilisierung und die zuletzt verzeichnete Aufwertung des brasilianischen Real (der Mitte Januar freigegeben wurde) sowie die anhaltende Stabilität der asiatischen Devisenmärkte.

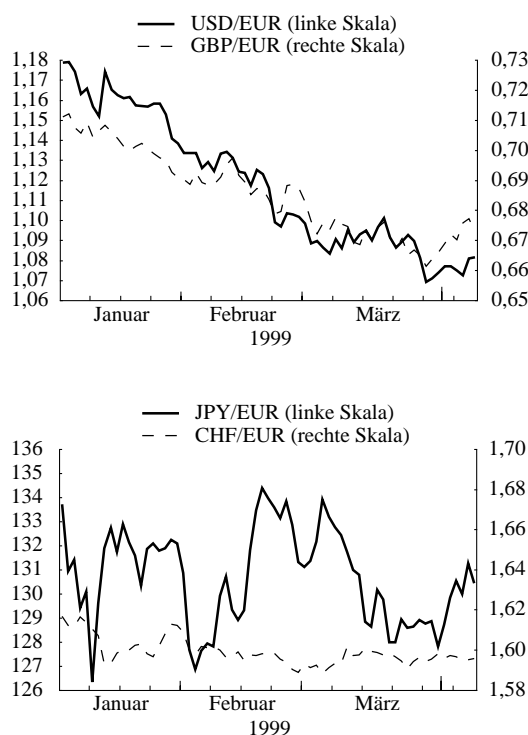
Ausschlaggebend für die Stärke des US-Dollar gegenüber dem Euro waren vor allem die im März veröffentlichten Konjunkturdaten, die belegten, daß die bemerkenswert starke Wirtschaftsleistung der Vereinigten Staaten unvermindert anhält. Aus den Daten ging insbesondere hervor, daß das Wachstum - trotz einer erheblichen Beschäftigungszunahme - nicht nur auf den vermehrten Einsatz von Kapital und Arbeitskräften, sondern auch auf Produktivitätssteigerungen zurückzuführen war. Außerdem bestanden nach wie vor kaum Anzeichen für einen inflationären Druck. Im wesentlichen wurde die Expansion weiterhin vom Privaten Verbrauch getragen, wobei die Zuversicht der Verbraucher nach wie vor hoch war. Die anhaltende Stärke des Dollar gegenüber dem Euro wurde noch zusätzlich durch Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem militärischen Konflikt auf dem Balkan unterstützt. Insgesamt verlor der Euro im Berichtsmonat gegenüber dem Dollar 2,2 % an Wert und notierte am 31. März 1999 bei 1,07 USD. Im ersten Quartal seit seiner Einführung schwächte sich der Euro gegenüber dem Dollar um 8,9 % ab. Am 8. April 1999 notierte er bei 1,08 USD.

Gegenüber dem japanischen Yen wies der Euro auch im März wieder beträchtliche Kursausschläge auf, wobei er sich um rund 2,5 % auf den Stand von 128 JPY zum Monatsende

abschwächte. Die einzelnen Wechselkursbewegungen des Yen gegenüber dem Dollar und dem Euro lassen sich nur schwer auf konkrete Entwicklungen zurückführen, doch dürfte die Volatilität des Yen insgesamt vor allem aus der anhaltenden Ungewißheit über die Aussichten der japanischen Wirtschaft resultieren. Die im März verzeichneten Aufwärtsbewegungen des Yen dürften allgemein den Kapitalströmen im Zusammenhang mit dem Ende des Haushaltsjahres am 31. März 1999 zuzuschreiben sein, während die Abwärtsbewegungen wohl hauptsächlich durch die Bekanntgabe von Wirtschaftsdaten ausgelöst wurden, die mehrheitlich weiterhin ein düsteres Bild der japanischen Wirtschaft zeigten. Eine besondere Rolle in diesem Zusammenhang spielte die Bekanntgabe vorläufiger Ergebnisse für das Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal 1998, das gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 2,8 % niedriger ausgefallen war. Dies bedeutete ei-

Abbildung 9
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

nen noch nie zuvor verzeichneten Rückgang der Produktion in fünf aufeinanderfolgenden Quartalen. Am 8. April 1999 notierte der Euro bei 130 JPY.

Die Entwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling verlief ähnlich wie die gegenüber dem Dollar; am Monatsende notierte der Euro bei 0,67 GBP und damit um 2,4 % niedriger als zum Monatsbeginn. Die Abschwächung gegenüber dem Pfund Sterling erklärt sich zum Teil aus der traditionell engen Beziehung zwischen der Kursentwicklung des Dollar und des Pfund Sterling sowie dem kräftigen Anstieg der Ölpreise. Außerdem deuten einige der jüngsten Daten darauf hin, daß die Abschwächung des realen BIP-Wachstums im Vereinigten Königreich weniger ausgeprägt als ursprünglich erwartet ausfallen könnte. Gegenüber dem Schweizer Franken blieb der Euro im März weitgehend stabil. Am 8. April 1999 notierte der Euro bei 0,67 GBP und 1,60 CHF.

Betrachtet man den nominalen Außenwert, d. h. berechnet auf Basis des mit den Außenhandelsanteilen gewogenen Index der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), schwächte sich der Euro im März um rund 2 % ab (siehe Abbildung 10). Von Jahresbeginn bis Ende März ging der Index des nominalen Außenwerts um rund 6 % zurück. Über die Hälfte dieses Rückgangs des Index für den Außenwert ist der Festigung des Dollar und

des Pfund Sterling - der Währungen der zwei wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets - zuzuschreiben. Betrachtet man den zurückliegenden Zeitraum, so liegt sowohl der nominale als auch der reale effektive Wechselkurs des Euro etwas unterhalb des Durchschnittsniveaus von 1998 und auf etwa demselben Stand wie im ersten Quartal des vergangenen Jahres.

Außenhandelsüberschuß 1998 leicht zurückgegangen

Wie bereits in den letzten Ausgaben dieses Monatsberichts erwähnt, stehen bislang noch keine Angaben für die gesamte Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets zur Verfügung. Die folgenden Ausführungen beruhen auf von Eurostat erstellten Zahlen und beziehen sich auf die Ein- und Ausfuhr von Waren zwischen dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt, ausschließlich des Binnenhandels im Euroraum. Im Dezember 1998 belief sich der Außenhandelsüberschuß des Euro-Währungsgebiets auf 6,9 Mrd ECU, d. h. auf 1,4 Mrd ECU weniger als im entsprechenden Monat des Jahres 1997. Im gesamten Jahr 1998 betrug der Außenhandelsüberschuß 83 Mrd ECU (1,4 % des BIP), verglichen mit 88,8 Mrd ECU (1,6 % des BIP) im Jahr 1997; damit wurde zum ersten Mal in den letzten Jahren ein - wenn auch nur geringfügiger - Rückgang verzeichnet. Den Angaben für De-

Tabelle 4
Außenhandel des Euro-Währungsgebiets

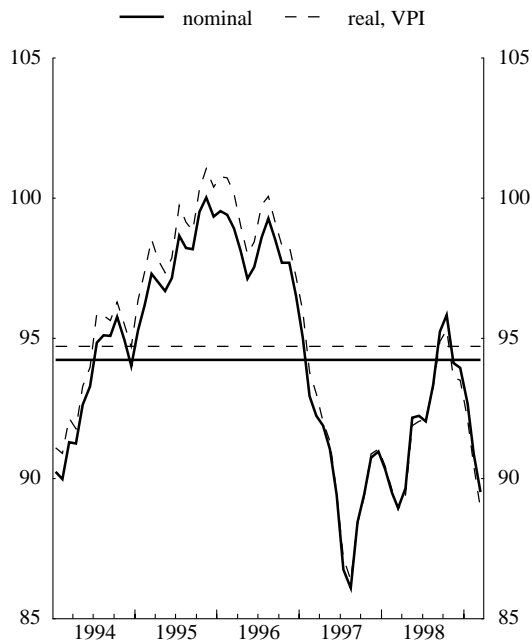
	1997	1998	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1998
			Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Nov.	Dez.
Ausfuhren											
Mrd ECU	762,1	790,4	191,7	193,5	206,6	194,0	203,9	194,5	198,1	65,8	63,9
Veränderung gegen Vorjahr in %	13,8	3,7	15,4	19,0	13,4	13,9	6,4	0,5	-4,1	-0,8	-4,6
Einfuhren											
Mrd ECU	673,3	707,5	167,8	166,6	180,3	180,5	178,7	170,3	177,9	59,3	57,0
Veränderung gegen Vorjahr in %	13,4	5,1	13,9	18,2	14,2	13,8	6,5	2,2	-1,3	2,3	-3,0
Außenhandelsaldo											
Mrd ECU	88,8	83,0	23,9	26,9	26,3	13,4	25,2	24,4	20,2	6,5	6,9
Mrd ECU, kumuliert ¹⁾	88,8	83,0	35,6	62,5	88,8	13,4	38,6	62,8	83,0	76,0	83,0

Quelle: Eurostat.

1) Vom Jahresanfang bis zum angegebenen Zeitpunkt. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Abbildung 10
Effektive Wechselkurse des
Euro-Währungsgebiets ¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1990 = 100)



Quelle: BIZ.

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

zember 1998 zufolge beliefen sich die Ausfuhren und Einfuhren dem Wert nach auf 63,9 Mrd ECU bzw. 57,0 Mrd ECU. Dabei sind die Exporte gegenüber Dezember 1997 um 4,6 % zurückgegangen, womit sich der bereits im Oktober und November 1998 beobachtete Rückgang im Vorjahrsvergleich fortsetzte. Im Gesamtjahr 1998 erhöhte sich der Wert der Exporte um lediglich 3,7 %; der Anstieg fiel damit weit geringer aus als im Jahr 1997, in dem die Exporte um 13,8 % gegenüber dem Vorjahr zunahm. Die Verlangsamung des Exportwachstums spiegelt sowohl die schwächere Auslandsnachfrage als auch - gemessen am realen effektiven Wechselkurs im Jahr 1998 - eine etwas verschlechterte Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets wider. Der Wert der Importe lag im Dezember 1998 um 3,0 % unter dem Ergebnis zwölf Monate zuvor, während sich die Wachstumsrate der Importe im Gesamtjahr 1998 von 13,4 % im Jahr 1997 auf 5,1 % abschwächte. Zu diesem Rückgang haben die nachgebenden Öl- und Rohstoffpreise beigetragen.

Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet

Dieser Artikel befaßt sich mit der Verwendung kurzfristiger Indikatoren bei der regelmäßigen Beurteilung der Preisentwicklung. Er stellt eine Fortsetzung von zwei Artikeln über die geldpolitische Strategie des Eurosystems und die Rolle der Geldmengenaggregate in dieser Strategie dar, die in den Monatsberichten vom Januar bzw. Februar 1999 veröffentlicht wurden. Die Analyse kurzfristiger Konjunkturindikatoren ist ein wichtiger Bestandteil der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie, nämlich der „breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet insgesamt“. Während die monetären Daten der ersten Säule Informationen enthalten, die für die Formulierung des angemessenen geldpolitischen Kurses von großer Bedeutung sind, trägt die zweite Säule der Tatsache Rechnung, daß darüber hinaus Angaben aus anderen Quellen benötigt werden. So wird im Rahmen der breit fundierten Beurteilung der gegenwärtigen und zukünftigen Preisentwicklung die Analyse von Informationen über die Preise - die aus Finanzmarktindikatoren, Daten aus verschiedenen Umfragen zu den Inflationserwartungen sowie der Bewertung von Inflationsprognosen gewonnen werden können - durch die regelmäßige Analyse einer breiten Palette kurzfristiger Konjunkturindikatoren ergänzt. Eine solche Analyse erfolgt keineswegs rein „mechanisch“. Vielmehr ist sie vor dem Hintergrund der verhaltensbedingten und strukturellen Unsicherheiten zu sehen, die die Beziehung zwischen Veränderungen der Verbraucherpreise und Veränderungen anderer gesamtwirtschaftlicher Variablen in der Regel kennzeichnen.

I Die Bedeutung kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei einer breit fundierten Beurteilung der Preisentwicklung

Die geldpolitische Strategie beruht auf zwei Säulen

Wie bereits in dem im Monatsbericht vom Januar 1999 veröffentlichten Artikel („Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“) erläutert, hat der EZB-Rat Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet als einen Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr definiert. Preisstabilität gemäß dieser Definition muß mittelfristig gewährleistet sein. Inflation wird als ein letztendlich monetäres Phänomen angesehen, das von der Geldmengenexpansion abhängt und der Steuerung durch die Geldpolitik unterliegt. Vor diesem Hintergrund hat es der EZB-Rat als wichtig angesehen, der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems eine herausragende Rolle zuzuweisen. Um dies zu signalisieren, gab er einen quantitativen Referenzwert für das Geldmengenwachstum als eine der zwei Säulen der stabilitätsorientierten Gesamtstrategie bekannt. Diese Säule wurde im Monatsbericht vom Februar 1999 (im Artikel „Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems“) im einzelnen erläutert. Dieser Artikel zeigte,

daß die Gesamtentwicklung der Preise im Euro-Währungsgebiet in engem Zusammenhang mit dem längerfristigen Geldmengenwachstum steht. Insbesondere die allgemeine Entwicklung in Richtung niedrigerer Inflationsraten in den achtziger und neunziger Jahren sowie die effektive Erzielung von Preisstabilität in den vergangenen zwei Jahren kann eindeutig mit der längerfristigen Entwicklung des Geldmengenwachstums in Zusammenhang gebracht werden.

Ergänzend zur Analyse des Geldmengenwachstums in Relation zum dafür festgelegten Referenzwert spielt ferner eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet eine wichtige Rolle in der geldpolitischen Strategie. Insofern wird der Geldmenge eine herausragende, aber nicht ausschließliche Funktion zugewiesen. Bei seiner breit fundierten Beurteilung analysiert der EZB-Rat systematisch alle weiteren Informationen über die Wirtschafts- und Finanzlage. Da sich geldpolitische Maßnahmen nur mit einer relativ großen zeitlichen Verzögerung in den Preisen niederschlagen, muß die Preisentwicklung vorausschauend beurteilt werden. Bei der

Analyse werden eine breite Palette kurzfristiger Konjunkturindikatoren, aus Finanzmarktindikatoren gewonnene Informationen, Daten aus Umfragen zu Inflationserwartungen sowie Inflationsprognosen herangezogen. Eine Kombination dieser Informationen ergibt ein Gesamtbild der Aussichten für die Preisentwicklung, das der Festlegung des angemessenen geldpolitischen Kurses zugrunde gelegt wird. Dieses Gesamtbild wird kontinuierlich anhand der neuesten verfügbaren Informationen aktualisiert. Die für die Sitzungen des EZB-Rats zur Verfügung gestellten Angaben werden regelmäßig im Abschnitt „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ des Monatsberichts analysiert. Der vorliegende Artikel befaßt sich mit einem der verschiedenen Aspekte der Beurteilung der Preisentwicklung, nämlich der Verwendung von kurzfristigen Konjunkturindikatoren.

Die Beurteilung der Preisentwicklung anhand einer breiten Palette kurzfristiger Konjunkturindikatoren

Die kurz- bis mittelfristige Preisentwicklung wird nicht nur von der Geldmengenentwicklung, sondern auch von einer Reihe nichtmonetärer Faktoren beeinflusst. Die Beobachtung und Analyse einer breiten Palette von Konjunkturindikatoren trägt dazu bei, die das Preisklima insgesamt bestimmenden Einflußgrößen zu erkennen und dabei zwischen eher temporären Faktoren einerseits und Grundtendenzen andererseits zu unterscheiden.

Zur ersten Kategorie gehören weitgehend exogene Faktoren, die eher eine einmalige Auswirkung auf das Preisniveau haben, aber dennoch einen Druck auf die Preise erzeugen oder verstärken können. Beispiele für außenwirtschaftliche Einflüsse sind Veränderungen der Preise für Öl und andere Rohstoffe, ein Beispiel für interne Einflüsse sind Änderungen der Mehrwertsteuersätze. Die zweite Kategorie betrifft die durch die Grunddynamik der Binnenwirtschaft, die sich in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage- und Angebotssituation widerspiegelt, bestimmten Einflußgrößen. Was die gesamtwirtschaftliche Nachfra-

gesituation angeht, so muß die Stärke des Privaten Verbrauchs und des Staatsverbrauchs, der privaten und der öffentlichen Investitionen, der Exporte und der Importe sowie ihrer Bestimmungsfaktoren eingeschätzt werden. Bei der Analyse der gesamtwirtschaftlichen Angebotsituation muß zwischen den beiden Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital unterschieden werden. Dabei sind Meßgrößen für die Anspannung am Arbeitsmarkt und den Grad der Kapitalauslastung heranzuziehen.

Bei der Beurteilung der Preisentwicklung geht es nicht darum, Preisveränderungen mechanisch auf Veränderungen der relevanten kurzfristigen Indikatoren zurückzuführen, da sich bestimmte Entwicklungen je nach den konkreten Umständen häufig unterschiedlich auf die Preise auswirken. Zum Beispiel kann eine einmalige Änderung der indirekten Steuern per se lediglich eine einmalige Veränderung des Preisniveaus zur Folge haben. Doch wie sich eine solche Steueränderung letztlich auf die Preise auswirkt, hängt stark von dem jeweiligen gesamtwirtschaftlichen Umfeld ab. Dieses bestimmt weitgehend, wie schnell solche Steueränderungen an die Verbraucher weitergegeben werden können und wie andere Wirtschaftsakteure auf sie reagieren, d. h. wie wahrscheinlich sog. „Zweitundeneffekte“ sind. Wenn zum Beispiel die Mehrwertsteuer in Zeiten einer starken gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und zunehmender Spannungen am Arbeitsmarkt erhöht wird, ist die Wahrscheinlichkeit größer, daß sich die Steuererhöhung relativ schnell in den Preisen niederschlägt. Ferner können die Preissteigerungen ihrerseits in höhere Lohnforderungen einmünden und einen inflatorischen Prozeß anstoßen oder verstärken, auf den die Geldpolitik reagieren muß. Ähnliche Überlegungen gelten für andere die kurzfristige Preisentwicklung bestimmende Faktoren, wie die Importpreise, die abhängig von dem wirtschaftlichen Umfeld unterschiedliche kurzfristige Entwicklungen auslösen.

Jede Zentralbank führt eine detaillierte Analyse und Beurteilung der Preisentwicklung durch. Doch die Einführung des Euro läßt

diese Aufgabe komplexer werden, da sie Veränderungen des Verhaltens der Wirtschaftsakteure sowie Veränderungen auf institutioneller Ebene hervorrufen kann bzw. bereits hervorrufen könnte. Die augenfälligste Veränderung im Hinblick auf die Entwicklung im Eurogebiet ist wohl die sich verändernde relative Bedeutung binnenwirtschaftlicher Trends im Vergleich zu außenwirtschaftlichen Trends. Neben einem erhöhten Wettbewerbsdruck im Euro-Währungsgebiet im Zuge der Einführung der einheitlichen Währung könnte darüber hinaus die Globalisierung einen weiteren Faktor mit Einfluß auf das Zusammenspiel von Preisen und ihren Bestimmungsfaktoren darstellen. Weitere Probleme etwas anderer Art entstehen dadurch, daß die für das Eurogebiet insgesamt verfügbaren kurzfristigen Indikatoren zwar im allgemeinen in ausreichendem Maße stati-

stisch erfaßt werden, aber in einigen Fällen der Erfassungsgrad hinter dem einzelner Länder zurückbleibt.

Insgesamt ist die Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung im Eurogebiet mit erheblichen Unsicherheiten behaftet, so daß eine Reihe von Einschränkungen beachtet werden muß. Diesen Einschränkungen muß durch die Analyse einer möglichst breiten Palette von Indikatoren begegnet werden. Ziel ist eine Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung mit Hilfe eines Gesamtbildes, in das die Geldmengenentwicklung, Finanzmarktinformationen, Inflationsprognosen und Umfragedaten einfließen, sowie eine eingehende Beurteilung der Preisentwicklung anhand der verfügbaren kurzfristigen Konjunkturindikatoren.

2 Preisindizes für das Euro-Währungsgebiet

Das Schwergewicht liegt beim HVPI

Zur Analyse der Preisentwicklung bedarf es in erster Linie einer konzeptionell und statistisch gut fundierten Größe zur Messung der Preise. Für geldpolitische Zwecke hat sich das Eurosystem für eine Ausrichtung an der Entwicklung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt für das Euro-Währungsgebiet entschieden. Unter konzeptionellen Gesichtspunkten wird das Schwergewicht auf einen Verbraucherpreisindex gelegt, weil Konsumgüter und Dienstleistungen ganz am Ende des wirtschaftlichen Produktionsprozesses stehen. Die Preise für alle anderen Güter und Dienstleistungen - darunter beispielsweise Investitionsgüter - haben den Charakter eines Zwischenglieds, und ihre Entwicklung ist einer der Faktoren, die die künftige Entwicklung der Verbraucherpreise bestimmen. Ein Verbraucherpreisindex kann daher als ein Indikator angesehen werden, der das Ergebnis sämtlicher inflatorischer und deflatorischer Preistendenzen in der Wirtschaft zusammenfaßt. In Übereinstim-

mung damit beobachtet die Öffentlichkeit hauptsächlich die Entwicklung der Verbraucherpreise. Angesichts dieser Konzentration auf die Verbraucherpreise läßt sich erklären, daß die Wahl auf den HVPI des Euro-Währungsgebiets gefallen ist. Er ist der einzige Index, der eine Reihe grundlegender statistischer Voraussetzungen erfüllt: einen hohen Harmonisierungsgrad, einen ausreichenden Erfassungsgrad und zeitnahe Verfügbarkeit (weitere Einzelheiten zum HVPI und seinen wichtigsten Komponenten siehe Kasten I).

Die tatsächliche Entwicklung des HVPI steht seit nahezu zwei Jahren in Einklang mit Preisstabilität gemäß der Definition des EZB-Rats. Aus diesem Grund befaßt sich die Analyse der Preisentwicklung gegenwärtig vorwiegend mit der Frage, ob mit einer Fortsetzung der Preisstabilität gerechnet werden kann oder nicht. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, daß die Definition von Preisstabilität insofern „symmetrisch“ ist, als weder eine Situation mit nachhaltig um mehr als 2 % ansteigenden Verbraucherpreisen noch eine

Kasten I

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex

Der EZB-Rat hat Preisstabilität anhand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet definiert. Ursprünglich wurde dieser Index zur Beurteilung der Preiskonvergenz in der zweiten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion geschaffen. Infolgedessen wurde er hinsichtlich des Erfassungsbereichs sowie der Standards für die Verfahren zur Qualitätsanpassung und zahlreicher technischer Einzelheiten in allen EU-Mitgliedstaaten weitgehend harmonisiert. Es ist vorgesehen, den Index im laufenden und im kommenden Jahr noch weiter zu harmonisieren und seinen Erfassungsbereich - beispielsweise auf Ausgaben im Bildungs- und Gesundheitsbereich - auszudehnen. Aber schon jetzt erfüllen die HVPI-Reihen in bezug auf Zuverlässigkeit, Vergleichbarkeit und Aktualität die Anforderungen der EZB für Zwecke der geldpolitischen Analyse. Die Werte für den HVPI werden von Eurostat monatlich rund drei Wochen nach Ablauf des jeweiligen Monats veröffentlicht. Gegenwärtig stehen Angaben für den Zeitraum ab 1995 zur Verfügung. In einigen Ländern werden weiter zurückliegende Daten zusammengestellt.

Neben dem HVPI insgesamt veröffentlicht Eurostat Daten für 77 verschiedene Komponenten des HVPI, zu denen Preise für bestimmte Gruppen von Waren und Dienstleistungen (z. B. Fisch, Gebrauchtwagen und Bankdienstleistungen) zählen, die in stärker aggregierten Teilindizes (z. B. Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse und Dienstleistungen) zusammengefaßt sind. Die EZB konzentriert sich in ihrem Monatsbericht auf Angaben für den HVPI insgesamt sowie auf fünf wichtige Komponenten (siehe nachstehende Tabelle).

Gewichte der Hauptkomponenten des HVPI für das Euro-Währungsgebiet

	Gewichte nach Verbrauchsausgaben 1999, in %
Verarbeitete Nahrungsmittel	13,4
Unverarbeitete Nahrungsmittel	9,0
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	32,5
Energie	8,8
Dienstleistungen	36,3

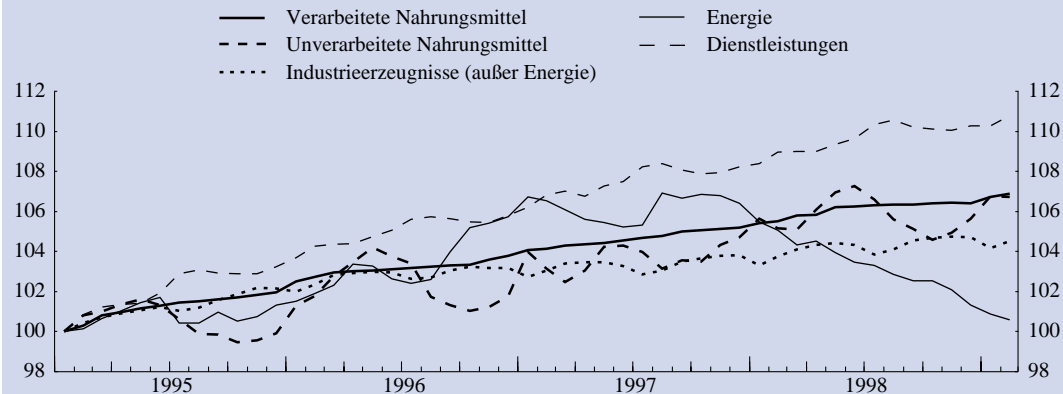
Quelle: Eurostat.

Die fünf Komponenten des HVPI weisen eine unterschiedliche Entwicklung auf (siehe nachstehende Abbildung). Die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel (z. B. Fleisch, Obst und Gemüse) und insbesondere die Energiepreise (z. B. für Elektrizität, Gas und sonstige Brennstoffe) zeigen einen hohen Grad an kurzfristiger Volatilität. Die Preisschwankungen bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln stehen in engem Zusammenhang mit saisonalen Einflüssen und ungewöhnlichen Veränderungen der Witterungsverhältnisse. Die Energiepreise werden weitgehend von den Weltmarktpreisen für Öl bestimmt, die zeitweise extremen Schwankungen unterworfen sein können. Dagegen weisen die Preisveränderungen bei verarbeiteten Nahrungsmitteln (z. B. Brot, Getränke und Tabakwaren), bei Industrieerzeugnissen außer Energie (z. B. Schuhe, Kraftfahrzeuge und Computer) sowie bei Dienstleistungen (z. B. Wohnungsmieten, Reisekosten und Verkehrsleistungen) im Zeitablauf eine recht gleichmäßige Entwicklung auf. Die Preisentwicklung im Dienstleistungsbereich wird weniger durch die Wetter- oder Weltmarktlage beeinflusst, sondern - in höherem Maße als die Preisentwicklung in anderen Bereichen - von den Lohn- und Kapitalkosten (und nicht von den Vorleistungskosten) bestimmt und weist daher gewöhnlich einen relativ geringen Grad an kurzfristiger Volatilität auf.

Der HVPI enthält auch eine Reihe von Preisen für Güter und Dienstleistungen öffentlicher Stellen, die nur zum Teil durch Marktkräfte bestimmt werden. In solchen Fällen wird die Preisbildung häufig durch politische Überlegungen auf der Basis von Kostenfaktoren u. ä. beeinflusst, ohne daß dabei Veränderungen der Nachfrage eine nennenswerte Rolle spielen. Veränderungen bei solchen durch die öffentliche Verwaltung festgelegten Preisen sind oftmals bis zu einem Jahr vor ihrem Inkrafttreten bekannt, so daß es möglich ist, ihre Auswirkungen auf den HVPI insgesamt schon im voraus einzuschätzen. Die Bedeutung von ganz oder teilweise staatlich festgelegten Preisen variiert im Euro-Währungsgebiet von Land zu Land, doch häufig handelt es sich dabei

Gliederung des HVPI für das Euro-Währungsgebiet nach den wichtigsten Komponenten

(Index: Januar 1995 = 100; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

auch um Preise für Elektrizität, die Wasserversorgung sowie für Postdienste. Durch die Privatisierung staatlicher Unternehmen (z. B. im Bereich der Telekommunikation und der öffentlichen Verkehrsmittel) ist der Anteil staatlich festgelegter Preise am HVPI insgesamt in den letzten Jahren zurückgegangen; zudem dürfte sich künftig infolge des größeren Wettbewerbs in diesen Bereichen ein etwas verändertes Muster der Preisentwicklung in den betroffenen Komponenten ergeben.

Für analytische Zwecke kann es von Nutzen sein, auf Grundlage des HVPI verschiedene Indizes unter Ausklammerung bestimmter volatiler Posten bzw. staatlich festgelegter Preise zu berechnen. So wurde beispielsweise in der März-Ausgabe dieses Monatsberichts die Entwicklung des HVPI ohne Energie dargestellt. Allerdings spiegeln solche enger abgegrenzten Indizes nicht die Auffassung der EZB zur Frage nach der „Trend“- bzw. der „Kern“-Inflationsrate wider, für die es keine allgemein anerkannte optimale Definition gibt.

Situation mit nachhaltig zurückgehenden Verbraucherpreisen als mit dieser Definition vereinbar betrachtet würde. Eine exakte untere Grenze wurde allerdings nicht vorgegeben; der Hauptgrund dafür ist die bestehende Unsicherheit über die Existenz und Größenordnung des sogenannten Meßfehlers im HVPI, der unter anderem dadurch entsteht, daß Qualitätsveränderungen der verkauften Produkte bei der Ermittlung der Preise nicht ausreichend berücksichtigt werden. Trotzdem dürfte der Meßfehler im HVPI infolge verbesserter Methoden bei der Datenerhebung und der Berechnung niedriger ausfallen als beispielsweise nach Schätzungen, die für die Vereinigten Staaten (im „Boskin Report“) veröffentlicht wurden. Zuverlässige Schätzungen des Meßfehlers im Euro-Währungsgebiet sind bislang nicht verfügbar; jedoch dürfte ein solcher Meßfehler wohl leicht positiv ausfallen, und das hieße, daß der „wahre“ Anstieg des HVPI etwas überzeichnet sein könnte.

Andere Preisindizes

Bei der Analyse der Preisentwicklung werden neben dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex auch andere Preisindizes herangezogen; dies gilt insbesondere für Preise auf den unteren Stufen des Produktionsprozesses sowie für Importpreise (die im nachstehenden Abschnitt 3 betrachtet werden). Diese anderen Preisindizes geben zum Beispiel Hinweise darauf, ob ein Preisanstieg durch eine erhöhte Nachfrage oder durch Angebotsengpässe verursacht wurde; allerdings stehen diese Preise nicht zwangsläufig in einer stabilen und einfachen Beziehung zu dem Verbraucherpreisindex. Ein häufig bei der Analyse der Preisentwicklung anzutreffender Indikator ist der industrielle Erzeugerpreisindex. Er bezieht sich auf die Preise für gewerbliche Erzeugnisse auf jeder Stufe des Produktionsprozesses vor der Stufe des Erwerbs durch den Endverbraucher. Ähnlich wie die

Verbraucherpreise werden auch die industriellen Erzeugerpreise durch vielfältige Faktoren bestimmt, darunter die Aufwendungen für Vorleistungsgüter sowie den Personal- und Kapitalaufwand. Außerdem werden die Produktionskosten auch von der Entwicklung der Produktivität beeinflusst.

Da weniger als die Hälfte der Verbrauchsausgaben dem Wert nach auf gewerbliche Erzeugnisse entfallen, kann man nicht davon ausgehen, daß stets ein enger positiver Zusammenhang zwischen industriellen Erzeugerpreisen und Verbraucherpreisen besteht. Tatsächlich weicht die Entwicklung beider Indizes ungeachtet des in den neunziger Jahren sowohl bei den industriellen Erzeugerpreisen als auch bei den Verbraucherpreisen insgesamt verzeichneten Abwärtstrends erheblich voneinander ab (siehe Abbildung 1).

Es gibt eine Reihe von Faktoren, die zu einer Abschwächung dieses Zusammenhangs beitragen. Zum einen beziehen sich die industriellen Erzeugerpreise auf gewerbliche Erzeugnisse, während die Verbraucherpreise neben Waren auch Dienstleistungen einbeziehen. Zudem sind die Warenkörbe der beiden Indizes in ihrer Zusammensetzung recht unterschiedlich. Zum anderen wird eine Änderung der industriellen Erzeugerpreise wegen Anpassungen der Gewinnspannen im Groß- und Einzelhandel - etwa aufgrund der konjunkturellen Lage oder des Wettbewerbsdrucks - nicht immer an die Verbraucherpreise weitergegeben. Und schließlich werden indirekte Steuern und Subventionen bei der Messung der Verbraucherpreise, nicht aber bei der Messung der Erzeugerpreise berücksichtigt. Diese Faktoren sprechen gegen eine simplifi-

Abbildung 1 Verbraucherpreise und industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Grundlage nichtharmonisierter nationaler Statistiken und Angaben von Eurostat.

zierte und allzu verengte Betrachtungsweise bei der Beurteilung der Preisentwicklung; während manche Indikatoren in eine bestimmte Richtung weisen können, kann ihr Einfluß durch andere Faktoren vollständig überschattet werden.

3 Wichtige kurzfristige Indikatoren für die Analyse der Preisentwicklung

Wie bereits erwähnt, spielt die kontinuierliche Analyse kurzfristiger Indikatoren bei der Gesamtbeurteilung der Preisentwicklung eine wichtige Rolle. Es sei betont, daß das Verhältnis zwischen der Entwicklung der jeweiligen Indikatoren und der Preisentwicklung in der Praxis nicht eindeutig ist. Vielmehr fließen Informationen von sich möglicherweise widersprechenden Indikatoren in die Gesamtbeurteilung der Preisentwicklung ein. So soll ein getreues Bild des Preisklimas insgesamt entstehen. Zwar sind mit den nachfolgend genannten Indikatoren noch längst nicht alle Faktoren aufgeführt, die die Preisentwicklung beeinflussen, aber ihre Erörterung gewährt einen Einblick in die Art der erforderlichen Analyse.

Indikatoren für den Nachfrage- bzw. Angebotsüberhang insgesamt

Konzeptionell gesehen ist die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem potentiellen Stand der gesamtwirtschaftlichen Produktion, also die „Produktionslücke“, der umfassendste Indikator für die Angebots- und Nachfragebedingungen insgesamt. Das Produktionspotential kann in Form einer Wachstumsrate definiert werden, und zwar als die mittelfristig tragfähige Wachstumsrate des realen BIP. Deren Entwicklung wird durch das Wachstum des Kapitalstocks und des Arbeitskräfteangebots sowie durch die Wachstumsrate der Produktivität bestimmt. Wenn der tatsächliche Produktionszuwachs über dem potentiellen Wachstum liegt, kann sich daraus eine positive Produktionslücke ergeben, die zu einem Inflationsdruck führen könnte; entsprechendes gilt umgekehrt bei einer tatsächlichen Wachstumsrate, die unter der potentiellen Rate liegt. Dieser Preisdruck verstärkt sich nach allgemeiner Auffassung mit einer größer werdenden Produktionslücke.

Die Produktionslücke kann für die geldpolitische Entscheidungsfindung nicht als zusammenfassende Meßgröße verwendet werden. Zwar ist das Konzept an sich theoretisch schlüssig, in der Praxis jedoch kann es bei der Beurteilung der Preisentwicklung aus verschiedenen Gründen bestenfalls als ergänzender Indikator dienen. Dies liegt unter anderem hauptsächlich daran, daß das Produktionspotential einer Volkswirtschaft – und somit der Umfang der Produktionslücke – nicht mit der notwendigen Präzision bestimmt werden kann. Zur Schätzung des Produktionspotentials stehen eine Reihe alternativer Konzepte und Verfahren zur Verfügung, deren jeweilige Vor- und Nachteile Gegenstand laufender Debatten und Untersuchungen sind. Darüber hinaus könnte der mit einer bestimmten Produktionslücke verbundene Preisdruck davon abhängen, ob das Kapital oder die Arbeitskräfte der begrenzende Faktor sind.

Während die Schätzungen der verschiedenen Institute in bezug auf die Höhe des Produktionspotentials recht deutlich voneinander abweichen, besteht bei der Einschätzung der Veränderungen allerdings größere Übereinstimmung. Vor diesem Hintergrund methodischer und empirischer Schwierigkeiten hat das Eurosystem eine mittelfristige Trend-Wachstumsrate für das reale BIP im Euro-Währungsgebiet von jährlich 2 - 2 ½ % unterstellt, was auch den Schätzungen der meisten internationalen Organisationen entspricht. Ein Vergleich des tatsächlichen realen BIP-Wachstums mit der Trend-Wachstumsrate zeigt, daß das Wirtschaftswachstum im Euroraum seit Anfang der neunziger Jahre im Durchschnitt eher etwas unterhalb als oberhalb des Trends verlief. In den vergangenen beiden Jahren war jedoch ein überdurchschnittlicher Zuwachs zu verzeichnen, was darauf hindeutet, daß der Überhang an Produktionskapazität abnimmt. Während dies zwar auf einen - wenn auch geringen - Preisdruck schließen läßt, wird nach den gegenwärtigen Schätzungen das reale BIP-Wachstum im Jahr 1999 schwächer ausfallen als 1998.

Zu beachten ist, daß das Konzept des Trend-Wachstums des realen BIP in der ersten Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems eine ähnliche Funktion erfüllt. Die Trend-Wachstumsrate und die Definition des Eurosystems für die Preisstabilität bestimmen zusammen mit dem Trend der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes den Referenzwert für das Geldmengenwachstum, wie dies im Monatsbericht vom Februar 1999 dargelegt ist.

Indikatoren für die Produktions- und Nachfragesituation

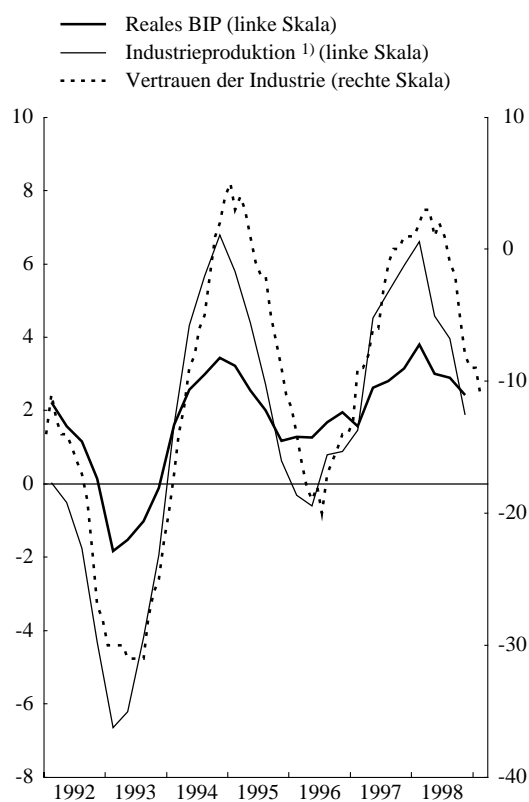
Eine Analyse sowohl der branchenspezifischen Produktionsentwicklung als auch der wichtigsten Komponenten der Nachfrage liefert weitere Informationen über die Konjunktorentwicklung und somit über die möglichen Auswirkungen auf das Preisklima insgesamt.

Unter den Sektoren bildet die Industrieproduktion eine wichtige Komponente der Gesamtproduktion. Obwohl sie lediglich ein Drittel der Gesamtproduktion ausmacht, ist die Industrieproduktion in konjunktureller Hinsicht die empfindlichste Komponente der Produktion (siehe Abbildung 2). Daten zur Industrieproduktion sind in monatlichem Abstand mit relativ geringer zeitlicher Verzögerung verfügbar. Weitere Hinweise auf die Entwicklung im industriellen Sektor lassen sich aus Umfragen zur Zuversicht der Industrie ableiten, z. B. aus den Umfragen der Europäischen Kommission, die mit noch geringerer Zeitverzögerung verfügbar sind und einen engen Zusammenhang mit der tatsächlichen Industrieproduktion aufweisen. Dank dieser Informationen kann frühzeitig festgestellt werden, in welche Richtung und mit welcher Stärke sich die Konjunktur bewegt. Sie tragen somit dazu bei, einen Druck auf die Preise rechtzeitig festzustellen.

Da die Industrieproduktion jedoch überwiegend handelbare Güter betrifft, deren Preise durch die Entwicklung auf den Weltmärkten und weniger durch Binnenfaktoren bestimmt

Abbildung 2 Reales BIP-Wachstum, Industrieproduktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet

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



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

1) Quartalsdurchschnitte von Monatswerten.

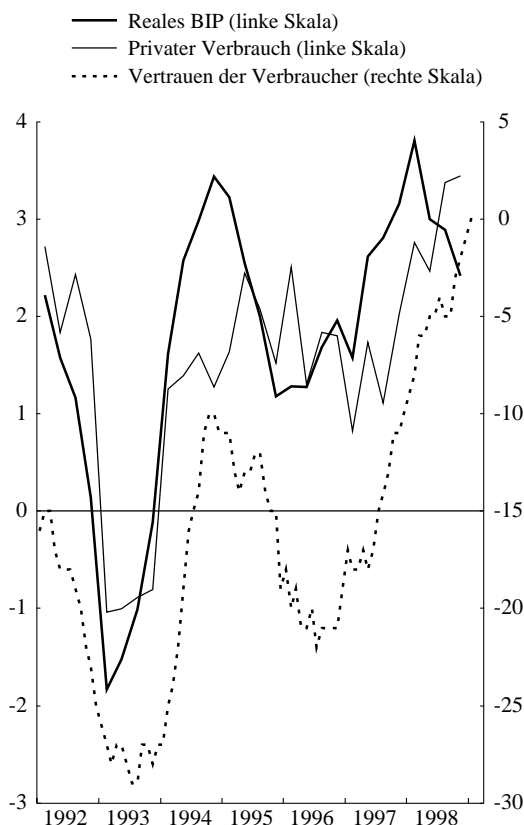
werden, mag der Eindruck entstehen, als wäre die Preisentwicklung in diesem Sektor losgelöst von der Entwicklung der Industrieproduktion. Die industriellen Erzeugerpreise sind 1998 infolge des drastischen Rückgangs der Energie- und Rohstoffpreise und des größeren internationalen Wettbewerbsdrucks erheblich zurückgegangen. Die Entwicklung im Baugewerbe, auf das etwa 15 % der gesamten Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet entfällt, dürfte einem anderen Muster folgen, da Nachfrage und Kosten vorwiegend durch Faktoren innerhalb des Euroraums bestimmt werden.

Die Entwicklung der Nachfrage im Dienstleistungssektor dürfte ebenfalls weitgehend durch Binnenfaktoren bestimmt werden und deutlichere Hinweise auf die damit verbundene Preisentwicklung geben, da sich eine stärkere Nachfrage wohl eher in den Preisen und der Produktion niederschlagen dürfte. Im allgemeinen jedoch liegt für den Dienstleistungssektor weniger aussagekräftiges Datenmaterial vor als für den industriellen Sektor. Insgesamt gesehen veranschaulicht die jüngste Entwicklung auf sektoraler Ebene, die durch eine Abschwächung des industriellen Produktionswachstums seit Mitte 1998 sowie ein anhaltendes Wachstum im Dienstleistungssektor gekennzeichnet ist, daß zwischen den verschiedenen Sektoren dauerhafte Abweichungen bestehen können, die zu unterschiedlichen branchenspezifischen Preisentwicklungen führen.

Bei den wichtigsten Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage spielt der Private Verbrauch, der rund 60 % des gesamten realen BIP im Euro-Währungsgebiet ausmacht, bei der Erklärung des Wachstumsverlaufs insgesamt eine große Rolle (siehe Abbildung 3). Der Verbrauch wird weitgehend durch das Realeinkommen der privaten Haushalte bestimmt. Dabei können die Pro-Kopf-Löhne und -Gehälter die Verbraucherpreise nicht nur über die Arbeitskosten und Produktionspreise, sondern auch über das verfügbare Einkommen und die Nachfrage beeinflussen. Ein zweiter Faktor, der sich auf den Privaten Verbrauch auswirken könnte, ist das Geldvermögen. Dabei sind die direkten Auswirkungen des Geldvermögens der privaten Haushalte auf den Privaten Verbrauch im Euro-Währungsgebiet nach allgemeiner Ansicht begrenzt, obgleich ein Anstieg der Preise für Wohnimmobilien sowie der Aktienkurse aufgrund ihres Einflusses auf die Zuversicht der Verbraucher indirekte Auswirkungen haben kann. Abbildung 3 zeigt jedoch zudem, daß das Verhältnis zwischen der Zuversicht der Verbraucher und dem Privaten Verbrauch etwas schwächer ausgeprägt ist als das zwischen der Zuversicht der Industrie und der Produktion.

Abbildung 3 Reales BIP-Wachstum, Privater Verbrauch und Vertrauen der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Vertrauen der Verbraucher: monatliche Salden in %; sonst Quartalswerte)



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

Der Staatsverbrauch, der 15 % des BIP insgesamt im Eurogebiet ausmacht, spiegelt weitgehend die realen Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst sowie die Militärausgaben wider. Diese Nachfragekomponente verursacht in der Regel keine ausgeprägten Schwankungen in der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Eine diskretionäre Finanzpolitik kann jedoch Auswirkungen auf die Konjunkturlage haben. Von noch größerer Bedeutung sind die positiven Effekte, die die Finanzpolitik auf mittlere bis lange Sicht durch Förderung des Vertrauens der Verbraucher und der Industrie haben kann. Andererseits würde das Vertrauen beeinträchtigt, wenn die Finanzpolitik als langfristig nicht tragbar angesehen würde. Die höhere Volatilität des

BIP insgesamt gegenüber dem Verbrauch liegt in der Entwicklung der Investitionen, des Lageraufbaus und des Außenbeitrags begründet. Die Analyse der Investitionsentwicklung ist nicht nur wichtig, um den voraussichtlichen Druck auf die Preise zu messen, der sich aus der konjunkturbedingten Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ergibt, sondern auch weil die Investitionen für die Angebotsseite der Wirtschaft von großer Bedeutung sind. Zwar sind die Vorratsinvestitionen nur eine sehr kleine Komponente der Nachfrage, ihr Beitrag zum Wachstum kann jedoch auf kurze Sicht beträchtlich sein, und Anpassungen bei den Bestandspositionen spielen bei der Erklärung der kurzfristigen Entwicklung des BIP eine wichtige Rolle. Die Vorratsinvestitionen können ohne weiteres mehr als 1 Prozentpunkt der Jahreswachstumsrate des BIP ausmachen, wobei jedoch zu beachten ist, daß die Qualität der Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu den Vorräten zweifelhaft ist.

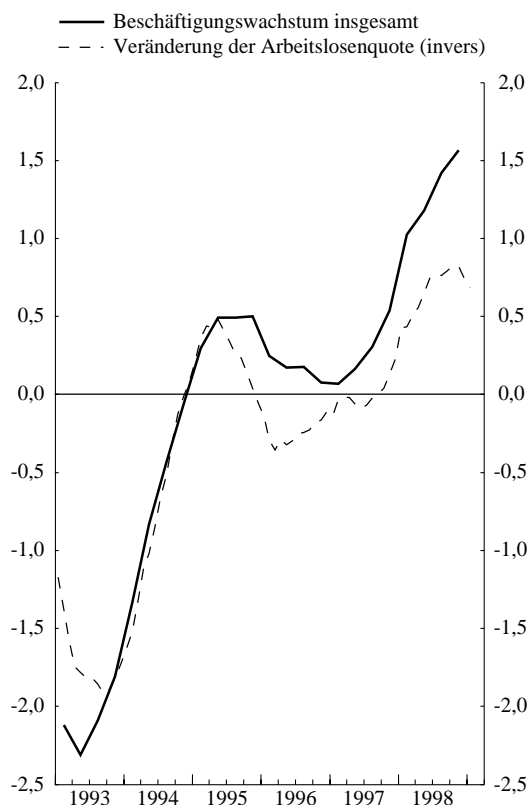
Indikatoren für die Angebotssituation

Wie bereits angemerkt, ergibt sich der Tendenz nach ein Druck auf die Preise, wenn Nachfrage und Produktion die Produktionskapazität der Wirtschaft übersteigen. Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt und die Kapazitätsauslastung liefern umfassende Hinweise auf die Knappheit des Angebots in Relation zur Nachfrage und weisen somit auf einen möglichen Preisdruck auf der Ebene der Faktorkosten und Erzeugerpreise hin. Gleichzeitig jedoch erklären diese Entwicklungen tendenziell das Verhalten von Löhnen und Gehältern bzw. Gewinnen. Damit wird die Doppelrolle deutlich, die einige Indikatoren bei der Erklärung von Preisveränderungen über Nachfrage und Einkommen einerseits sowie über die Kosten andererseits spielen können.

Die Arbeitslosenquote ist vermutlich der bekannteste Indikator für Anspannungen am Arbeitsmarkt, sie kann allerdings nicht als ein präzises zusammenfassendes Maß angesehen werden. Grundsätzlich deutet ein Rückgang

Abbildung 4 Beschäftigungswachstum und Veränderung der Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Veränderung der Arbeitslosenquote gegen Vorjahr in Prozentpunkten; Beschäftigung: Quartalswerte; Arbeitslosigkeit: Monatswerte)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Grundlage verfügbarer nicht-harmonisierter nationaler Statistiken und Angaben von Eurostat.

der Arbeitslosenquote auf eine Verringerung des Angebotsüberhangs bei den Arbeitskräften und somit eine verbesserte Verhandlungsposition der Arbeitnehmer hin. Obwohl die Trends der Arbeitslosigkeit und der Beschäftigung eindeutig miteinander verknüpft sind (siehe Abbildung 4), entsprechen die Veränderungen der Arbeitslosenquote nicht unbedingt den Veränderungen bei der Beschäftigung. Im Zeitraum seit Mitte 1997 hat sich das Beschäftigungswachstum insgesamt erheblich beschleunigt, und zwar auf eine Jahresrate von deutlich über 1 % (d. h. 2,2 Millionen Personen), während die Arbeitslosenquote im gleichen Zeitraum um insgesamt 1 Prozentpunkt (d. h. 1,4 Millionen Personen) zurückgegangen ist, nachdem sie in den vor-

angegangenen 1 ½ Jahren weitgehend unverändert geblieben war. Die Differenz von rund 800 000 Personen erklärt sich aus der Neigung vorher nicht arbeitslos gemeldeter Personen, neu oder wieder in das Erwerbsleben einzutreten, wodurch sich das Angebot an Arbeitskräften ohne Beschäftigung weiter erhöht hat.

Es besteht ferner ein Problem hinsichtlich der Verlässlichkeit der Arbeitslosenzahlen selbst als umfassendes Maß für die Flaute auf dem Arbeitsmarkt. Die von Eurostat veröffentlichte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet insgesamt wird nach Definitionen der IAO berechnet und umfaßt diejenigen Personen, die arbeitslos sind, aber aktiv nach einem Arbeitsplatz suchen. Die Bedeutung dieser Quote als Maß für die Anspannungen am Arbeitsmarkt und die Verhandlungsstärke bei Tarifgesprächen nimmt zu, je höher die Zahl der Arbeitslosen ist, die für die Arbeitgeber wegen ihrer Fähigkeiten und sonstigen Qualifikationen attraktiv erscheinen. Der erhebliche Anteil der Langzeitarbeitslosen läßt jedoch beispielsweise darauf schließen, daß eine große Zahl der Arbeitssuchenden nicht die notwendigen Qualifikationen besitzt, um die vorhandenen offenen Stellen zu besetzen. Eine solcher „mismatch“ auf dem Arbeitsmarkt zeigt sich teilweise auch darin, daß es gleichzeitig Arbeitslosigkeit und offene Stellen gibt. Diese Schlußfolgerung ist jedoch abhängig vom Grad der Flexibilität der Lohnhöhe und der Lohnstruktur.

Folglich deutet eine hohe Arbeitslosenquote an sich nicht auf einen Abwärtsdruck bei Löhnen und Gehältern hin. Aus Gründen, die mit der spezifischen Regulierung und den institutionellen Merkmalen der einzelnen Arbeitsmärkte zu tun haben, ist ein beträchtlicher Teil der gemessenen Arbeitslosigkeit strukturell bedingt. Verschiedene Schätzungen lassen darauf schließen, daß darin tatsächlich die Ursache für den Großteil der Arbeitslosigkeit im Euroraum zu sehen ist. Daraus ergibt sich, daß weniger die Höhe der Beschäftigung bzw. Arbeitslosigkeit als vielmehr deren Veränderung der am besten geeignete Indikator für einen Aufwärts- oder Abwärtsdruck bei

Löhnen und Gehältern ist. Soweit mit dem im vergangenen Jahr verzeichneten Rückgang der gemessenen Arbeitslosigkeit kein entsprechender Abbau der strukturellen Arbeitslosigkeit einhergeht, verstärken sich die Anspannungen am Arbeitsmarkt und der potentielle Druck auf die Löhne und Gehälter. Demzufolge tragen umfassende, auf eine höhere Flexibilität und den Abbau von Rigiditäten ausgerichtete Arbeitsmarktreformen sowohl zu mehr Beschäftigung als auch zur Eindämmung des Lohndrucks bei.

Ob Lohnsteigerungen eine direkte Bedrohung für die Stabilität der Kosten und Preise darstellen, hängt weitgehend von der entsprechenden Entwicklung der Produktivität ab. Lohnsteigerungen, die über dem Produktivitätszuwachs liegen, führen zu einem Anstieg der nominalen Lohnstückkosten. Dabei muß berücksichtigt werden, daß die Entwicklung der Produktivität in einem Konjunkturzyklus nicht grundsätzlich mit den Lohn- und Gehaltsforderungen synchron verläuft. Zu Beginn eines Konjunkturaufschwungs erhöht sich die Produktivität der Tendenz nach stark, während der Anstieg der Löhne und Gehälter aufgrund der rezessionsbedingt höheren Arbeitslosigkeit weiterhin moderat ist; in den späteren Phasen eines Aufschwungs verhält es sich umgekehrt. Dieses Phänomen verstärkt die konjunkturbedingte Entwicklung der Lohnstückkosten und wirkt sich auch auf die Entwicklung der Erzeugerpreise aus, soweit die Gewinnspannen nicht entsprechend angepaßt werden.

Es ist jedoch zu beachten, daß die Löhne und Gehälter nur eine Komponente der Gesamtkosten sind und sich in unterschiedlichem Maße und mit unterschiedlicher Zeitverzögerung auf die Erzeugerpreise auswirken können. Dies zeigt sich insbesondere in Betracht des schwach ausgeprägten Zusammenhangs, der aus Abbildung 5 ersichtlich ist. Je nachdem, wie sich beispielsweise die Rohstoffpreise entwickeln, muß sich ein Anstieg der Lohnstückkosten nicht unbedingt in einem Aufwärtsdruck bei den industriellen Erzeugerpreisen niederschlagen.

Ein Anstieg der marginalen Produktionskosten und somit ein Druck auf die Produktionspreise kann auch durch eine Steigerung der Kapazitätsauslastung angezeigt werden, da dies eine intensivere Nutzung der Maschinen und Ausrüstungen und somit höhere Wartungskosten sowie höhere Überstundenzuschläge für die Arbeitnehmer zur Folge hat (siehe Abbildung 6). Eine solche Analyse läßt darauf schließen, daß es eine „normale“ Auslastungsquote gibt, die im Zeitverlauf relativ stabil ist und oberhalb derer ein solcher Kostendruck entsteht. Zuweilen jedoch kann diese Beziehung relativ schwach ausgeprägt sein, und andere Faktoren können bei der Entwicklung der industriellen Erzeugerpreise eine größere Rolle spielen, so wie dies seit Mitte 1997 der Fall war.

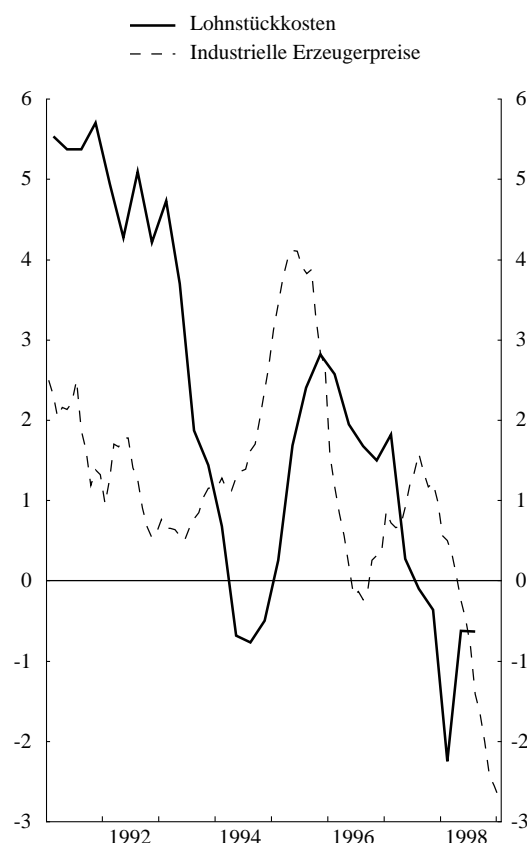
Eine Steigerung der Kapazitätsauslastung spiegelt auch eine Belebung der Nachfrage und Produktion im Verhältnis zur verfügbaren Kapazität wider und kann je nach der Struktur des Marktes, auf dem die einzelnen Unternehmen tätig sind, auf eine mögliche Ausdehnung der Margen hinweisen. Die aktuellen und erwarteten Gewinne sind ein wichtiger Faktor bei der Finanzierung von Investitionen, die ihrerseits notwendig sind, um die mit einer hohen Kapazitätsauslastung verbundenen Beschränkungen abzubauen.

Sonstige Faktoren

Weitere Informationen über den Preisdruck ergeben sich aus verschiedenen anderen Indi-

Abbildung 5
Lohnstückkosten und industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

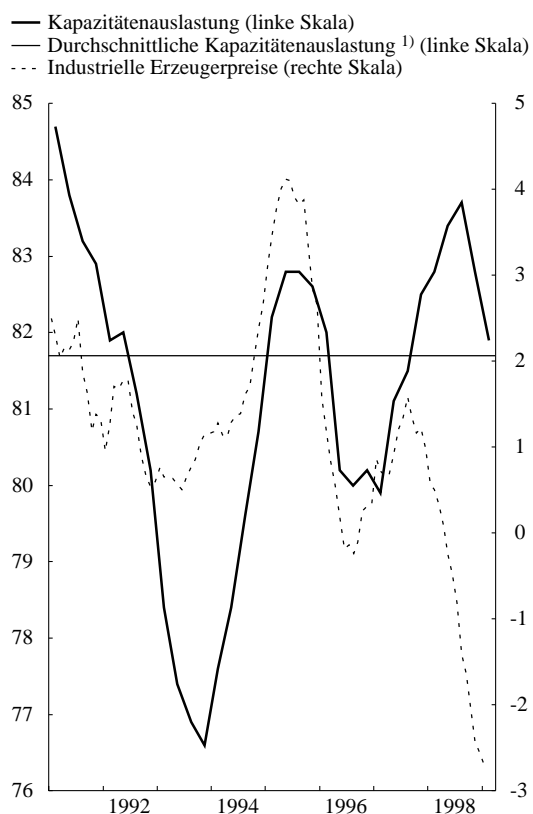
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte; Erzeugerpreise: Monatswerte)



Quellen: EZB-Berechnungen auf Grundlage verfügbarer nicht-harmonisierter nationaler Statistiken und Angaben von Eurostat.

Abbildung 6
Kapazitätsauslastung und industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(in %; Erzeugerpreise: Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte; Erzeugerpreise: Monatswerte)



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

1) Durchschnittliche Kapazitätsauslastung im Zeitraum ab 1985.

katoren. Darunter spielen außenwirtschaftliche Einflußgrößen eine wichtige Rolle. Die wirtschaftliche Entwicklung in der übrigen Welt beeinflußt die Exporte des Euro-Währungsgebiets und ist daher ein wichtiger Aspekt bei der Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Außenwirtschaftliche Faktoren können die Verbraucherpreise aber auch in direkterer Weise beeinflussen.

Die Preisentwicklung im Ausland wirkt auf die Preise von in Fremdwährung berechneten Importwaren. Inwieweit sich solche Veränderungen in den auf Euro lautenden Einfuhrpreisen widerspiegeln, hängt indessen von der Wechselkursentwicklung ab. Eine Veränderung der Importpreise wirkt sich sowohl direkt als auch indirekt auf die Verbraucherpreise aus. Einige Importgüter (z. B. Kaffee und Öl) gehen fast unmittelbar in den Verbrauch über und haben somit einen direkten Einfluß auf die Verbraucherpreise (proportional zu ihrem Gewicht im HVPI). Darüber hinaus können die Einfuhrpreise - wie oben erwähnt - auch die Kosten und Preise auf früheren Produktionsstufen beeinflussen, d. h. auf der Ebene der Erzeugerpreise, und dürften letztlich auch Auswirkungen auf die Verbraucherpreise haben.

Eine Aufwertung einer Währung verringert tendenziell den Einfluß einer gegebenen externen Preiserhöhung auf den Anstieg der Verbraucherpreise im Inland. Der Einfluß der Wechselkursentwicklung auf die Importpreise ist jedoch ebenfalls sehr vielschichtig. Er ist unter anderem abhängig von der Marktstruktur, der Preisgestaltung in den betreffenden Branchen und davon, ob die Unternehmen Wechselkursbewegungen als vorübergehend oder dauerhaft ansehen. Wenn zum Beispiel Importeure eine Wechselkursänderung als vorübergehend erachten, verzichten sie aufgrund des Wettbewerbsdrucks und der Anpassungskosten möglicherweise auf eine entsprechende Preisanpassung.

Die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung auf die Einfuhrpreise können auch je nach Kategorie der Importgüter unterschiedlich sein. Rohstoffe mit einem genau festgelegten

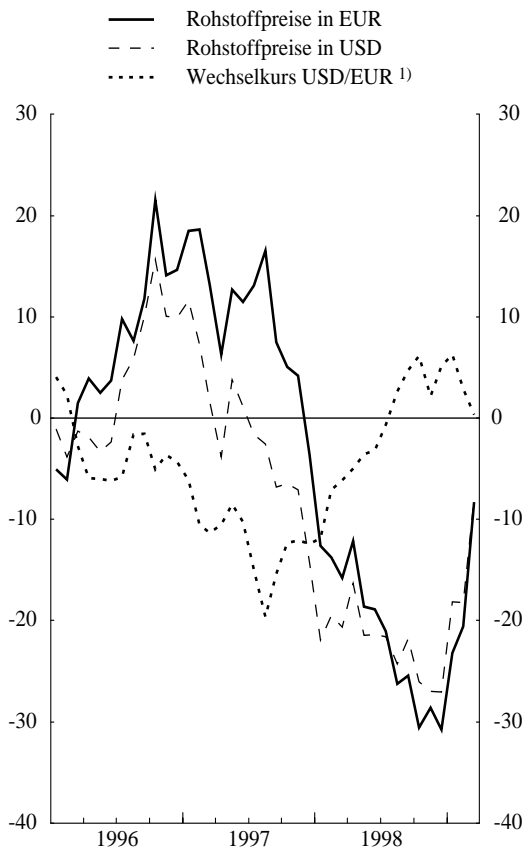
Weltmarktpreis in Fremdwährung (z. B. Ölpreise) bilden eine homogene Gruppe, bei der die Überwälzung relativ rasch und vollständig vor sich gehen dürfte. Bei heterogenen Produkten wie z. B. gewerblichen Erzeugnissen wird die Überwälzung jedoch durch die Höhe der Binnennachfrage und die Wettbewerbsintensität in den entsprechenden inländischen Sektoren beeinflußt. Sie kann daher selbst auf mittlere Sicht langwierig und unvollständig sein. Änderungen der Weltmarktpreise, die nicht durch die Wechselkursentwicklung ausgeglichen werden, beeinflussen ferner die Wettbewerbsposition, die sich wiederum auf den Außenbeitrag und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auswirkt.

Wie bereits erwähnt, war die Bedeutung außenwirtschaftlicher Faktoren für die Entwicklung der Verbraucherpreise in den letzten Jahren offenkundig. Der deutliche Rückgang der Rohstoffpreise in Fremdwährung seit Anfang 1997 wurde im Jahr 1997 fast durchweg durch eine Abwertung teilweise ausgeglichen. Infolgedessen sanken die in ECU ausgedrückten Rohstoffpreise 1997 in geringerem Maße als die in US-Dollar berechneten Preise (siehe Abbildung 7). Der anhaltende Rückgang der Rohstoffpreise im Jahresverlauf 1998 wurde dagegen durch eine Aufwertung verstärkt. Dementsprechend sanken die Rohstoffpreise in ECU im Jahresverlauf 1998 rascher als die Preise in US-Dollar. In den ersten Monaten des Jahres 1999 bewirkten sowohl die auf US-Dollar lautenden Rohstoffpreise als auch die Wechselkursentwicklung des Euro einen teilweisen Umschwung und führten zu einem relativen Anstieg der Einfuhrpreise.

Die Rohstoffe, die fast unmittelbar in den Verbrauch übergehen, hatten 1998 direkte Auswirkungen auf die Verbraucherpreise, insbesondere die Verbraucherpreise für Energie. Zudem hatte der Rückgang der Rohstoffpreise, und hier erneut vor allem der Energiepreise, auch niedrigere industrielle Erzeugerpreise zur Folge. Während die niedrigeren Rohstoffpreise in den Branchen mit einem relativ hohen Anteil von Zwischenprodukten (z. B. im Vorleistungsgütergewerbe)

Abbildung 7
Rohstoffpreise und der Wechselkurs

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg, und EZB-Berechnungen.

1) USD/ECU bis Dezember 1998.

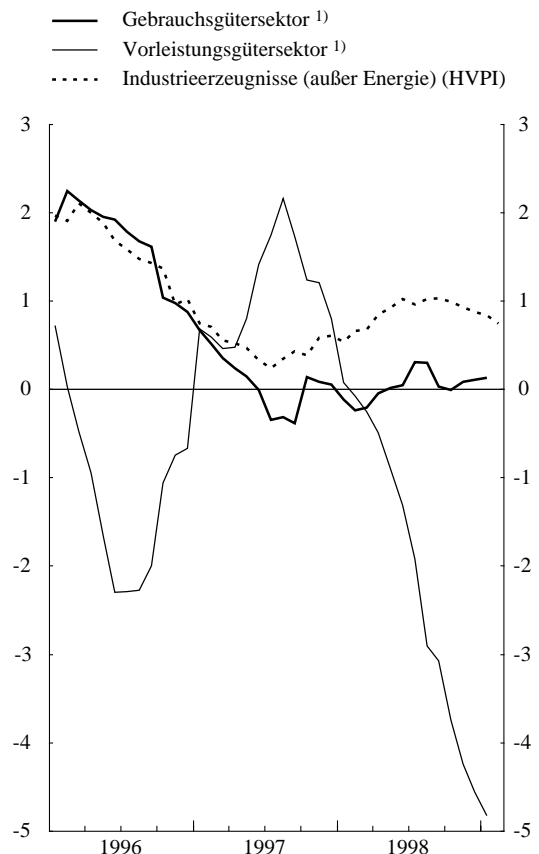
einen deutlichen Einfluß auf die industriellen Erzeugerpreise hatten, waren die Auswirkungen in Branchen mit relativ geringem Anteil von Zwischenprodukten eher gedämpft, wie die industriellen Erzeugerpreise für Gebrauchsgüter zeigen (siehe Abbildung 8). Der relativ moderate Rückgang der Jahresrate bei diesen Preisen erklärt teilweise die weitgehend stabile Entwicklung der Preise für Industrieerzeugnisse außer Energie im HVPI.

Neben außenwirtschaftlichen Faktoren können die Verbraucherpreise auch durch Veränderungen bei den Kosten beeinflusst werden, die speziellerer Natur sind, wie z. B. veränderte Witterungsbedingungen, die zu einer erheblichen Volatilität bei den Preisen für saisonabhängige Nahrungsmittel führen können. Überdies können auch Änderungen

in der Finanzpolitik die Preisentwicklung beeinflussen. Dazu zählen z. B. Änderungen bei den indirekten Steuern und Subventionen. Preisimpulse von staatlicher Seite können auch mit Änderungen bei den Einkommensteuern, Vermögensteuern und insbesondere den Lohnnebenkosten in Zusammenhang stehen. Sozialabgaben sind der größte Bestandteil der Lohnnebenkosten. Sie beeinflussen die vom Arbeitgeber zu zahlenden Bruttoeinkommen je Arbeitnehmer und haben daher direkte Auswirkungen auf die gesamten Arbeitskosten der Unternehmen. Wie bereits erwähnt, kann der Einfluß solcher Faktoren als vorübergehend eingestuft werden, da sie der Tendenz nach nur eine einmalige Wirkung auf das Preisniveau haben. Sie können jedoch trotzdem einen Preisdruck bewirken

Abbildung 8
Industrielle Erzeugerpreise und Industrieerzeugnisse (außer Energie) im HVPI im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

1) Industrielle Erzeugerpreise.

bzw. einen bestehenden Preisdruck verstärken und müssen daher genau beobachtet werden. Überdies können sich aus der Finanzpolitik auch grundlegendere Auswirkungen ergeben, insbesondere wenn sie als langfristig nicht tragbar erachtet wird.

Schließlich gibt es weitere Arten von Schocks, die darüber hinaus das Angebot und die Nachfrage in der Gesamtwirtschaft und damit das Preisklima beeinflussen können. Zum einen können politische Ereignisse erhebliche Ver-

änderungen bei Nachfrage und Kosten und somit bei der Preisentwicklung mit sich bringen. Ein Beispiel hierfür ist die Vereinigung Deutschlands im Jahr 1990. Zum anderen beeinflussen Schocks auf Finanzmärkten, wie z. B. die drastische Abwertung des mexikanischen Peso im Jahr 1994 sowie zahlreicher asiatischer Währungen im Jahr 1998, die Verbraucherpreise in der übrigen Welt über niedrigere Preise für importierte Konsumgüter und indirekt durch deren Wirkung auf den Außenbeitrag.

4 Schlußbemerkung

Die zweite Säule der Geldpolitik des Eurosystems besteht in einer „breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet insgesamt“. Diese beinhaltet eine breit angelegte Analyse aller verfügbaren Konjunktur- und Finanzmarktdaten. Wie oben erläutert wurde, spielen kurzfristige Konjunkturindikatoren neben Finanzmarktindikatoren, Umfragedaten und Inflationspro-

gnosen innerhalb der zweiten Säule eine bedeutende Rolle. Doch eine solche Analyse darf keineswegs als rein mechanisch angesehen werden. Vielmehr muß sie die komplexe Beziehung zwischen diesen Variablen und der Preisentwicklung vor dem Hintergrund der institutionellen und strukturellen Veränderungen, die sich neben anderen Faktoren aus der Einführung des Euro ergeben, berücksichtigen.

Der Bankensektor im Euroraum: strukturelle Merkmale und Entwicklungen

In den letzten zehn Jahren etwa hat sich der Wettbewerb im Bankensektor sowohl in den Ländern, die nunmehr das Euro-Währungsgebiet bilden, als auch in anderen Ländern erheblich verschärft. Ausschlaggebend hierfür sind eine Reihe fundamentaler Entwicklungen, die den Wandel im Finanzsystem vorantreiben. Die wichtigsten Faktoren in diesem Zusammenhang sind die Liberalisierung des Finanzsektors, Innovationen, der technische Fortschritt und eine Diversifizierung bei den Spar- und Vermögensanlagen. Die Einführung des Euro dürfte das Entstehen eines genuinen Binnenmarkts für Finanzdienstleistungen beschleunigen und damit als Katalysator für eine weitere Verschärfung des Wettbewerbs und strukturellen Wandels im Bankensektor wirken. Allerdings werden wohl Zeitpunkt und Art der Auswirkungen, die der Euro auf die verschiedenen Arten von Finanzdienstleistungen und Finanzmärkten hat, merklich variieren. Wie sich zeigte, hat sich sehr rasch ein gemeinsamer Geldmarkt im Euroraum etabliert, während der Markt für Dienstleistungen im Retail Banking aufgrund einer Vielzahl fiskalischer, rechtlicher und kultureller Unterschiede, aber auch aufgrund von Unterschieden in der Geschäftsabwicklung immer noch stark segmentiert ist. Das Geschäft im Retail Banking ist in den Ländern des Euroraums größtenteils in den Händen nationaler Institute verblieben.

I Beobachtung des Bankensektors im Euro-Währungsgebiet

Zusammen mit den Gesetzen auf EU-Ebene, durch die die Bereitstellung grenzüberschreitender Finanzdienstleistungen in der Europäischen Union liberalisiert wurde, erleichtert die Einführung des Euro die Entwicklung einer stärker integrierten und wettbewerbsfähigeren Kreditwirtschaft im Euroraum. Dies dürfte zu weiteren strategischen Anpassungen seitens der Banken und damit zu weiteren strukturellen Veränderungen im Bankensektor führen. Der Trend zu einer stärkeren Konsolidierung und Konzentration, die über Bankfusionen sowie Übernahmen und Beteiligungen (Mergers and Acquisitions) erfolgt, ist das sichtbarste Zeichen für diesen Anpassungsprozeß.

In den ersten Wochen und Monaten nach der Umstellung auf den Euro hat sich ein weitgehend integrierter und äußerst wettbewerbsfähiger gemeinsamer Geldmarkt im Euroraum herausgebildet, da sich die Banken in ihren Mitteldispositionen dem neuen Umfeld angepaßt und auch verstärkt das neue TARGET-System für grenzüberschreitende Zahlungen genutzt haben. Unterschiedliche Tagesgeldsätze im Euro-Währungsgebiet spiegeln nunmehr hauptsächlich Unterschiede in der Bonität der Banken und nicht des Landes, in dem die Tagesgelder aufgenommen oder ausgeliehen werden, wider. Dies zeigt, daß der Tagesgeldmarkt begonnen hat, im gesamten Euroraum reibungslos zu funktionieren, und

ist ein Beispiel dafür, wie grundlegend sich die Funktionsweise der Finanzmärkte durch den Übergang zum Euro und einer einheitlichen Geldpolitik verändern könnte.

Zeitpunkt und Art der Auswirkungen des Euro werden aber wohl bei den verschiedenen Finanzdienstleistungen und Märkten erheblich voneinander abweichen. Wie zur Zeit zu beobachten ist, scheinen allerdings - anders als beim Geldmarkt und bei vielen sonstigen Geschäften im Wholesale Banking - fiskalische, rechtliche und kulturelle Aspekte sowie Unterschiede in der Geschäftsabwicklung die Segmentierung der nationalen Märkte für Dienstleistungen im Retail Banking zu zementieren. Der Markt für Hypothekenkredite ist hierfür ein gutes Beispiel: Er unterliegt nach wie vor in erheblichem Maße nationalen Regelungen sowie unterschiedlichen Vorschriften bei der Besteuerung, den Subventionen und Verwaltungsverfahren. Die Tatsache, daß man sich mit den auf den nationalen Märkten herrschenden Bedingungen vertraut machen muß und daß die Entwicklung standardisierter „gesamteuropäischer“ Bankprodukte Schwierigkeiten bereitet, behindert grenzüberschreitende Aktivitäten. Je eher diese Unterschiede abgebaut werden, desto schneller kann erwartet werden, daß die gemeinsame Währung zum Zusammenwachsen der Märkte für Dienstleistungen im Retail Banking beiträgt.

Das Eurosystem hat ein ausgeprägtes Interesse an Entwicklungen in der Kreditwirtschaft, die Auswirkungen auf die Stabilität des Bankensystems und das Funktionieren von Zahlungsverkehrssystemen haben (siehe Kasten I) - beides Faktoren, die für eine erfolgreiche Durchführung der Geldpolitik im Euroraum von Bedeutung und mit den übrigen Aufgaben des Eurosystems eng verbunden sind (siehe Artikel 105 Absatz 2 und Artikel 105 Absatz 5 EGV). Vor diesem Hintergrund werden in diesem Artikel zunächst die strukturellen Merkmale der Banken-

systeme des Euro-Währungsgebiets beschrieben und dann einige Entwicklungen erörtert, die durch die Einführung des Euro ausgelöst werden könnten. Die Ausführungen stützen sich auch in erheblichem Maße auf eine neuere EZB-Publikation mit dem Titel „Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“, die die zu erwartenden längerfristigen Entwicklungen in der Kreditwirtschaft auf der Grundlage einer umfassenden Erhebung von Daten aus nationalen Quellen analysiert.

Kasten I

Beobachtung der Entwicklungen in der Kreditwirtschaft aus der Sicht des Eurosystems

Das Eurosystem - die EZB und die nationalen Zentralbanken (NZBen) des Euro-Währungsgebiets - hat ein begründetes Interesse daran, die Entwicklungen im Bankensektor des Euroraums genau zu verfolgen. Erstens sind die strukturellen Merkmale des Bankensektors und Entwicklungen, die seine Stabilität beeinflussen, für das Eurosystem wegen ihrer Bedeutung für den geldpolitischen Transmissionsmechanismus von Interesse. Struktur und Stabilität des Bankensektors können sich insbesondere auf die gesamtwirtschaftliche Leistung, die Effizienz bei der Durchführung geldpolitischer Maßnahmen und das Funktionieren von Zahlungsverkehrssystemen auswirken. Bemerkenswert ist in dieser Hinsicht, daß sich alle Zentralbanken großen Sachverstand erworben haben und in ihrem geldpolitischen Zuständigkeitsbereich, unabhängig von ihren aufsichtsrechtlichen Befugnissen, Informationen über das Bankensystem erheben, wobei sie besonders die den Bankensektor und das Finanzsystem insgesamt betreffenden strukturellen Eigenheiten und Fragen der Stabilität analysieren. Sie tragen damit der Tatsache Rechnung, daß Banken das wichtigste Glied im geldpolitischen Transmissionsmechanismus darstellen, da sie zum einen die Geschäftspartner des Eurosystems bei geldpolitischen Operationen sind und Gelder an das Publikum weiterreichen und zum anderen die Hauptsammelstellen für Einlagen sind, die eine gewichtige Komponente der vom Eurosystem überwachten Geldmengenaggregate bilden.

Zweitens ist das Eurosystem an Entwicklungen, die die Stabilität des Bankensystems beeinflussen könnten, im Hinblick auf die im EG-Vertrag (Artikel 105 Absatz 5) festgelegte Aufgabe interessiert. Dort heißt es: „Das ESZB trägt zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei.“ Das Eurosystem kann hierzu vor allem durch die Überwachung der Stabilität des Bankensektors des Euroraums und durch Vorschläge zur Stärkung der Stabilität des Finanzsystems beitragen. Dieser Aufgabe widmet es sich mit Unterstützung des Ausschusses für Bankenaufsicht, der sich aus Vertretern der NZBen und der Bankenaufsichtsbehörden der EU-Länder, die entweder Teil der betreffenden nationalen Zentralbanken oder sonstige Aufsichtsbehörden sind, zusammensetzt.

2 Strukturmerkmale des Bankensektors im Euro-Währungsgebiet

In diesem Abschnitt werden die gegenwärtigen Strukturmerkmale des Bankensektors im Euro-Währungsgebiet anhand verschiedener Indikatoren skizziert. Da diese Merkmale von Land zu Land sehr unterschiedlich sein können, werden auch Informationen über jeweils nationale Eigenheiten zugrunde gelegt.

Wachsender Bankensektor gemessen an der Summe der Aktiva

Die Größe eines Bankensektors läßt sich anhand der Bilanzsumme der Banken beschreiben, die die Intermediationstätigkeit der Banken, d. h. die Mittelbereitstellung für die verschiedenen Wirtschaftszweige, widerspiegelt. Die aggregierte Bilanz der Monetären Finanzinstitute (MFIs) im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem) wies Ende 1998 einen Stand von 14 233 Mrd € (siehe Tabelle 1) auf (statistische Abgrenzung siehe Kasten 2). Dieser Betrag liegt nur geringfügig über der Summe der Aktiva der im Euro-Währungsgebiet ansässigen Kreditinstitute. Die Aktiva und Passiva des MFI-Sektors gegenüber den Nicht-MFIs bleiben jedoch deutlich unter der genannten Zahl, da viele Aktiva und Passiva aus den Geschäften zwischen MFIs selbst resultieren. (Siehe auch Tabelle 2.3 im Statistikteil dieses Monatsberichts.)

Aus den nationalen Quellenangaben geht hervor, daß 1985 die Summe der Aktiva des Bankensektors gemessen jeweils an der Summe der Aktiva von Kreditinstituten, die damals in den Ländern des heutigen Euro-Währungsgebiets ansässig waren, 176 % des BIP ausmachte. Ende 1997 betrug dieser Anteil bereits 234 %. Diese Entwicklung zeigt, daß der Bankensektor ein erheblich stärkeres Wachstum aufwies als die Gesamtwirtschaft. Außerdem war ein starkes Wachstum bei den Derivat- und Garantieschäften und bei sonstigen bilanzunwirksamen Geschäften der Banken, die nicht in den oben genannten Statistiken erfaßt werden, zu beobachten; daher geben die Änderungen in der Summe der Aktiva den

veränderten Umfang der von den Banken angebotenen Dienstleistungen nicht voll wieder.

Auf der Aktivseite dominieren die Kredite

Die wichtigste Komponente der aggregierten Aktiva der MFIs im Euro-Währungsgebiet bilden nach wie vor Kredite. Ende 1998 lag der Anteil der Kredite, die an Ansässige innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets gewährt wurden, an den gesamten Aktiva bei 73 % (siehe Tabelle 1). Der Gesamtbestand an Schuldverschreibungen machte 16 % der gesamten Aktiva aus, während auf Aktien und sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen lediglich ein Anteil von 3 % entfiel. Anlagen in Schuldverschreibungen nahmen 1998 stärker zu als das Kreditvolumen, doch die Dividendenwerte und Beteiligungen waren die Aktivposition mit der höchsten Zuwachsrates; eine Entwicklung, die teilweise die im Jahresverlauf insgesamt gestiegenen Aktienkurse widerspiegelt. Zwei Merkmale fallen bei der Zusammensetzung der Aktiva besonders auf. Zum einen machen Interbankkredite mehr als 20 % der gesamten Aktiva (bzw. über 30 % der gesamten Kredite) aus und sind somit die zweitgrößte Aktivposition nach den Krediten an den privaten Nichtbankensektor (d. h. private Haushalte und Unternehmen). Zum anderen spielt für die Banken im Euro-Währungsgebiet die Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte eine relativ bedeutende Rolle (rund 15 % der gesamten Aktiva), wenn man sowohl die Kredite als auch den Erwerb von Wertpapieren öffentlicher Emittenten berücksichtigt. Tatsächlich wurden fast die Hälfte aller Schuldverschreibungen im Besitz der MFIs von öffentlichen Emittenten begeben. Dabei handelt es sich in erster Linie um Schuldverschreibungen der jeweiligen nationalen Regierung.

Im allgemeinen sind die Aktiva der MFIs im Euro-Währungsgebiet noch vorwiegend inländischen Ursprungs. Kredite und Wertpapierbestände aus Geschäften mit Ansässigen aus

Tabelle I**Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem)***(Mrd EUR)*

	Ende 1997	Anteil in %	Ende 1998	Anteil in %
Aktiva insgesamt	13 366,4	100,0	14 233,2	100,0
Kassenbestand	36,5	0,3	37,2	0,3
Kredite	9 748,2	72,9	10 318,1	72,5
<i>darunter:</i>				
Inland	7 716,8	57,7	8 215,3	57,7
Restliches Euro-Währungsgebiet	719,3	5,4	832,7	5,9
Übrige Welt	1 312,1	9,8	1 270,0	8,9
Schuldverschreibungen ¹⁾	2 099,5	15,7	2 292,5	16,1
<i>darunter:</i>				
Inland	1 559,7	11,7	1 630,2	11,5
Restliches Euro-Währungsgebiet	308,9	2,3	403,0	2,8
Übrige Welt	231,0	1,7	259,2	1,8
Geldmarktpapiere	99,6	0,7	102,6	0,7
<i>darunter:</i>				
Inland	82,0	0,6	83,7	0,6
Restliches Euro-Währungsgebiet	17,5	0,1	18,9	0,1
Aktien sowie sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	379,8	2,8	481,6	3,4
<i>darunter:</i>				
Inland	289,6	2,2	365,1	2,6
Restliches Euro-Währungsgebiet	40,3	0,3	57,9	0,4
Übrige Welt	50,0	0,4	58,6	0,4
Sachanlagen	238,9	1,8	243,3	1,7
Sonstige Aktivpositionen	763,9	5,7	757,9	5,3
Passiva insgesamt	13 366,4	100,0	14 233,2	100,0
Bargeldumlauf	0,4	0,0	0,4	0,0
Einlagen	9 148,7	68,4	9 749,2	68,5
<i>darunter:</i>				
Inland	6 900,8	51,6	7 243,6	50,9
Restliches Euro-Währungsgebiet	864,8	6,5	989,4	7,0
Übrige Welt	1 383,0	10,3	1 516,2	10,7
Geldmarktfondsanteile	252,0	1,9	244,2	1,7
Schuldverschreibungen	1 925,1	14,4	2 091,0	14,7
Geldmarktpapiere	138,8	1,0	165,3	1,2
Kapital und Rücklagen	687,5	5,1	727,5	5,1
Sonstige Passivpositionen	1 214,0	9,1	1 255,6	8,8

*Quelle: EZB (Angaben aus der Bilanz der MFIs).**1) Wertpapiere ohne Aktien.*

Ländern des Euro-Währungsgebiets, die nicht aus dem Sitzland des betreffenden MFIs stammen, machten Ende 1998 9 % der gesamten Aktiva aus. Allerdings nahmen die Kredite an Ansässige aus anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets sowie die entsprechenden Bestände an Schuldverschreibungen 1998 um 20 % zu und stiegen damit weitaus stärker als die entsprechenden inländischen Aktiva. Die Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets bestanden größtenteils aus Krediten und betragen 11 % der Aktiva insgesamt. Diese Aktiva begannen sich im

Lauf der zweiten Jahreshälfte 1998 rückläufig zu entwickeln, was in erster Linie als Folge der Krisen in den Schwellenländern betrachtet werden kann. Nach den von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) veröffentlichten Zahlen machte die Kreditvergabe (d. h. Direktkredite und Wertpapierkredite) an Schwellen- und Entwicklungsländer (vor allem an lateinamerikanische und asiatische Länder) sowie an Rußland Mitte 1998 rund 25 % der Aktiva von Banken im Euroraum gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets aus.

Einlagen als wichtigste Quelle der Mittelbeschaffung

Die Einlagen machten Ende 1998 69 % der gesamten Passiva der MFIs aus (siehe Tabelle I), wovon ein großer Anteil auf Interbankeinlagen entfiel. Dies zeigt, wie bedeutsam die Interbankbeziehungen für die Banken im Euro-Währungsgebiet sind. Den Löwenanteil der gesamten Einlagen (74 %) stellt der inländische Markt. Diese Einlagen sind weitgehend gleichmäßig über das Fristenspektrum, d. h. täglich fällige Einlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit sowie mit vereinbarter Kündigungsfrist, verteilt. Allerdings nahmen Einlagen von Ansässigen aus Ländern des Euro-Währungsgebiets, die nicht aus dem Sitzland des betreffenden MFIs stammen, 1998 stärker zu als Einlagen von Inländern. Von MFIs begebene Schuldverschreibungen machten Ende 1998 15 % der Summe der Passiva aus; auf Kapital und andere Rücklagen entfielen 5 %. Die öffentlich verfügbaren Daten zu den risikogewichteten Aktiva, die für die größeren Banken im Euro-Währungsgebiet vor-

liegen, zeigen, daß die durchschnittlichen Eigenkapitalquoten (d. h. die Koeffizienten aus Eigenkapital und den risikogewichteten Aktiva) in den letzten Jahren tendenziell gestiegen sind.

Auch wenn historische Daten in vergleichbarer Form nur in begrenztem Umfang vorliegen, läßt sich die wachsende Bedeutung von Schuldverschreibungen für Kreditvergabe und Refinanzierung an den Veränderungen der Aktiv- und Passivseite der MFIs im Euro-Währungsgebiet erkennen. Außerdem scheint der Anteil der Aktiva und Passiva gegenüber Ansässigen in anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets schneller zu steigen als der entsprechende Anteil der inländischen Aktiva und Passiva.

Unterschiede in der institutionellen Struktur

Der Bankensektor im Euro-Währungsgebiet weist immer noch große Unterschiede hin-

Kasten 2

Die wichtigsten statistischen Quellen der EZB zur Beobachtung der Entwicklung in der Kreditwirtschaft

Für die vorliegende Analyse wurden harmonisierte Daten aus der zu geldpolitischen Zwecken erstellten Geld- und Bankenstatistik für das Euro-Währungsgebiet verwendet, die im Statistikteil dieses Monatsberichts sowie auf der Website der EZB veröffentlicht werden und deren Abgrenzung sich nach der Verordnung der Europäischen Zentralbank vom 1. Dezember 1998 über die Konsolidierte Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute (EZB/1998/16) richtet. Der Berichtskreis dieser Statistik, d. h. die Monetären Finanzinstitute (MFIs), umfaßt die im Euro-Währungsgebiet ansässigen Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts sowie alle anderen gebietsansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Zu diesen anderen gebietsansässigen Finanzinstituten gehören vor allem Geldmarktfonds. Zu statistischen Zwecken konsolidieren die MFIs das Geschäft ihrer sämtlichen Niederlassungen (Zentrale, Tochtergesellschaften und/oder Zweigstellen) im gleichen Sitzland.

Zur Zeit kann sich die Analyse der längerfristigen Entwicklungen im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets nur auf Datenmaterial stützen, das aus nationalen Quellen stammt. Diese nationalen Angaben können lückenhaft sein und wurden in der Regel nicht anhand einer harmonisierten statistischen Grundlage erhoben. Daher sollten die aus nationalen Quellen stammenden Daten in den Tabellen 3 bis 7 dieses Beitrags, insbesondere bei Ländervergleichen, mit Vorsicht interpretiert werden. Die weitere Harmonisierung der Bankenstatistik bleibt eine wichtige Aufgabe für die Zukunft. Ferner ist anzumerken, daß der Berichtskreis der Kreditinstitute in den Tabellen 3 bis 7 nicht ganz mit dem von der EZB veröffentlichten MFI-Verzeichnis übereinstimmt.

sichtlich der nationalen und manchmal sogar der lokalen Merkmale auf. In einigen Ländern liegt ein großer Teil des Bankgeschäfts in den Händen einiger weniger überregional tätiger Banken, während in anderen der Marktanteil der überregional tätigen Banken eher gering ist. Insgesamt waren im Euro-Währungsgebiet Anfang April 1999 nach dem von der EZB veröffentlichten MFI-Verzeichnis (siehe Tabelle 2) 8 249 Kreditinstitute tätig. Hier schlägt die große Anzahl der Sparkassen und Kreditgenossenschaften - die häufig auf lokaler Ebene tätig sind - sowie der Spezialkreditinstitute in einigen Ländern zu Buche. Demgegenüber ist die Anzahl der überregional tätigen Institute, gemessen an der Gesamtanzahl der Institute, relativ gering. In den Vereinigten Staaten, die ungefähr so viele Einwohner wie das Euro-Währungsgebiet haben, ist die Anzahl der Kreditinstitute sogar noch höher, da dort laut den von der *Federal Deposit Insurance Corporation* (amerikanische Bundeseinlagenversicherung) veröffentlichten Angaben Ende 1998 über 10 400 (beim FDIC) versicherte Geschäftsbanken und Sparkassen gezählt wurden. Ferner waren laut Angaben der *National Credit Union Administration* in den USA fast 11 000 versicherte Kreditgenossenschaften registriert. Diese zersplitterte Struktur des Bankwesens ist offensichtlich auf die amerikanischen Rechtsvorschriften zurückzuführen, die den geographischen Tätigkeitsbereich von Banken einschränken.

Tabelle 2
Anzahl der Kreditinstitute,
Stand: 1. April 1999

BE	121
DE	3 218
ES	395
FR	1 210
IE	78
IT	933
LU	210
NL	612
AT	899
PT	228
FI	345
Insgesamt	8 249

Quelle: „List of Monetary Financial Institutions (MFIs) in the European Union and institutions subject to the Eurosystem's minimum reserve requirements“ vom April 1999 unter der Schaltfläche „MFIs and assets“ auf der Website der EZB (<http://www.ecb.int>).

Starke Konsolidierungstendenzen im Inland

Wie aus den nationalen Daten ersichtlich wird, ist die Anzahl der Kreditinstitute insbesondere seit Anfang der neunziger Jahre tendenziell zurückgegangen, was den anhaltenden Konsolidierungsprozeß in der heimischen Kreditwirtschaft widerspiegelt. Im Jahr 1985 wurden mehr als 11 200 Kreditinstitute in den gegenwärtigen Teilnehmerländern des Euro-Währungsgebiets gezählt. Die gesunkene Zahl der Kreditinstitute ist eher auf Fusionen als auf Schließungen von bestehenden Instituten zurückzuführen. Es gab zum einen „offensive“ Fusionen, an denen mindestens ein großer Marktteilnehmer beteiligt war und die dazu dienen sollten, die Bank an den Finanzmärkten neu zu positionieren oder sie auf eine Größe anwachsen zu lassen, die es ihr beispielsweise erleichtert, gewinnbringend in moderne Banktechnologien zu investieren oder in neuen Geschäftsbereichen tätig zu werden. Zum anderen fanden, insbesondere zwischen kleineren Kreditinstituten, „defensive“ Fusionen statt, um Überkapazitäten abzubauen, die Eigenkapital- und Großkreditvorschriften zu erfüllen oder Eigenkapitalprobleme zu lösen, die auf notleidende Kredite oder begrenzten Zugang zu neuem Aktienkapital zurückzuführen waren. Der größte Rückgang in der Anzahl der Institute war allerdings bei den Kreditgenossenschaften und Sparkassen zu beobachten, während die Anzahl der Geschäftsbanken seit Mitte der achtziger Jahre sogar gestiegen ist. Dies spiegelt die Gründung neuer Banken sowie die bei Sparkassen und Kreditgenossenschaften vorgenommene Umwandlung der Unternehmensform in eine GmbH in einigen Ländern wider.

Der Konsolidierungsprozeß im Finanzdienstleistungssektor ist ein weltweites Phänomen und legt den Schluß nahe, daß er nicht nur mit den Auswirkungen der EU-Gesetzgebung und der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) im Zusammenhang steht, sondern auch auf den verschärften weltweiten Wettbewerb und die Notwendigkeit von Effizienzsteigerungen und Kostensenkungen

Tabelle 3**Konzentration auf nationaler Ebene: die Aktiva der fünf größten Kreditinstitute in % der gesamten Aktiva der inländischen Kreditinstitute**

	1985	1990	1995	1997
BE	48,0	48,0	54,0	57,0
DE	.	13,9	16,7	16,7
ES	38,1	34,9	45,6	43,6
FR	46,0	42,5	41,3	40,3
IE	47,5	44,2	44,4	40,7
IT	20,9	19,1	26,1	24,6
LU	.	.	21,2	22,4
NL	69,3	73,4	76,1	79,4
AT	35,9	34,6	39,2	48,3
PT	61,0	58,0	74,0	76,0
FI	51,7	53,5	68,6	77,8

Quelle: Veröffentlichung der EZB „Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“ vom Februar 1999.

zurückzuführen ist. Daneben hat die günstige längerfristige Entwicklung am Aktienmarkt Neuemissionen erleichtert und zur Finanzierung von Mergers and Acquisitions beigetragen.

Der Konsolidierungstrend ist in fast allen Ländern des Euro-Währungsgebiets zu beobachten und hat auf nationaler Ebene, insbesondere in den kleineren Ländern, die Konzentration der Bankgeschäfte in den Händen der größten Institute erheblich verstärkt (siehe Tabelle 3). Jedoch hängt eine sinnvolle Analyse des Konzentrationsprozesses von der angemessenen Abgrenzung des maßgeblichen Markts ab, der je nach betreffender Bankdienstleistung unterschiedlich ist. Bei einigen Dienstleistungen im Retail Banking kann der maßgebliche Markt nach wie vor der Heimatmarkt sein, obwohl „Direkt“- oder „Fern“-Bankentechniken wie Telefon- oder Internet-Banking den maßgeblichen Markt geographisch gesehen erweitern, während bei anderen Dienstleistungen im Wholesale Banking der jeweilige Markt bereits den einheitlichen Währungsraum oder möglicherweise ein noch größeres Gebiet umfaßt. Daher sind zwar in großen Ländern die Konzentrationstendenzen auf nationaler Ebene geringer, dies muß jedoch in vergleichbaren lokalen

Märkten nicht zwangsläufig der Fall sein. Die Fusionen haben den Konzentrationsprozeß im Jahr 1998 noch weiter verstärkt, insbesondere in Spanien, Frankreich und Italien; dieser Trend setzt sich fort.

Zwar haben die Einführung des Binnenmarkts und der WWU Erwartungen bezüglich grenzüberschreitender Fusionen genährt, jedoch fand der Konsolidierungsprozeß bisher in erster Linie in der heimischen Kreditwirtschaft statt. Grenzüberschreitende Mergers and Acquisitions bei den großen Universalbanken waren eher die Ausnahme, obwohl es in jüngster Zeit einige derartige Transaktionen gegeben hat. Grenzüberschreitende Mergers and Acquisitions wurden bisher in erster Linie durchgeführt, um leichter in speziellen Marktnischen statt im „Massen“-Segment des Retail-Markts zu expandieren.

Wenig Änderung bei der Gesamtkapazität

Während die Anzahl der Kreditinstitute fast überall zurückgegangen ist, zeigen traditionelle Meßgrößen der Bankkapazität - Zweigstellen und Beschäftigte pro Anzahl der Einwohner - ein weitaus differenzierteres Bild, wobei es zwischen den einzelnen Ländern beträchtliche Unterschiede bezüglich des Stands und der Tendenz im Euro-Währungsgebiet (siehe Tabelle 4) gibt. Hierbei sollte berücksichtigt werden, daß der Aussagewert von Ländervergleichen durch unterschiedliche Größe und Geschäftstätigkeit der Zweigstellen beeinträchtigt wird; dies zeigt sich auch darin, daß die Länder mit der größten Anzahl an Zweigstellen pro Einwohner nicht zwangsläufig die meisten Bankangestellten pro Einwohner haben.

Abgesehen von wenigen Ausnahmen hat die rückläufige Anzahl an Banken bisher nicht zu entsprechenden Rückgängen bei der Anzahl an Zweigstellen und Beschäftigten geführt. Insgesamt hat sich die Anzahl der Zweigstellen im Euro-Währungsgebiet bis Ende 1997 bei rund 160 000 (rund 0,6 pro 1 000 Einwohner) eingependelt. Die Anzahl der Bank-

Tabelle 4**Kreditinstitute: Anzahl der Zweigstellen und Beschäftigten pro 1 000 Einwohner**

	1985		1990		1995		1997	
	Zweig- stellen	Beschäftigte	Zweig- stellen	Beschäftigte	Zweig- stellen	Beschäftigte	Zweig- stellen	Beschäftigte
BE	0,87	7,26	0,90	7,94	0,76	7,56	0,72	7,57
DE	0,61	9,46	0,63	11,10	0,59	9,28	0,57	9,16
ES	0,76	6,06	0,83	6,22	0,93	6,35	0,97	6,29
FR	0,47	7,71	0,45	7,63	0,44	7,05	0,44	6,89
IE	0,24	4,23	0,27	4,99	0,29	6,40	0,32	6,29
IT	0,23	5,66	0,31	5,92	0,41	6,23	0,44	6,00
LU	0,68	25,37	0,78	41,78	0,85	44,90	0,75	45,75
NL	0,59	7,54	0,54	7,86	0,44	7,13	0,44	7,19
AT	0,54	8,94	0,58	9,86	0,58	9,78	0,58	9,43
PT	0,15	5,90	0,20	6,20	0,35	6,09	0,41	5,97
FI	0,89	9,61	0,58	10,15	0,38	6,31	0,32	5,21

Gewichteter Durchschnitt im Euro-Währungsgebiet

	0,51	7,38	0,54	7,97	0,55	7,52	0,56	7,37
--	------	------	------	------	------	------	------	------

Quelle: Veröffentlichung der EZB „Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“ vom Februar 1999.

angestellten im Euro-Währungsgebiet ist seit Anfang der neunziger Jahre insgesamt leicht zurückgegangen und lag Ende 1997 bei rund 2 139 000 (rund 7,4 pro 1 000 Einwohner). Angesichts der Entwicklung im „Direct Banking“ und bei den Geldautomaten scheint sich die Kreditwirtschaft zu einer weniger personalintensiven Branche zu entwickeln, wobei sich der Druck zur Reduzierung der Anzahl der Zweigstellen und Beschäftigten verstärken könnte.

Relativ wenige grenzüberschreitende Niederlassungen

Der zusammengefaßte Marktanteil der ausländischen Zweigstellen und Tochtergesellschaften von im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) ansässigen Kreditinstituten lag Ende 1997, gemessen an der Bilanzsumme der Banken, unter 10 % in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets mit Ausnahme von Belgien, Irland und Luxemburg (siehe Tabelle 5). Der Marktanteil der Zweigstellen und Tochtergesellschaften von außerhalb des EWR ansässigen Kreditinstituten war im allgemeinen noch geringer. Diese Zahlen bestätigen die Annahme, daß das Bankgeschäft im Euro-Währungsgebiet in erheblichem Maße auf den heimischen Markt ausgerichtet ist. Jedoch war in letzter Zeit in einigen Ländern

eine allmähliche Zunahme der Marktanteile ausländischer Institute zu beobachten, was eine verstärkte Errichtung insbesondere von Zweigstellen von Banken mit Sitz in anderen EWR-Ländern widerspiegelt. Diese Entwicklung ist offensichtlich auf die Niederlassungsfreiheit für Zweigstellen innerhalb des Binnenmarkts zurückzuführen, derzufolge für solche Niederlassungen keine gesonderte Genehmigung mehr notwendig ist.

Es ist jedoch nicht ganz einfach, den Grad der Internationalisierung der Banken im Euro-Währungsgebiet zu beurteilen, da diese verschiedene Formen annehmen kann. Der aktuelle Marktanteil der ausländischen Zweigstellen unterzeichnet das Ausmaß der Internationalisierung, da Direktkredite und andere Aktivitäten, die nicht mit der Gründung von Zweigstellen und Tochtergesellschaften verbunden sind, hier nicht berücksichtigt werden. Zweifelsohne sind Auslandsgeschäfte für eine Reihe einzelner Banken im Euro-Währungsgebiet sehr wichtig. Außerdem sind angesichts der Tatsache, daß Banken gleichzeitig in vielen Märkten unterschiedlicher Größe - auf lokaler, nationaler, europäischer und globaler Ebene - tätig sind, einige Aktivitäten der Banken international, obwohl die Banken in bezug auf ihr Zweigstellennetz und ihre Organisation möglicherweise nach wie vor auf nationaler Ebene bleiben.

Tabelle 5**Marktanteil der Zweigstellen und Tochtergesellschaften ausländischer Kreditinstitute in % der gesamten Aktiva der inländischen Kreditinstitute, Stand: Ende 1997**

	Aus EWR-Ländern		Aus Drittländern		Insgesamt
	Zweigstellen	Tochtergesellschaften	Zweigstellen	Tochtergesellschaften	
BE	9,0	19,2	6,9	1,2	36,3
DE	0,9	1,4	0,7	1,2	4,3
ES	4,8	3,4	1,6	1,9	11,7
FR	2,5 ¹⁾	.	2,7 ¹⁾	.	9,8 ¹⁾
IE	17,7	27,8	1,2	6,9	53,6
IT	3,6	1,7	1,4	0,1	6,8
LU	19,4	71,1	1,4	8,1	99,9
NL	2,3	3,0	0,5	1,9	7,7
AT	0,7	1,6	0,1	1,0	3,3
PT	2,5	6,8	0,1	1,0	10,5
FI	7,1	0	0	0	7,1
Gewichteter Durchschnitt im Euro-Währungsgebiet	3,4	.	1,6	.	12,7

Quelle: Veröffentlichung der EZB „Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“ vom Februar 1999.

1) Stand: 1996.

Verstärkte Diversifizierung der Spar- und Vermögensanlagen

Mit der Diversifizierung der Spar- und Vermögensanlagen ist eine Entwicklung gemeint, bei der verstärkte Investitionen in höher verzinsliche und eventuell komplexere Produkte wie beispielsweise Investmentfonds, Wertpapiere, Pensionsfonds oder Lebensversicherungen zu einem Rückgang des Gesamtanteils der Retail-Bankeinlagen an den Ersparnissen und Anlageportefeuilles der privaten Haushalte und Unternehmen geführt haben. Diese Entwicklung beruht auf mehreren Faktoren: Der absolute Betrag des Geldvermögens ist gestiegen, was das Volumen des Markts für Vermögensdienstleistungen (Asset Management) erhöht hat. Finanzinnovationen haben komplexere und stärker diversifizierte Anlageportefeuilles ermöglicht; der technische Fortschritt sowie die größere Liquidität an den Wertpapiermärkten haben die Transaktionskosten gesenkt.

Diese weltweite Diversifizierung der Spar- und Vermögensanlagen war auch in den Ländern des Euro-Währungsgebiets deutlich zu beobachten. Zwar sind herkömmliche Bankeinlagen - sowie die Bilanzsumme der Kreditinstitute - in den letzten zehn Jahren etwa im Verhältnis zum BIP prozentual weiterhin gestiegen, jedoch war das Wachstum insbesondere bei Investment-

fonds (Organismen für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAWs) und sonstige Fonds) bedeutend stärker ausgeprägt. Beispielsweise lagen im Jahr 1997 gemäß der Veröffentlichung der EZB „Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“ die jährlichen Wachstumsraten der Investmentfonds in den Ländern des Euro-Währungsgebiets in der Regel bei über 20 %. Infolgedessen hat das traditionelle Bankgeschäft, relativ gesehen, gegenüber institutionellen Anlegern - Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds - an Boden verloren. Doch die Aktiva der Kreditinstitute übersteigen das von institutionellen Anlegern verwaltete Vermögen noch erheblich (siehe Tabelle 6). Außerdem wird ein Großteil der OGAWs von Bankkonzernen im Euro-Währungsgebiet beherrscht. Durch die Erschließung dieses Geschäftsfelds haben die entsprechenden Bankkonzerne die Veränderungen im Spar- und Anlageverhalten „intern“ nachvollzogen. Für den einzelnen Bankkonzern bedeutet dies, daß ein größerer Anteil der Aktivitäten außerhalb des Einlagengeschäfts des Konzerns durchgeführt wird und daß die Gewinne der Nichtbank-Töchter für die Ertragslage insgesamt wichtiger geworden sind. Die Entwicklung im Bankensektor war in vielen Ländern auch durch die zunehmende organisatorische Verflechtung von Banken und Versicherungsgesellschaften gekennzeichnet.

Tabelle 6**Nicht konsolidierte Aktiva von Investmentfonds, Versicherungsgesellschaften sowie Pensionsfonds und Kreditinstituten in % des BIP, Stand: Ende 1997**

	Investmentfonds (OGAWs und sonstige)	Versicherungsgesellschaften und Pensionsfonds	Kreditinstitute
BE	32,4	30,9	294,1
DE	24,7	36,9	255,8
ES	34,9	21,7	183,2
FR	35,0 ¹⁾	45,0	244,6
IE	69,8	26,3 ²⁾	299,0
IT	18,9	19,4	155,4
LU	2 770,9	44,8 ²⁾	3 695,9
NL	19,0	146,0	227,0
AT	22,5	26,4	238,3
PT	26,0	31,0	220,0
FI	3,0	42,4	113,3
Gewichteter Durchschnitt im Euro-Währungsgebiet	31,3	41,2	234,4

Quelle: Veröffentlichung der EZB „Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“ vom Februar 1999.

1) Stand: 1996.

2) Stand: 1995.

„Disintermediation“ bezeichnet eine Entwicklung, bei der Banken und sonstige Finanzintermediäre immer weniger an der Allokation von Kapital von den Sparern und Anlegern zu Kreditnehmern beteiligt sind. Praktisch bedeutet dies, daß Unternehmen sich Gelder direkt am Kapitalmarkt beschaffen, statt bei einer Bank Kredite aufzunehmen. Im Euro-Währungsgebiet scheint sich die Disintermediation noch in einem relativ frühen Stadium zu befinden. Mittel- bis langfristige Industrieobligationen sind nicht in grö-

ßerem Umfang begeben worden (siehe Tabelle 7), so daß Bankkredite nur in geringem Maß von Kapitalmarkt-Emissionen ersetzt wurden. An den Rentenmärkten der einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets dominieren tendenziell entweder Staatsanleihen oder Titel von Finanzinstituten. Außerdem waren gemäß der oben erwähnten Veröffentlichung Commercial-Paper-Emissionen recht selten, und die von Kreditinstituten gewährten Kredite haben im Verhältnis zum BIP in der jüngsten Zeit weiterhin zugenommen.

Tabelle 7**Umlauf (Nominalwert) an Anleihen von privaten, nichtfinanziellen Unternehmen und Kreditinstituten sowie an Staatsanleihen in % des BIP, Stand: Ende 1997**

	Anleihen privater, nichtfinanzieller Unternehmen	Anleihen von Kreditinstituten	Staatsanleihen
BE	10,0	38,3	111,0
DE	0,1	54,6	37,6
ES	2,6	4,5	52,9
FR	2,4	15,9	28,0
IE	0,01	1,6	32,2
IT	1,6	19,4	100,4
LU	115,7	307,6	1,1
NL	.	43,1 ¹⁾	53,4
AT	2,7	31,1	30,6
PT	7,0	10,0	40,0
FI	3,7	7,1	35,5

Quelle: Veröffentlichung der EZB „Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“ vom Februar 1999 sowie INSEE und das statistische Beiheft zum „Rapport trimestriel de la Banque de France“, erstes Vierteljahr 1999 (Daten für Frankreich).

1) Einschließlich von nichtfinanziellen Unternehmen begebener Anleihen.

3 Der Faktor Euro: schnellere Integration im Bankensektor

Die Auswirkungen der Einführung des Euro sollten vor dem Hintergrund der geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen für den Binnenmarkt beurteilt werden, die die Niederlassungs- und Dienstleistungsfreiheit sowie im wesentlichen harmonisierte aufsichtsrechtliche Regelungen (einschließlich der Regelungen zu Eigenmitteln, zum Solvabilitätskoeffizienten und zu Großkrediten) umfassen. Es kann davon ausgegangen werden, daß die Einführung des Euro zu einem weiteren Anstieg im Bereich grenzüberschreitender Geschäfte führen wird, insbesondere dadurch, daß der Wegfall der nationalen Währungen die Risiken und Kosten sowohl für die Anbieter als auch für die Nutzer von Finanzdienstleistungen verringert. Durch diese Entwicklung wird der Euro die Rechtsvorschriften zum Binnenmarkt maßgeblich ergänzen.

Die verstärkte Integration der Bankensysteme wird jedoch - wie bereits am Anfang dieses Artikels dargelegt - davon abhängen, in welchem Ausmaß die verbleibenden steuerlichen und aufsichtsrechtlichen Unterschiede in den verschiedenen Teilnehmerstaaten ausgeräumt werden. Diese nicht harmonisierte Komponente der fiskalischen und aufsichtsrechtlichen Ausgangsbasis ist bedeutsam und vielschichtig. Dazu gehören u. a. steuerliche Regelungen, Subventionen und andere fiskalische Fragen im Bereich der Finanzdienstleistungen, bankenaufsichtliche Instrumente (z. B. die Berichterstattung an die Aufsichtsbehörden und Prüfungen vor Ort), Bestimmungen für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten sowie die Definition und rechtliche Ausgestaltung von Finanzinstrumenten und Kontrakten. Diese nicht harmonisierten Aspekte werden voraussichtlich infolge eines verstärkten Konsenses der nationalen Gesetzgeber und Aufsichtsorgane und eventuell auch aufgrund eines „aufsichtsrechtlichen Wettbewerbs“ der nationalen Bankensysteme und Finanzplätze unter Konvergenzdruck geraten. Je stärker diese Unterschiede abgebaut werden, desto schneller wird der Euro die erwartete Wirkung zeigen.

Konzentrationsdruck im Wholesale Banking

An den zins- und währungsabhängigen Wholesale-Märkten ist mit einer sehr starken Integration sowie einem sehr intensiven Wettbewerb zu rechnen, da die an diesen Märkten gehandelten Instrumente (z. B. Depositenzertifikate und kurzfristige Staatspapiere) in bezug auf Kreditrisiken und Renditen relativ homogen sind und zwischen den einzelnen nationalen Märkten und Finanzplätzen eine wirksame Arbitrage stattfindet. Im Hinblick auf diese Aktivitäten könnte es im Laufe der Zeit zu einer bedeutsamen Konzentration der Umsätze auf einige wenige Finanzplätze und einige große Banken kommen. Für diese Entwicklung gibt es drei wichtige Gründe. Erstens ist der Bedarf an nationalen „Lösungen“ für den Abschluß von Geschäften zu Handels- und Absicherungszwecken, wie z. B. währungs- oder zinssatzbezogenen derivativen Instrumenten, zurückgegangen. Zweitens sind die Vorteile nationaler Institute bei der Preisgestaltung aufgrund „heimischer“ Zins- und Währungsinformationen entfallen. Drittens sind offenbar bei Geschäften mit homogenen und häufig gehandelten Produkten steigende Skalenerträge zu erzielen, da sowohl bei Geschäften an EWU-weiten Märkten als auch bei der Betreuung internationaler Großkunden eine „kritische Masse“ erforderlich ist und die Banken nicht nur nationale, sondern auch das Eurogebiet insgesamt betreffende Informationen verarbeiten müssen.

Wenn die nationalen Instrumente und Märkte durch solche ersetzt werden, die sich auf das gesamte Euro-Währungsgebiet erstrecken, könnten die größten Banken im Eurogebiet daher schließlich ihren Anteil am Bankgeschäft gegenüber ihrem derzeitigen Marktanteil vergrößern. Diese Situation entspräche der aktuellen Lage in den Vereinigten Staaten, wo es nur eine begrenzte Anzahl von Geschäftsbanken gibt, die an den großen Finanzplätzen aktiv sind. Einige Banken könnten diese Tendenz als Anstoß für Mergers

and Acquisitions betrachten. Für andere könnte sie eine stärkere Ausrichtung auf das Retail-Geschäft auf dem heimischen Markt sowie Ertragseinbußen - entsprechend dem Ausmaß ihres Handels mit nationalen Währungen und Geldmarktinstrumenten - nach sich ziehen. Im Ergebnis könnte es zu einer stärkeren Polarisierung der Kreditwirtschaft im Eurogebiet kommen, bei der einige wenige große Banken an den Märkten im Wholesale Banking auf dem Gebiet homogener Währungs- und Zinsprodukte tätig sind und eine Vielzahl von Kreditinstituten sich auf die traditionellen Dienstleistungen des Kreditgewerbes auf nationaler und lokaler Ebene beschränkt. Es ist jedoch zu berücksichtigen, daß durch den Prozeß der Finanzinnovation ständig neue Finanzinstrumente und -dienstleistungen geschaffen werden, die den Fortbestand vieler kleiner, spezialisierter Institute neben den größeren sichern.

Verstärkte Aktivität an den Kapitalmärkten zu erwarten

Die gemeinsame Währung bietet privaten Emittenten von Schuldtiteln und Dividendenzertifikaten erhebliche Vorteile, da die größere Zahl der Emittenten und Anleger, die ihre Geschäfte in derselben Währung abwickeln, die Liquidität der Kapitalmärkte erhöht und größere Emissionsbeträge ermöglicht, wodurch die Refinanzierungskosten verringert werden. Es ist zudem zu erwarten, daß das größere Währungsgebiet neue Anleger und Emittenten an die Kapitalmärkte im Euroraum locken wird. Ein anhaltend niedriges Niveau der aktuellen und erwarteten Inflation sowie ein Rückgang des öffentlichen Nettokreditbedarfs würden die Aktivitäten des privaten Sektors an den Kapitalmärkten weiter verstärken. Es kann daher davon ausgegangen werden, daß insbesondere Anleiheemissionen von Nichtbanken im privaten Sektor nicht auf ihrem momentanen niedrigen Stand bleiben, sondern zu Lasten der Kreditaufnahme bei Banken ansteigen werden. Wie bereits im Artikel „Das Euro-Währungsgebiet zu Beginn der dritten Stufe“ in der Januarausgabe des Monatsberichts dargelegt, hat der Markt für

vom privaten Sektor begebene Schuldtitel in den Vereinigten Staaten, einem großen einheitlichen Währungsgebiet mit integrierten Kapitalmärkten, eine wesentlich größere Breite und Tiefe als im Euro-Währungsgebiet. Die Forderungen der Banken aus Inlandskrediten hingegen sind im Eurogebiet sowohl absolut als auch in Relation zum BIP weit höher als in den USA.

Eine Verstärkung der Kapitalmarktaktivitäten und eine zunehmende Disintermediation würden für die Banken einen Strukturwandel von bilanzwirksamen Kreditgeschäften hin zum Wertpapier- und Emissionsgeschäft bedeuten. Entsprechend würde sich die Ertragsstruktur von Zinserträgen hin zu anderen, zinsunabhängigen Erträgen (z. B. aus Gebühren) verschieben. Während der Rückgang der Zinserträge durch Provisionen aus dem Konsortialgeschäft ausgeglichen werden könnte, könnte es zu einer gewissen Umverteilung der Erträge zwischen Banken und anderen Finanzinstituten kommen. Das Erfordernis sowohl nationaler Informationen zur Beurteilung des Bonitätsrisikos des Emittenten als auch einer engen Beziehung zwischen dem Emittenten der Wertpapiere und der Emissionsbank bietet den nationalen Banken vermutlich nach wie vor einen gewissen Wettbewerbsvorteil, es sei denn, es handelt sich bei den Emittenten um renommierte internationale Unternehmen. Große europäische Geschäftsbanken und Investmentbanken mit einer angemessenen Kapitalbasis, guten Kundenbeziehungen und dem nötigen Sachverstand könnten jedoch in Zukunft zu stärkeren Konkurrenten werden.

Da große Unternehmen ihre Finanzverwaltung innerhalb des Euroraums konzentrieren und ihre Korrespondenzbankbeziehungen reduzieren könnten, könnten die Erträge einiger Banken aus Zahlungsverkehrs- und Korrespondenzbankdienstleistungen zurückgehen. Zudem könnten multinationale Unternehmen dazu tendieren, die Anzahl ihrer Konten im Euro-Währungsgebiet zu minimieren.

Zunahme der grenzüberschreitenden Geschäfte auch im Retail Banking zu erwarten

Im Retail Banking wird die Einführung des Euro voraussichtlich einen allmählicheren Wandel bewirken, da die Kräfte, die für die nationale Segmentierung auf diesem Gebiet verantwortlich sind, zum größten Teil fortbestehen. Einer weit verbreiteten Meinung zufolge sind die aktuellen Veränderungen in diesem Bereich nicht in erster Linie auf den Euro zurückzuführen. Statt dessen werden die Zunahme der Direktbanken und die Verlagerung der Kundenpräferenzen von Bankanlagen hin zu anderen Sparformen allgemein als wichtigere Faktoren betrachtet. Beide Tendenzen verstärken die Konkurrenz zu etablierten Banken. Die Notwendigkeit, ein Zweigstellennetz aufzubauen - die stets als größere Hürde für den Zugang zu den Märkten des Retail Banking galt -, wird mit der fortschreitenden Ausbreitung neuer Vertriebstechnologien an Bedeutung verlieren. Bei diesem Prozeß gelten die Privatkundenkreditgeschäfte, die eine persönliche Beratung, ausführliche Risikobeurteilung und lokales Wissen erfordern, als die am wenigsten gefährdeten Produkte, während viele standardisierte Bankprodukte im Retail Banking bereits von Direktbanken angeboten werden. Die Veränderung des Spar- und Anlageverhaltens bringt für die Banken neue Konkurrenten, wie z. B. OGAWs, Versicherungsgesellschaften und Wertpapiermakler.

Der Euro könnte sich indirekt auf beide der oben genannten Kräfte auswirken. Einerseits könnte er aufgrund des größeren Markts mit einer einheitlichen Währung zu einer schnelleren Einführung neuer Vertriebstechnologien führen. Andererseits könnte der Wegfall von Wechselkursrisiken dazu führen, daß die Privatkunden der Banken verstärkt auf alternative Anlageformen umsteigen, weil sie sich dort höhere Renditen erhoffen. Eine erhöhte Transparenz führt schon für sich betrachtet zu einer Intensivierung des Wettbewerbs der Finanzinstitute untereinander. Es wird jedoch voraussichtlich noch einige Zeit dauern, bis den Kunden der potentiell größere Markt für

Bankdienstleistungen im Bereich des Retail Banking voll bewußt wird.

Indem der Euro den Banken den Zugang zu grenzüberschreitenden Geschäften erleichtert, könnte er auch die Entwicklung „gesamteuropäischer“ oder „regionaler“ Strategien im Retail Banking vorantreiben. Der vielleicht wichtigste Aspekt hierbei ist, daß die Banken ihr Kreditgeschäft in anderen Ländern des Eurogebiets aus ihrem heimischen „Bodensatz“ an Einlagen oder an Eurodenominierten Geld- und Kapitalmärkten refinanzieren können. Zudem könnte die erwartete Verschärfung des Wettbewerbs infolge der Einführung des Euro die Institute dazu zwingen, ihre Kundenbeziehungen auch über nationale Grenzen hinweg auszubauen, um so die Fixkosten ihrer Bankdienstleistungen, z. B. in bezug auf die Aktualisierung der verwendeten Informationstechnologie, zu verteilen.

Grenzüberschreitende Mergers and Acquisitions sind die schnellste Möglichkeit, sich im Retail Banking lokales Fachwissen anzueignen und Kunden zu gewinnen. Da jedoch die Beseitigung von Überschneidungen im Zweigstellennetz nur geringe Kostenersparnisse bringt und die Verwaltungskosten für die Integration verschiedener Strukturen und Unternehmenskulturen beachtlich sein können, könnte es sein, daß solche Operationen mit dem Ziel, Zugang zu ausländischen Retailmärkten zu gewinnen, nur selten vorkommen werden. Strategische Allianzen, bei denen sich Banken gegenseitig Zugang zu ihren jeweiligen Vertriebsnetzen geben, könnten eine Alternative für die Ausweitung des grenzüberschreitenden Geschäfts im Retail Banking bieten. Dieses strategische Ziel könnte auch von Banken im Alleingang erreicht werden, indem sie ihre Dienstleistungen im Retail Banking in die Angebotspaletten ihrer ausländischen Zweigstellen und Tochtergesellschaften eingliedern. Eine einzige oder nur wenige Zweigstellen könnten in vielen Fällen bereits ausreichen, um Privatkunden zu gewinnen, besonders, wenn die Dienstleistungen über „Direktbanken“ angeboten werden. Die relativ große Anzahl der bereits im Euroraum

errichteten ausländischen Zweigstellen (Ende 1997 waren es über 300 aus EWR-Ländern) könnte daher als Anzeichen für eine allmähliche Expansion des internationalen Bankgeschäfts auf diesem Wege gewertet werden. Schließlich könnte auch die Bereitstellung grenzüberschreitender Dienstleistungen auf elektronischem Wege ohne Niederlassungen im Zuge der Weiterentwicklung des Direkt-

bankengeschäfts zunehmen. Die Tatsache, daß die Harmonisierung der nationalen Massenzahlungsverkehrssysteme, nationaler Zahlungsverkehrsnetze und länderspezifischer Zahlungspraktiken noch nicht weit fortgeschritten ist, bietet national tätigen Instituten auf diesem Gebiet zur Zeit einen Wettbewerbsvorteil.

4 **Schlußbemerkungen**

In diesem Artikel wurde dargelegt, daß der Euro wahrscheinlich als Katalysator wirken und dabei gleichzeitig die im Bankensektor des Euroraums vorherrschenden Trends verstärken und die Wirkungen der Binnenmarktgesetze ergänzen wird. Insbesondere dürften die Bankensysteme des Euro-Währungsgebiets noch enger zusammenwachsen und der Wettbewerb im Bankgewerbe weiter zunehmen. Zeitpunkt und Art dieser Wirkungen werden aber wahrscheinlich bei den verschiedenen bankgeschäftlichen Tätigkeiten erheblich differieren. Neben den Geldmarktaktivitäten dürften die Vermögensverwaltung und Dienstleistungen im Bereich der Unternehmensfinanzierung sowie der Großbetrags-Überweisungsverkehr in Dimensionen hineinwachsen, die das gesamte Eurogebiet umfassen, da die nationalen Währungen den wichtigsten Hinderungsgrund für die Integration der Märkte für diese bankgeschäftlichen Tätigkeiten darstellten. Die Entwicklung eines sich auf das gesamte Eurogebiet erstreckenden Markts für bestimmte Bankdienstleistungen hängt also nicht nur von der Entstehung „gesamteuropäischer“ Banken ab, sondern auch von der Entstehung integrierter Geld- und Kapitalmärkte und der Entwicklung grenzüberschreitender Bankverbindungen. Die an diesen Märkten tätigen

Banken werden daher auch verstärkt von der wirtschaftlichen Entwicklung und von Störungen an den Finanzmärkten außerhalb ihrer nationalen Grenzen tangiert werden.

Es kann also abschließend festgehalten werden, daß die strukturellen und wettbewerbsmäßigen Auswirkungen der EWU die Rentabilität der Banken sehr viel stärker beeinflussen werden als die Kosten der Umstellung auf den Euro oder unmittelbare Einbußen an Deviseneinkünften, falls die Banken die Anpassung an das neue Umfeld versäumen. Eine solche Anpassung ist bereits zu beobachten, und zwar in Form von organisatorischen Veränderungen, neuen Produkten und Dienstleistungen, Fusionen, strategischen Allianzen, Kooperationsvereinbarungen usw. Dies sollte als eine sehr positive Entwicklung gewertet werden. Darüber hinaus müßte die günstige Ertragsentwicklung der Banken in den letzten Jahren ihre finanzielle Lage so gefestigt haben, daß sie den Anpassungsprozeß und die damit verbundenen strategischen Risiken verkraften können. Langfristig sollte der Anpassungsprozeß zu einem stärkeren und effizienteren Bankensektor führen und aufgrund des intensiveren Wettbewerbs Vorteile für die Kunden mit sich bringen.