

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

ECB EZB EKT BCE EKP

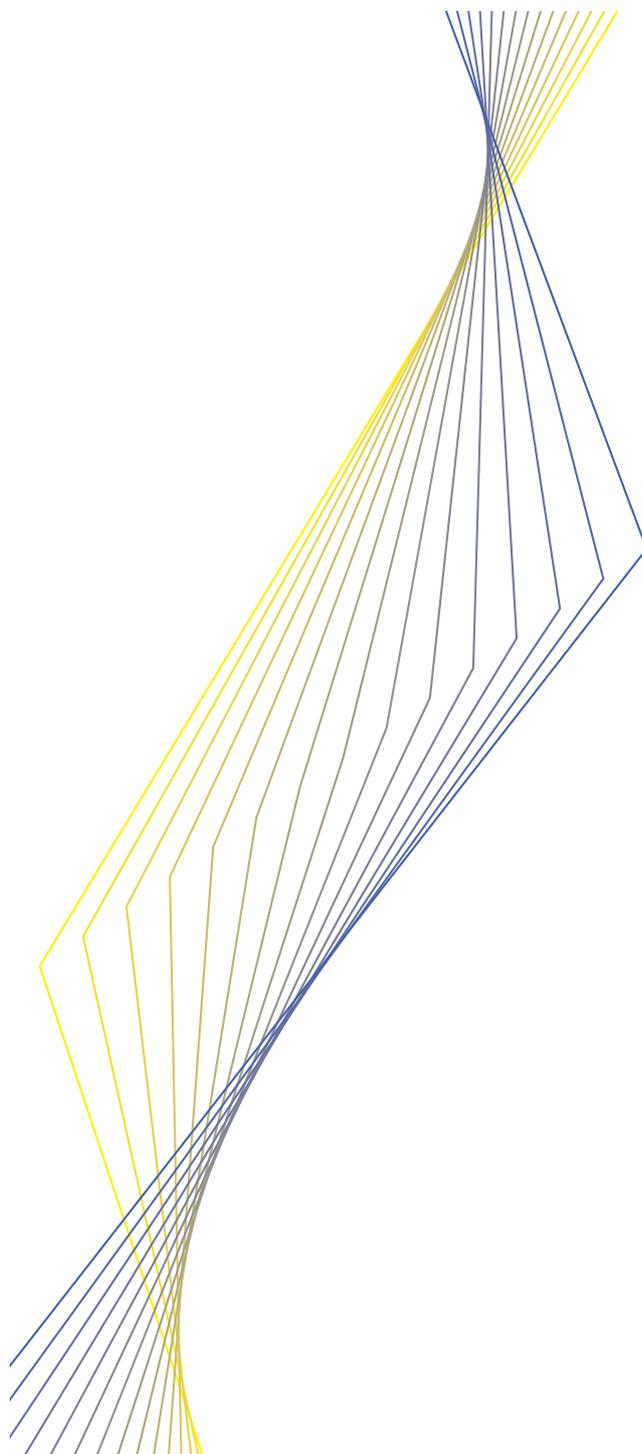
MONATSBERICHT

Mai 1999

MONATSBERICHT Mai 1999



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Mai 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 6. Mai 1999.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung	33
Die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts	49
Statistik des Euro-Währungsgebiets	I*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	43*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	45*

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.

Auf seinen Sitzungen am 22. April und 6. Mai 1999 beschloß der EZB-Rat, die Zinssätze der EZB unverändert zu lassen. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde bei 2,5 % belassen, während der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität weiterhin 3,5 % und der für die Einlagefazilität weiterhin 1,5 % beträgt. Während die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet derzeit weiterhin erhalten sind, bleiben insgesamt gesehen die Inflations- und die Geldmengenentwicklung mit den mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität vereinbar. Die jüngste Beurteilung der neuesten monetären, finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Entwicklungen, auf die im folgenden näher eingegangen wird und die in den einzelnen Abschnitten dieser Ausgabe des Monatsberichts der EZB analysiert werden, zeigt deutlich, daß das Vertrauen der Märkte in die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität seit dem geldpolitischen Beschluß vom 8. April, die Zinssätze der EZB zu senken, nach wie vor groß ist.

Was die erste Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems betrifft, belief sich der gleitende Dreimonatsdurchschnitt des Wachstums der Geldmenge M3 für den Zeitraum von Januar bis März 1999 auf 5,2 % und lag somit leicht über dem (revidierten) Wert von 5,0 % für den Dreimonatszeitraum bis Februar 1999. Die Jahreswachstumsraten von M3 für die Monate Januar und Februar 1999 wurden kürzlich nach unten revidiert, und zwar auf 5,4 % bzw. 5,1 %. Im März 1999 lag die zwölfmonatige Wachstumsrate von M3 unverändert bei 5,1 %. Während die Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen weiter zurückging, was auf ein weiteres Abklingen der Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Einführung des Euro hindeutet, nahmen die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren im März 1999 stärker zu als im Vormonat. Die jährliche Wachstumsrate der gesamten Kreditgewährung war im März 1999 mit 7,5 % weitgehend stabil. Angesichts der Sonderfaktoren im Zusammenhang mit dem Übergang zur dritten Stufe der WWU und unter Berücksichtigung der Tatsache, daß der gleitende Dreimonats-

durchschnitt des Wachstums von M3 nach wie vor nahe genug beim Referenzwert von 4 ½ % lag, bestätigte der EZB-Rat die Beurteilung aus früheren Sitzungen, derzufolge die gegenwärtige monetäre Entwicklung nicht als Warnsignal hinsichtlich eines künftigen Inflationsdrucks gesehen werden sollte.

Was die breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung angeht, die die zweite Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems darstellt, bestätigen die in den finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Indikatoren enthaltenen Informationen den Eindruck, daß die Preisstabilität sich auf mittlere Sicht fortsetzt. Im Vorfeld der Sitzung des EZB-Rats am 8. April 1999 wurde an den Finanzmärkten eine Senkung der EZB-Zinssätze erwartet. Die Tatsache, daß die Senkung der EZB-Zinssätze stärker ausfiel, als von Marktteilnehmern erwartet worden war, trug möglicherweise zu einem weiteren leichten Rückgang der langfristigen Zinssätze bei. Anfang Mai zogen die langfristigen Zinssätze jedoch im Anschluß an eine leichte Aufwärtsbewegung der Renditen in den Vereinigten Staaten teilweise wieder an. Die Differenz zwischen den Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten vergrößerte sich jedoch weiter, was darauf hindeutet, daß unterschiedliche Faktoren die Anleihemärkte im Euroraum und in den Vereinigten Staaten beeinflußt hatten.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro schwächte sich zwar im Verlauf des Monats April ab, hatte sich aber bis zum 6. Mai 1999, dem Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe des EZB-Monatsberichts enthaltenen Daten, erholt und lag rund 6 % unter seinem Stand zu Jahresbeginn. Im April und Anfang Mai trug der militärische Konflikt im Kosovo zur Volatilität des Wechselkurses des Euro bei. Die EZB beobachtet aufmerksam die Wechselkursentwicklungen im Rahmen der breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung. In diesem Zusammenhang ist darauf hinzuweisen, daß die jüngste Wechselkursentwicklung bislang keine Risiken für die künftige Preisstabilität angezeigt hat. Außerdem sollte die innere Preis-

stabilität als Anker für die Entwicklung des Außenwerts des Euro auf mittlere Sicht dienen.

Wie erwartet, wurde die kurzfristige Entwicklung der Verbraucherpreise im Eurogebiet im März 1999 durch den jüngsten Anstieg der Ölpreise beeinflusst. Die Verbraucherpreise, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), stiegen im März 1999 um 0,2 Prozentpunkte auf 1,0 %. Dies ist vor allem auf einen Anstieg des Preisindex für Energieerzeugnisse zurückzuführen. Unter Ausklammerung der volatileren Komponenten des HVPI, nämlich unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie, betrug die Zuwachsrate der Verbraucherpreise im März weiterhin 1,1 % und blieb somit unverändert gegenüber dem im Februar beobachteten und geringfügig unter dem zum Jahreswechsel verzeichneten Wert. In den nächsten Monaten dürfte sich infolge der Energiepreiserhöhungen eine weitere leichte Beschleunigung des HVPI ergeben. In Übereinstimmung mit den verfügbaren Prognosen und Umfragen wird jedoch nicht davon ausgegangen, daß die jüngsten Veränderungen der Ölpreise sich dauerhaft auf die günstigen Aussichten für die Preisstabilität auswirken.

Hinsichtlich der Lohnentwicklung bestätigt ein neuer Indikator für die Arbeitskosten je Stunde, der kürzlich von Eurostat veröffentlicht wurde, die gedämpfte Lohnentwicklung bis Ende 1998. Angesichts der jüngsten Tarifvereinbarungen dürfte die Wachstumsrate der Lohnstückkosten sich jedoch im Verlauf des Jahres 1999 etwas erhöhen.

Was die Konjunktur im Euroraum betrifft, deuten die für die ersten beiden Monate des Jahres 1999 verfügbaren Daten noch nicht auf eine Zunahme des Wirtschaftswachstums hin. Die Zahlen zur Industrieproduktion im Februar 1999 zeigen, daß die im letzten Quartal 1998 verzeichnete Abschwächung des Produktionswachstums sich bis Anfang 1999 fortgesetzt hat. Die jüngsten Arbeitsmarktindikatoren deuten darauf hin, daß sich das Beschäftigungswachstum gegen Ende 1998 etwas verlangsamt hat. Die Arbeitslosenquote

blieb im März 1999 unverändert, nachdem sie im Januar und Februar zweimal hintereinander rückläufig war. Unterdessen lassen die neuesten Zahlen der Europäischen Kommission zu den Vertrauensindikatoren erste Anzeichen einer Verbesserung erkennen. Während das Vertrauen der Industrie im ersten Quartal 1999 weiter zurückging, zeigen die vorläufigen Zahlen für April eine leichte Erholung an. Die jüngsten Entwicklungen bis April lassen darauf schließen, daß das Vertrauen der Verbraucher zu Jahresbeginn einen Höchstwert erreichte und danach nur leicht zurückgegangen ist. Es sollte erwähnt werden, daß eine Beurteilung der künftigen Entwicklung des BIP dadurch erschwert wird, daß zukünftige Veröffentlichungen von Daten entsprechend dem neuen Konzept des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) auf der Grundlage revidierter Zahlen erfolgen werden.

Das externe Umfeld des Euro-Währungsgebiets scheint sich etwas verbessert zu haben. Während die Aussichten für eine Konjunkturerholung in Japan ungewiß bleiben, setzt sich das kräftige Wachstum der US-Wirtschaft fort. Zugleich haben sich die Wachstumsaussichten in mehreren Schwellenländern verbessert.

Insgesamt gesehen weisen die vorliegenden Informationen darauf hin, daß die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht günstig sind. Auch wenn die Inflationsrate gemessen am HVPI in den kommenden Monaten etwas höher sein dürfte, scheint diese Entwicklung zum gegenwärtigen Zeitpunkt die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht nicht nachteilig zu beeinflussen, vorausgesetzt, daß die Lohnsteigerungen in Zukunft weiter moderat ausfallen. Gleichzeitig deuten die derzeitige Geldmengenentwicklung und sonstige verfügbare Indikatoren nicht auf Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht hin.

Die Gewährleistung des Umfelds für Preisstabilität bleibt der beste Beitrag, den die Geldpolitik leisten kann, um die Konjunktur

im Euroraum zu stützen. Vertrauen in die stabilitätsorientierte Geldpolitik des Eurosystems hat auch zu dem niedrigen Niveau der langfristigen Zinsen im Eurogebiet beigetragen. Durch die jüngste Senkung der Zinssätze hat das Eurosystem nicht nur die günstigen Aussichten für die Preisstabilität gewährleistet, sondern auch dazu beigetragen, die Unsicherheiten über die wirtschaftliche Entwicklung zu verringern. Die Geldpolitik kann sich jedoch nicht mit strukturellen Problemen, deren Ursprung in anderen Bereichen der Politik liegt, befassen. Die anhaltend hohen Arbeitslosenzahlen deuten darauf hin, daß entschlossene Bemühungen zur Bewältigung der großen strukturellen Probleme auf

den Arbeits- und Gütermärkten ebenso wie weitere Maßnahmen im Bereich der Fiskalpolitik erforderlich sind. Dieser Monatsbericht enthält einen Artikel mit dem Titel „Die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“, der sich mit der Thematik der notwendigen Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung befaßt.

Darüber hinaus untersucht ein zweiter Artikel in diesem Monatsbericht mit dem Titel „Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung“ das Funktionieren des Handlungsrahmens der einheitlichen Geldpolitik in den ersten Monaten nach Einführung des Euro.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Der EZB-Rat beschloß in seinen Sitzungen am 22. April und 6. Mai 1999, keine Änderung der EZB-Zinsen vorzunehmen. Wie im „Editorial“ dieses Monatsberichts erläutert wird, waren die Perspektiven für den Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) nach der am 8. April bekanntgegebenen Senkung der EZB-Zinsen nach Einschätzung des EZB-Rats auf kurze bis mittlere Sicht vereinbar mit der Definition von Preisstabilität. Der Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte blieb daher unverändert bei 2,5 %, und die Zinsen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden bei 3,5 % bzw. 1,5 % belassen (siehe Abbildung 1).

Stabiles Wachstum der weitgefaßten Geldmenge

Ende April 1999 wurde nach der Veröffentlichung neuer Geldmengenzahlen die jährliche Wachstumsrate von M3 für Januar 1999 von

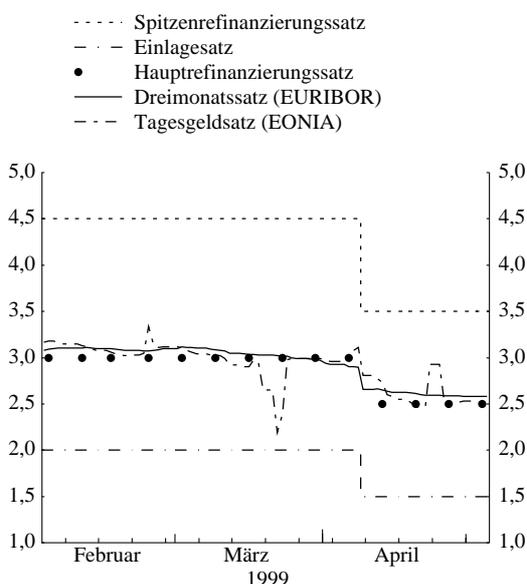
5,6 % auf 5,4 % und für Februar 1999 von 5,2 % auf 5,1 % nach unten revidiert. Im März 1999 wuchs das weitgefaßte Geldmengenaggregat M3 mit einer Jahresrate von 5,1 % und damit mit der gleichen Rate wie im Vormonat. Somit belief sich der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der 12-Monats-Wachstumsraten von M3 für das erste Quartal 1999 auf 5,2 %. Er fiel damit 0,2 Prozentpunkte höher aus als der entsprechende Wert im vorangegangenen Dreimonatszeitraum von Dezember 1998 bis Februar 1999 (der von 5,1 % auf 5,0 % nach unten revidiert wurde). Trotz dieser Zunahme lag das M3-Wachstum weiterhin relativ nahe bei dem vom EZB-Rat festgelegten Referenzwert von 4 ½ % (siehe Abbildung 2).

Das stetige Wachstum von M3 im März 1999 war das Ergebnis gegenläufiger Entwicklungen der M3-Komponenten. Einerseits hat sich das Wachstum der täglich fälligen Einlagen nach einem sehr ausgeprägten Anstieg im Januar 1999 weiter abgeschwächt. Hinzu kam, daß auch die rückläufige Entwicklung bei den in M3 enthaltenen marktfähigen Instrumenten anhielt. Andererseits haben die sonstigen in M3 einbezogenen kurzfristigen Einlagen stärker als zuvor zugenommen.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

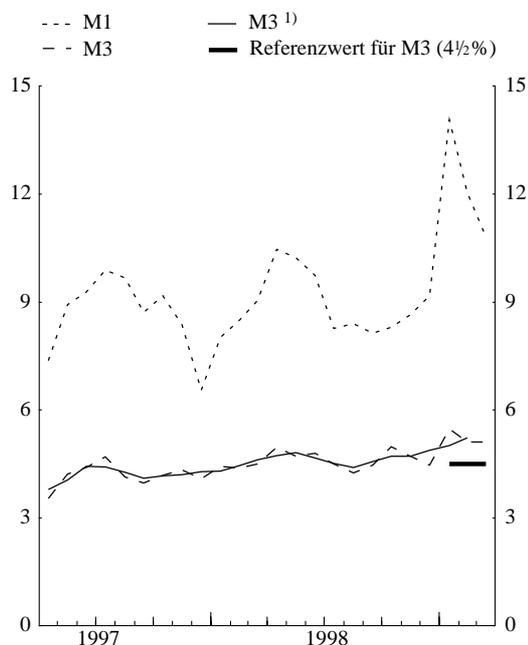


Quelle: EZB.

Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen ging im März 1999 auf 13,1 % zurück; im Vormonat hatte sie 14,9 % und im Januar 1999 17,3 % betragen. Diese Entwicklung war ein weiteres Zeichen für den allmählich abklingenden Einfluß von Sonderfaktoren, die zu dem außerordentlich starken Anstieg im ersten Monat der dritten Stufe der WWU geführt hatten, etwa die bei den Anlegern bestehenden Unsicherheiten. Der Bargeldumlauf - die andere Komponente des eng gefaßten Geldmengenaggregats M1 - übertraf sein Vorjahrsniveau im März um 1,2 % (nach 0,6 % im Vormonat). Hier könnten unter anderem Kalendereffekte eine Rolle gespielt haben. Während Ostern 1999 unmittelbar auf den Monatsanfang von April fiel und die Bargeldnachfrage deshalb Ende März anstieg, lag Ostern 1998 ungefähr in der Mitte des Monats April. Wegen des schwäche-

Abbildung 2 Geldmengenaggregate im Euro- Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt.

ren Wachstums der täglich fälligen Einlagen verminderte sich die Jahreswachstumsrate des eng gefaßten Geldmengenaggregats M1 im März 1999 jedoch auf 10,8 % gegenüber 12,0 % im Februar 1999 und 14,1 % im Januar 1999.

Die sonstigen in M3 enthaltenen kurzfristigen Einlagen nahmen im März 1999 deutlich stärker zu. Insgesamt belief sich der Zuwachs im Vergleich zum Vorjahr auf 3,2 % und war damit mehr als doppelt so hoch wie im Vormonat. Dieses Ergebnis war ausschließlich auf die Einlagen mit einer vereinbarten Fälligkeit von bis zu zwei Jahren zurückzuführen, die nicht mehr weiter zurückgingen. (Im März 1999 unterschritten sie ihren entsprechenden Vorjahrsstand um 0,1 %, im Februar 1999 um 4,2 %.) Diese Entwicklung dürfte bis zu einem gewissen Grade durch Substitutionseffekte sowohl bei den täglich fälligen Einlagen als auch den kurzfristigen marktfähigen Instrumenten beeinflusst worden sein. Gleichzeitig setzte sich bei den Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten der

insgesamt stetige Anstieg im Vergleich zum Vorjahr fort (mit einem Plus von 5,6 % im März 1999 gegenüber 5,9 % im Vormonat). Die Jahreswachstumsrate des mittleren Geldmengenaggregats M2 (das die in M1 enthaltenen Finanzierungsinstrumente sowie sonstige kurzfristige Einlagen umfaßt) erhöhte sich im März 1999 um 0,5 Prozentpunkte auf 6,5 %.

Gleichzeitig nahmen die in M3 erfaßten marktfähigen Instrumente ihren seit Oktober 1998 zu beobachtenden Abwärtstrend wieder auf. Auf Jahresbasis gerechnet verringerten sich diese Instrumente im März 1999 um 3,6 %, nachdem sie im Februar 1999 vorübergehend etwas weniger stark zurückgegangen waren. Der stetige Rückgang dieser Komponente von M3 dürfte in erster Linie mit den niedrigen und weiter sinkenden kurzfristigen Geldmarktzinsen im Eurogebiet zusammenhängen. Dabei verringerte sich einerseits der positive Spread gegenüber der Verzinsung kurzfristiger Einlagen, während sich andererseits gleichzeitig der negative Spread gegenüber der Verzinsung alternativer Anlagen an den Anleihe- und Aktienmärkten zunehmend vergrößerte. Bei den Geldmarktfondsanteilen und Geldmarktpapieren ging der Anstieg gegenüber dem Vorjahr von 11,9 % im Februar 1999 auf 9,2 % im März 1999 zurück; die ausstehenden Beträge an Repo-Geschäften und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren waren im März 1999 16,4 % bzw. 18,7 % niedriger als ein Jahr zuvor.

Unvermindert starkes Wachstum der Kreditgewährung an den privaten Sektor

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors wuchs die gesamte Kreditgewährung an Ansässige des Eurogebiets im März 1999 mit einer weitgehend stabilen Jahreswachstumsrate von 7,5 %. Die Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte blieb verhalten; im Vorjahresvergleich ermäßigte sich die Wachstumsrate von 2,2 % auf 1,7 %. Im Gegensatz hierzu war bei den Krediten an den privaten Sektor ein anhaltend starker Zuwachs zu verzeichnen; im März 1999 übertra-

fen sie ihren Vorjahrsstand um 9,7 %, verglichen mit 9,5 % im Februar 1999.

Die kräftige Expansion der Kredite an private Haushalte und Unternehmen hängt offenbar mit den sinkenden Zinsen für Bankkredite zusammen, die in den letzten Monaten auf einen sehr niedrigen Stand gefallen sind. Gleichzeitig sind die Immobilienpreise im Eurogebiet teilweise beträchtlich gestiegen, so daß sich der Nominalwert der Hypothekenkredite erhöht haben dürfte. Zudem dürfte gegenwärtig auch die Entwicklung der Inlandsnachfrage - einschließlich des Lageraufbaus - in den einzelnen Ländern zum Kreditwachstum beitragen. Weitere in diesem Zusammenhang erwähnenswerte länderspezifische Einflüsse sind unter anderem Änderungen der Besteuerung zum Jahreswechsel sowie der Finanzierungsbedarf für Übernahmen und den Erwerb von Beteiligungen. Außerdem spielten bei der Kreditgewährung an den privaten Sektor wohl auch Kapitalanlagen von Ansässigen des Eurogebiets in Drittländern eine Rolle, da nach den jüngst veröffentlichten Zahlungsbilanzdaten für den Euroraum Nettokapitalabflüsse aus dem Eurogebiet zu verzeichnen waren.

Bei den übrigen Gegenposten von M3 hat sich das Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Vergleich zum Vorjahr von 3,7 % im Februar 1999 auf 3,9 % im März 1999 leicht erhöht. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren wuchsen mit einer relativ hohen, aber insgesamt stetigen Jahresrate von etwa 7 %. Dagegen blieb das Interesse von Ansässigen des Eurogebiets an Einlagen mit einer Fälligkeit von über zwei Jahren gering; im März 1999 waren diese Einlagen nur 1,6 % höher als ein Jahr zuvor (verglichen mit 1,4 % im Februar 1999).

Die Netto-Position der Monetären Finanzinstitute (MFIs) des Eurogebiets gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets verbesserte sich von Ende Februar bis Ende März 1999 um 24 Mrd €. Damit wurde die im Vormonat verzeichnete Verschlechterung teilweise wieder ausgeglichen. Im Vergleich zum März 1998 verringerte sich die Netto-Position des

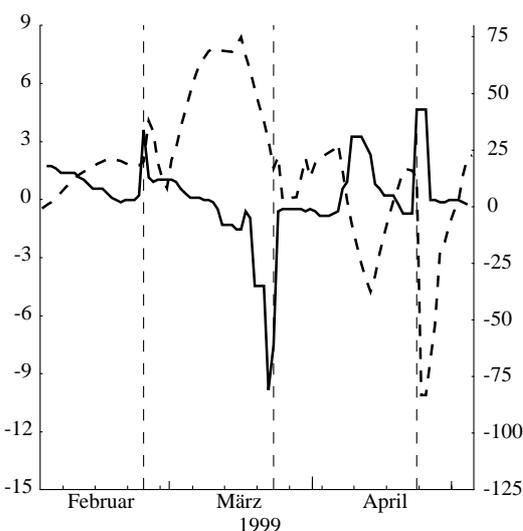
MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets allerdings um 131 Mrd €. Diese Entwicklung und die Zahlungsbilanzdaten für das Eurogebiet für das Jahr 1998 und den Zeitraum von Januar bis Februar 1999 (siehe Abschnitt „Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung“) stehen in Einklang mit dem Nettokapitalabfluß, der bei den Finanztransaktionen zwischen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet und ihren Geschäftspartnern außerhalb des Euroraums zu verzeichnen war.

Deutlicher Rückgang der Geldmarktsätze

Der Beschluß des EZB-Rats vom 8. April 1999, die Zinsen für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am

Abbildung 3
Liquidität des Bankensystems und Spread zwischen dem Tagesgeldsatz und dem Hauptrefinanzierungssatz
(Mrd EUR; Tageswerte)

- Unterschied zwischen dem laufenden Durchschnitt der Guthaben auf Girokonten beim Eurosystem und dem Mindestreservesoll (linke Skala)
- Unterschied zwischen dem Tagesgeldsatz (EONIA) und dem Hauptrefinanzierungssatz



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Spread zwischen Tagesgeldsatz (EONIA) und Hauptrefinanzierungssatz in Basispunkten. Änderungen des Hauptrefinanzierungssatzes werden ab dem ersten Geschäftstag nach dem Tag der Bekanntgabe der Änderung berücksichtigt. Die vertikal gestrichelten Linien bezeichnen das Ende einer Mindestreserveverfüllungsperiode.

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der dritten Mindestreserveerfüllungsperiode

In diesem Kasten werden die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems und die Entwicklung der Liquiditätsposition des Bankensystems in der dritten Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. März bis 23. April 1999 diskutiert. Eine detailliertere Untersuchung der Ergebnisse der ersten drei Erfüllungsperioden seit Beginn der dritten Stufe der WWU findet sich in einem gesonderten Artikel dieses EZB-Monatsberichts mit dem Titel „Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung“.

Offenmarktgeschäfte

In der dritten Mindestreserveerfüllungsperiode führte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch. Sämtliche Hauptrefinanzierungsgeschäfte erfolgten wieder in Form von Mengentendern. Angesichts der zunehmenden Erwartung einer Zinssenkung durch die EZB kam es bei den ersten beiden Hauptrefinanzierungsgeschäften, die zu einem Satz von 3,0 % durchgeführt wurden, zu einem beachtlichen Rückgang des Bietungsaufkommens. Der Gesamtbietungsbetrag lag am 30. März bei 118,7 Mrd € und am 6. April bei 67,4 Mrd €, und die Zahl der teilnehmenden Geschäftspartner lag bei 403 bzw. 302 (gegenüber einem durchschnittlichen Bietungsaufkommen von 720 Mrd € und durchschnittlich etwa 920 Geschäftspartnern in den ersten zwei Mindestreserveerfüllungsperioden). Die entsprechenden Repartierungssätze betrugen 32,9 % bzw. 100 %. Hinzu kommt, daß der Zuteilungsbetrag bei dem zweiten Geschäft unter der zur reibungslosen Erfüllung des Mindestreservesolls der Kreditinstitute erforderlichen Liquidität blieb. Dies führte dazu, daß das aggregierte Reserveguthaben der Geschäftspartner an den Tagen nach der Abwicklung der Tenderoperation deutlich unter dem erforderlichen Durchschnitt lag. Nach dem Zinssenkungsbeschluß des EZB-Rats am 8. April führte das Eurosystem zwei Hauptrefinanzierungsgeschäfte durch, die beide als Mengentender zu einem Satz von 2,5 % erfolgten. Infolge des niedrigen Zuteilungsbetrags bei dem vorangegangenen Geschäft hatte sich bis zum Zeitpunkt der Zuteilung des Hauptrefinanzierungsgeschäfts vom 13. April ein beachtliches Liquiditätsdefizit aufgebaut. Dadurch kam es zu einem starken Anstieg des Bietungsaufkommens auf 781,7 Mrd €, und der Repartierungssatz sank auf 8,6 %, während die Zahl der teilnehmenden Geschäftspartner wieder auf 841 anstieg. Das letzte Hauptrefinanzierungsgeschäft der dritten Mindestreserveerfüllungsperiode wurde unter ausgewogeneren Liquiditätsbedingungen durchgeführt. Der Bietungsbetrag belief sich auf 612 Mrd € und der Zuteilungsbetrag auf 50 Mrd € (dies entspricht einem Repartierungssatz von 8,2 %).

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

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

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	175,8	0,3	+175,5
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	130,1	-	+130,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+45,0
Ständige Fazilitäten	0,7	0,3	+0,4
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	338,4	412,8	-74,4
Banknotenumlauf	-	331,0	-331,0
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	42,9	-42,9
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	338,4	-	+338,4
Sonstige Faktoren (netto)	-	38,9	-38,9
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) - (b)			101,1
(d) Mindestreservesoll			100,1

Das längerfristige Refinanzierungsgeschäft vom 24. März 1999 wurde erstmals seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchgeführt. Das vorab bekanntgegebene Zuteilungsvolumen betrug 15 Mrd € und ergab einen marginalen Zuteilungssatz von 2,97 %, womit der Betrag der ausstehenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte unverändert bei 45 Mrd € blieb (siehe Tabelle Seite 12). Die Zahl der an dieser Operation teilnehmenden Geschäftspartner belief sich auf 269, gegenüber 417 beim vorangegangenen längerfristigen Refinanzierungsgeschäft, das nach dem holländischen Zuteilungsverfahren durchgeführt wurde.

Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten

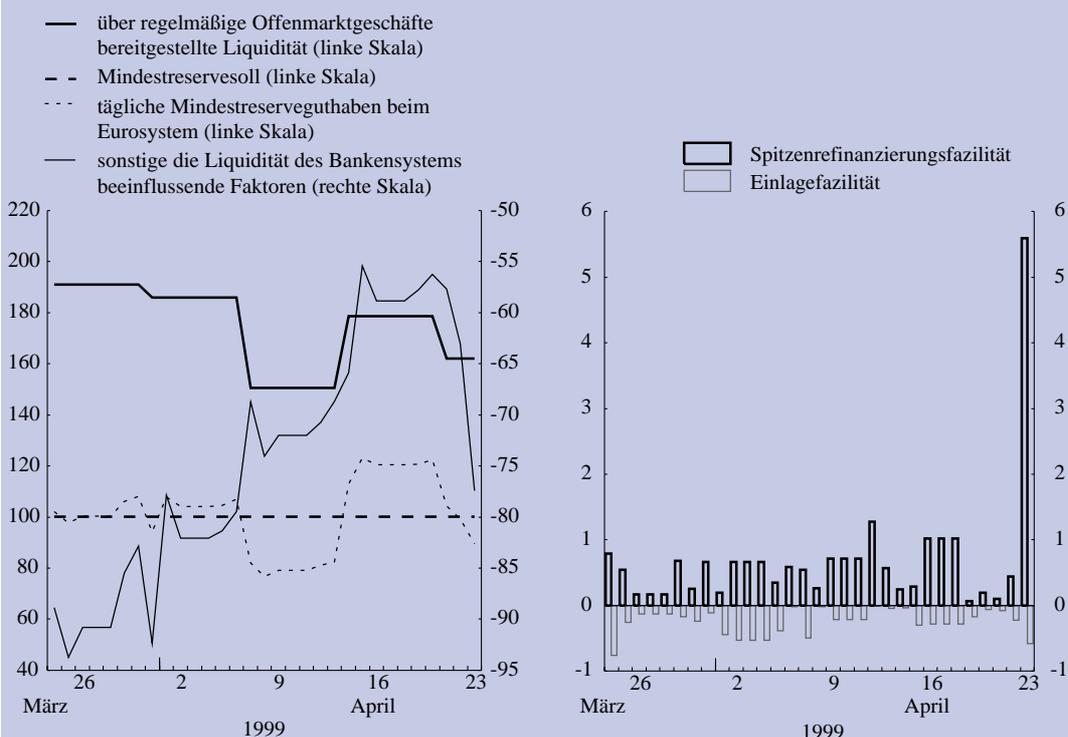
Im Vergleich zur vorangegangenen Mindestreserveerfüllungsperiode ging die durchschnittliche Nutzung der Einlagefazilität deutlich zurück, und zwar von tagesdurchschnittlich 1,4 Mrd € auf lediglich 0,3 Mrd €. Die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität nahm von tagesdurchschnittlich 0,4 Mrd € auf 0,7 Mrd € leicht zu. Sie wurde jedoch zu einem beachtlichen Teil (5,6 Mrd €) erst am letzten Tag der Erfüllungsperiode in Anspruch genommen, was den Bedarf einiger Kreditinstitute an zusätzlicher Liquidität zur Erfüllung ihres Mindestreservesolls widerspiegelte (siehe Abbildungen unten).

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die Summe der sonstigen Faktoren, die die Liquidität des Bankensystems beeinflussen (Posten (b) in der Tabelle oben) - der „autonomen Faktoren“ - belief sich auf durchschnittlich -74,4 Mrd €. Das negative Vorzeichen zeigt an, daß diese Faktoren per saldo Liquidität abschöpften. In absoluter Rechnung waren dies 3,8 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Diese autonomen Faktoren schlugen in der Summe mit einem Betrag zu Buche, der zwischen -55,4 Mrd € und -93,7 Mrd € schwankte, wobei die Guthaben auf Konten der öffentlichen Haushalte bei den Zentralbanken mit einer Spanne von 31,5 Mrd € bis

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

63,6 Mrd € am stärksten von Schwankungen betroffen waren. Dem üblichen saisonalen Rhythmus entsprechend erreichte der Banknotenumlauf Ende März und Anfang April in Zusammenhang mit Ostern einen Spitzenwert von 335,4 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

In der dritten Mindestreserveerfüllungsperiode belief sich das durchschnittliche Guthaben auf Girokonten auf 101,1 Mrd € und das Mindestreservesoll auf 100,1 Mrd €. Die Differenz zwischen dem durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll verringerte sich gegenüber der zweiten Erfüllungsperiode von 1,6 Mrd € auf 1,0 Mrd €. Das Guthaben auf Girokonten von Geschäftspartnern, die de facto keine Mindestreserven unterhalten müssen, ging von 0,7 Mrd € auf 0,4 Mrd € zurück, und die Überschussreserven von Geschäftspartnern, die einer konkreten Mindestreservepflicht unterliegen, sank von 0,9 Mrd € auf 0,6 Mrd €. (Eine detaillierte Analyse der Faktoren, auf die diese Unterschiede zwischen dem Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll zurückzuführen sind, findet sich auf den Seiten 15 und 16 des EZB-Monatsberichts vom April 1999.)

14. April 1999 abzurechnenden Geschäft von 3,0 % auf 2,5 % zu senken, bestimmte die Entwicklung der Geldmarktsätze im April. Während der am EONIA („euro overnight index average“) gemessene Tagesgeldsatz in den ersten Apriltagen noch bei knapp 3,0 % gelegen hatte, verringerte er sich in der Woche nach dem Zinsbeschluß vom 8. April sukzessive auf den neuen Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems von 2,5 % (siehe Abbildung 1). Gegen Ende der dritten Mindestreserveerfüllungsperiode (die sich vom 24. März bis zum 23. April 1999 erstreckte) belief sich der Tagesgeldsatz auf rund 2,5 %; nur am letzten Tag dieser Erfüllungsperiode stieg er auf 2,93 % und spiegelte damit die erhöhte Liquiditätsnachfrage im Bankensystem zur Erfüllung des Mindestreservesolls wider (siehe Abbildung 3 und Kasten 1). In den ersten Tagen der vierten Mindestreserveerfüllungsperiode lag der EONIA-Satz wieder nahe am Hauptrefinanzierungssatz.

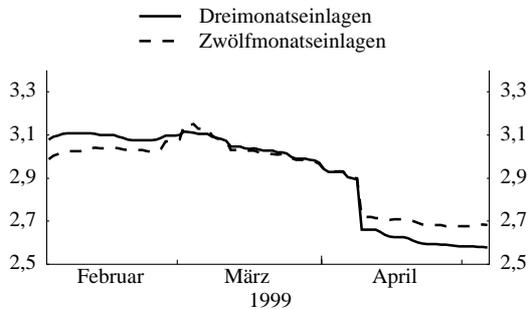
Der Dreimonatssatz (EURIBOR) ist seit Ende März um knapp 40 Basispunkte auf rund 2,6 % am 5. Mai 1999 (dem Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe des EZB-Monatsberichts enthaltenen Finanzmarktdaten) gesunken. Der Rückgang der Kurzfristzinsen im Eurogebiet ist auf den Beschluß des EZB-Rats vom 8. April 1999, den Hauptrefinanzierungssatz

um 50 Basispunkte zu senken, zurückzuführen. Von Ende März bis zum 8. April 1999 war der Dreimonats-EURIBOR bereits um 7 Basispunkte gefallen; dies zeigt, daß der Markt eine Senkung der EZB-Zinssätze antizipiert hatte. Der Dreimonats-EURIBOR ging dann am 9. April nach Bekanntgabe des Beschlusses um weitere 24 Basispunkte zurück. Die Tatsache, daß die unmittelbare Reaktion des Dreimonatssatzes so stark war, signalisiert indessen, daß die Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes nur teilweise vom Markt vorweggenommen worden war.

Am Euro-Terminmarkt ist das Bild ähnlich. Am 8. April, vor der Bekanntgabe der EZB-Zinssenkungen, lag der implizite Dreimonatssatz (EURIBOR) für Termingeschäfte in Euro für die Liefertermine Juni und September 1999 unter dem damaligen Dreimonatskassasatz. Unmittelbar nach Bekanntgabe der geldpolitischen Beschlüsse des Eurosystems ging der Dreimonats-Terminsatz für den Euro für die Liefertermine Ende April, Juni bzw. September 1999 um 24, 17 bzw. 13 Basispunkte zurück. Dies führte zu einer erheblichen Abflachung der Zinsstrukturkurve am kurzen Ende. In Einklang mit der zuvor erwähnten Stabilisierung der Tagesgeldsätze auf einem Niveau unweit des Hauptrefinanzierungssatzes ging der Dreimonatssatz zwi-

Abbildung 4 Kurzfristzinsen im Euro- Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dreimonats- und Zwölfmonats-EURIBOR.

schen dem 9. April und dem 5. Mai 1999 noch leicht zurück.

Der Interbankensatz für Zwölfmonatsgeld fiel parallel zu den Kassa- und Terminalsätzen am Geldmarkt, pendelte sich jedoch auf einem etwas höheren Stand als der Dreimonatssatz ein (siehe Abbildung 4). Dies zeigt, daß die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt für Laufzeiten von bis zu sieben Monaten mehr oder weniger flach, jedoch für längere Laufzeiten leicht ansteigend war.

Bei dem Dreimonats-Terminsatz ist bemerkenswert, daß der Satz für den Liefertermin Ende Dezember 1999 (der am 5. Mai 2,82 % entsprach) nicht nur über jenen für Fälligkeiten vor diesem Termin lag, sondern auch über dem Terminalsatz für den Liefertermin März 2000. Eine plausible Erklärung für diese ungewöhnliche Konstellation ist in der Auffassung der Marktteilnehmer zu sehen, wonach das Jahr-2000-Problem bei Computersystemen möglicherweise den Liquiditätsfluß am Geldmarkt zum Jahreswechsel beeinträchtigen könnte.

Am 29. April wickelte das Eurosystem das monatliche längerfristige Refinanzierungsgeschäft ab. Dieses Geschäft wurde als Zinstender nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchgeführt. Der gewichtete durchschnittliche Satz bei diesem Geschäft lag bei 2,54 %, während der marginale Zuteilungssatz 2,53 % betrug. Da

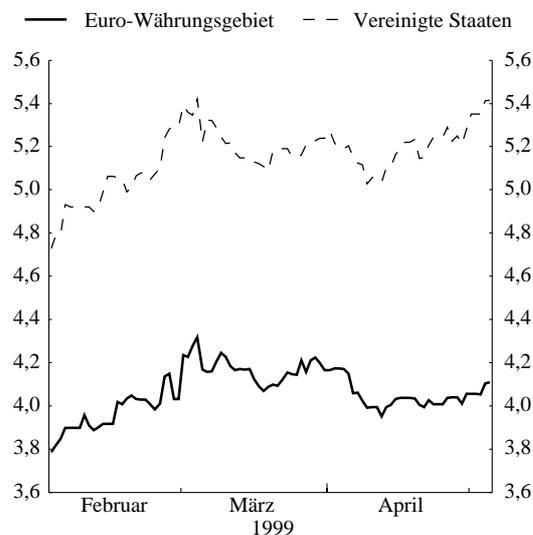
der Zuteilungsbetrag vorab angekündigt wurde, spiegeln diese Zinssätze die Marktbedingungen zum Zeitpunkt des Geschäfts wider und sollten nicht als ein geldpolitisches Signal interpretiert werden. Wie bereits in der Vergangenheit lagen die Sätze knapp unter dem Dreimonats-EURIBOR, der am Tag der Durchführung dieses Geschäfts notiert wurde. Dies kann auf die Tatsache zurückgeführt werden, daß die Bereitstellung von Liquidität in den Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems besichert ist, während die EURIBOR-Transaktionen ohne Sicherheiten durchgeführt werden und daher eine höhere Risikoprämie enthalten dürften.

Rückgang der Langfristzinsen im April

An den Kapitalmärkten des Eurogebiets haben sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen seit Ende März 1999 um rund 15 Basispunkte auf 4,06 % am 30. April ermäßigt (siehe Abbildung 5). Damit lagen sie nur

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB, nationale Statistiken und Reuters.

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

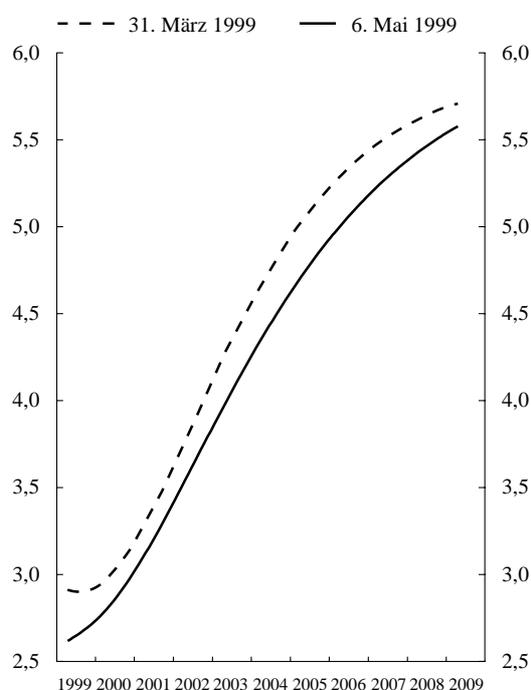
unwesentlich von dem am Jahresende 1998 verzeichneten Stand entfernt, jedoch noch leicht über den Tiefständen von Anfang 1999. Der nahezu kontinuierliche Rückgang der Renditen im Euroraum im April spiegelte zunächst die wachsende Erwartung einer Senkung der EZB-Zinssätze am Monatsanfang wider. Anschließend trugen die Tatsache, daß die Senkung der EZB-Zinssätze größer ausfiel, als von den Marktteilnehmern erwartet, sowie die Bekanntgabe einiger Wirtschaftsindikatoren für das Euro-Währungsgebiet zu einer weiteren leichten Abwärtsbewegung der langfristigen Anleiherenditen bei. Im Gegensatz zu den ersten Monaten des Jahres 1999 scheint die allgemeine Entwicklung an den Rentenmärkten des Euroraums im April in erster Linie den Einfluß dieser inländischen Faktoren widerzuspiegeln, während globale Faktoren weitgehend in den Hintergrund traten. Infolgedessen hat sich die Entwicklung der Langfristzinsen im Eurogebiet im April etwas von der Tendenz in den Vereinigten Staaten abgekoppelt. Da die langfristigen Renditen in den Vereinigten Staaten im April über weite Strecken mehr oder weniger stabil blieben, führte der Rückgang der Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet zu einer Vergrößerung des Renditevorsprungs 10jähriger US-Anleihen gegenüber vergleichbaren Anleihen im Euroraum.

Die im Euroraum im April zu beobachtende Abwärtsbewegung der langfristigen Anleiherenditen dürfte wohl eher auf einen Rückgang der Realrenditen als auf einen Meinungsumschwung bezüglich der längerfristigen Aussichten für die Preisstabilität zurückzuführen sein. Dafür spricht, daß das von französischen indexgebundenen Anleihen angezeigte Niveau der zehnjährigen Realrenditen im April ähnlich stark zurückgegangen ist wie das der Nominalrenditen mit vergleichbarer Laufzeit. Dies scheint anzuzeigen, daß sich die Erwartungen an den Finanzmärkten bezüglich der längerfristigen Aussichten für die Preisentwicklung im Verlauf des Aprils nicht wesentlich geändert haben. Die zuvor erwähnten Revisionen früherer M3-Wachstumsraten nach unten und die unveränderte Wachstumsrate von M3 im März dürften die Ansicht an

den Finanzmärkten gestützt haben, daß die längerfristigen Aussichten für die Preisentwicklung weiterhin günstig sind. Außerdem hatte der geringfügige Anstieg der am HVPI gemessenen Preissteigerungsrate im Euroraum im März 1999 wenig Einfluß auf die Rentenmärkte des Eurogebiets. Dies war von den Finanzmarktteilnehmern bereits größtenteils erwartet worden. Angesichts der geschilderten Entwicklung an den Anleihemärkten des Euroraums war bei der Zinsstrukturkurve des Eurogebiets, die von in Euro denominierten Swap- und Interbanksätzen abgeleitet wurde, bei allen Laufzeiten eine Verschiebung nach unten zu beobachten (siehe Abbildung 6).

Insgesamt signalisieren die Tendenzen an den Anleihemärkten des Euroraums sowie die

Abbildung 6
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet
 (in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung. Die implizite, aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur abgeleitete Termin-Zinsstrukturkurve spiegelt die 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.

Entwicklung der kurzfristigen Zinsen, daß die Finanzmärkte im weiteren Jahresverlauf ein weiterhin niedriges Niveau der Kurzfristzinsen erwarten. Gleichzeitig hat die Senkung der EZB-Zinssätze die günstigen Aussichten für die Preisstabilität auf längere Sicht anscheinend nicht verändert.

Wie bereits erwähnt, hatte die Entwicklung in den Vereinigten Staaten im April offensichtlich kaum Einfluß auf die Anleiherenditen des Euroraums. Die langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten waren im April über weite Strecken relativ stabil. Dies spiegelt die Ansicht der Märkte wider, daß die US-Wirtschaft weiterhin hohe Wachstumsraten ohne größere inflationäre Spannungen erzielen dürfte. Ende April 1999 führten jedoch die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das erste Quartal 1999 zu einem Meinungsumschwung und infolgedessen zu einem Aufwärtsdruck bei den langfristigen US-Zinssätzen. Dies könnte auf die langfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet übergegriffen haben, die Anfang Mai einen leichten Anstieg auf über 4,1 % aufwiesen. Gleichzeitig dürfte ein weiterer internationaler Einflußfaktor, nämlich der Rückgang der langfristigen Anleiherenditen in Japan von rund 25 Basispunkten zwischen dem 30. März und 5. Mai 1999, zu der Abwärtsbewegung der Langfristzinsen im Eurogebiet beigetragen haben. Der Rückgang der langfristigen Zinsen in Japan vollzog sich vor einem Hintergrund fehlender Hinweise auf einen inflationären Druck.

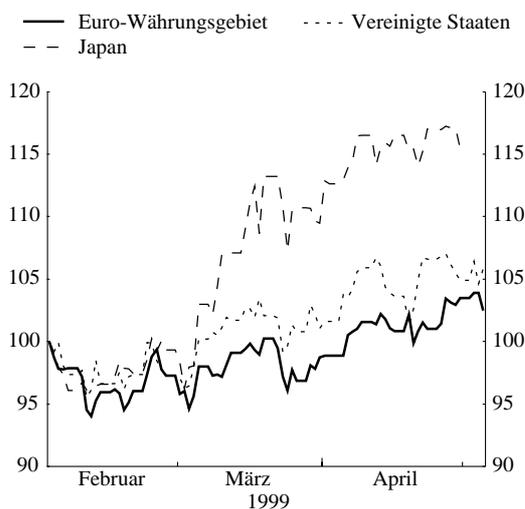
Anstieg der Aktienkurse

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, gemessen am Dow Jones EURO STOXX (Gesamtindex), stiegen im Zeitraum von Ende März bis zum 5. Mai 1999 um rund 4 % (siehe Abbildung 7). Nach diesem Anstieg hatten die Aktienkurse im Euroraum den Stand von Ende 1998 um mehr als 7 % überschritten. Jedoch lagen die Notierungen am Aktienmarkt immer noch rund 4 % unter dem Höchststand von Mitte Juli 1998, kurz bevor die internationalen Aktienmärkte erhebliche

Abbildung 7

Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(1. Februar 1999 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters für das Euro-Währungsgebiet; nationale Statistiken 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.

Rückschläge erlitten. Die Entwicklung der Aktienkurse im Eurogebiet im April 1999 spiegelt sowohl die freundliche Verfassung an den internationalen Aktienmärkten als auch inländische Faktoren wider.

Trotz einer gewissen Volatilität im Verlauf des Aprils stieg in den Vereinigten Staaten der Standard & Poor's 500-Index während des Zeitraums von Ende März bis 5. Mai um knapp 5 %. Die unveränderte Stärke des US-Aktienmarkts im April und Anfang Mai scheint in erster Linie auf das weiterhin robuste Wachstum der US-Wirtschaft zurückzuführen zu sein, was sich in dem starken Wachstum der Unternehmensgewinne im ersten Quartal 1999 widerspiegelt. Nach dem erheblichen Anstieg im März 1999 erhöhten sich die Aktienkurse in Japan, gemessen am Nikkei 225-Index, zwischen Ende März und dem 30. April (der japanische Aktienmarkt war Anfang Mai geschlossen) um mehr als 5 %. Der Rückgang der Langfristzinsen in Japan dürfte bei dem weiteren Anstieg der Aktienkurse im April eine wichtige Rolle gespielt haben,

jedoch dürfte der Aufwärtstrend am Aktienmarkt auch auf eine veränderte Markteinschätzung bezüglich der Wahrscheinlichkeit einer zukünftigen Konjunkturerholung zurückzuführen sein.

Die Entwicklungen an den internationalen Börsen wirkten sich unterstützend auf die Aktienmärkte im Euroraum aus, während dämpfende Einflüsse von der Situation im Kosovo ausgegangen sein dürften. Bezüglich der inländischen Faktoren, die eine wichtige Rolle bei der Entwicklung der Aktienkurse im Eurogebiet spielten, ist der Rückgang der langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet im April zu nennen. Wie bereits im bisherigen Jahresverlauf war die Aufwärtsbewegung am Aktienmarkt im Euroraum wohl außerdem von Erwartungen getragen, daß Fusionen in einigen Branchen sich günstig auf

die Unternehmensgewinne auswirken würden. Letztlich dürften sich auch die Erwartungen an den Finanzmärkten über die Aussichten für das künftige Wachstum der Exporte und der Unternehmensgewinne in einigen Wirtschaftsbereichen verbessert haben. Dies zeigt sich insbesondere in dem relativ starken Anstieg des Dow Jones EURO STOXX 50-Index. Dieser Index enthält große, international diversifizierte Unternehmen, deren Ertragsentwicklung sensibler als die von kleineren Unternehmen auf die internationalen Rahmenbedingungen und Wechselkursbewegungen reagiert. Dieser Index stieg zwischen Ende März und dem 5. Mai um über 4 % und hatte am 5. Mai im Gegensatz zum Gesamtindex den Höchststand von Mitte Juli 1998 überschritten. Damit ist er seit Ende 1998 um mehr als 11 % gestiegen.

2 Preisentwicklung

Ölpreisbedingter höherer Anstieg der Verbraucherpreise

Die jährliche Steigerungsrate der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), erhöhte sich im März 1999 auf 1,0 %, verglichen mit 0,8 % in den vorangegangenen vier Monaten (siehe Tabelle 1). Wie erwartet war diese Zunahme vor allem auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen, in der sich die Erholung der Weltmarktpreise für Öl von 9,4 € pro Barrel im Februar auf 11,8 € pro Barrel im März niederschlug. Zwar waren die Energiepreise im März 1999 noch um 2,8 % niedriger als ein Jahr zuvor, doch lagen sie deutlich über dem Niveau des Februar, als sie um 4,3 % niedriger waren als ein Jahr zuvor (siehe Abbil-

dung 8). Im April stieg der Weltmarktpreis für Öl weiter auf 14,4 € an, weshalb die Komponente Energie des HVPI im gesamten Euro-Währungsgebiet erneut ansteigen dürfte. Die Erhöhung der Energiebesteuerung in Deutschland im April 1999 wird sich ebenfalls auf die Verbraucherpreise für Energie auswirken. Doch dürfte sich diese Aufwärtsbewegung in den kommenden Monaten nicht in der anhand des HVPI gemessenen Inflation niederschlagen, da sie durch den Wegfall der Auswirkung der Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland vom April vergangenen Jahres in etwa ausgeglichen wird.

Die Preissteigerungsrate für Nahrungsmittel blieb im März 1999 unverändert bei 1,4 %. Der etwas stärkere Anstieg bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel (1,7 % im März gegenüber 1,5 % im Februar) wurde durch den etwas geringeren Anstieg der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel von 1,2 % im März gegenüber 1,3 % im Februar ausgeglichen. Die jährliche Preissteigerungsrate für unverarbeitete Nahrungsmittel hat sich seit November 1998 deutlich erhöht, als sie aufgrund der Preise für Obst und Gemüse bei 0,6 % lag. Dies ist jedoch nicht ungewöhnlich, da die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel neben den Energiepreisen von allen Komponenten des HVPI den größten Schwankungen unterliegen.

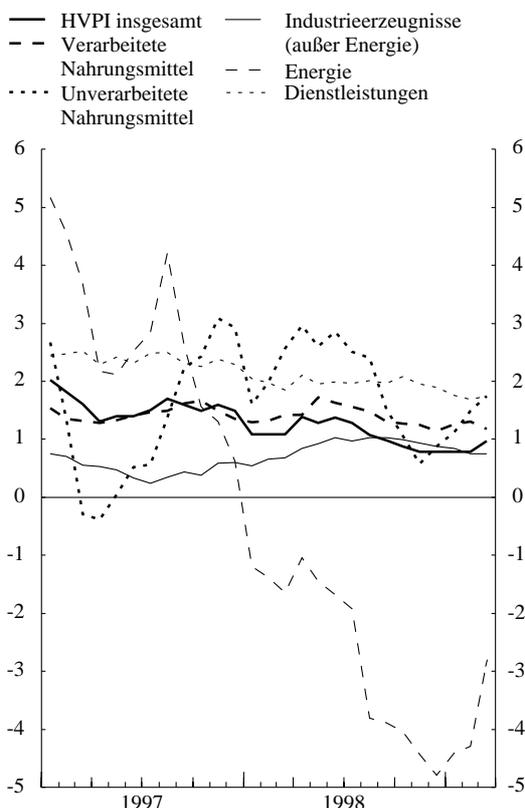
Bei den übrigen, im allgemeinen weniger volatilen Teilkomponenten des HVPI blieben die jährlichen Preissteigerungsrate für Industrieerzeugnisse (außer Energie) mit 0,7 % und für Dienstleistungen mit 1,7 % im März unverändert auf dem Niveau des Vormonats. Die neuesten Daten bestätigen die 1998 verzeichnete Tendenz weitgehend stabiler oder leicht zurückgehender Änderungsraten für diese Posten, die mit zwei Dritteln den überwiegenden Teil des Gesamtindex ausmachen.

Die übrigen Preisindizes deuten ebenfalls nicht auf eine allgemeine Aufwärtsbewegung bei den Preisen hin. Die Umkehrung der Entwicklung bei den Öl- und sonstigen Rohstoffpreisen in den vergangenen Monaten könnte

Abbildung 8

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Tabelle I**Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

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

*Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburg) und Berechnungen der EZB.**1) Außer Baugewerbe.**2) Gesamtwirtschaft.**3) Gesamtwirtschaft (außer Landwirtschaft, Bildungssektor und Gesundheitswesen).**4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). ECU bis Ende Dezember 1998.**5) Ohne Energie. Angaben in Euro; ECU bis Ende Dezember 1998.*

sich im Lauf dieses Jahres jedoch langsam auf die allgemeine Preisentwicklung auswirken. Daher könnte sich der Rückgang der industriellen Erzeugerpreise, die im Februar 1999 wie bereits im Januar zwar weiterhin um 2,7 % gefallen sind, in der nahen Zukunft verlangsamen. Dies wäre vermutlich vor allem auf die Preisentwicklung in der Vorleistungsgüterindustrie zurückzuführen, wo sich das kräftige Absinken der Weltmarktpreise für Rohstoffe (außer Energie) im Laufe des letzten Jahres deutlich auf die Erzeugerpreise auswirkte.

Eurostat hat nun erstmals vorläufige Schätzungen bezüglich des neuen Indikators Arbeitskosten je Stunde für das vierte Quartal 1998 veröffentlicht. Dieser Indikator beruht auf nationalen Daten und gibt die Kosten des Arbeitseinsatzes pro Stunde an. Die Schätzungen ergeben bei der jährlichen Steige-

rungsrate der Arbeitskosten je Stunde insgesamt in der Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, Bildungssektor und Gesundheitswesen) einen Rückgang von 1,7 % im dritten Quartal auf 1,1 % im vierten Quartal 1998 und deuten somit auf eine gedämpfte Entwicklung bis zum Ende des Jahres 1998 hin. Doch angesichts der jüngsten Tarifergebnisse und der Tatsache, daß sich die Auswirkungen der italienischen Steuerreform des vergangenen Jahres nicht mehr bemerkbar machen, dürfte sich die Wachstumsrate der Arbeitskosten im Laufe dieses Jahres etwas erhöhen.

Insgesamt entsprechen die neuesten Daten zur Preisentwicklung weitgehend den früheren Erwartungen, die von einem Anstieg der jährlichen Steigerungsrate des HVPI, hauptsächlich infolge der Erholung der Öl- und Rohstoffpreise (außer Energie), ausgegangen

waren. Ein solcher Trend könnte sich, wenn in den kommenden Monaten neue Angaben zur Verfügung stehen, auch in anderen Preisindizes (etwa bei den Erzeugerpreisen) bemerkbar machen und könnte in der unmittelbaren Zukunft die allgemeine Entwicklung bestimmen. Die aktuell vorliegenden Informationen lassen allerdings nicht auf eine Veränderung der Erwartung einer weiterhin ge-

dämpften Preisentwicklung bei den HVPI-Komponenten außer Energie, die normalerweise weniger unmittelbar von Preisschwankungen dieser Art betroffen sind, schließen. Folglich ist damit zu rechnen, daß sich die Preisentwicklung nach dem HVPI auf kurze und mittlere Sicht auch weiterhin in dem vom Eurosystem vorgegebenen Rahmen für Preisstabilität bewegen wird.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet werden demnächst auf das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen von 1995 (ESVG 95) umgestellt. Diese Angaben werden auch revidierte historische Daten für eine Reihe zurückliegender Jahre enthalten. Die auf dieser Grundlage bereits in begrenztem Umfang vorliegenden nationalen Statistiken lassen darauf schließen, daß sich aus der Anwendung des neuen statistischen Berichtsrahmens bedeutende Veränderungen sowohl des historischen Niveaus als auch der Wachstumsrate des BIP im Euro-Währungsgebiet ergeben dürften. Zwar könnten sich diese Revisionen auf die Ergebnisse der Jahre vor 1999 auswirken, doch ist bislang noch nicht ersichtlich, ob sie auch die Quartalsentwicklung in der jüngeren Vergangenheit beeinflussen, insbesondere die Entwicklung im Jahresverlauf 1998. Vorläufig bestätigen die jüngsten revidierten Daten von Eurostat (vom 12. April 1999) den Eindruck einer Wachstumsabschwächung zur Jahreswende, die weitgehend auf den Rückgang des

Außenbeitrags zurückzuführen ist, während die Konjunktur in erster Linie vom Privaten Verbrauch getragen wurde (siehe Tabelle 2).

Anhaltende Konjunkturabschwächung in den ersten beiden Monaten des Jahres 1999

Da für das erste Quartal 1999 keine Angaben zum BIP verfügbar waren, lag das Hauptaugenmerk auf zusätzlichen Angaben zur Industrieproduktion, die inzwischen bis Februar 1999 vorliegen (siehe Tabelle 3). Seit der letzten Ausgabe des EZB-Monatsberichts wurden Zahlen für Januar und Februar veröffentlicht. Allerdings ist zu beachten, daß ein beträchtlicher Teil der Daten für die jüngsten Monate noch auf Schätzungen beruht.

Die von Eurostat veröffentlichten Zahlen liefern nur geringe Anhaltspunkte für eine Trendwende bei der Produktion zu Beginn des Jahres. Gemessen anhand gleitender Dreimonatsdurchschnitte, um den Schwankungen

Tabelle 2
Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Jahresraten ¹⁾								Quartalsraten ²⁾				
	1996	1997	1998	1997 Q4	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1997 Q4	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,7	2,5	2,9	3,1	3,7	2,9	2,8	2,3	0,7	0,8	0,6	0,7	0,2
<i>darunter:</i>													
Inlandsnachfrage	1,1	2,0	3,5	2,7	4,1	3,2	3,7	3,1	1,2	1,6	0,4	0,5	0,6
Privater Verbrauch	2,0	1,6	2,9	2,2	2,7	2,3	3,1	3,2	0,8	0,9	0,5	0,9	0,9
Staatsverbrauch	1,2	-0,1	1,1	-0,7	0,9	1,3	1,0	1,1	-0,9	1,7	0,4	-0,2	-0,7
Bruttoanlageinvestitionen	0,8	2,1	4,0	2,7	5,7	3,2	4,1	3,1	1,2	1,9	-0,8	1,7	0,2
Vorratsinvestitionen ³⁾	-0,5	0,6	0,7	0,9	1,0	0,9	0,7	0,3	0,5	0,4	0,2	-0,4	0,1
Außenbeitrag ³⁾	0,6	0,5	-0,5	0,5	-0,3	-0,3	-0,8	-0,7	-0,5	-0,7	0,2	0,2	-0,4
Ausfuhren ⁴⁾	4,7	9,8	5,4	11,2	10,0	7,8	3,8	0,7	0,9	-0,4	2,4	0,8	-2,1
Einfuhren ⁴⁾	3,2	8,9	7,5	10,6	11,8	9,2	6,5	2,8	2,3	1,6	2,1	0,4	-1,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Jahresraten: Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Ausfuhren und Einfuhren umfassen Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Angaben zu den Ein- und Ausfuhren in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind nicht bereinigt um den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Diese Angaben sind daher nicht vollständig vergleichbar mit den Zahlungsbilanzdaten.

Tabelle 3**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1997		1998			1999			1998				
	1997	1998	Dez.	Jan.	Febr.	Dez.	Jan.	Febr.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt				
Industrie insgesamt	3,6	3,6	-0,8	1,8	0,0	-1,2	1,9	-0,8	-0,1	-0,1	-0,6	-0,3	-0,2
Baugewerbe	-1,0	0,3	-1,5	.	.	0,0	.	.	-1,0	-1,1	-1,0	.	.
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	4,3	4,0	-0,8	1,6	-0,2	-0,7	0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,4	-0,5	-0,8
Verarbeitendes Gewerbe	4,8	4,4	-1,3	0,7	-0,8	-1,2	1,5	-0,9	-0,1	-0,4	-1,0	-1,0	-0,8
<i>nach Hauptgruppen:</i>													
Vorleistungen	5,4	3,9	-1,6	0,5	-1,4	-1,2	1,3	-1,1	-0,5	-0,1	-0,5	-0,3	-0,7
Investitionsgüter	4,8	6,6	1,7	4,1	1,4	-1,6	2,5	-1,4	0,3	0,3	-0,1	-0,2	-0,5
Konsumgüter	2,6	3,0	-1,1	2,4	0,9	-1,0	1,8	-0,4	-0,3	-0,2	-0,8	-0,6	-0,4
Gebrauchsgüter	2,0	6,2	0,7	2,9	0,7	-2,4	1,8	0,0	0,2	0,7	-0,6	-1,6	-2,1
Verbrauchsgüter	2,3	1,2	-1,9	1,3	1,0	-0,3	0,5	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,1

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.*

der monatlichen Statistiken zur Industrieproduktion Rechnung zu tragen, fiel die Produktion ohne das Baugewerbe im Zeitraum vom Dezember 1998 bis Februar 1999 um 0,8 % geringer aus als in den vorangegangenen drei Monaten (d. h. im Zeitraum vom September 1998 bis November 1998). Im Februar 1999 war die Produktion sowohl im Vergleich zum Vormonat als auch gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat rückläufig, nachdem die Angaben für Januar 1999 auf eine positive Wachstumsrate hingedeutet hatten. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe ging im Zeitraum bis Februar 1999 weiter zurück und sank dabei im Zeitraum vom Dezember 1998 bis Februar 1999 ebenfalls um 0,8 % gegenüber den vorangegangenen drei Monaten. Der Rückgang fiel damit etwas geringer aus als in den beiden vorhergehenden Dreimonatsabschnitten. Nach Hauptgruppen aufgegliedert zeigt sich, daß der negative Trend im Verbrauchsgütergewerbe nicht ganz so stark ausgeprägt war wie im Investitionsgüter- und Vorleistungsgütergewerbe. Der Rückgang bei den Vorleistungsgütern lag im Dreimonatszeitraum bis Februar 1999 bei 0,7 % und fiel somit mehr als doppelt so stark aus wie im entsprechenden Dreimonatszeitraum bis Januar 1999. Die Produktion im Gebrauchsgü-

tergewerbe ging in den jüngsten Monaten am stärksten zurück.

Nach den vorläufigen Umfrageergebnissen zur Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe für April 1999, die auf Quartalsbasis erhoben und am 6. Mai 1999 von der Europäischen Kommission veröffentlicht wurden, blieb die Kapazitätsauslastung mit 81,9 % gegenüber dem Stand vom Januar 1999 unverändert (siehe Tabelle 4). Berechnet als Durchschnitt von zwei aufeinanderfolgenden Umfrageergebnissen zeigen die Quartalszahlen einen weiteren leichten Rückgang der Kapazitätsauslastung im ersten Quartal 1999 verglichen mit dem vierten Quartal 1998. Den jüngsten Daten zufolge ging die Kapazitätsauslastung seit dem zweiten Quartal 1998, als sie mit 83,6 % einen Spitzenwert erreichte, um insgesamt 1,7 Prozentpunkte zurück. Dennoch bleibt die Kapazitätsauslastung damit in der Nähe ihres langfristigen Durchschnitts.

Nimmt man die Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen für die letzten drei Monate (einschließlich Januar) zusammen, um kurzfristigen Schwankungen in der Reihe Rechnung zu tragen, so deuten sie auf einen weiterhin

robusten Privaten Verbrauch im Euro-Währungsgebiet hin. Die Einzelhandelsumsätze sind den Schätzungen zufolge um etwa 2 % gegenüber dem entsprechenden Dreimonatszeitraum des Vorjahrs gestiegen. Darüber hinaus ist aus den jüngsten Zahlen zu den Pkw-Neuzulassungen kein wesentlicher Rückgang ersichtlich. Diese stiegen in den zwölf Monaten bis zum Ende des ersten Quartals 1999 um gut 7 %, womit die Jahresrate der Zulassungen im dritten Quartal hintereinander über 7 % betrug.

Umfrageergebnisse lassen möglicherweise erste Anzeichen einer Besserung erkennen

Seit dem Monatsbericht vom April hat die Europäische Kommission die Ergebnisse ihrer Branchen- und Verbraucherumfragen sowohl für März als auch für April 1999 veröffentlicht (siehe Tabelle 4). Für März waren die Umfrageergebnisse der Europäischen Kommission bezüglich der Aussichten für eine konjunkturelle Trendwende nicht ermutigend. Sie deuteten auf einen weiteren Rückgang der Zuversicht der Industrie hin; der entspre-

chende Indikator sank auf seinen niedrigsten Stand seit Januar 1997. Gleichzeitig nahm den Umfrageergebnissen zufolge auch die Zuversicht der Verbraucher, die im Januar und Februar 1999 einen Höchststand erreicht hatte, leicht ab. Im Einklang damit wurde auch eine sinkende Zuversicht im Einzelhandel verzeichnet.

Während die Zuversicht der Verbraucher im April leicht zurückging, stieg die Zuversicht der Industrie hingegen (erstmalig seit Juni 1998) etwas an. Die Zuversicht im Einzelhandel entwickelte sich im April ebenfalls positiv. Betrachtet man die dem Vertrauensindikator für die Industrie zugrunde liegenden Reihen etwas näher, so lassen die Antworten auf die Frage nach der Beurteilung der Auftragsbestände darauf schließen, daß sich die Auftragslage im April sowohl im Exportbereich als auch im Inland leicht verbesserte. Darüber hinaus sind nach den Umfrageergebnissen für April auch die Produktionserwartungen gestiegen.

Bei der Zuversicht im Baugewerbe wurde seit Jahresbeginn ein leichter Anstieg verzeichnet, nachdem in diesem Bereich bereits über ei-

Tabelle 4

Ergebnis der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet

(saisonbereinigte Daten)

	1996	1997	1998	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1998 Nov.	1998 Dez.	1999 Jan.	1999 Febr.	1999 März	1999 April
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-2,7	2,5	3,1	4,4	3,0	1,5	0,7	2,0	1,4	1,5	0,8	-0,2	-0,4
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-8	-3	7	7	7	10	12	10	11	12	12	11	9
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	-8	4	7	10	7	1	-3	0	-1	-1	-3	-4	-3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-13	-10	4	1	10	8	14	9	9	14	14	14	15
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-5	-3	4	2	5	3	3	2	2	6	2	0	5
Kapazitätsauslastung(%) ³⁾	80,3	81,5	83,0	83,6	83,3	82,4	81,9	-	-	81,9	-	-	81,9

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Veränderung gegen Vorjahr in %; Indikator 1985 = 100.

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

nen langen Zeitraum zwischen 1996 und 1998 eine deutliche Verbesserung eingetreten war. Die eindeutig positive Entwicklung der Zuversicht in diesem Sektor spiegelt sich jedoch in den Angaben zur tatsächlichen Bautätigkeit nicht wider. Diese lassen noch keine Anzeichen einer anhaltenden Belebung erkennen.

Insgesamt gesehen gibt es nach dem derzeitigen Informationsstand (wobei einige Angaben nur mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Monaten verfügbar sind) kaum Anhaltspunkte dafür, daß die Verlangsamung der Konjunktur im Euro-Währungsgebiet in den ersten beiden Monaten des Jahres 1999 gestoppt wurde. In jüngerer Zeit haben die aus den Umfragen der Europäischen Kommission abgeleiteten Indikatoren jedoch erste mögliche Hinweise auf eine Stabilisierung oder gar eine leichte Besserung in den kommenden Monaten geliefert. Insbesondere ist eine geringfügige Verbesserung bei der Zuversicht der Industrie festzustellen, während der leichte Rückgang der Zuversicht der Verbraucher möglicherweise eher als Rückkehr zu einem normalen Niveau anzusehen ist, als daß er eine Abschwächung des Wachstums beim Privaten Verbrauch signalisiert. Für eine Beurteilung, ob die Umfrageergebnisse ein klares Indiz für eine konjunkturelle Stabilisierung darstellen, ist es jedoch noch zu früh. Überdies besteht, wie bereits angedeutet, die Möglichkeit einer weiteren Revision früherer Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, was noch einer genauen Prüfung bedarf.

Allmählicher Rückgang der Arbeitslosigkeit setzte sich fort

Im März 1999 lag die standardisierte Arbeitslosenquote bei 10,4 % und war damit unverändert gegenüber der Rate für den Vormonat, die von 10,5 % nach unten korrigiert wurde (siehe Tabelle 5). Im Januar und Februar war die Arbeitslosenquote jeweils rückläufig gewesen. Dabei ist jedoch zu beachten, daß die Quote der Arbeitslosen im Alter von über 25 Jahren, die etwa drei Viertel der Arbeitslosen insgesamt ausmachen, um die Jahreswende praktisch gleich blieb, was darauf hindeutet, daß der Rückgang der Arbeitslosigkeit inzwischen weniger breit angelegt ist. Auch die nationalen Entwicklungen stärken diesen Eindruck, da nur in wenigen Ländern weitere Fortschritte erzielt wurden. Im Gegensatz dazu ging die Quote der Arbeitslosen im Alter von unter 25 Jahren mit weitgehend unveränderter Geschwindigkeit weiter zurück. Dies könnte darauf zurückzuführen sein, daß die Arbeitgeber bei der Stellenbesetzung insbesondere jüngeren Leuten den Vorzug gegeben haben. Allerdings könnte diese Tendenz auch die Auswirkungen einer Reihe von Beschäftigungsmaßnahmen widerspiegeln, die vor kurzem in mehreren Ländern zugunsten spezieller Zielgruppen, insbesondere junger Menschen, eingeleitet beziehungsweise verstärkt wurden.

Zwar liegen jüngere Angaben zur Beschäftigungsentwicklung noch nicht vor, doch deuten die Arbeitslosenquoten darauf hin, daß sich der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im

Tabelle 5

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1996	1997	1998	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1998 Okt.	1998 Nov.	1998 Dez.	1999 Jan.	1999 Febr.	1999 März
Insgesamt	11,6	11,6	10,9	10,9	10,8	10,6	10,4	10,6	10,6	10,6	10,5	10,4	10,4
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,9	23,1	20,9	21,1	20,7	20,4	20,0	20,5	20,4	20,2	20,2	20,0	19,9
25 Jahre und älter ²⁾	9,8	9,9	9,4	9,5	9,4	9,2	9,1	9,2	9,2	9,2	9,1	9,1	9,1

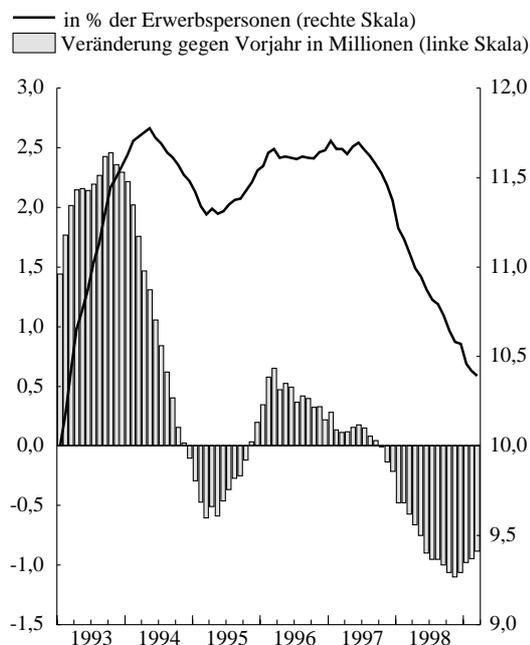
Quelle: Eurostat.

1) 1998 entfielen auf diese Gruppe 24,4 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) 1998 entfielen auf diese Gruppe 75,6 % der Arbeitslosen insgesamt.

Abbildung 9 Arbeitslosigkeit im Euro- Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

ersten Quartal dieses Jahres trotz einer Abschwächung der Konjunktur fortgesetzt hat. Allerdings haben Unternehmen in den von der internationalen Entwicklung am stärksten betroffenen Sektoren seit dem letzten Quartal 1998 damit begonnen, ihren Personalbestand nach unten anzupassen, wie aus den Angaben von Eurostat hervorgeht (siehe Tabelle 6). Diesen Angaben zufolge sank die Beschäftigung in der Industrie insgesamt

(ohne Baugewerbe) im vierten Quartal 1998 gegenüber dem Vorquartal um 0,3 % und im Verarbeitenden Gewerbe um 0,1 %. Dagegen stieg die Beschäftigung im Baugewerbe in der zweiten Jahreshälfte 1998, insbesondere im vierten Quartal (1,5 %), sehr stark an und machte damit den in den vorangegangenen Monaten verzeichneten Nettoabbau von Arbeitsplätzen mehr als wett. Bislang ist kein Indikator der Beschäftigung im Dienstleistungssektor verfügbar, der das gesamte Eurogebiet umfaßt. Die Veröffentlichung des ESVG 95 dürfte die Situation im Hinblick auf die Verfügbarkeit von Daten bald verbessern. Aus den in begrenztem Umfang vorliegenden nationalen Statistiken läßt sich jedoch teilweise ableiten, daß das Beschäftigungswachstum in diesem Sektor insbesondere aufgrund der großen Zahl neu geschaffener Teilzeitarbeitsplätze anhielt.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß sich der Abwärtstrend bei den Arbeitslosenzahlen in den ersten Monaten des Jahres 1999 offenbar fortgesetzt hat. Somit wurden trotz der konjunkturellen Abschwächung wahrscheinlich weiterhin Arbeitsplätze geschaffen. Es gibt allerdings Anzeichen dafür, daß sich die Fortschritte hin zu einem stärkeren Beschäftigungszuwachs um die Jahreswende verringert haben. Obwohl von einer konjunkturellen Erholung im Verlauf dieses Jahres positive Einflüsse erwartet werden können, dürften sowohl die Rückführung der Arbeitslosenquoten als auch das Beschäftigungswachstum im Jahr 1999 geringer ausfallen als 1998.

Tabelle 6 Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1997		1998				1998				1998		
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Okt.	Nov.	Dez.
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft ²⁾	0,3	1,3	1,0	1,1	1,4	1,5	0,4	0,4	0,5	0,3	-	-	-
Industrie insgesamt	-1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,0	0,0	0,0	0,3	0,2	0,0
Baugewerbe	-0,5	-0,1	-0,1	-1,4	-0,4	1,5	-0,1	-0,5	0,6	1,5	1,4	1,6	1,4
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	-1,4	0,4	0,3	0,6	0,6	0,1	0,3	0,1	0,0	-0,3	0,3	0,1	-0,1
Verarbeitendes Gewerbe	-1,0	0,7	0,6	1,0	0,9	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,7	0,4	0,3

Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat.

1) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.

2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Gegensätzliche Wechselkursentwicklungen im April und Anfang Mai

Im April schwächte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar ab und erreichte Ende des Monats einen Stand von 1,06 USD (siehe Abbildung 10). Wie auch in den Vormonaten war diese Abschwächung auf eine fortlaufende Bekanntgabe von Informationen zurückzuführen, die ein anhaltend starkes Wachstum in den Vereinigten Staaten auswies und nur geringe Anzeichen für einen konjunkturellen Aufschwung im Eurogebiet boten. Dagegen hatte der Zinssenkungsbeschluss des Eurosystems vom 8. April nur geringe Auswirkungen auf den Wechselkurs des Euro. Die allgemeine Unsicherheit an den Märkten aufgrund des militärischen Konflikts auf dem Balkan trug ebenfalls zur Schwächung des Euro bei. Der Kursrückgang des Euro war im April jedoch verhaltener als in den ersten drei Monaten des Jahres 1999. Anfang Mai stieg der

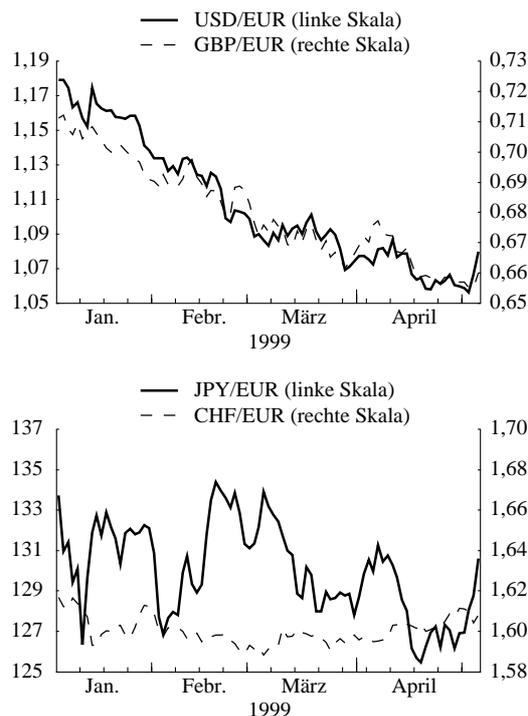
Euro gegenüber dem Dollar an und kehrte dadurch die im April verzeichnete Abschwächung wieder um. Dieser Umschwung läßt sich vor allem auf eine positivere Markteinschätzung zurückführen, unterstützt durch die Erwartung eines gewissen Fortschritts bei der Beilegung des Kosovo-Konflikts. Am 6. Mai notierte der Euro bei 1,08 USD und erreichte damit denselben Stand wie Anfang April.

Der japanische Yen wies im April erneut erhebliche Kursausschläge auf, wobei er gegenüber dem Euro und anderen bedeutenden Währungen an Wert gewann. Diese Aufwärtsbewegung des Yen ist vor allem auf die Erwartung verbesserter Konjunkturaussichten seitens der Märkte und insbesondere besserer Ertragsperspektiven in einigen Bereichen der japanischen Wirtschaft zurückzuführen. Diese Erwartungen führten zu beachtlichen Kapitalzuflüssen nach Japan und trugen zur Stärkung des Yen bei. Anfang Mai gewann der Euro gegenüber dem Yen jedoch an Wert und notierte am 6. Mai bei 131 JPY, erreichte also in etwa den Anfang April verzeichneten Kurs.

Abbildung 10

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Auch gegenüber dem Pfund Sterling schwächte sich der Euro im April ab, gewann Anfang Mai jedoch wieder an Wert. Da diese letztere Bewegung weniger ausgeprägt war als die Veränderung des Euro gegenüber dem US-Dollar, kam es zu einem leichten Kursanstieg des Pfund Sterling gegenüber dem Dollar, der auf die verbesserten Aussichten für die britische Wirtschaft und den Anstieg der Ölpreise zurückzuführen war. Am 6. Mai notierte der Euro bei 0,66 GBP. Gegenüber dem Schweizer Franken blieb der Euro im April und Anfang Mai mit einem Kurs von ungefähr 1,60 CHF weitgehend stabil.

Die Währungen, die dem WKM II angehören, blieben gegenüber dem Euro ebenfalls weitgehend stabil (siehe Abbildung 11). Die dänische Krone hat sich seit dem 4. Januar 1999 innerhalb einer sehr engen Bandbreite von 7,43 bis 7,45 DKK und somit um etwa 0,3 %

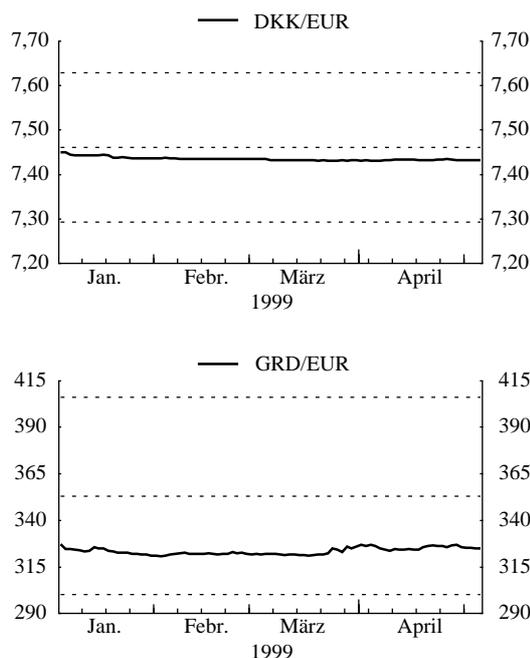
über dem Leitkurs bewegt. Bei der griechischen Drachme waren die Schwankungen etwas ausgeprägter; sie bewegte sich innerhalb einer Bandbreite von 321 bis 327 GRD. Dies ist auf die breitere Wechselkursmarge und größere Volatilität der Wirtschaftsperspektiven, Zinsen und Aktienkurse in Griechenland gegenüber dem Eurogebiet zurückzuführen. Im Durchschnitt lag die griechische Drachme seit dem 4. Januar 1999 etwa 9 % über dem Leitkurs.

Im Hinblick auf die Währungen der sonstigen Handelspartner ist bemerkenswert, daß die verbesserten Konjunkturaussichten für Asien, mit Ausnahme von Japan, zu deutlichen Kursgewinnen der Währungen dieses Gebiets geführt haben, und daß der Anstieg der Öl- und einiger Rohstoffpreise zu einem Kursanstieg des australischen Dollar, des kanadischen Dollar und der norwegischen Krone führten.

Betrachtet man den gewonnenen nominalen Außenwert, dann schwächte sich der Euro im

Abbildung 11 Wechselkursentwicklungen im WKM II

(Tageswerte)

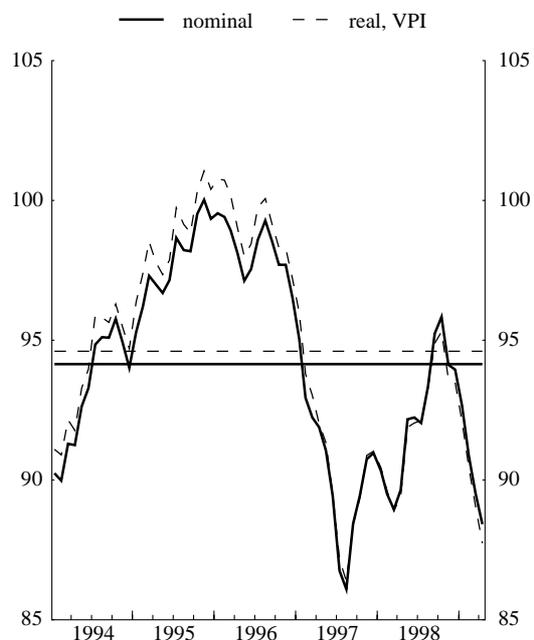


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs und die jeweilige Bandbreite ($\pm 2,25\%$ für die dänische Krone und $\pm 15\%$ für die griechische Drachme) an.

Abbildung 12 Effektive Wechselkurse des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(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 an.

April um 1,4 % ab und stieg dann Anfang Mai um 1,3 % an. Am 6. Mai lag der effektive Wechselkurs des Euro um etwa 6 % unter seinem Anfangsstand vom 4. Januar 1999 (siehe Abbildung 12). Die Verlangsamung des Kursrückgangs des Euro im April und die anschließende Aufwärtsbewegung Anfang Mai könnten darauf hinweisen, daß die Bedeutung der unterschiedlichen Konjunkturperspektiven für das Eurogebiet und seine wichtigsten Partnerländer für die Entwicklung der Wechselkurse in letzter Zeit zurückgegangen ist.

Anhaltender Leistungsbilanzüberschuß

Im April 1999 lagen neue Angaben zur monatlichen Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets vor. Diese Daten werden von der

EZB anhand der von den NZBen des Eurogebiets gemeldeten Angaben zu Transaktionen mit Ländern außerhalb des Euroraums errechnet. Die vorliegenden Daten beziehen sich auf die einzelnen Monate des Jahres 1998 und die ersten beiden Monate von 1999 (siehe Kasten 2).

Den vorliegenden Angaben zufolge wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

1998 einen Überschuß von 67,0 Mrd ECU bzw. 1,2 % des BIP auf. Dieser positive Saldo setzte sich aus den Überschüssen in der Warenhandels- und Dienstleistungsbilanz von 122,1 Mrd ECU bzw. 3,1 Mrd ECU sowie den Defiziten bei der Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der laufenden Übertragungen von 12,6 Mrd ECU bzw. 45,5 Mrd ECU zusammen (siehe Tabelle 7).

Tabelle 7

Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ¹⁾

(Mrd EUR, Veränderungen gegenüber Mrd ECU im Jahr 1998, nicht saisonbereinigt)

	1998	1999			1999		
		Jan.	Febr.	Jan.-Febr.	Jan.	Febr.	Jan.-Febr.
				Veränderung gegenüber Vorjahrszeitraum			
Leistungsbilanz (a)	67,0	-0,2	3,9	3,7	2,2	1,1	3,3
Einnahmen	1277,8	94,3	93,7	188,0	-10,3	-7,2	-17,6
Ausgaben	1210,7	94,5	89,8	184,4	-12,5	-8,3	-20,8
Warenhandel	122,1	4,0	7,2	11,2	-0,9	-0,8	-1,7
Ausfuhr	779,4	53,0	58,1	111,2	-5,6	-4,2	-9,7
Einfuhr	657,3	49,0	50,9	99,9	-4,6	-3,4	-8,0
Dienstleistungen	3,1	-1,3	-0,6	-1,9	1,0	-0,0	1,0
Einnahmen	247,6	14,5	16,0	30,5	-4,0	-1,6	-5,6
Ausgaben	244,4	15,8	16,6	32,4	-5,0	-1,6	-6,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-12,6	-1,3	-0,2	-1,5	0,6	0,6	1,1
Einnahmen	190,2	14,2	14,3	28,4	-0,4	-0,8	-1,3
Ausgaben	202,9	15,5	14,4	29,9	-1,0	-1,4	-2,4
Laufende Übertragungen	-45,5	-1,6	-2,6	-4,1	1,6	1,3	2,8
Einnahmen	60,6	12,6	5,3	18,0	-0,4	-0,6	-1,0
Ausgaben	106,1	14,2	7,9	22,1	-1,9	-1,9	-3,8
Vermögensübertragungen (b)	12,6	2,7	0,0	2,7	-0,1	-0,6	-0,6
Einnahmen	17,6	3,1	0,5	3,6	0,0	-0,4	-0,4
Ausgaben	5,0	0,5	0,5	1,0	0,1	0,2	0,3
Nettoforderungen gegenüber der übrigen Welt (a) + (b)	79,7	2,5	3,9	6,4	2,1	0,5	2,6
Kapitalbilanz	7,9	11,8	6,7	18,6	-1,7	24,4	22,6
Direktinvestitionen	-100,2	-5,2	-2,0	-7,2	-0,1	2,5	2,5
Forderungen	-177,9	-11,6	-5,4	-17,0	-1,8	9,6	7,8
Verbindlichkeiten	77,7	6,3	3,4	9,8	1,7	-7,0	-5,4
Wertpapieranlagen	-90,8	8,1	-16,8	-8,7	10,1	6,0	16,1
Forderungen	-307,1	-17,2	-19,8	-37,0	3,5	31,3	34,8
Verbindlichkeiten	216,3	25,3	3,0	28,2	6,6	-25,3	-18,8
Finanzderivate	-8,3	-2,1	-0,2	-2,4	-0,4	-1,0	-1,3
Übriger Kapitalverkehr	198,9	13,6	21,2	34,7	-6,4	8,3	1,8
Forderungen	-37,0	-59,2	20,4	-38,8	-44,9	34,5	-10,3
Verbindlichkeiten	235,8	72,8	0,7	73,5	38,4	-26,3	12,1
Währungsreserven	8,3	-2,4	4,6	2,2	-4,9	8,6	3,6
Restposten	-87,6	-14,3	-10,6	-24,9	-0,4	-24,8	-25,3

Quelle: EZB.

1) Differenz in den Summen durch Runden der Zahlen.

Kasten 2

Die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets und die internationalen Reserven des Eurosystems: methodische Fragen

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält erstmals von der EZB erstellte Statistiken zur monatlichen Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets (siehe Tabellen 8.1 bis 8.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Diese Statistiken wurden auch in einer Pressemitteilung der EZB vom 30. April 1999 veröffentlicht. Sie enthalten die Schlüsselaggregate der gesamten Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets für die einzelnen Monate seit 1998.

Ab Juli 1999 veröffentlicht die EZB auch eine vierteljährliche Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets, in der die wichtigsten Positionen der Kapitalbilanz (Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivate, übriger Kapitalverkehr und Währungsreserven) sowie Kapitalerträge detaillierter aufgeschlüsselt werden.

Zur Erstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets werden die von den elf teilnehmenden Mitgliedstaaten gemeldeten Brutto-Auslandstransaktionen der Ansässigen des Euro-Währungsgebiets mit Gebietsfremden aggregiert. Transaktionen zwischen Ansässigen des Euro-Währungsgebiets werden nicht berücksichtigt. Im Rahmen der Statistik werden die Institutionen der Europäischen Union (mit Ausnahme der EZB selbst) als Gebietsfremde behandelt. Prinzipiell könnte die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets zwar auch durch Addition der in den Zahlungsbilanzen der einzelnen teilnehmenden Mitgliedstaaten ausgewiesenen Netto-Salden ermittelt werden. In der Praxis würde dies jedoch, wie in der ersten Ausgabe des Monatsberichts erläutert, einen Verzicht auf alle Bruttoangaben bedeuten und zu erheblichen Diskrepanzen auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets führen.

Die der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets und der Statistik über den Auslandsvermögensstatus (die im kommenden Herbst mit Angaben zum Stand Ende 1998 veröffentlicht werden soll) zugrunde liegenden Konzepte und Definitionen beruhen auf aktuellen internationalen und europäischen Normen, insbesondere der fünften Auflage des Balance of Payments Manual des IWF vom Oktober 1993 und den zwischen der EZB (EZB-Leitlinie vom 1. Dezember 1998 (EZB/1998/17)) und der Europäischen Kommission (Eurostat) vereinbarten methodischen Vorgaben. Diese wurden zwischen den für die Erstellung der Zahlungsbilanz zuständigen nationalen Stellen weitgehend harmonisiert. Im folgenden sollen die einzelnen Posten der Zahlungsbilanz kurz erläutert werden.

Die Leistungsbilanz umfaßt Transaktionen, bei denen wirtschaftlicher Wert geschaffen, ausgetauscht, übertragen oder vernichtet wird. Der *Warenhandel* wird unter dem Datum des Eigentumswechsels erfaßt. Allerdings ist der Posten Warenhandel in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets (Tabellen 8.1 und 8.2) nicht vollständig mit dem entsprechenden Posten in der Außenhandelsstatistik (Tabelle 9 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts) vergleichbar. Dies ist auf Unterschiede bei der Abgrenzung, der Erfassung und dem Berichtszeitpunkt zurückzuführen. *Dienstleistungen* werden gemäß ihrer tatsächlichen Erbringung registriert. Das *Erwerbs- und Vermögenseinkommen* wird in der Regel zu dem Zeitpunkt erfaßt, zu dem es anfällt; es setzt sich aus Einkommen aus unselbständiger Arbeit und Kapitalerträgen zusammen. Die *laufenden Übertragungen* werden zu dem Zeitpunkt registriert, zu dem die zugrunde liegenden Transaktionen erfolgen; sie umfassen alle Übertragungen außer *Vermögensübertragungen*, die in einer (neuen) separaten Teilbilanz erfaßt werden.

In der Kapitalbilanz werden *Direktinvestitionen*, *Wertpapieranlagen* und *übriger Kapitalverkehr* als Netto-Zu- beziehungsweise -Abflüsse von Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden erfaßt. Darüber hinaus sind in der Bilanz des übrigen Kapitalverkehrs auf der Forderungsseite des Unterpostens Eurosystem ab 1999 die Nettoveränderungen der Verrechnungssalden des ESZB gegenüber den NZBen der nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten, die sich im allgemeinen aus den über TARGET abgewickelten Auslandsübertragungen ergeben, auf Netto-Basis enthalten. *Finanzderivate* werden auf Netto-Basis erfaßt und

separat von den Wertpapieranlagen ausgewiesen. Netto-Zahlungsströme im Zusammenhang mit Zinsderivaten werden im Einklang mit den jüngsten internationalen Vereinbarungen nicht als Zinsströme, sondern als Finanzderivate erfaßt.

Die internationalen *Währungsreserven* des Euro-Währungsgebiets umfassen hochliquide, marktfähige Forderungen gegenüber Gebietsfremden in fremder Währung (d. h. nicht in Euro oder einer seiner nationalen Währungseinheiten), die von der EZB und den teilnehmenden NZBen gehalten werden, sowie Gold, Sonderziehungsrechte und die Reservepositionen der teilnehmenden NZBen beim IWF.

Diese Definition der Währungsreserven des Eurosystems entspricht den Richtlinien des IWF, die von dem dem konsolidierten Ausweis des Eurosystems (siehe Tabelle 1.1) zugrunde liegenden Bilanzierungsgrundsätzen abweichen können. Die Währungsreserven des Eurosystems werden auf Brutto-Basis ohne eine Verrechnung der reservebezogenen Verbindlichkeiten erfaßt. Die Angaben in Tabelle 8.6 beruhen auf Marktwerten.

Die von der EZB veröffentlichten Daten zur Zahlungsbilanzstatistik des Euro-Währungsgebiets vor 1999 beruhen ebenfalls auf Transaktionen mit Ländern außerhalb des Euroraums und sind in ECU angegeben. Die Aufteilung der Transaktionen des MFI-Sektors in Transaktionen innerhalb und Transaktionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets in der Bilanz des übrigen Kapitalverkehrs beruht teilweise auf Schätzungen. Deshalb ist der übrige Kapitalverkehr des Eurosystems für 1998 nicht vollständig mit den entsprechenden Angaben für 1999 vergleichbar.

Die Veränderungen der Währungsreserven des Euro-Währungsgebiets vor 1999 basieren auf der Aggregation nationaler Zahlen und enthalten auch Wertpapiere, die von anderen Ansässigen des Euro-Währungsgebiets ausgegeben wurden. Sie sind daher nicht mit den Angaben zu den Währungsreserven des Eurosystems ab 1999 zu vergleichen. Durch die Aggregationsmethode bedingte Vergleichsprobleme ergeben sich auch für die Angaben zu Wertpapieranlagen und Finanzderivaten, die sich auf den Zeitraum vor 1999 beziehen.

Weitere Informationen zu den Zahlungsbilanzen sind auf der Internetseite der EZB erhältlich.

Im Januar und Februar 1999 zusammengekommen lag der Leistungsbilanzüberschuß des Eurogebiets bei 3,7 Mrd € und damit um ungefähr 3,3 Mrd € höher als im vergleichbaren Vorjahrszeitraum. Dieser Anstieg ergab sich in erster Linie aus dem verringerten Defizit bei den laufenden Übertragungen.

In den ersten zwei Monaten dieses Jahres wies die Handelsbilanz des Euro-Währungsgebiets einen Überschuß von 11,2 Mrd € auf. Dieser Überschuß, der um 1,7 Mrd € niedriger ausfiel als im vergleichbaren Vorjahrszeitraum, verteilte sich annähernd gleichmäßig über die Monate Januar und Februar. In demselben Zeitraum belief sich die Summe der Ausfuhren auf 111,2 Mrd € und war damit um etwa 8,0 % niedriger als in den gleichen Monaten des Vorjahrs. Diese Entwicklung bestätigt den bereits Ende 1998 in den

Handelsstatistiken verzeichneten Rückgang der Ausfuhren (siehe Tabelle 9 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht). Das niedrige Exportvolumen ist vor allem auf die niedrige Auslandsnachfrage nach Exporten des Eurogebiets zurückzuführen. Die Summe der Einfuhren des Euro-Währungsgebiets verringerte sich im Januar/Februar 1999 um etwa 8 Mrd € und war damit 7,4 % niedriger als im vergleichbaren Vorjahrszeitraum. Dies war in erster Linie auf einen Rückgang der Öl- und Rohstoffpreise im Januar und Februar 1999 zurückzuführen.

Die Dienstleistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies in den ersten beiden Monaten des Jahres 1999 ein Defizit von 1,9 Mrd € auf. Das Defizit lag damit um etwa 1 Mrd € unter dem des vergleichbaren Vorjahrs-

zeitraums. Bei den Erwerbs- und Vermögens-einkommen wurde ein Defizit von 1,5 Mrd € verzeichnet; es war damit um 1,1 Mrd € niedriger als im vergleichbaren Vorjahrszeitraum. Die laufenden Übertragungen an Gebietsfremde stellten den größten Defizitposten dar, der die Überschüsse in der Handelsbilanz teilweise aufzehrte. Im Januar und Februar 1999 belief sich das Defizit der laufenden Übertragungen auf 4,1 Mrd € und war damit um etwa 2,8 Mrd € niedriger als im vergleichbaren Vorjahrszeitraum. Die Nettoforderungen gegenüber der übrigen Welt, die aus der Gesamtsumme der Leistungsbilanz und der Vermögensübertragungen bestehen, lagen bei 6,4 Mrd € und damit um 2,6 Mrd € höher als im vergleichbaren Vorjahrszeitraum.

Entwicklung der Kapitalbilanz

Im Jahr 1998 wies die Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets im Bereich der Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen per saldo Abflüsse in Höhe von 100,2 Mrd ECU bzw. 90,8 Mrd ECU auf. Transaktionen mit festverzinslichen Wertpapieren stellten den Löwenanteil an den gesamten Nettoabflüssen bei den Wertpapieranlagen. Demgegenüber war ein kräftiger Nettokapitalzufluß beim übrigen Kapitalverkehr zu verzeichnen, der sich auf 198,9 Mrd ECU belief und vor allem auf eine Zunahme der Auslandsverbindlichkeiten der Monetären Finanzinstitute (MFIs) im Eurogebiet (ohne Eurosystem) zurückzuführen war. Die Untererfassung der Abflüsse, insbesondere bei den Wertpapieranlagen und dem übrigen Kapitalverkehr, dürfte eine der Ursachen für den beträchtlichen Restposten in

den Monatswerten sein, der sich 1998 insgesamt auf -87,6 Mrd ECU belief.

Die Kapitalbewegungen waren in den ersten zwei Monaten des Jahres 1999 durch gegensätzliche Entwicklungen gekennzeichnet. Im Januar 1999 wurde bei den Wertpapieranlagen ein Nettozufluß von 8,1 Mrd € verzeichnet, der in erster Linie auf den starken Erwerb von festverzinslichen Wertpapieren durch Gebietsfremde zurückzuführen war. Diese Entwicklung deckt sich mit den Kapitalbewegungen, die aufgrund der „Flucht in die Qualität“ während der Finanzkrise in Brasilien zu verzeichnen waren, und mit dem relativ starken Euro-Wechselkurs in der ersten Januarhälfte.

Im Februar wiesen die Wertpapieranlagen im deutlichen Gegensatz zum Januar einen Nettoabfluß von 16,8 Mrd € auf. Dieser relativ hohe Abfluß bei den Wertpapieranlagen war auf den Erwerb von im Februar von Gebietsfremden begebenen festverzinslichen Wertpapieren zurückzuführen, der mit einem relativ großen Gefälle zwischen den Nominalzinsen langfristiger Staatsanleihen in den USA und im Eurogebiet einher ging. Die Bewegungen bei den Dividendenwerten glichen sich im Januar und Februar weitgehend aus. Beim übrigen Kapitalverkehr war ein kräftiger Zufluß zu verzeichnen, der eine weitere Verschlechterung der Netto-Auslandsposition der MFIs im Eurogebiet (ohne Eurosystem) widerspiegelte. Bei den Direktinvestitionen hielten sich die Nettoabflüsse in den ersten zwei Monaten dieses Jahres in Grenzen (5,2 Mrd € im Januar und 2,0 Mrd € im Februar).

Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung

In den ersten Ausgaben des EZB-Monatsberichts wurden mehrere Artikel veröffentlicht, in denen die geldpolitische Strategie erläutert wurde, die das Eurosystem verfolgt, um seinen Auftrag, Preisstabilität im Eurogebiet zu gewährleisten, zu erfüllen. Diese Strategie umfaßt zwei wesentliche Elemente: eine herausragende Rolle für die Geldmenge mit einem quantitativen Referenzwert für das Geldmengenwachstum und eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für Preisstabilität. Der Handlungsrahmen bestimmt die erforderlichen Maßnahmen für die Umsetzung geldpolitischer Entscheidungen. Die Hauptbestandteile des Handlungsrahmens des Eurosystems sind Offenmarktgeschäfte, ständige Fazilitäten und ein Mindestreservesystem. Der vorliegende Artikel enthält eine Beschreibung des Handlungsrahmens sowie eine erste Beurteilung seiner praktischen Anwendung in den ersten drei Mindestreserveerfüllungsperioden seit Beginn der Währungsunion, die den Zeitraum vom 1. Januar bis 23. April 1999 abdecken.

Die bisherigen Erfahrungen zeigen, daß der Handlungsrahmen des Eurosystems ein effektives Instrumentarium zur Steuerung der Geldmarktsätze und zur Begrenzung ihrer Schwankungen darstellt; zudem wird die Europäische Zentralbank (EZB) in die Lage versetzt, angemessene geldpolitische Signale zu setzen. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte haben die ihnen zugedachte Aufgabe erfüllt, den geldpolitischen Kurs anzuzeigen, die Geldmarktsätze zu steuern und dem Bankensystem den größten Teil der Liquidität zur Verfügung zu stellen. Über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurde das Bankensystem überdies mit dauerhafterer Liquidität, d. h. mit einer Laufzeit von drei Monaten, versorgt. Die ständigen Fazilitäten haben die Tagesgeldsätze wirksam begrenzt. Die im Mindestreservesystem bestehende Möglichkeit der Durchschnittserfüllung hat zur Glättung der täglichen Liquiditätsschwankungen beigetragen, so daß auf Feinsteuerungsmaßnahmen verzichtet werden konnte. Diese Entwicklungen sowie die meist geringe Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten zeigen, daß sich die Teilnehmer am Geldmarkt des Eurogebiets schon gut auf das neue Umfeld eingestellt haben.

I Die Hauptbestandteile des Handlungsrahmens

Die Rolle des Handlungsrahmens bei der Durchführung der Geldpolitik

Der Handlungsrahmen kann als das Instrumentarium definiert werden, mit dem eine Zentralbank die Liquidität und die Zinssätze am Geldmarkt steuert. An diesem Markt können Kreditinstitute mit einem Liquiditätsüberschuß mit Instituten, die ein Liquiditätsdefizit aufweisen, Gelder mit Laufzeiten von einem Tag (über Nacht) bis - in der Regel - einem Jahr handeln. Insgesamt hat das Bankensystem im Euroraum ein Liquiditätsdefizit und ist daher auf Refinanzierung durch das Eurosystem angewiesen. Das Eurosystem stellt die zu dessen Finanzierung benötigten Mittel bereit und kann somit die Geldmarktzinsen steuern und geldpolitische Impulse über die Zinsstruktur weitergeben. Dies ist vor dem Hintergrund der geldpolitischen Strategie des Eurosystems und des für das Geldmengenwachstum festgelegten Referenzwerts zu sehen.

Ein entscheidender Faktor bei der Transmission geldpolitischer Impulse ist die Homogenität der Geldmarktbedingungen. Aus diesem Grund ist es wichtig, daß die Marktteilnehmer Geschäfte mit Geschäftspartnern im gesamten Eurogebiet abschließen, potentielle Arbitragemöglichkeiten nutzen und ein Zinsgefälle im Euroraum verhindern können. Daher sind effiziente und sichere, das gesamte Währungsgebiet umfassende Zahlungsverkehrssysteme für eine reibungslose und effektive Durchführung der einheitlichen Geldpolitik unabdingbar (siehe die Beschreibung der Rolle von TARGET in Kasten I).

Alle Entscheidungen im Zusammenhang mit der Durchführung der Geldpolitik werden von den Beschlußorganen der EZB getroffen. Die praktische Abwicklung aber, wie die Durchführung von Offenmarktgeschäften und die „Verwaltung“ der ständigen Fazilitäten und des Mindestreservesystems, liegt dezentral bei den nationalen Zentralbanken.

Über den Einsatz der den Handlungsrahmen bildenden Instrumente informiert die konsolidierte Bilanz, die wöchentlich vom Eurosystem veröffentlicht wird. Die Aktivseite der Bilanz zeigt unter anderem die Instrumente, mit denen die Zentralbank dem Bankensystem Liquidität zur Verfügung stellt, während auf der Passivseite die Instrumente erscheinen, mit denen dem System Liquidität entzogen wird. Diejenigen Bilanzpositionen, die nicht der unmittelbaren Kontrolle der geldpolitischen Instanzen unterliegen, sich aber ebenfalls auf die Liquidität des Systems auswirken, werden gewöhnlich als „autonome Faktoren“ bezeichnet (z. B. Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem und der Banknotenumlauf). Ihre Beurteilung ist besonders wichtig, um den Einsatz der geldpolitischen Instrumente richtig zu verstehen. Die wöchentliche Veröffentlichung der konsolidierten Bilanz des Eurosystems spielt daher bei der Unterrichtung der Öffentlichkeit über die Geldpolitik eine wichtige Rolle.

Im folgenden Abschnitt werden die Hauptmerkmale der Instrumente betrachtet, die den Handlungsrahmen des Eurosystems bilden. Eine ausführliche Darstellung dieser Instrumente findet sich in dem Bericht der EZB mit dem Titel „Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB“ (September 1998).

Offenmarktgeschäfte

Im Rahmen der geldpolitischen Strategie spielen die Offenmarktgeschäfte eine wichtige Rolle bei der Zinssteuerung und der Bereitstellung von Liquidität am Markt. Das Eurosystem stellt dem Bankensystem den größten Teil der Liquidität über die *Hauptrefinanzierungsgeschäfte* zur Verfügung. Dies sind Offenmarktgeschäfte, die regelmäßig im Wege von Tendern in wöchentlichem Abstand und mit einer Laufzeit von zwei Wochen durchgeführt werden. Zusätzliche Liquidität wird über die *längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte* bereitgestellt, die regelmäßig im Wege von Tendern in monatlichem Abstand und mit ei-

ner Laufzeit von drei Monaten durchgeführt werden. Der Einfachheit halber werden diese Geschäfte auch *wöchentliche Tender* bzw. *monatliche Tender* genannt.

Sowohl die wöchentlichen als auch die monatlichen Tender werden als *Standardtender* abgewickelt. Im Zusammenhang mit dem Handlungsrahmen des Eurosystems werden damit diejenigen Tender bezeichnet, die innerhalb von 24 Stunden von der Ankündigung bis zur Mitteilung der Ergebnisse nach einem im voraus veröffentlichten Zeitplan abgewickelt werden. Alle Institute, die die Zulassungskriterien für Geschäftspartner erfüllen, können an diesen Geschäften teilnehmen. Das Eurosystem kann Standardtender entweder als *Mengen-* oder als *Zinstender* ausschreiben. Bei Mengentendern wird der Zinssatz vom Eurosystem im voraus festgelegt, und die teilnehmenden Geschäftspartner bieten den Betrag, den sie zu diesem Festsatz übernehmen wollen; beim Zinstender bieten die Geschäftspartner sowohl den von ihnen gewünschten Betrag als auch den Zinssatz, zu dem sie das Geschäft abschließen wollen. Bei Zinstendern gibt es eine weitere Unterscheidung: Beim *holländischen Zuteilungsverfahren* gilt der marginale Zinssatz, d. h. der niedrigste akzeptierte Satz, für alle zum Zuge kommenden Gebote. Beim *amerikanischen Zuteilungsverfahren* dagegen entspricht der Zuteilungssatz dem individuellen Bietungssatz des jeweiligen Bieters.

Das Eurosystem behält sich de facto vor, die wöchentlichen Tender entweder als Mengen- oder als Zinstender auszuschreiben, während es die monatlichen Tender in der Regel als Zinstender anbietet. Normalerweise gibt es bei den monatlichen Tendern, nicht aber bei den wöchentlichen Tendern, auch das geplante Volumen des Geschäfts im voraus bekannt. Das bedeutet, daß das Eurosystem bei einem wöchentlichen Tender entweder ausdrücklich den Zinssatz festsetzt (wenn es einen Mengentender durchführt) oder daß es den Zinssatz beeinflussen kann, indem es das Zuteilungsvolumen für die von den Kreditinstituten insgesamt eingereichten Gebote festlegt (wenn es einen Zinstender durchführt).

Die wöchentlichen Tender sollen also eine Schlüsselrolle bei der Zinssteuerung spielen. Bei einem monatlichen Tender tritt das Eurosystem dagegen in der Regel als Preisnehmer auf, da es den Zinssatz akzeptiert, der sich aus dem Zinstender ergibt, d. h. den Satz, bei dem die Gebote der Kreditinstitute den vorher angekündigten Zuteilungsbetrag erreichen.

Das Eurosystem kann auch von Fall zu Fall *Feinsteuermassnahmen* zur Glättung von Zinsschwankungen durchführen, insbesondere, wenn diese durch unerwartete Liquiditätsschwankungen ausgelöst werden. Feinsteuermassnahmen werden ihrem Zweck entsprechend bei Bedarf im Wege von *Schnellendern* (bei denen die Abwicklung von der Ankündigung bis zur Mitteilung der Zuteilungsergebnisse eine Stunde dauert) oder als *bilaterale Geschäfte* durchgeführt. Eine begrenzte Anzahl ausgewählter Geschäftspartner kann an diesen Geschäften teilnehmen. Außerdem kann das Eurosystem *strukturelle Operationen* zur längerfristigen Anpassung seiner Nettoposition gegenüber dem Bankensystem durchführen. Diese Operationen können in Form von befristeten Transaktionen, definitiven Käufen bzw. Verkäufen oder durch die Begebung von Schuldverschreibungen erfolgen.

Ständige Fazilitäten

Als Instrument zur Durchführung der Geldpolitik nutzt das Eurosystem auch die Festsetzung der Zinsen für seine ständigen Fazilitäten. Diese Fazilitäten dienen der Zuführung beziehungsweise Abschöpfung von Übernachtliquidität. Die Geschäftspartner können die *Spitzenrefinanzierungsfazilität* in Anspruch nehmen, um sich Übernachtliquidität gegen refinanzierungsfähige Sicherheiten von den nationalen Zentralbanken zu beschaffen, während sie die *Einlagefazilität* nutzen können, um über Nacht Beträge bei den nationalen Zentralbanken anzulegen. Zu den ständigen Fazilitäten haben alle Institute Zugang, die die Zulassungskriterien für Geschäftspartner erfüllen. Es gibt keine Höchstgrenzen für die

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten; die EZB kann allerdings Beschränkungen einführen oder die Bedingungen für ihre Inanspruchnahme unter bestimmten Umständen anpassen. Bei der Spitzenrefinanzierungsfazilität müssen die Geschäftspartner darüber hinaus Sicherheiten in angemessener Höhe stellen. Die Zinssätze für die ständigen Fazilitäten bilden in der Regel die Ober- und Untergrenze für den Tagesgeldsatz und können benutzt werden, um die mittelfristige Orientierung der Geldpolitik anzuzeigen.

Mindestreservesystem

Das Eurosystem verlangt von im Euroraum niedergelassenen Kreditinstituten die Unterhaltung von Mindestreserven. Diese Mindestreservepflicht muß im Durchschnitt einer einmonatigen Erfüllungsperiode, die vom 24. Tag des laufenden bis zum 23. Tag des folgenden Monats dauert, erfüllt werden (*Durchschnittserfüllung*). Als Übergangsmassnahme begann die erste Erfüllungsperiode der Währungsunion jedoch am 1. Januar und endete am 23. Februar 1999.

Eine Hauptfunktion des Mindestreservesystems besteht zunächst darin, die Geldmarktsätze zu stabilisieren. Die Durchschnittserfüllung erlaubt den Kreditinstituten den Ausgleich von täglichen Liquiditätsschwankungen, da die täglichen Mindestreserveüberschüsse (Reserveguthaben, die das Mindestreservesoll überschreiten) mit täglichen Mindestreserveunterschreitungen innerhalb der gleichen Erfüllungsperiode verrechnet werden können. Institute können also Gewinne erzielen, indem sie Interbankkredite gewähren und ihr Reservesoll unterschreiten, wenn der Tagesgeldsatz über dem Satz liegt, den sie für den Rest der Erfüllungsperiode erwarten, und im umgekehrten Fall Interbankkredite aufnehmen und Überschussreserven unterhalten. Theoretisch sollte dies im Bankensystem insgesamt ein einheitliches Niveau des aktuellen und des erwarteten Geldmarktsatzes gewährleisten, da eine Differenz zwischen beiden Sätzen eine entsprechende Gewinnmöglichkeit bieten würde. Die Option, Überschüsse-

serven mit Reservefehlbeträgen zu verrechnen, wird daher oft als „intertemporale Arbitrage“ bezeichnet. Diese Arbitragegeschäfte stabilisieren den Tagesgeldsatz während der Erfüllungsperiode und machen häufige Interventionen der Zentralbank am Geldmarkt überflüssig. Würden derartige Interventionen häufig und mit unterschiedlichen Zielsetzungen durchgeführt, könnte dies die Effizienz der Geldpolitik beeinträchtigen, weil die von der Zentralbank gesetzten Signale möglicherweise nicht klar zu erkennen wären.

Eine zweite wichtige Aufgabe des Mindestreservesystems besteht darin, das Liquiditätsdefizit des Bankensystems zu vergrößern. Eine Zentralbank kann zwar auch in einem durch einen Liquiditätsüberschuß gekennzeichneten Umfeld operieren, doch hat sich in der Praxis gezeigt, daß ihr das Vorhandensein eines Liquiditätsdefizits die Steuerung der Geldmarktsätze erleichtert. Wenn Kreditinstitute Mindestreserven bei nationalen Zentralbanken unterhalten müssen, so erhöht dies den

Bedarf an Zentralbankrefinanzierung und entspricht der herausragenden Rolle, die den regelmäßig Liquidität zuführenden Instrumenten im Handlungsrahmen des Eurosystems zugewiesen wurde.

Das Mindestreservesoll wird nach Abzug eines Freibetrags von 100 000 € von dem Betrag errechnet, der sich aus der Anwendung eines Mindestreservesatzes von 2 % auf bestimmte Bilanzpositionen von Kreditinstituten ergibt. Mindestreserveguthaben werden in einer Höhe verzinst, die dem Durchschnittssatz der wöchentlichen Tender während der Erfüllungsperiode entspricht. Dieser Vergütungssatz wird sich in der Regel eng an die Geldmarktsätze anlehnen und damit die Belastung des privaten Sektors durch das Mindestreservesystem weitgehend beseitigen sowie die damit verbundene mögliche Beeinträchtigung der Wettbewerbsfähigkeit von Kreditinstituten im Euroraum deutlich verringern.

Kasten I

Teilnahme an geldpolitischen Geschäften und ihre Abwicklung

Zugelassene Geschäftspartner

Die Geschäftspartner bei den geldpolitischen Geschäften des Eurosystems (ständige Fazilitäten und Offenmarktgeschäfte) müssen bestimmte allgemeine Zulassungskriterien erfüllen. Insbesondere werden nur Institute, die in das Mindestreservesystem einbezogen sind, als Geschäftspartner zugelassen. Die Zulassungskriterien sind im gesamten Euro-Währungsgebiet einheitlich und so festgelegt, daß ein großer Kreis von Instituten Zugang zu diesen Geschäften erhält und somit die Gleichbehandlung von Instituten im gesamten Eurogebiet gefördert sowie gewährleistet wird, daß bestimmte operationale und aufsichtsrechtliche Anforderungen erfüllt werden.

Gemäß Artikel 19.1 der ESZB-Satzung sind alle im Euro-Währungsgebiet niedergelassenen Kreditinstitute (in der Abgrenzung von Artikel 1 der Ersten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie) mindestreservepflichtig. Die EZB kann jedoch in Liquidation oder Sanierung befindliche Institute sowie Gruppen anderer Institute unter dem Gesichtspunkt der Nichtdiskriminierung von aus dem Mindestreservesystem resultierenden Verpflichtungen freistellen, wenn eine Mindestreservepflicht dieser Institute nicht zweckmäßig wäre. Nach dem Stand vom 23. April 1999 war kein Kreditinstitut von der Mindestreservepflicht freigestellt.

Die EZB veröffentlicht auf ihrer Internetseite (www.ecb.int) ein monatliches Verzeichnis der Monetären Finanzinstitute (MFIs) des Euro-Währungsgebiets, das jeweils am letzten Geschäftstag im Monat aktualisiert wird. MFIs sind laut Definition Kreditinstitute sowie andere Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen des Publikums bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) zu gewähren und/oder in Wertpapieren zu investieren. In diesem Verzeichnis ist im einzelnen angegeben, welche MFIs Kreditinstitute und somit

reservspflichtig sind; daneben sind dort auch etwaige von der Mindestreservpflicht befreite Institute aufgeführt. Die Geschäftspartner können anhand dieser Liste verbindlich feststellen, ob etwa Verbindlichkeiten gegenüber einem anderen Institut bestehen, das selbst mindestreservpflichtig ist, und diese Verbindlichkeiten daher nicht dem Reservesatz von 2 % unterliegen.

Ende März 1999 gab es insgesamt 10 833 MFIs, darunter 8 249 Kreditinstitute. Gut ein Drittel dieser Institute erfüllte sämtliche Kriterien für die Teilnahme an geldpolitischen Geschäften. Im Schnitt nahmen rund 800 Kreditinstitute an den wöchentlichen Tendern teil. Dies bedeutet, daß ungefähr ein Drittel der zugelassenen Geschäftspartner de facto von der Möglichkeit der direkten Teilnahme Gebrauch machte.

Refinanzierungsfähige Sicherheiten

Für alle Kreditgeschäfte des Eurosystems sind ausreichende Sicherheiten zu stellen. Um sowohl die Gleichbehandlung der Geschäftspartner als auch eine effiziente Geschäftsabwicklung zu gewährleisten, müssen refinanzierungsfähige Sicherheiten bestimmte harmonisierte Kriterien erfüllen. Gleichzeitig ist den bestehenden unterschiedlichen Finanzstrukturen in den Mitgliedstaaten Rechnung zu tragen. Daher wird, im wesentlichen für Eurosystem-interne Zwecke, zwischen zwei Gruppen von Sicherheiten unterschieden, die für geldpolitische Operationen verwendet werden können. Zur „Kategorie 1“ zählen marktfähige Schuldtitel, die von der EZB festgelegte einheitliche und im gesamten Euro-Währungsgebiet geltende Zulassungskriterien erfüllen. Zur „Kategorie 2“ zählen weitere marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten, die für die nationalen Finanzmärkte und Bankensysteme von besonderer Bedeutung sind und für die die nationalen Zentralbanken die Zulassungskriterien auf Basis von EZB-Mindeststandards festlegen. Im Hinblick auf die Qualität der Sicherheiten und ihre Eignung für die verschiedenen Arten von geldpolitischen Operationen des Eurosystems gibt es zwischen den beiden Kategorien keine Unterschiede (obwohl bei definitiven Käufen bzw. Verkäufen im Normalfall nur Kategorie-1-Sicherheiten verwendet werden sollen). Überdies können die Geschäftspartner alle Kategorie-1- und Kategorie-2-Sicherheiten grenzüberschreitend nutzen (siehe unten).

Die EZB veröffentlicht auf ihrer Internetseite ein Verzeichnis der refinanzierungsfähigen Sicherheiten des Euro-Währungsgebiets, das alle Kategorie-1-Sicherheiten sowie alle marktfähigen Kategorie-2-Sicherheiten umfaßt. Dieses Verzeichnis wird wöchentlich aktualisiert. Ende März 1999 standen marktfähige Kategorie-1- und Kategorie-2-Sicherheiten im Wert von etwa 5,2 Billionen € für geldpolitische Operationen und Zahlungsverkehrszwecke zur Verfügung. Der größte Teil davon entfiel auf Kategorie-1-Sicherheiten (über 97 %). Was die Zusammensetzung der marktfähigen Sicherheiten betrifft, so bestanden sie zu 76 % aus Staatspapieren. Von Kreditinstituten begebene Wertpapiere machten etwa 18 % des Gesamtvolumens aus, und der Rest (weniger als 6 %) entfiel auf Wertpapiere von Unternehmen sowie Zentralbankpapiere. Der Form nach handelte es sich bei 91 % der Instrumente um Schuldverschreibungen oder Medium Term Notes. Kurzfristige Geldmarktpapiere machten etwa 8 % aus, während Aktien und sonstige Formen der Geldanlage mit jeweils 0,2 % betragsmäßig unerheblich waren.

TARGET: Ein Zahlungsverkehrssystem für das gesamte Euro-Währungsgebiet

Eine einheitliche Geldpolitik für das Euro-Währungsgebiet setzt einheitliche Zinssätze am Geldmarkt voraus. Dazu müssen die Kreditinstitute zu einer effizienten Liquiditätsdisposition angespornt und befähigt werden, und Arbitragegeschäfte müssen rasch und problemlos im gesamten Eurogebiet durchgeführt werden können. Dies erfordert wiederum ein integriertes Zahlungsverkehrssystem, um zu gewährleisten, daß Liquidität sicher und rechtzeitig von einem Teilnehmer zum anderen übertragen werden kann.

Dazu wurde ein das gesamte Eurogebiet umfassendes System für den Zahlungsverkehr in Euro entworfen und entwickelt. Das System heißt TARGET (ein Akronym für „Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer“ - „Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungs-

system“) und besteht aus 15 nationalen Echtzeit-Bruttozahlungssystemen und dem EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus, die so miteinander vernetzt sind, daß eine einheitliche Plattform für die Verarbeitung grenzüberschreitender Zahlungen entsteht. TARGET dient hauptsächlich der Abwicklung von geldpolitischen Geschäften und Großbetragszahlungen zwischen Banken, kann jedoch auch Kundenzahlungen einschließlich kleinerer grenzüberschreitender Privatkundengeschäfte abwickeln. Die EZB hat auf ihrer Internetseite eine Broschüre veröffentlicht, in der die Funktionsweise des TARGET-Systems im einzelnen erläutert wird.

Grenzüberschreitende Nutzung refinanzierungsfähiger Sicherheiten

Die Implementierung der einheitlichen Geldpolitik ist unter anderem dadurch gekennzeichnet, daß die Geschäftspartner refinanzierungsfähige Sicherheiten ungeachtet ihres Hinterlegungsortes im Euro-Währungsgebiet stellen können. Zu diesem Zweck hat das Eurosystem ein Verfahren entwickelt, das als Korrespondenz-zentralbank-Modell bezeichnet wird. Damit können Sicherheiten, die für geldpolitische Geschäfte geeignet sind, grenzüberschreitend genutzt werden. Bei Anwendung dieses Verfahrens können sich die Geschäftspartner bei der nationalen Zentralbank des Mitgliedstaats, in dem sie ihren Sitz haben, refinanzieren und dafür in einem anderen Mitgliedstaat hinterlegte Sicherheiten verwenden. Die EZB hat auf ihrer Internetseite eine Broschüre veröffentlicht, in der die Funktionsweise des Korrespondenz-zentralbank-Modells erläutert wird.

2 Die Erfahrungen mit dem Handlungsrahmen in den ersten Monaten der Währungsunion

Zinsbeschlüsse

Am 22. Dezember 1998 setzte der EZB-Rat die Zinsen fest, die ab dem ersten Tag der Währungsunion für die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems gelten sollten. Der Zinssatz für die wöchentlichen Tender, die als Mengentender ausgeschrieben werden sollten, wurde auf 3,00 % festgesetzt, ein Niveau, das als angemessen betrachtet wurde, um Preisstabilität im Euroraum zu gewährleisten, und nach Ansicht des EZB-Rats in Einklang mit den Leitzinsen der Zentralbanken in den teilnehmenden Mitgliedstaaten am Ende der zweiten Stufe stand. Außerdem wurde der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 4,50 % und der Zinssatz für die Einlagefazilität auf 2,00 % festgesetzt. Als Übergangsmaßnahme wurde jedoch für die Zeit vom 4. Januar (dem ersten Geschäftstag der Währungsunion) bis 21. Januar 1999 ein enger „Korridor“ für die ständigen Fazilitäten festgelegt: Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurde auf 3,25 % und der Zinssatz für die Einlagefazilität auf 2,75 % festgesetzt. Diese Maßnahme sollte den Marktteilnehmern die Anpassung an den integrierten Euro-Geldmarkt in den ersten Wochen der Währungsunion er-

leichtern (siehe Kasten 2). Der EZB-Rat beschloß ferner, den ersten monatlichen Tender als Zinstender nach dem holländischen Zuteilungsverfahren durchzuführen, da dies einfacher und besser geeignet erschien, um dem Bankensystem die Umstellung zu erleichtern.

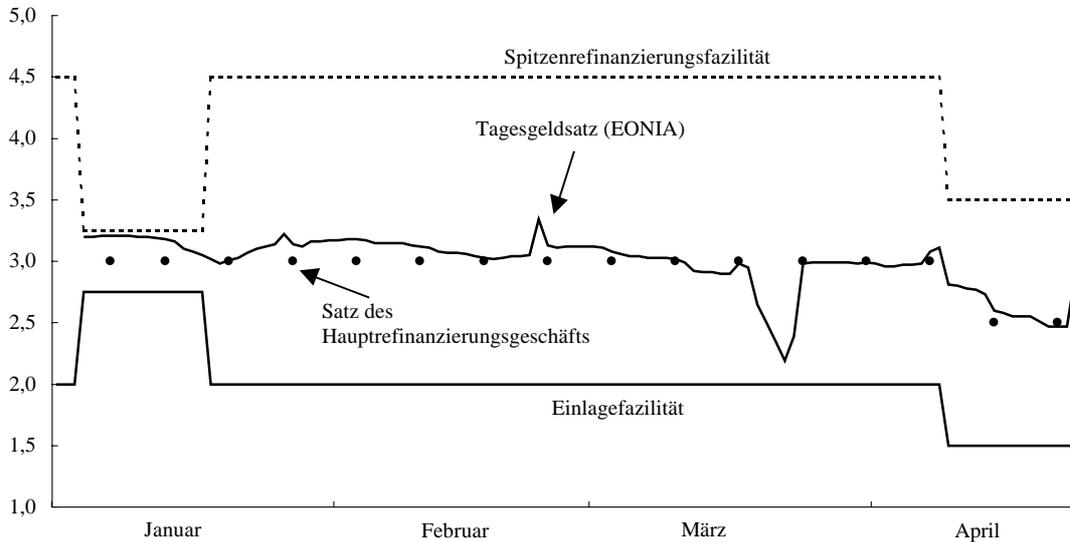
In den folgenden Sitzungen im Januar, Februar und März 1999 bestätigte der EZB-Rat seine früheren Einschätzungen und beschloß, die Konditionen für die wöchentlichen Tender unverändert zu lassen, d. h. weiterhin Mengentender zu einem Zinssatz von 3,00 % durchzuführen und die seit dem 22. Januar 1999 geltenden Zinssätze von 2,00 % bzw. 4,50 % für die beiden ständigen Fazilitäten beizubehalten (siehe Abbildung 1).

Am 8. April 1999 beschloß der EZB-Rat, den Zinssatz für die wöchentlichen Tender der EZB auf 2,50 %, beginnend mit dem am 14. April 1999 abzuwickelnden Geschäft, herabzusetzen. Darüber hinaus wurde mit Wirkung vom 9. April 1999 der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität auf 3,50 % und der Satz für die Einlagefazilität auf 1,50 % gesenkt. Der Zinssenkungsbeschluß wurde im Hinblick

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und der Tagesgeldsatz (EONIA): 1. Januar bis 23. April 1999

(in % p.a.; Tageswerte)



Source: ECB.

auf die künftige Entwicklung, insbesondere die mittelfristigen Inflationssichtungen und ihre Vereinbarkeit mit der Definition von Preisstabilität durch das Eurosystem gefaßt.

Tenderergebnisse

Die Ergebnisse der 16 in den ersten drei Mindestreserveerfüllungsperioden der Währungsunion durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte zeigen ein unterschiedliches Bild. An den ersten zehn Geschäften, d. h. bis zu dem am 10. März 1999 valuierten Geschäft, nahmen etwa 1 000 Geschäftspartner teil (siehe Tabelle 1). Außerdem ging das Verhältnis zwischen dem gesamten Zuteilungsbeitrag und dem gesamten Bietungsaufkommen (der „Repartierungssatz“) stetig von rund 15 % im ersten wöchentlichen Tender auf etwa 6 bis 7 % zurück. Die hohe Beteiligung und die niedrigen und abnehmenden Repartierungssätze standen in Einklang mit einem deutlich positiven Gefälle zwischen dem Geldmarktsatz und dem damaligen Satz der wöchentlichen Tender in Höhe von 3,00 %, bei dem es für die Kreditinstitute günstiger war, sich beim Eurosystem statt am Markt zu verschulden.

Bei den nächsten drei wöchentlichen Tenders ging die Zahl der Gebote dagegen stetig bis auf 403 am 31. März 1999 zurück. Die Zuteilungsquote, die bei dem am 3. März 1999 abgerechneten Geschäft mit 6,1 % einen Tiefstand erreicht hatte, kletterte zunächst am 17. März auf 13,1 % und anschließend bei dem am 31. März 1999 abgewickelten Geschäft auf 32,9 %. Das veränderte Bietungsverhalten war eine Folge der reichlichen Liquiditätsbereitstellung, zu dem das Eurosystem in der zweiten Mindestreserveerfüllungsperiode überging. Aufgrund dieser Liquiditätspolitik verringerte sich der Spread zwischen dem Tagesgeldsatz und dem Satz von 3,00 % für die wöchentlichen Tender und wechselte schließlich das Vorzeichen. Hinzu kam, daß in der nahen Zukunft mit einem Zinssenkungsbeschuß des EZB-Rats gerechnet wurde und dies zu einer weiteren bemerkenswerten Änderung des Bietungsverhaltens führte: Bei dem am 7. April 1999 abgewickelten wöchentlichen Tender war das gesamte Bietungsaufkommen erstmals niedriger als die von der EZB vorgesehene Liquiditätszuführung (siehe auch den Abschnitt über die Liquiditätssteuerung). Alle Gebote bei diesem Geschäft wurden somit in voller Höhe zuteilt. Dieses Bietungsverhalten zeigte

Kasten 2

Der Übergang von der zweiten zur dritten Stufe der WWU

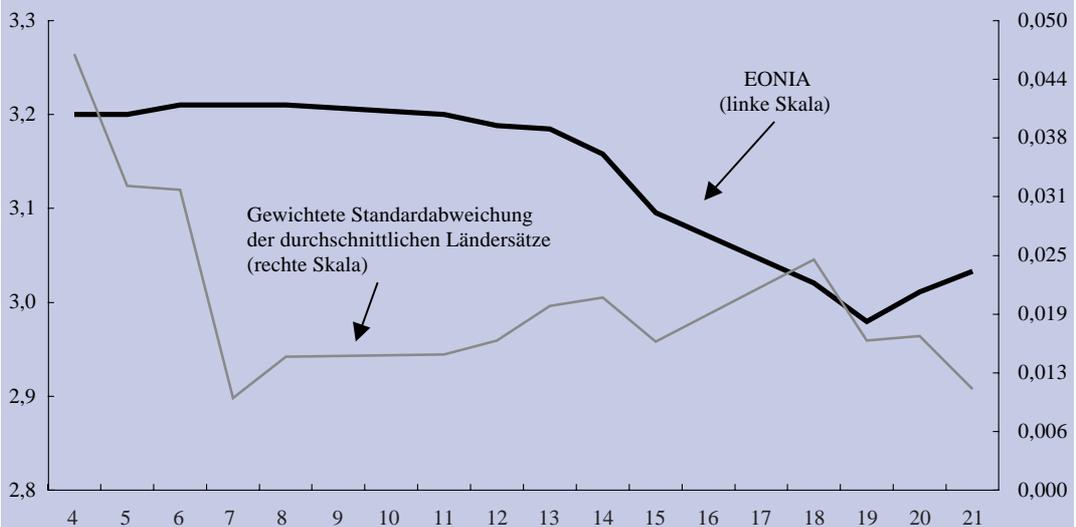
Die vorübergehende Anwendung eines engen Zinskorridors

Bei der Entscheidung, die Breite des von den Zinssätzen für die beiden ständigen Fazilitäten gebildeten „Korridors“ für den Zeitraum vom 4. bis 21. Januar 1999 auf 50 Basispunkte (50 Hundertstel eines Prozentpunkts) zu verringern, wurde der Tatsache Rechnung getragen, daß die Teilnehmer am Euro-Geldmarkt einige Zeit benötigen würden, um sich mit dem neuen Umfeld vertraut zu machen.

Die Erfahrung hat gezeigt, daß die Entscheidung gerechtfertigt und ein Übergangszeitraum von drei Wochen angemessen war. Zwischen dem 4. und 13. Januar 1999 lag der Tagesgeldsatz gemessen am EONIA („euro overnight index average“, d. h. dem gewogenen Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe größerer Institute im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden) bei rund 3,2 % und entsprach damit annähernd dem damaligen Zinssatz von 3,25 % für die Spitzenrefinanzierungsfazilität, wies jedoch eine sehr begrenzte Tagesvolatilität auf. Überdies war die (an der gewichteten Standardabweichung der durchschnittlichen Ländersätze gemessene) Streuung der Zinssätze, die von den EONIA-Referenzbanken gemeldet wurden, am 4., 5. und 6. Januar 1999 relativ groß, pendelte sich jedoch anschließend auf einem geringeren Niveau ein.

Der Tagesgeldsatz (EONIA) und seine Streuung: 4. bis 21. Januar 1999

(Zinssätze in % p.a.; Tageswerte)

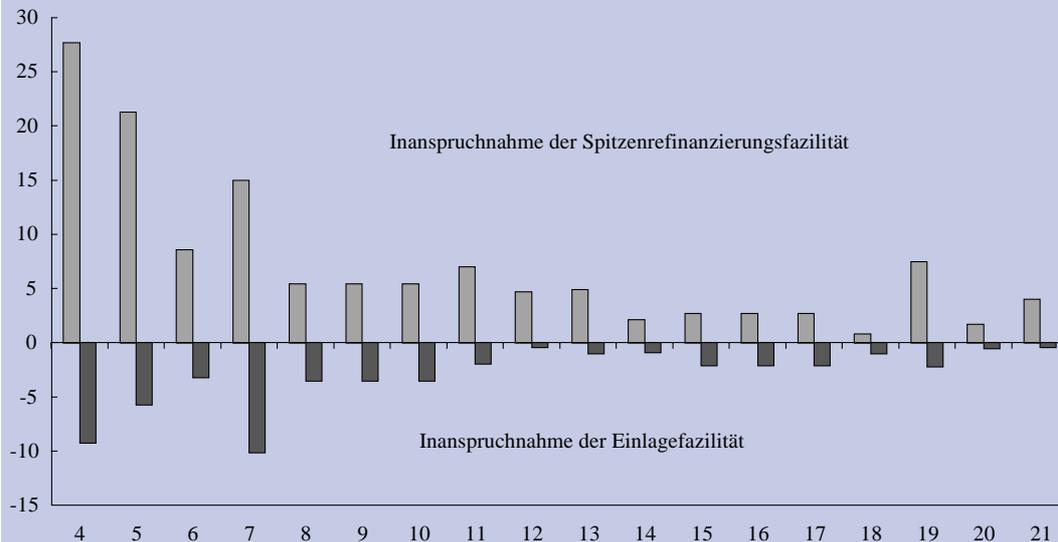


Quelle: EZB, Berechnungen auf der Grundlage der Daten, die von den EONIA-Referenzbanken zur Verfügung gestellt wurden.

Darüber hinaus wurden beide ständigen Fazilitäten in der ersten Geschäftswoche nach Beginn der Währungsunion in beträchtlichem Umfang in Anspruch genommen, was darauf schließen läßt, daß die Kreditinstitute lieber einen Aufschlag für Transaktionen mit dem Eurosystem zahlten als Geschäfte am Geldmarkt abzuschließen. Die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten war jedoch bereits in der zweiten Woche rückläufig und pendelte sich ab der dritten Woche auf einem niedrigeren Niveau ein. Als weitere zeitlich befristete Maßnahme beschloß die EZB, die endgültige Schlußzeit des TARGET-Systems zwischen dem 11. und 29. Januar 1999 um eine Stunde, nämlich von 18.00 Uhr auf 19.00 Uhr, zu verlängern, um zu einem reibungslosen Zahlungsausgleich am Ende des Tages beizutragen. (Siehe Abbildung auf der folgenden Seite.)

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten: 4. bis 21. Januar 1999

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Das Auslaufen der von nationalen Zentralbanken in der zweiten Stufe begonnenen geldpolitischen Geschäfte

Die dem Bankensystem im Eurogebiet von den nationalen Zentralbanken über Offenmarktgeschäfte in der zweiten Stufe gewährten und zu Beginn der dritten Stufe noch ausstehenden Kredite beliefen sich, ohne definitive Käufe bzw. Verkäufe und die Begebung von Schuldverschreibungen, auf 182 Mrd €. Diese Kreditgeschäfte wurden in den ersten Januarwochen 1999 nach und nach fällig. Im Durchschnitt versorgten sie das Bankensystem im Januar 1999 pro Tag mit 53 Mrd € und über die gesamte erste Mindestreserveerfüllungsperiode vom 1. Januar bis 23. Februar 1999 pro Tag mit 31 Mrd €.

Die Refinanzierungsmittel, die von den einzelnen nationalen Zentralbanken zur Verfügung gestellt wurden, sind schrittweise durch vom Eurosystem bereitgestellte Refinanzierungsmittel ersetzt worden. Dies sollte dazu beitragen, daß beim Übergang zur Währungsunion auf dem Euro-Geldmarkt geordnete Bedingungen herrschen. Damit entfiel für das Eurosystem insbesondere die Notwendigkeit, an den ersten drei Geschäftstagen 1999, also vor dem geplanten Abwicklungstermin für den ersten wöchentlichen Tender, am freien Markt zu intervenieren. Darüber hinaus konnte dadurch den nationalen Bankensystemen in einer Phase, in der noch Unsicherheiten über den Grad der Integration des Euro-Geldmarkts bestanden, Liquidität in einer Höhe gewährt werden, die ihrem Refinanzierungsbedarf zu Beginn der Währungsunion entsprach.

deutlich, daß die Geschäftspartner eine Verbilligung der Zentralbankrefinanzierung in der folgenden Woche erwarteten. Bei den nächsten beiden Tenders, die zu einem Festsatz von 2,50 % angeboten wurden, pendelte sich der Repartierungssatz bei rund 8 % ein.

Alle monatlichen Tender wurden als Zinstender im Einklang mit dem allgemeinen Grundsatz ausgeschrieben, daß das Eurosystem dem Markt bei diesen Geschäften keine Zinssigna-

le geben will und deshalb normalerweise als Preisnehmer auftritt. Um die über monatliche Tender beabsichtigte Liquiditätsbereitstellung in den Markt zu geben, wurden die ersten drei derartigen Geschäfte, die alle am 14. Januar 1999 abgewickelt wurden, mit Laufzeiten von 42, 70 bzw. 105 Tagen angeboten (siehe Tabelle 2). Jedes dieser Geschäfte belief sich auf 15 Mrd €, so daß das Volumen von 45 Mrd € bereits im Verlauf des ersten Monats der Währungsunion erreicht wurde.

Für die am 14. Januar und 25. Februar 1999 abgerechneten monatlichen Tender wurde das holländische Zuteilungsverfahren gewählt. Mit dem am 25. März 1999 abgewickelten monatlichen Tender erfolgte dann der Übergang zum amerikanischen Zuteilungsverfahren wegen der stärkeren Marktorientierung dieses Verfahrens. Außerdem schien sich das Bankensystem des Eurogebiets bereits gut auf das neue Umfeld eingestellt zu haben.

Das Bietungsverhalten des Bankensystems wies auch bei den monatlichen Tendern gewisse Schwankungen auf. Dabei war jedoch kein klares Verlaufsmuster zu erkennen. Die Zahl der Geschäftspartner, die sich im Durchschnitt auf gut 350 belief, bewegte sich zwischen 269 und 466. Das gesamte Bietungsaufkommen schwankte zwischen 39 Mrd € und 80 Mrd €, während der insgesamt zugeteilte Betrag jeweils 15 Mrd € betrug.

Bei den bisher abgewickelten monatlichen Tendern lag der marginale Zuteilungssatz 4 bis 11 Basispunkte unter dem Referenzmarktsatz (dem EURIBOR (Euro Interbank Offered

Rate)) für die gleichen Laufzeiten. Diese Marge dürfte marktmäßige Handelsspreads sowie Kreditrisiko- und sonstige Risikoprämien widerspiegeln, die tendenziell dazu führen, daß die Geldmarktsätze höher sind als die Sätze, zu denen die Geschäftspartner bereit sind, Geschäfte mit der Zentralbank abzuschließen.

Liquiditätssteuerung

Allgemeiner Rahmen

Die Liquiditätssteuerung und die damit verbundene Steuerung der Geldmarktzinsen liegen am kurzen Ende des Transmissionsmechanismus geldpolitischer Impulse. Die technischen Aspekte der Liquiditätssteuerung werden durch die Besonderheiten des Handlungsrahmens beeinflusst. Beim Eurosystem sind die monatliche Mindestreserveerfüllungsperiode und die wöchentlich durchgeführten Tender zwei wichtige Faktoren bei der Liquiditätssteuerung. Die Volumen der wöchentlichen Tender werden so bemessen, daß sie die Liquiditätslücke des Bankensystems schlie-

Tabelle I

Hauptrefinanzierungsgeschäfte: 1. Januar bis 23. April 1999

(Mrd EUR; Zinsen in % p.a.)

Abwicklungstag des Geschäfts	Anzahl der Geschäftspartner	Gebote insgesamt (a)	Zuteilungsbetrag insgesamt (b)	$(b) \div (a) \times 100$	Zinssatz %	Nachrichtlich: EONIA ¹⁾ %
7. Jan.	944	481,6	75,0	15,6	3,00	3,20
13. Jan.	1 068	563,4	48,0	8,5	3,00	3,19
20. Jan.	966	593,4	59,0	9,9	3,00	2,98
27. Jan.	1 038	689,5	69,0	10,0	3,00	3,22
3. Febr.	998	757,7	62,0	8,2	3,00	3,18
10. Febr.	1 041	911,3	65,0	7,1	3,00	3,13
17. Febr.	914	896,1	62,0	6,9	3,00	3,04
24. Febr.	983	991,1	78,0	7,9	3,00	3,34
3. März	965	1 100,8	67,0	6,1	3,00	3,11
10. März	928	950,4	75,0	7,9	3,00	3,03
17. März	665	335,2	44,0	13,1	3,00	2,90
24. März	554	372,6	102,0	27,4	3,00	2,39
31. März	403	118,7	39,0	32,9	3,00	2,98
7. April	302	67,4	67,4	100,0	3,00	2,98
14. April	841	781,7	67,0	8,6	2,50	2,73
21. April	713	612,3	50,0	8,2	2,50	2,47
Durchschnitt	833	639,0	64,3	10,1	2,94	2,99

Quelle: EZB.

1) Alle EONIA-Sätze beziehen sich auf den Tag, an dem die Gebote eingereicht wurden.

Tabelle 2**Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte: 1. Januar bis 23. April 1999***(Mrd EUR; Zinsen in % p.a.)*

Abwicklungstag des Geschäfts (Laufzeit in Tagen)	Anzahl der Geschäfts- partner	Gebote insgesamt (a)	Zuteilungs- betrag insgesamt (b)	(b) ÷ (a) × 100	Zinssatz		Nach- richtlich: Geldmarkt- satz ¹⁾ %
					Margi- naler Zuteilungs- satz %	Gewichte- ter Durch- schnitts- satz %	
14. Jan. (42 Tage)	466	79,8	15,0	18,8	3,13	-	3,21
14. Jan. (70 Tage)	311	39,3	15,0	38,2	3,10	-	3,20
14. Jan. (105 Tage)	329	46,2	15,0	32,5	3,08	-	3,19
25. Febr. (91 Tage)	417	77,3	15,0	19,4	3,04	-	3,08
25. März (98 Tage)	269	53,7	15,0	27,9	2,96	2,97	3,01
Durchschnitt	358	59,3	15,0	25,3	3,06	2,97	3,14

Quelle: EZB.

1) Einmonats-EURIBOR für das am 14. Januar 1999 abgewickelte Geschäft mit einer Laufzeit von 42 Tagen; Zweimonats-EURIBOR für das am 14. Januar 1999 abgewickelte Geschäft mit einer Laufzeit von 70 Tagen; Dreimonats-EURIBOR für das am 14. Januar 1999 abgewickelte Geschäft mit einer Laufzeit von 105 Tagen und für die am 25. Februar und 25. März 1999 abgewickelten Geschäfte. Alle Sätze beziehen sich auf den Tag, an dem die Gebote eingereicht wurden.

Ben und damit die Geldmarktzinsen wirksam steuern. Dies erfordert eine Liquiditätsanalyse für die gesamte Mindestreserveerfüllungsperiode bei gleichzeitiger Berücksichtigung verschiedener Faktoren: des Mindestreservesolls, des zusammengefaßten Guthabens des Bankensystems auf Girokonten ab Beginn der Mindestreserveerfüllungsperiode, der über monatliche Tender und sonstige geldpolitische Geschäfte gewährten Refinanzierung, der dem Eurosystem zur Verfügung stehenden Informationen über die voraussichtliche Entwicklung der „autonomen Faktoren“ und schließlich des Bedarfs an nicht das Mindestreservesoll betreffenden Reserven.

Zwei wichtige Aspekte können im allgemeinen Rahmen für die Liquiditätssteuerung des Eurosystems hervorgehoben werden: Erstens können die Auswirkungen eines bestimmten Zuteilungsbeschlusses auf die Liquiditätslage nicht allein anhand des jeweiligen Volumens des wöchentlichen Tenders oder anhand eines Vergleichs mit dem entsprechenden fällig werdenden Geschäft beurteilt werden. Sie hängen vielmehr von der Liquiditätslage ins-

gesamt ab. Zweitens agiert die Zentralbank in einem Umfeld der Unsicherheit: Aufgrund unvorhersehbarer Entwicklungen enthalten die Prognosen für die verschiedenen Liquiditätsfaktoren zwangsläufig eine Fehlerkomponente. Ex post weicht die tatsächliche Liquiditätsentwicklung - manchmal sogar erheblich - von der Prognose bei der Beschlußfassung über den wöchentlichen Tender ab. Im Handlungsrahmen des Eurosystems haben solche Abweichungen aber in der Regel nur geringe Auswirkungen auf den Tagesgeldsatz, da unerwartete Liquiditätseinflüsse durch die im Mindestreservesystem vorgesehene Durchschnittserfüllung aufgefangen werden können, bevor sie im folgenden wöchentlichen Tender korrigiert werden können. Gleichwohl können sie zu einer höheren Volatilität des Tagesgeldsatzes in den letzten Tagen einer Mindestreserveerfüllungsperiode, nachdem der letzte wöchentliche Tender stattgefunden hat, beitragen.

Durchführung der Liquiditätssteuerung

In der ersten Mindestreserveerfüllungsperiode, die am 1. Januar begann und am 23. Februar 1999 endete, schwankte die Liquiditätsversorgung, gemessen an den laufenden Reserveguthaben seit Beginn der Mindestreserveerfüllungsperiode, mäßig um das aggregierte Mindestreservesoll des Bankensystems (siehe Abbildung 2). In den ersten Tagen der dritten Stufe waren diese Schwankungen auf die Schließung der Liquiditätslücke zurückzuführen, die entstanden war, als das Mindestreservesoll und die von den einzelnen nationalen Zentralbanken gegen Ende der zweiten Stufe durchgeführten geldpolitischen Geschäfte durch ein entsprechendes Mindestreservesoll und entsprechende Geschäfte des Eurosystems abgelöst wurden. In den darauffolgenden Tagen spiegelten diese Schwankungen Bewegungen „autonomer Faktoren“ wider, die vom Eurosystem nicht berücksichtigt worden waren. Insgesamt bewegten sich die laufenden Reserveguthaben im Tagesdurchschnitt (ohne die ersten Tage im Januar 1999) zwischen - 1 Mrd € und + 4 Mrd € um das zusammengefaßte Mindestreservesoll. Der Euro-Tagesgeldsatz EONIA, der in dieser Mindestreserveerfüllungsperiode im Durchschnitt bei 3,13 % (d. h. 13 Basispunkte über dem Satz der damaligen wöchentlichen Tender) lag, schwankte meist zwischen 3,0 % und 3,2 % und erreichte am 23. Februar 1999, dem letzten Tag der Mindestreserveerfüllungsperiode, einen Höchststand von 3,34 %. Ausschlaggebend hierfür war ein Liquiditätsfehlbetrag im Bankensystem, der bei der Erfüllung des Mindestreservesolls aufgetreten war.

In der zweiten Mindestreserveerfüllungsperiode (vom 24. Februar bis 23. März 1999) zielte die Liquiditätsbereitstellung darauf ab, den Geschäftspartnern frühzeitig in der Erfüllungsperiode den Aufbau erheblicher Überschussreservepositionen zu ermöglichen. Eine solche Liquiditätspolitik wird oft als Vorauserfüllung („front loading“) bezeichnet. Die laufenden tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthaben bewegten sich in der ersten Kalenderwoche zwischen 0 € und + 3 Mrd €

über dem zusammengefaßten Reservesoll, und diese Differenz erhöhte sich im Anschluß an den am 3. März 1999 abgerechneten wöchentlichen Tender auf rund + 7 Mrd €. Aufgrund dieser Liquiditätspolitik sank der EONIA in der ersten Dekade im März 1999 schrittweise auf den Satz von 3,00 %, zu dem die wöchentlichen Tender abgerechnet wurden. In der folgenden Woche, vom 11. bis 18. März, lag der EONIA zwischen 2,9 % und 3 % und belief sich an den letzten drei Geschäftstagen der Erfüllungsperiode auf rund 2,5 %. Im Durchschnitt der zweiten Erfüllungsperiode betrug der EONIA-Satz 2,94 %.

Auch in der dritten Mindestreserveerfüllungsperiode (vom 24. März bis 23. April 1999) führte die Liquiditätssteuerung zu einer leichten Vorauserfüllung des Mindestreservesolls. Im ersten Teil dieser Erfüllungsperiode lag der EONIA in der Nähe oder geringfügig unter dem Satz des wöchentlichen Tenders von 3,00 %. Gleichzeitig erhöhten sich die laufenden Mindestreserveguthaben mäßig; sie gingen im Tagesdurchschnitt um nicht mehr als 3 Mrd € über das Mindestreservesoll hinaus. Diese Entwicklung, die bis zum 6. April 1999 anhielt, hing wahrscheinlich damit zusammen, daß am Markt mit einer Senkung der EZB-Zinsen vor dem Ende der Mindestreserveerfüllungsperiode gerechnet wurde. Eine Rolle dürfte auch gespielt haben, daß die Marktteilnehmer in diesem Zeitraum eine reichliche Liquiditätsversorgung einkalkuliert haben, während dies in der vorangegangenen Erfüllungsperiode nicht geschehen war. Angesichts gestiegener Erwartungen, daß der EZB-Rat in seiner Sitzung am 8. April einen Zinsbeschluß fassen würde, fiel das Bietungsaufkommen bei dem am 7. April abgewickelten Tender wie bereits erwähnt relativ gering aus. Als unmittelbare Folge dieses Bietungsverhaltens kam es zu einer bis zum 14. April, dem Abwicklungstag des nächsten wöchentlichen Tenders, andauernden recht angespannten Liquiditätslage, wobei der EONIA vor der Zinssenkung auf rund 3,1 % anstieg und sich danach nur allmählich auf dem neuen Niveau von 2,50 % einpendelte. Am letzten Tag der Erfüllungsperiode zog der EONIA infolge der Liquiditätsverknappung am

Markt auf 2,93 % an. In der dritten Erfüllungsperiode lag er im Durchschnitt bei 2,82 %.

Wie bereits erwähnt, führt intertemporale Arbitrage zu einer Angleichung des jeweiligen Tagesgeldsatzes an das erwartete Niveau in der restlichen Erfüllungsperiode, und dieses Niveau sollte mit dem Satz des wöchentlichen Tenders in Einklang stehen. In der Praxis kann jedoch unabhängig von den Markterwartungen der Tagesgeldsatz aufgrund verschiedener Faktoren vom Tendersatz abweichen. Erstens handeln Kreditinstitute grundsätzlich risikobewußt. Sie könnten deswegen bestrebt sein, ihrer Mindestreservepflicht innerhalb der Erfüllungsperiode vorzeitig nachzukommen, selbst wenn damit eine Kreditaufnahme zu relativ hohen Sätzen zu Beginn der Erfüllungsperiode verbunden wäre, falls die Zentralbank zu Beginn der Erfüllungsperiode nicht vermehrt Liquidität bereitstellt. Zweitens unterliegen selbst die größten Kreditinstitute Beschränkungen in ihren Marktoperationen durch die von ihren Geschäftspartnern gesetzten Kreditlinien. Das heißt, sie sind ungeachtet möglicher Arbitragegewinne grundsätzlich nicht bereit, ihre laufen-

de Reserveposition erheblich von ihrem Reservesoll abweichen zu lassen. Außerdem dürften auch noch andere Überlegungen eine Rolle gespielt haben, insbesondere in den ersten Wochen der Währungsunion, in denen sich die Kreditinstitute auf das neue Umfeld einstellten, und in dem Zeitraum nach einem Vorfall am 29. Januar 1999, bei dem eine nationale Komponente von TARGET betroffen war. Vor diesem Hintergrund haben sich die Kreditinstitute wohl mit Geldmarktgeschäften angesichts der Unsicherheiten bezüglich des Verhaltens ihrer Geschäftspartner und der Abwicklung der Transaktionen zurückgehalten. Dies könnte den Geldkreislauf im Bankensystem beeinträchtigt und so zu höheren Tagesgeldsätzen geführt haben.

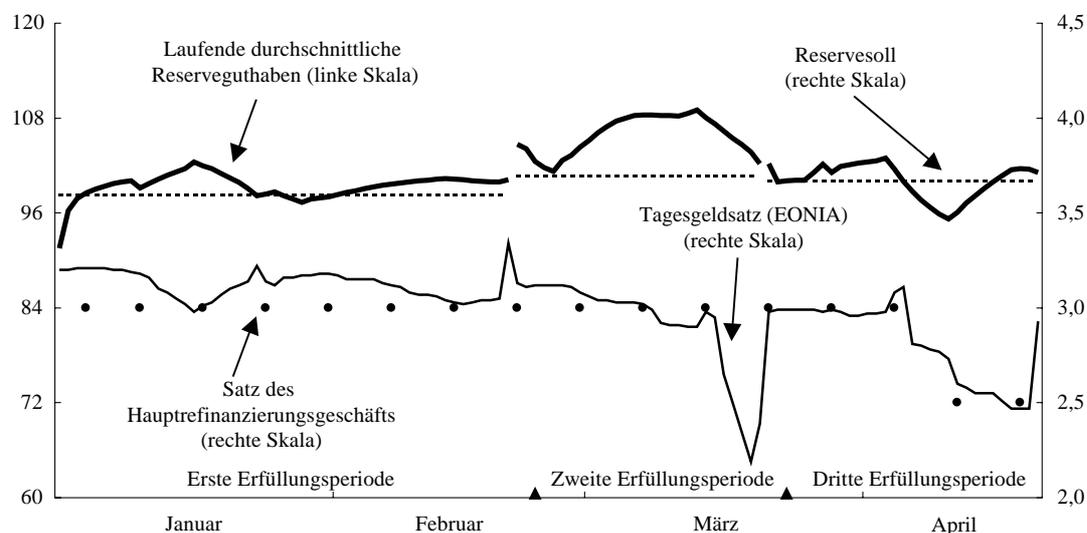
Feinststeuerungsoperationen und strukturelle Operationen

In den ersten Monaten des Jahres 1999 hielt das Eurosystem es nicht für notwendig, Feinststeuerungsoperationen oder strukturelle Operationen durchzuführen. Die Entscheidung, auf Feinststeuerungsoperationen zu verzichten, ist vor dem Hintergrund einer weit-

Abbildung 2

Die Liquidität des Bankensystems, Tagesgeldsatz und Satz des Hauptrefinanzierungsgeschäfts: 1. Januar bis 23. April 1999

(Mrd EUR; Zinssätze in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

gehend schwankungsfreien Entwicklung des Tagesgeldsatzes zu sehen, moderate Volatilität war lediglich gegen Ende der Erfüllungsperioden (siehe Kasten 3) festzustellen. Letzteres ist innerhalb eines geldpolitischen Handlungsrahmens wie dem des Eurosystems leicht zu erklären, da die Kreditinstitute zum Ende der Erfüllungsperiode die Erfüllung ihres Mindestreservesolls nicht weiter hinausschieben können. Eine solche Volatilität verschwindet aber tendenziell wieder zu Beginn einer neuen Erfüllungsperiode und hat somit in der Regel keinen wesentlichen Einfluß auf das längere Ende der Renditenstrukturkurve.

Diese Überlegungen zeigen auch, daß das Mindestreservesystem eine seiner Funktionen, nämlich die Stabilisierung der Geldmarktsätze, erfolgreich erfüllt hat. Dies ist auf das ausreichend hohe Niveau des Reservesolls sowie auf die Tatsache zurückzuführen, daß die Kreditinstitute die Durchschnittserfüllung bereits in den ersten Wochen der Währungsunion wirkungsvoll genutzt haben.

Strukturelle Operationen waren angesichts des strukturellen Liquiditätsdefizits des Bankensystems des Euro-Währungsgebiets (d. h. seiner Position gegenüber dem Eurosystem abzüglich geldpolitischer Geschäfte) zum Ende der zweiten Stufe und der durch die Mindestreservepflicht im Eurosystem herbeigeführten Vergrößerung des Defizits nicht nötig. Wie die Erfahrung in den ersten Monaten der Währungsunion zeigt, war das Defizit in der Tat so groß, daß das Bankensystem stets auf die Durchführung liquiditätszuführender Offenmarktgeschäfte angewiesen war. Daher hielt das Eurosystem es nicht für notwendig, zusätzliche Maßnahmen zur Vergrößerung des Liquiditätsdefizits zu ergreifen.

Diskrepanzen zwischen Guthaben auf Girokonten und Mindestreservesoll

Theoretisch sollte innerhalb der Mindestreserveerfüllungsperiode zwischen dem tagesdurchschnittlichen Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem und ihrem Mindestreservesoll keine Differenz bestehen, weil

eine Verzinsung der Guthaben auf Girokonten, die nicht der Erfüllung des Reservesolls dienen, nicht erfolgt, während die im Rahmen der Einlagefazilität angelegten Gelder zum Einlagesatz verzinst werden. In der Praxis war jedoch in den drei Erfüllungsperioden innerhalb des Berichtszeitraums jeweils eine Diskrepanz zwischen diesen beiden Aggregaten zu verzeichnen. Während der ersten Periode beliefen sich die Guthaben auf Girokonten im Tagesdurchschnitt auf 100,2 Mrd €, dies sind 2,0 Mrd € mehr als das Reservesoll von 98,2 Mrd €. In der zweiten Periode betrug dieser Überschuß 1,6 Mrd € (die Differenz zwischen 102,2 Mrd € und 100,6 Mrd €) und in der dritten Periode 1,0 Mrd € (die Differenz zwischen 101,1 Mrd € und 100,1 Mrd €).

Wie auf den Seiten 14 und 15 der April-Ausgabe des EZB-Monatsberichts dargelegt, ist die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll ungefähr zur Hälfte auf folgende Faktoren zurückzuführen: (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)* und (iii) Guthaben auf Girokonten von Geschäftspartnern, die ihre Mindestreserven indirekt über ein anderes Institut halten, aber zu Zahlungsverkehrszwecken dennoch ein Girokonto bei der Zentralbank unterhalten. Die verbleibende Differenz ist auf Überschußreserven zurückzuführen, d. h. Guthaben, die die Geschäftspartner nach Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht noch auf ihren Girokonten aufweisen.

Zur Zeit sind angesichts des niedrigen Zinsniveaus die Opportunitätskosten relativ gering, wenn derartige Guthaben auf Girokonten bis zum nächsten Geschäftstag belassen werden. Einzelne Kreditinstitute dürften es daher zwar vorziehen, sehr kleine Beträge nicht auf die Einlagefazilität zu übertragen. Jedoch sind die Gesamtauswirkungen eines derartigen Verhaltens wohl nicht unerheblich, insbesondere hinsichtlich der großen An-

Kasten 3

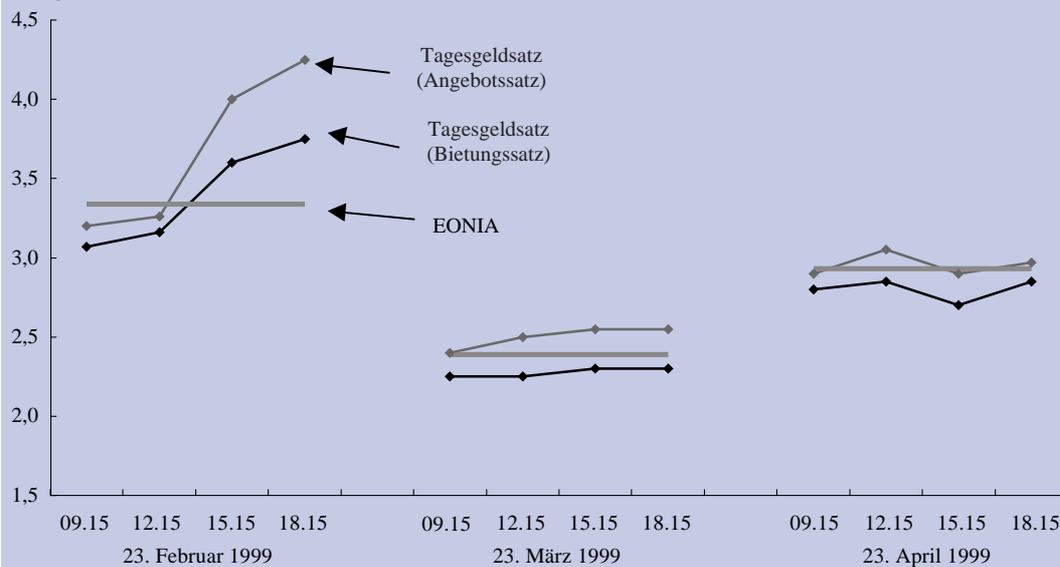
Die Entwicklung am Geldmarkt am letzten Tag der Mindestreserveerfüllungsperiode

Da am letzten Tag einer Erfüllungsperiode die Durchschnittserfüllung nicht mehr stabilisierend auf den Tagesgeldsatz wirken kann, kann eine erhöhte Volatilität auftreten. Sie kann zwei Formen annehmen. Erstens kann das durchschnittliche Niveau des Tagesgeldsatzes am letzten Tag der Erfüllungsperiode erheblich von dem an anderen Tagen der Erfüllungsperiode verzeichneten Stand abweichen. Zweitens kann der Tagesgeldsatz sich im Laufe des letzten Tages allmählich dem Satz derjenigen ständigen Fazilität annähern, die jetzt vom Bankensystem insgesamt gerade zur Erfüllung der Mindestreservepflicht benötigt wird. Die erste Variante wurde bereits im Haupttext beschrieben; es interessiert deswegen hier die Volatilität innerhalb eines Tages und wie schnell Informationen über die vom Bankensystem per saldo benötigte Liquidität am letzten Tag der Erfüllungsperiode am Euro-Geldmarkt weitergegeben werden.

Die nachfolgende Abbildung zeigt die Bietungs- und Angebotssätze für Tagesgeld zu verschiedenen Zeitpunkten während des letzten Geschäftstags der ersten drei Erfüllungsperioden (23. Februar, 23. März bzw. 23. April 1999) sowie den EONIA-Satz für jene Tage. Die Bietungs- und Angebotssätze in der Abbildung spiegeln lediglich die aufgegebenen Sätze wider, d. h., sie entsprechen nicht zwangsläufig den von den Geschäftspartnern tatsächlich ausgehandelten Sätzen.

Tagesgeldsätze: EONIA und Bietungs- und Angebotssätze auf Innertagesbasis am letzten Tag der Erfüllungsperiode

(in % p.a.)



Quelle: EZB und Reuters.

Wie sich im nachhinein zeigte, befand sich das Bankensystem am Ende der ersten Erfüllungsperiode in einer Liquiditätsdefizitposition (am 23. Februar 1999 belief sich die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität per saldo auf 22,3 Mrd €). Jedoch bewegten sich die Tagesgeldsätze im Verlauf des Vormittags zwischen rund 3,1 und 3,2 %. Sie stiegen erst am Nachmittag und lagen um 18.15 Uhr bei 4,25 %. Dies deutet darauf hin, daß der Geldmarkt sich erst relativ spät über das Vorhandensein einer Liquiditätsknappheit bewußt wurde. Der Informationsfluß am Geldmarkt scheint daher relativ langsam gewesen zu sein.

Im Gegensatz dazu waren die Marktsätze am 23. März 1999 angesichts eines insgesamt bestehenden Liquiditätsüberschusses (am Ende des Tages belief sich die Inanspruchnahme der Einlagefazilität per saldo auf 11,8 Mrd €) mit rund 2,3 - 2,5 % relativ stabil. Diese Entwicklung - die auf zwei Geschäftstage folgte, an denen der Tagesgeldsatz sich dem Satz der Einlagefazilität von 2,00 % näherte - signalisierte, daß das

Bankensystem insgesamt sich schon früh morgens des Liquiditätsüberschusses bewußt geworden war. Trotz dieser Liquiditätslage haben sich die Marktsätze am 23. März jedoch nicht dem Niveau von 2,00 % angeglichen. Daraus könnte geschlossen werden, daß die Kreditinstitute, die einen Liquiditätsüberschuß aufwiesen, nicht bereit waren, Gelder am Geldmarkt auszuleihen (womit Transaktionskosten sowie Kredit- und Liquiditätsrisiken verbunden gewesen wären), es sei denn, ihnen wäre eine erheblich höhere Verzinsung als der auf die Einlagefazilität gewährte Satz geboten worden.

Am 23. April 1999, dem letzten Tag der dritten Erfüllungsperiode, war insgesamt ein Liquiditätsdefizit zu verzeichnen (am Ende des Tages belief sich die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität per saldo auf 5,0 Mrd €). Dies war bereits zu Beginn des Tages weitgehend offensichtlich, so daß der Tagesgeldsatz bei Marktöffnung bei rund 2,9 % lag, d. h. erheblich über dem Satz von 2,50 % für den wöchentlichen Tender. Die Sätze pendelten während des ganzen Tages um diese Marke, erreichten aber nicht den Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 3,50 %. Dies könnte ein Anzeichen dafür sein, daß am Geldmarkt bis zuletzt gewisse Unsicherheiten über das Vorzeichen des Liquiditätssaldos im Bankensystem bestanden.

In allen drei Fällen erreichte der Tagesgeldsatz am nächsten Geschäftstag (dem ersten Tag der neuen Erfüllungsperiode) wieder einen Stand, der näher bei dem Satz für den wöchentlichen Tender lag.

zahl von Instituten, die im Eurosystem gegenwärtig der Mindestreservepflicht unterliegen. Angesichts des in den ersten drei Mindestreserveerfüllungsperioden der Währungsunion zu beobachtenden Verhaltensmuster ist zu

erwarten, daß die Differenz zwischen den Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll im Zeitverlauf weiterhin leicht abnehmen, jedoch nicht ganz verschwinden wird.

3 Schlußbemerkungen

Insgesamt waren die bisherigen Erfahrungen mit dem Handlungsrahmen des Eurosystems positiv. Die Entscheidung, den Übergang zur Währungsunion zu erleichtern, indem die Breite des von den Zinssätzen für die ständigen Fazilitäten abgesteckten „Korridors“ für eine begrenzte Zahl von Tagen im Januar 1999 auf 50 Basispunkte festgesetzt wurde, hat sich als richtig erwiesen. Bis zum Ende dieser Übergangsphase hatten die Geschäftspartner sich hinreichend mit der Funktionsweise des neuen Umfelds vertraut gemacht. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte haben ihre vorgese-

hene Rolle erfüllt, nämlich dem Bankensystem den größten Teil der Liquidität zuzuführen und die kurzfristigen Zinsen zu steuern. Außerdem bewegten sich die Tagesgeldsätze in den durch die Sätze der ständigen Fazilitäten vorgegebenen Grenzen und reagierten ohne große Ausschläge auf die Zinssenkung der EZB am 8. April 1999. Schließlich hat die Durchschnittserfüllung im Mindestreservesystem zu einer Glättung der täglichen Liquiditätsschwankungen beigetragen, so daß auf die Durchführung von Feinsteuerungsoperationen verzichtet werden konnte.

Die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts

Solide öffentliche Finanzen tragen zur Verbesserung der Voraussetzungen für Preisstabilität und ein starkes, nachhaltiges Wachstum, das der Schaffung von Arbeitsplätzen förderlich ist, bei. Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft in seiner durch den Vertrag von Amsterdam geänderten Fassung (im folgenden „EG-Vertrag“) und der im Juni 1997 in Amsterdam unterzeichnete Stabilitäts- und Wachstumspakt liefern den EU-Staaten, insbesondere denen, die den Euro eingeführt haben, einen gemeinsamen finanzpolitischen Verhaltenskodex, der die Haushaltsdisziplin gewährleisten soll. Ein nahezu ausgeglichener Haushalt beziehungsweise ein Haushaltsüberschuß ermöglicht es allen Mitgliedstaaten, normale Konjunkturschwankungen zu bewältigen, ohne den Referenzwert für das öffentliche Defizit von 3 % des BIP zu überschreiten. Geringe Haushaltsdefizite und gleichzeitig stetig sinkende Schuldenlasten würden dazu beitragen, die Inflationserwartungen niedrig zu halten und somit die Aufgabe des Eurosystems, Preisstabilität zu gewährleisten, erleichtern. Zwischen Ende 1998 und Anfang 1999 legten alle EU-Staaten Stabilitäts- und Konvergenzprogramme vor, die dem ECOFIN-Rat und der Europäischen Kommission Angaben über ihre aktuelle Haushaltslage und ihre Finanzplanungen für die Zukunft lieferten. Zwar erfüllten sie nach Ansicht der zuständigen Gremien die Vorgabe des Stabilitäts- und Wachstumspakts bezüglich der Haushaltsdisziplin, doch schienen die Programme einiger Länder keine zusätzlichen Sicherheitsmargen zu enthalten, um für unvorhergesehene Belastungen vorzusorgen, das Tempo bei der Rückführung der Schuldenstände zu beschleunigen oder die öffentlichen Finanzen gegen die Belastungen zu wappnen, die aufgrund der bevorstehenden demographischen Entwicklung zu erwarten sind.

I Einleitung

Die Erzielung und Aufrechterhaltung eines gesamtwirtschaftlichen Gleichgewichts als Voraussetzung für wirtschaftlichen und sozialen Fortschritt war das Hauptziel der Wirtschafts- und Währungsintegration Europas in den neunziger Jahren. Die Stärkung des Mandats des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), Preisstabilität zu gewährleisten, sowie die Ausdehnung des Subsidiaritätsprinzips auf die nichtmonetären Politikbereiche der teilnehmenden Staaten war ein Hauptanliegen der Gründer der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU). Gleichzeitig waren sie überzeugt, daß eine gesunde öffentliche Finanzlage eine unabdingbare Voraussetzung für gesamtwirtschaftliche Stabilität ist, und daß finanzpolitische Stabilität ebenfalls auf einer disziplinierten Finanzpolitik beruht. Daher ist der EU-weiten Verpflichtung zu gesunden Staatsfinanzen, wie sie im EG-Vertrag verankert und im Stabilitäts- und Wachstumspakt weiterentwickelt wurde, Beachtung zu schenken; sie gewährleistet auf Dauer, daß ein verantwortungsvoller Kurs der Finanzpolitik verfolgt wird.

Die Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte haben gezeigt, daß erhöhte Schuldenquoten - ebenso wie die implizite, mit den Sozialversi-

cherungssystemen in alternden Gesellschaften verbundene Verschuldung - die Wirtschaftsperspektiven dauerhaft überschatten und, in Verbindung mit großen Haushaltsdefiziten, immer wieder den Handlungsspielraum der Finanzpolitik als Stabilisierungsinstrument begrenzen. Die langfristigen Zinsen sind höher, die privaten Investitionen nehmen ab, und die Sachkapitalbildung wird, zumindest teilweise, verdrängt. Infolgedessen geht die Produktionstätigkeit zurück, die gesamtwirtschaftliche Produktion erleidet dauerhafte Verluste, und die Konsummöglichkeiten verschlechtern sich langfristig. So weisen empirische Belege auf eine signifikant negative Beziehung zwischen Haushaltsungleichgewichten und den gesamten Bruttoinlandsinvestitionen sowie zwischen Defiziten und Pro-Kopf-Einkommen auf mittlere Sicht hin.

Eine laxe Finanzpolitik scheint darüber hinaus die Flexibilität, mit der finanzpolitische Strukturen auf Konjunkturschwankungen reagieren, zu beeinträchtigen und ihren Einfluß auf das gesamtwirtschaftliche Einkommen zu schwächen. In den letzten Jahrzehnten sind die finanzpolitischen Strukturen verkrustet. Dies ist zum Teil auf diskretionäre Maßnahmen zurückzuführen, mit denen die Beschäftigung

im öffentlichen Sektor ausgeweitet, hohe Ersatzquoten für nicht mehr Erwerbstätige und Frühverrentungsmöglichkeiten eingeführt worden sind. Zum Teil handelte es sich aber auch um einen budgetären Nebeneffekt der ungünstigen demographischen Entwicklung, die zu einem erhöhten Anteil der Rentner an der Gesamtbevölkerung führte. Die wachsenden strukturellen Haushaltsdefizite tragen nicht dazu bei, die Einkommensentwicklung über die verschiedenen Konjunkturphasen hinweg zu glätten; vielmehr haben sie die Reaktion der finanzpolitischen Entscheidungsträger auf schwere Rezessionen systematisch erschwert, gerade in Zeiten, in denen automatische Anpassungen auf der Ausgabenseite wie auch bei den Steuern am nötigsten waren.

Inflation ist mittel- bis langfristig ein monetäres Phänomen. Da der Zusammenhang zwischen monetärer Finanzierung von Haushaltsdefiziten und Inflation weithin bekannt ist, bilden ein glaubwürdiges und endgültiges Verbot eines solchen Vorgehens sowie ein institutioneller Rahmen, der der Währungsbehörde ein glaubwürdiges und dauerhaftes Mandat zur Verfolgung des Ziels der Preisstabilität überträgt, entscheidende Voraussetzungen für die mittelfristige Gewährleistung von Preisstabilität. Allerdings kann die Aufgabe, eine stabilitätsorientierte Geldpolitik durchzuführen, auch durch den Kurs der Finanzpolitik erschwert werden. Auf kurze Sicht haben regulierte Preise und indirekte Steuern einen unmittelbaren Einfluß auf die Preissteigerung nach dem HVPI. Über einen längeren Zeitraum wirken sich unausgewogene Staatsfinanzen negativ auf die Effizienz einer Wirtschaft und somit auf den Preisbildungsprozeß aus. Hohe strukturelle Defizite tragen zum Entzug von Mitteln für die private Kapitalbildung bei und vergrößern die Lücke zwischen gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und Angebot. Hierdurch kann sich die Zusammensetzung des gesamtwirtschaftlichen Angebots verändern; es entstehen Rigiditäten und Engpässe, die zu einem erhöhten Preisauftrieb führen. Auf diese Weise könnten anhaltende Defizite die Währungsbehörden zwingen, die kurzfristigen Zinssätze auf einem höheren Niveau zu halten, als es andernfalls notwendig wäre.

Demgegenüber fördert ein institutioneller Rahmen, der eine gesunde öffentliche Finanzlage gewährleistet, eine dem nachhaltigen Wachstum der Produktion und der Beschäftigung förderliche gesamtwirtschaftliche Stabilität und unterstützt die Wahrung der Preisstabilität sowie die stetige Verbesserung des Lebensstandards.

Unter gewissen Umständen kann die Finanzpolitik auch die Erwartungen der Wirtschaftssubjekte beeinflussen und die Auswirkungen von Konjunkturbrüchen und Schocks an den Finanzmärkten verschärfen. Wenn die Strukturen der öffentlichen Finanzen in der Wahrnehmung der Marktteilnehmer in zu starkem Maße Konjunkturschwankungen oder Zinsänderungen ausgesetzt sind, z. B. durch unzureichende Sicherheitsmargen in den Primärüberschüssen zur Bewältigung widriger Situationen, könnten solche Schocks zu einem Anstieg der Risikoprämien und der langfristigen Zinssätze führen.

In einer Währungsunion zwischen souveränen Staaten erhalten die Argumente für einen verantwortungsvollen Kurs in finanzpolitischen Fragen ein noch größeres Gewicht. Durch eine neu geschaffene Währungsunion werden seit langem bestehende Zinsgefälle beseitigt, die zuvor die unterschiedlichen Inflations- und Abwertungsaussichten der bisherigen Währungen für die Anleger ausglich. Somit verlieren die Kreditnehmer einen Indikator - nämlich eine an Wert verlierende nationale Währung -, der die Besorgnis der Märkte über eine fehlgeleitete Politik, nicht zuletzt im Bereich der öffentlichen Finanzen, signalisierte. Gleichzeitig können die öffentlichen Emittenten aufgrund der höheren Integration der Finanzmärkte auf einen größeren und liquideren Kapitalmarkt zurückgreifen als noch unter nationaler monetärer Autonomie. Für Mitgliedstaaten, die der Markt für öffentliche Anleihen zuvor - relativ gesehen - sanktionierte, kann die Verschuldung aufgrund der wegfallenden Risiko- und Liquiditätsprämien eine attraktivere finanzpolitische Option zur Finanzierung der öffentlichen Ausgaben sein als eine nichtdefizitäre Ausgabenpolitik. Hierdurch dürften sich die

Haushaltsdefizite im gesamten Raum einer Währungsunion ausweiten, was wiederum einen besonderen Anreiz zur Schaffung einer Wirtschaftsverfassung darstellt, mit deren Hilfe unsolide finanzpolitische Praktiken erschwert werden.

Ist die Zuständigkeit für die Finanzpolitik auf mehrere Stellen verteilt, können sich fehlgerichtete finanzpolitische Entscheidungen einzelner Mitgliedstaaten einer Währungsunion negativ auf benachbarte Volkswirtschaften auswirken. Diese negativen Externalitäten werden im allgemeinen über die langfristigen Zinssätze weitergegeben, da das finanzpolitische Fehlverhalten eines Landes sowie die daraus resultierenden Entzugseffekte bei der unionsweiten privaten Spartätigkeit die langfristigen Finanzierungskosten im gesamten Währungsgebiet unter Druck setzen. Grundsätzlich könnten die Marktkräfte eine effektive Abschreckung gegen eine fehlgeleitete Politik bewirken. Selbst wenn es keine ausdrücklichen institutionellen Beschränkungen der Haushaltsdefizite gäbe, könnte die

Möglichkeit landesspezifischer Prämien für finanzpolitisches Fehlverhalten eine übermäßige Verschuldung bestrafen und somit einzelne Regierungen davon abhalten, die Haushaltsdisziplin aufzuweichen. Doch in der Praxis scheint es keine eindeutigen Anhaltspunkte dafür zu geben, daß die von den Finanzmärkten ausgehende Disziplinierungsfunktion ausreicht, um die Regierungen zu veranlassen, stets die langfristigen haushaltspolitischen Restriktionen zu berücksichtigen. Daher wird eine lockere nationale Finanzpolitik zwangsläufig zur Entstehung von Spannungen beitragen, und es spricht einiges dafür, die Marktkräfte durch von allen Beteiligten anerkannte Regeln für eine zurückhaltende Finanzpolitik zu unterstützen. Diese Regeln veranlassen die Finanzpolitiker der einzelnen Länder, bei ihren Entscheidungen bereits die Auswirkungen auf das gesamte Währungsgebiet zu berücksichtigen. Auf diese Weise verbessern supranationale Regeln die Koordinierung der Finanzpolitik und fördern das Vertrauen der Mitgliedstaaten untereinander.

2 Der EG-Vertrag und der Stabilitäts- und Wachstumspakt: Institutionelle und verfahrensmäßige Aspekte

Die haushaltspolitischen Vorgaben des EG-Vertrags

Auch in der dritten Stufe der WWU liegt die Haushaltspolitik - im Gegensatz zur einheitlichen Geldpolitik, aber auch zur gemeinsamen Agrar-, Außenhandels- und Wettbewerbspolitik - in der ausschließlichen Zuständigkeit der Mitgliedstaaten. Im Rahmen des EG-Vertrags haben die Mitgliedstaaten formell die absolute Autonomie im Bereich der Haushaltspolitik. Jedoch unterliegt die Durchführung der nationalen Haushaltspolitik den Regeln der Haushaltsdisziplin und den Verfahren der Koordinierung auf Gemeinschaftsebene, wie sie im EG-Vertrag (Titel VII, Kapitel I über „Die Wirtschaftspolitik“) festgelegt sind. (Nachfolgend beziehen sich alle Verweise auf Artikel des EG-Vertrags auf seine durch den Vertrag von Amsterdam konso-

liidierte Fassung, die am 1. Mai 1999 in Kraft trat.) Die im EG-Vertrag festgeschriebene Grundregel der Haushaltspolitik ist die Vermeidung übermäßiger öffentlicher Defizite durch die Mitgliedstaaten. Dieser Grundsatz ist in Artikel 104 (ehemals 104 c) und in Protokoll Nr. 5 über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit im Anhang zum EG-Vertrag festgehalten. Artikel 104 (ehemals 104 c) gehen allgemeine Richtlinien und Vorgaben für die Koordinierung der Wirtschaftspolitik (ohne die Geldpolitik) sowie eine Reihe von Beschränkungen der Finanzierung des Kreditbedarfs der öffentlichen Hand in Artikel 98 bis 100 (ehemals 102 a bis 103 a) beziehungsweise in Artikel 101 bis 103 (ehemals 104 bis 104 b) voraus.

Diese Grundzüge und Vorgaben sehen vor, daß die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspoli-

tik so ausrichten, daß sie zur Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft beiträgt (siehe Anhang 1). Laut Artikel 2 (ehemals Artikel 2) des EG-Vertrags sind diese Ziele:

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

Darüber hinaus betrachten die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse; als Grundlage hierfür dient ihnen die enge Koordinierung ihrer Wirtschaftspolitik im ECOFIN-Rat. In diesem Gremium sind die Finanz- und Wirtschaftsminister der Mitgliedstaaten vertreten. Die in Artikel 4 (ehemals Artikel 3 a) des EG-Vertrags niedergelegten richtungsweisenden Grundsätze sind: stabile Preise, gesunde öffentliche Finanzen und monetäre Rahmenbedingungen sowie eine dauerhaft finanzierbare Zahlungsbilanz. Aufgabe des ECOFIN-Rats ist es, die Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten vorzugeben und die wirtschaftliche Entwicklung im Rahmen eines multilateralen Überwachungsverfahrens zu beobachten. Zu diesem Zweck sind die Mitgliedstaaten gehalten, unter anderem Informationen zu wichtigen einzelstaatlichen Maßnahmen auf dem Gebiet ihrer Wirtschaftspolitik bereitzustellen. Sollte das wirtschaftspolitische Verhalten eines Mitgliedstaats nicht mit den Grundzügen vereinbar sein oder das ordnungsgemäße Funktionieren der WWU zu gefährden drohen, kann der Rat eine Empfehlung an den betreffenden Mitgliedstaat richten und beschließen, diese Empfehlung zu veröffentlichen.

Die Beschränkungen der Finanzierung des Kreditbedarfs der öffentlichen Hand bestehen in einem Verbot der Überziehungs- oder anderen

Kreditfazilitäten bei der EZB oder den nationalen Zentralbanken für Einrichtungen der öffentlichen Hand, sowohl auf nationaler als auch auf Gemeinschaftsebene (siehe Anhang 2). Ebenso ist es der EZB und den nationalen Zentralbanken untersagt, Schuldtitel von diesen Einrichtungen unmittelbar zu erwerben. Den Mitgliedstaaten ist es wiederum verboten, diesen Organen bevorrechtigten Zugang zu Finanzinstituten zu schaffen, sofern dies nicht aus aufsichtsrechtlichen Gründen geschieht. Darüber hinaus legt der EG-Vertrag fest, daß die Gemeinschaft oder ein Mitgliedstaat nicht für die Verbindlichkeiten der öffentlichen Haushalte eines anderen Mitgliedstaats eintreten. Diese Bestimmung, im allgemeinen als „No-bail-out-Klausel“ bekannt, bedeutet, daß im Fall der Zahlungsunfähigkeit eines dieser Organe weder die Gemeinschaft noch die anderen Staaten für die Verbindlichkeiten der zahlungsunfähigen Institution haften.

Nach der die Haushaltspolitik betreffenden Vorgabe haben die Mitgliedstaaten übermäßige öffentliche Defizite zu vermeiden (siehe Anhang 3, Artikel 104 Absatz 1, ehemals Artikel 104 c Absatz 1). Die Einhaltung der Haushaltsdisziplin wird anhand der Referenzwerte für das Defizit und die Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte, jeweils gemessen am Bruttoinlandsprodukt, überprüft, wobei eine Reihe von Ausnahmeregelungen zu berücksichtigen sind. Insbesondere kann, wenn das Defizit den Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend überschreitet, davon abgesehen werden, das Defizit als übermäßig zu bewerten, sofern es in der Nähe des Referenzwerts bleibt. Zur Beurteilung der Haushaltslage kann der ECOFIN-Rat zusätzliche Angaben, z. B. den Stand der öffentlichen Investitionen in Relation zum öffentlichen Defizit, berücksichtigen. Die Entscheidung, ob ein Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit aufweist, wird vom ECOFIN-Rat auf Empfehlung der Europäischen Kommission getroffen.

Die finanzpolitischen Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts

Zur Klärung der finanzpolitischen Vorgaben des EG-Vertrags verabschiedete der Europäi-

sche Rat im Jahr 1997 den Stabilitäts- und Wachstumspakt, der die Bestimmungen für die Koordinierung der Wirtschaftspolitik und die Bedingungen, unter denen das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion anzuwenden ist, enthält. Ziel dieses Pakts ist a) die Sicherung der dauerhaften Übereinstimmung der Finanzpolitik mit den Anforderungen eines soliden Haushalts und b) die Überwachung der finanzpolitischen Entwicklungen, um im Falle budgetärer Fehlentwicklungen frühzeitig Warnsignale zu erhalten. In diesem Zusammenhang unterstreicht der Europäische Rat die Bedeutung der Gewährleistung gesunder Staatsfinanzen als Mittel zur Verbesserung der Voraussetzungen für Preisstabilität und für ein starkes, nachhaltiges und der Schaffung von Arbeitsplätzen förderliches Wachstum. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der sowohl vorbeugende als auch abschreckende Maßnahmen vorsieht, umfaßt eine EntschlieÙung des Europäischen Rates (Amsterdam, 17. Juni 1997), in der die Verpflichtungserklärungen der Mitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und des Rates selbst dargelegt sind, sowie zwei Verordnungen des ECOFIN-Rates. Die Verordnung (EG) Nr. 1467/97 des Rates vom 7. Juli 1997 dient der Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Die Verordnung (EG) Nr. 1466/97 des Rates vom 7. Juli 1997 befaÙt sich mit dem Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitik und legt den Inhalt der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme fest.

Die wichtigste Bestimmung zur Gewährleistung einer dauerhaft soliden Finanzpolitik in der EntschlieÙung des Europäischen Rates über den Stabilitäts- und Wachstumspakt ist die Verpflichtung der Mitgliedstaaten, das mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts einzuhalten (siehe Anhang 4). Die Erreichung dieses Ziels wird es allen Mitgliedstaaten ermöglichen, die normalen Konjunkturschwankungen zu bewältigen und dabei das öffentliche Defizit auf dem Stand des Referenz-

werts von 3 % des BIP oder unterhalb dieses Werts zu halten. Defizite von mehr als 3 % des BIP werden als übermäßig betrachtet, es sei denn, sie sind voraussichtlich nur vorübergehender Natur und auf außergewöhnliche Umstände zurückzuführen. In jedem Fall muß das Defizit in der Nähe des Referenzwerts bleiben. Solche Ausnahmefälle und vorübergehenden Umstände werden entweder als ein ungewöhnliches Ereignis, das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht, oder als eine schwere Rezession definiert. Ein Überschreiten des Referenzwerts aufgrund eines schwerwiegenden Wirtschaftsrückgangs wird von der Europäischen Kommission in der Regel nur dann als Ausnahmefall betrachtet, wenn der Rückgang des realen BIP innerhalb eines Jahres mindestens 2 % beträgt. Ein geringerer Rückgang des realen BIP kann - auf Initiative des betreffenden Mitgliedstaats - vom ECOFIN-Rat nur angesichts weiterer relevanter Umstände, insbesondere eines jähen Abschwungs oder eines gegenüber den vorangegangenen Trends insgesamt sehr starken Rückgangs der Produktion, als Ausnahmefall betrachtet werden. Bei der Beurteilung, ob ein Wirtschaftsrückgang schwerwiegend ist, legen die Mitgliedstaaten in der Regel einen Rückgang des realen BIP um mindestens 0,75 % auf Jahresbasis als Referenzpunkt zugrunde. Daß das Defizit den Wert von 3 % nur vorübergehend überschreitet, ergibt sich aus Prognosen zur Finanzlage der öffentlichen Haushalte, wie sie von der Europäischen Kommission zur Verfügung gestellt werden und aus denen hervorgeht, daß das Defizit nach dem Ende des ungewöhnlichen Ereignisses oder des schwerwiegenden Wirtschaftsrückgangs wieder unter den Referenzwert sinken wird (siehe Anhang 5).

Wenn das öffentliche Defizit eines Mitgliedstaats als übermäßig angesehen wird, formuliert der ECOFIN-Rat Empfehlungen für die Korrektur dieses Haushaltsungleichgewichts. Der betreffende Mitgliedstaat muß zu diesem Zweck innerhalb von vier Monaten wirksame Maßnahmen treffen. Werden nach Auffassung des ECOFIN-Rates keine solchen wirksamen Maßnahmen ergriffen, kann der Rat Sanktionen ver-

hängen. Dabei handelt es sich zunächst um unverzinsliche Einlagen, deren Höhe sich nach dem BIP des Mitgliedstaats richtet; diese können in eine Geldbuße umgewandelt werden, wenn das übermäßige Defizit länger als zwei Jahre andauert.

Um die Haushaltsentwicklung überwachen und Anzeichen möglicher haushaltspolitischer Fehlentwicklungen erkennen zu können, aber auch, um die Koordinierung der Wirtschaftspolitik zu erleichtern, wurde im Zusammenhang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt auch ein Frühwarnsystem eingerichtet. Zu diesem Zweck legen die Mitgliedstaaten dem ECOFIN-Rat und der Europäischen Kommission jährlich Stabilitätsprogramme (im Fall der Länder, die die einheitliche Währung eingeführt haben) beziehungsweise Konvergenzprogramme (bei Ländern, die die einheitliche Währung nicht eingeführt haben) vor, in denen die mittelfristigen haushaltspolitischen Ziele dargelegt werden. Inhalt und Form der Stabilitätsprogramme richten sich nach einem vereinbarten Schema (siehe Anhang 6). Für die Konvergenzprogramme gelten ähnliche Vorgaben. Der Rat gibt eine Stellungnahme zu den Programmen ab und verlangt Anpassungen, wenn er es für notwendig hält, daß Ziele und Inhalte des Programms anspruchsvoller formuliert werden. Außerdem wird die Umsetzung der Programme vom Rat überwacht; der betreffende Mitgliedstaat erhält eine Empfehlung, wenn der Rat eine erhebliche Abweichung der Haushaltspositionen von den im Programm festgelegten mittelfristigen haushaltspolitischen Zielen feststellt.

Die Umsetzung des Verfahrens bei einem öffentlichen Defizit

Die verschiedenen Schritte, die bei der Umsetzung des Verfahrens bei einem öffentlichen Defizit zu beachten sind, sind in den Diagrammen 1 und 2 (Seite 56 f) zusammengefaßt. Diagramm 1 befaßt sich mit der Entscheidung des ECOFIN-Rats, ob ein übermäßiges Defizit besteht. In Diagramm 2 (Seite 57) wird das aus dieser Entscheidung folgende Verfahren beschrieben.

- Schritt 1 dient der Vorbereitung des Verfahrens; in diesem Schritt übermitteln die Mitgliedstaaten der Europäischen Kommission zum 1. März und zum 1. September eines jeden Jahres Haushaltsdaten.
- In Schritt 2 überprüft die Europäische Kommission anhand der in Artikel 104 Absatz 2 (ehemals Artikel 104 c Absatz 2) des EG-Vertrags niedergelegten Kriterien die Einhaltung der Haushaltsdisziplin. Erfüllen die Mitgliedstaaten die Anforderungen beider Kriterien für die Haushaltsdisziplin (ein öffentliches Defizit von unter 3 % des BIP und ein öffentlicher Schuldenstand von unter 60 % des BIP, es sei denn, daß das Verhältnis hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert) und ist die Europäische Kommission der Ansicht, daß keine Gefahr eines übermäßigen Defizits besteht, wird das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit nicht eingeleitet. Ansonsten, beziehungsweise wenn das geplante oder tatsächliche öffentliche Defizit eines Mitgliedstaats den Referenzwert von 3 % des BIP übersteigt (siehe Anhang 3, Artikel 104 Absatz 3 (ehemals Artikel 104 c Absatz 3) und Anhang 4, Verpflichtung 3 der Europäischen Kommission), erstellt die Europäische Kommission einen Bericht, durch den das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ausgelöst wird.
- In Schritt 3 gibt der Wirtschafts- und Finanzausschuß - der sich aus Vertretern der Regierungen und des EZSB zusammensetzt - innerhalb von zwei Wochen, nachdem die Europäische Kommission ihren Bericht verfaßt hat, eine Stellungnahme zu diesem Bericht ab und reicht sie beim ECOFIN-Rat ein (Artikel 104 Absatz 4, ehemals Artikel 104 c Absatz 4). Ist die Europäische Kommission der Auffassung, daß ein übermäßiges Defizit besteht, legt sie dem ECOFIN-Rat unter uneingeschränkter Berücksichtigung dieser Stellungnahme eine Stellungnahme (Artikel 104 Absatz 5, ehemals Artikel 104 c Absatz 5) sowie eine Empfehlung vor. Ist die Europäische Kommission der Auffassung, daß

ein Defizit von mehr als 3 % des BIP nicht übermäßig ist, und weicht diese Auffassung von der des Wirtschafts- und Finanzausschusses ab, ist die Europäische Kommission verpflichtet, dem ECOFIN-Rat ihren Standpunkt schriftlich zu begründen.

- In Schritt 4 entscheidet der ECOFIN-Rat mit einer qualifizierten Mehrheit auf Empfehlung der Europäischen Kommission und unter Berücksichtigung der Bemerkungen, die der betreffende Mitgliedstaat gegebenenfalls abzugeben wünscht, nach Prüfung der Gesamtlage, ob in einem Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht (Artikel 104 Absatz 6, ehemals Artikel 104 c Absatz 6). Diese Entscheidung sollte innerhalb von drei Monaten nach der Mitteilung der Haushaltsdaten durch die Mitgliedstaaten an die Europäische Kommission erfolgen.
- In Schritt 5 wird das Verfahren abgeschlossen, wenn der ECOFIN-Rat befindet, daß kein übermäßiges Defizit besteht. Wenn der Rat jedoch feststellt, daß in einem Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht, richtet er nach Artikel 104 Absatz 7 (ehemals Artikel 104 c Absatz 7) Empfehlungen an den betreffenden Mitgliedstaat. Diese Empfehlungen werden auf Empfehlung der Europäischen Kommission mit qualifizierter Mehrheit - ohne die Stimmen des Vertreters des betreffenden Mitgliedstaats - angenommen; sie werden nicht veröffentlicht. Der ECOFIN-Rat empfiehlt, daß übermäßige Defizite so rasch wie möglich nach ihrem Auftreten korrigiert werden (siehe Anhang 4), und setzt zwei Fristen. Die erste Frist beträgt höchstens vier Monate und gilt für das Ergreifen wirksamer Maßnahmen durch den betreffenden Mitgliedstaat. Die zweite Frist betrifft die Korrektur des übermäßigen Defizits; diese sollte in dem Jahr erreicht werden, das auf die Feststellung eines übermäßigen Defizits folgt, sofern keine besonderen Umstände vorliegen.
- Mit Schritt 6 (in Diagramm 2) wird das Verfahren eingeleitet, das aus der Fest-

stellung des ECOFIN-Rats, daß in einem Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht, folgt. Der ECOFIN-Rat erwägt, ob auf seine Empfehlungen nach Artikel 104 Absatz 7 (ehemals Artikel 104 c Absatz 7) hin wirksame Maßnahmen ergriffen wurden, und stützt sich bei seiner Entscheidung auf öffentlich bekanntgegebene Beschlüsse der Regierung des betreffenden Mitgliedstaats. Die Entscheidung erfolgt auf Empfehlung der Europäischen Kommission mit qualifizierter Mehrheit ohne die Stimmen des Vertreters des betreffenden Mitgliedstaats.

- Stellt der ECOFIN-Rat in Schritt 7 fest, daß keine wirksamen Maßnahmen ergriffen wurden, kann er seine Empfehlungen nach Artikel 104 Absatz 8 (ehemals Artikel 104 c Absatz 8) unmittelbar nach Ablauf der zuvor gesetzten Frist von höchstens vier Monaten veröffentlichen. In diesem Fall kann der ECOFIN-Rat - nur im Fall von teilnehmenden Mitgliedstaaten und innerhalb eines Monats nach seiner Feststellung, daß keine wirksamen Maßnahmen ergriffen wurden - nach Artikel 104 Absatz 9 (ehemals Artikel 104 c Absatz 9) beschließen, den betreffenden Mitgliedstaat mit der Maßgabe in Verzug zu setzen, innerhalb einer bestimmten Frist Maßnahmen zum Defizitabbau zu treffen. Dieser Beschluß sowie die im Rahmen des Verfahrens nachfolgenden Beschlüsse werden auf Empfehlung der Europäischen Kommission mit qualifizierter Mehrheit - ohne die Stimmen des Vertreters des betreffenden Mitgliedstaats - gefaßt. Stellt der ECOFIN-Rat hingegen fest, daß der betreffende Mitgliedstaat aufgrund seiner Empfehlungen nach Artikel 104 Absatz 7 (ehemals Artikel 104 c Absatz 7) geeignete Maßnahmen ergriffen hat, ruht das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit. Die Europäische Kommission und der ECOFIN-Rat überwachen die Durchführung der Maßnahmen.
- Wurde das übermäßige Defizit nach Auffassung des ECOFIN-Rats korrigiert, hebt dieser in Schritt 8 einige oder sämtliche

Diagramm I

Entscheidung des ECOFIN-Rats über das Bestehen eines übermäßigen Defizits

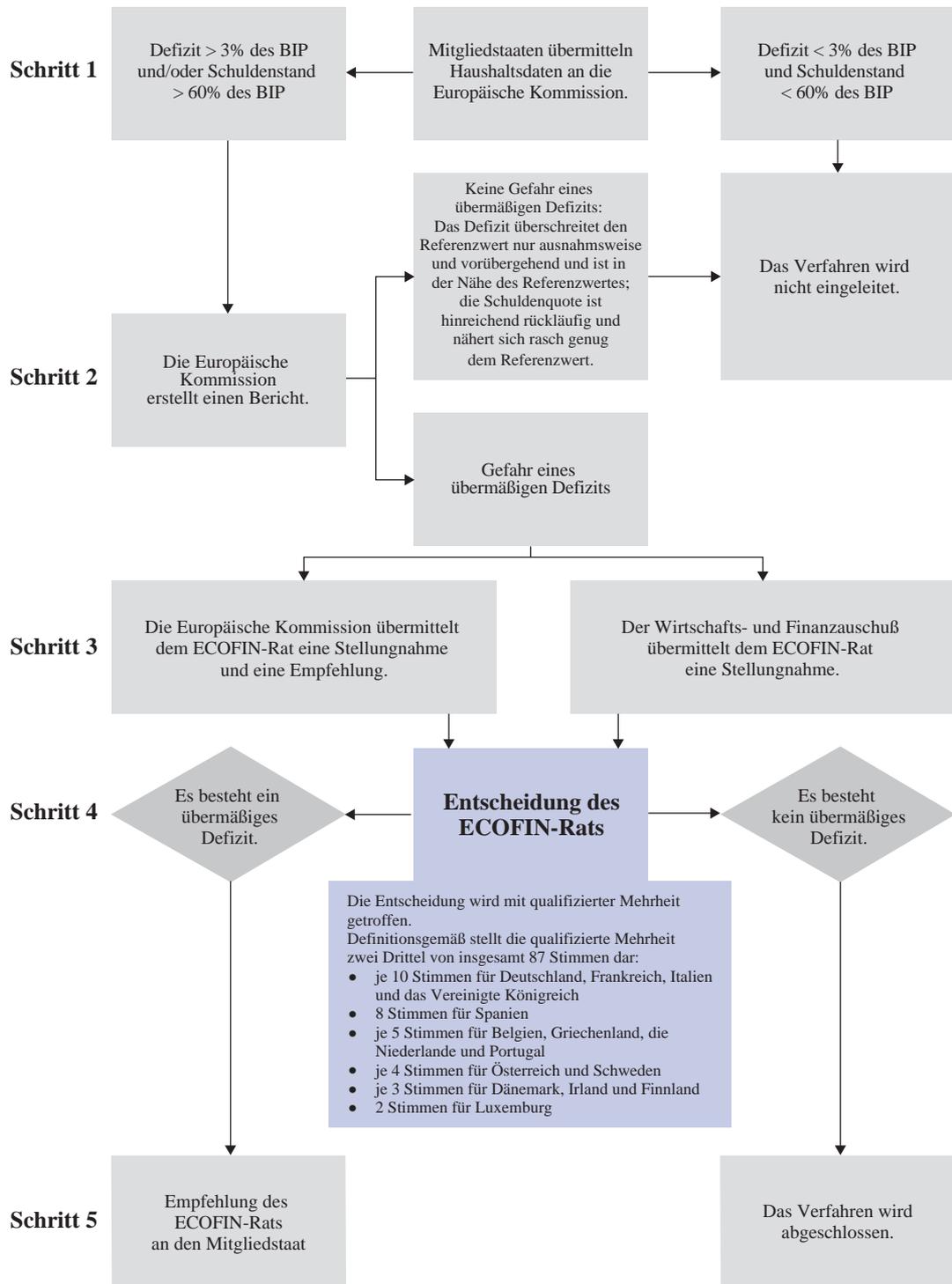
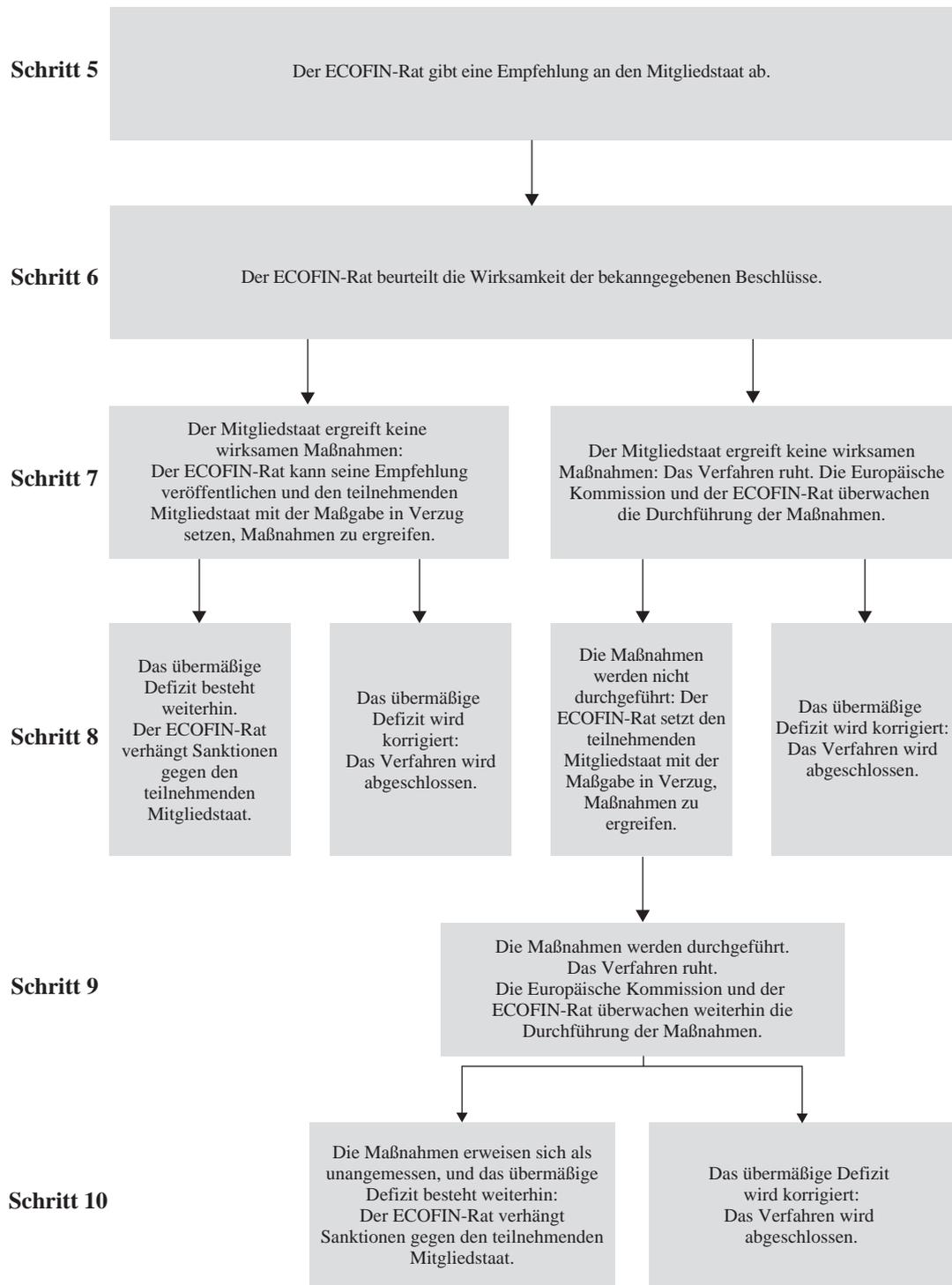


Diagramm 2

Folge der Entscheidung des ECOFIN-Rats, daß ein übermäßiges Defizit besteht



Entscheidungen über Empfehlungen und Inverzugsetzungen auf. Wurden die Empfehlungen zuvor veröffentlicht, stellt der ECOFIN-Rat in einer öffentlichen Erklärung fest, daß in dem betreffenden Mitgliedstaat kein übermäßiges Defizit mehr besteht. Kommt jedoch ein teilnehmender Mitgliedstaat den nacheinander getroffenen Beschlüssen des ECOFIN-Rats über Empfehlungen und Inverzugsetzungen nicht nach, so verhängt der Rat nach Artikel 104 Absatz 11 (ehemals Artikel 104 c Absatz 11) innerhalb von zwei Monaten nach dem Beschluß des Rates, den betreffenden teilnehmenden Mitgliedstaat in Verzug zu setzen, und innerhalb von zehn Monaten nach den Terminen für die Meldung der Haushaltsdaten an die Europäische Kommission Sanktionen. Ferner kann im Fall eines bewußt geplanten Defizits, das nach Ansicht des ECOFIN-Rats übermäßig ist, ein Eilverfahren angewandt werden. Es ist auch denkbar, daß während des Zeitraums, in dem das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ruht, ein teilnehmender Mitgliedstaat keine Maßnahmen zum Defizitabbau durchführt oder daß aus den ermittelten Daten über die tatsächliche Entwicklung, die von den Mitgliedstaaten regelmäßig bis zum 1. März und 1. September eines jeden Jahres an die Europäische Kommission gemeldet werden, hervorgeht, daß ein übermäßiges Defizit von einem teilnehmenden Mitgliedstaat nicht innerhalb der in den Empfehlungen nach Artikel 104 Absatz 7 (ehemals Artikel 104 c Absatz 7) festgelegten Frist korrigiert worden ist. In diesem Fall faßt der ECOFIN-Rat unverzüglich einen Beschluß, den betreffenden teilnehmenden Mitgliedstaat mit der Maßgabe in Verzug zu setzen, innerhalb einer bestimmten Frist Maßnahmen zum Abbau des Defizits zu treffen.

- In Schritt 9 ruht das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit, sofern der teilnehmende Mitgliedstaat gemäß der Inverzugsetzung durch den ECOFIN-Rat nach Artikel 104 Absatz 9 (ehemals Artikel 104 c Absatz 9) handelt. Der Zeitraum, während dessen das Verfahren ruht, darf nicht in

die Zeiträume von zwei beziehungsweise zehn Monaten einbezogen werden, die in Schritt 8 als Fristen für die Auferlegung von Sanktionen genannt wurden. Die Europäische Kommission sowie der ECOFIN-Rat überwachen die Durchführung der Maßnahmen.

- Wurde das übermäßige Defizit nach Ansicht des ECOFIN-Rats korrigiert, wird das Verfahren in Schritt 10 wie in Schritt 8 beschrieben abgeschlossen. Erweisen sich die von dem teilnehmenden Mitgliedstaat ergriffenen Maßnahmen nach Auffassung des ECOFIN-Rats jedoch als unangemessen oder geht aus den ermittelten Daten über die tatsächliche Entwicklung, die von den Mitgliedstaaten regelmäßig bis zum 1. März und 1. September eines jeden Jahres an die Europäische Kommission gemeldet werden, hervor, daß ein übermäßiges Defizit von einem teilnehmenden Mitgliedstaat nicht innerhalb der in den Inverzugsetzungen nach Artikel 104 Absatz 9 (ehemals Artikel 104 c Absatz 9) festgelegten Fristen korrigiert worden ist, so faßt der ECOFIN-Rat unverzüglich einen Beschluß nach Artikel 104 Absatz 11 (ehemals Artikel 104 c Absatz 11). Die Sanktionen bestehen in der Regel in einer unverzinslichen Einlage. Der ECOFIN-Rat kann beschließen, diese Einlage durch die in Artikel 104 Absatz 11 (ehemals Artikel 104 c Absatz 11) erster und zweiter Gedankenstrich vorgesehenen Maßnahmen zu ergänzen. Geht das übermäßige Defizit auf eine Nichteinhaltung des Defizitkriteriums zurück, so setzt sich der Betrag der ersten Einlage aus einer festen Komponente in Höhe von 0,2 % des BIP und einer variablen Komponente in Höhe von einem Zehntel der Differenz zwischen dem als Prozentsatz des BIP des Vorjahrs ausgedrückten Defizit und dem Referenzwert in Höhe von 3 % des BIP zusammen. Schritt 10 wird in jedem Folgejahr bis zur Aufhebung des Beschlusses über das Vorliegen eines übermäßigen Defizits wiederholt. Im Rahmen seiner jährlichen Beurteilung der Lage beschließt der ECOFIN-Rat, die Sanktionen zu verschärfen, es sei denn,

der teilnehmende Mitgliedstaat ist der Inverzugsetzung durch den Rat nachgekommen. Wird eine zusätzliche Einlage beschlossen, so muß sie einem Zehntel der Differenz zwischen dem als Prozentsatz des BIP des Vorjahrs ausgedrückten Defizit und dem Referenzwert in Höhe von 3 % des BIP entsprechen, ohne die Obergrenze von 0,5 % des BIP zu überschreiten. Eine Einlage wird in der Regel in eine Geldbuße umgewandelt, wenn das übermäßige Defizit zwei Jahre nach dem Beschluß, von dem teilnehmenden Mitgliedstaat eine Einlage zu verlangen, nicht korrigiert wurde. Diese Geldbußen werden unter den teilnehmenden Mitgliedstaaten, die kein übermäßiges Defizit aufweisen, im

Verhältnis zu ihrem Anteil am gesamten BSP der in Betracht kommenden Mitgliedstaaten aufgeteilt. Gemäß Artikel 104 Absatz 12 (ehemals Artikel 104 c Absatz 12) hebt der ECOFIN-Rat die in Artikel 104 Absatz 11 (ehemals Artikel 104 c Absatz 11) erster und zweiter Gedankenstrich genannten Sanktionen in dem Maße auf, wie der betreffende teilnehmende Mitgliedstaat bei der Korrektur des übermäßigen Defizits Fortschritte erzielt hat. Sämtliche noch bestehenden Sanktionen werden aufgehoben, wenn der Beschluß über das Vorliegen eines übermäßigen Defizits aufgehoben worden ist. Geldbußen werden jedoch nicht rücküberwiesen.

3 Die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts

Das Verfahren zur Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts beginnt mit der Vorlage der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme durch die Mitgliedstaaten. Daraufhin gibt die Europäische Kommission zu jedem Programm eine Empfehlung ab. Auf der Grundlage dieser Empfehlung erarbeitet der ECOFIN-Rat nach Anhörung des Wirtschafts- und Finanzausschusses innerhalb von zwei Monaten nach Vorlage des Programms eine Stellungnahme. Die EZB gehört dem Wirtschafts- und Finanzausschuß an, in dem die von den Mitgliedstaaten vorgelegten Programme ausführlich beraten werden können. Gelangt der ECOFIN-Rat zu der Auffassung, daß die Ziele eines Programms anspruchsvoller formuliert werden sollten, fordert er den betreffenden Mitgliedstaat auf, das Programm anzupassen. Sollten erhebliche Abweichungen von den in früheren Programmen aufgestellten Zielen festgestellt werden, hat der ECOFIN-Rat das Recht, eine Empfehlung an den betreffenden Mitgliedstaat zu richten und zu verlangen, die notwendigen Anpassungsmaßnahmen zu ergreifen. Alljährlich aktualisierte Programme sollen detaillierte Angaben über die geplanten Maßnahmen zur kurzfristigen Beseitigung von Defizitüberschreitungen enthalten. Dies soll verhindern, daß das mit-

telfristige Ziel eines ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts auf unbestimmte Zeit hinausgeschoben wird.

Angesichts der grundlegenden Rolle der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme bei der multilateralen Überwachung wurde es als wichtig erachtet, daß diese einen angemessenen Informationsgehalt aufweisen und einen Vergleich zwischen den Mitgliedstaaten ermöglichen. Wie die Minister in ihrer gemeinsamen Erklärung vom 1. Mai 1998 beschlossen hatten, sollten die Mitgliedstaaten ihre Programme bis Ende 1998 vorlegen; daher beriet der Währungsausschuß (inzwischen Wirtschafts- und Finanzausschuß) unter Mitwirkung der Dienststellen der Europäischen Kommission über mögliche ergänzende Leitlinien und richtete diesbezüglich eine Stellungnahme an den ECOFIN-Rat. Der ECOFIN-Rat stimmte dieser Stellungnahme auf seiner Sitzung am 12. Oktober 1998 in Luxemburg zu. Im folgenden sollen diese Stellungnahme und der darin aufgestellte Verhaltenskodex bezüglich der formalen und inhaltlichen Vorgaben für die Stabilitäts- und Konvergenzprogramme zunächst vorgestellt werden. Im weiteren Verlauf dieses Abschnitts soll erläutert werden, inwieweit die

bislang ergriffenen Maßnahmen zur Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts diesen Verhaltenskodex formal erfüllen. Schließlich sollen drei wesentliche Kriterien hervorgehoben werden, anhand derer der ECOFIN-Rat gemäß der Stellungnahme des ehemaligen Währungsausschusses das in den Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen angegebene mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts prüfte.

Der Verhaltenskodex für Stabilitäts- und Konvergenzprogramme

Der vormalige Währungsausschuß war der Auffassung, daß die in der Verordnung (EG) Nr. 1466/97 festgelegten entscheidenden Anforderungen an die Stabilitäts- und Konvergenzprogramme noch in nützlicher Weise durch eine Reihe von Leitlinien zum Inhalt und zur Form der Programme ergänzt werden könnten. Diese sollten sich an den früheren „Verhaltenskodex“ im Bericht des vormaligen Währungsausschusses vom 14. Februar 1994 anlehnen. Die bisherigen Erfahrungen mit den „alten“ Konvergenzprogrammen zeigten, so die Stellungnahme des vormaligen Währungsausschusses, daß derartige Leitlinien nicht nur den Mitgliedstaaten bei der Aufstellung ihrer Programme helfen, sondern auch ihre Prüfung durch die Europäische Kommission, den vormaligen Währungsausschuß und den ECOFIN-Rat erleichtern. Die vereinbarten Leitlinien und Vorschläge bezüglich Form und Inhalt der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme (siehe Anhang 7) berücksichtigen dabei, daß die Programme in der Verantwortung der einzelstaatlichen Behörden liegen und die Möglichkeiten und Praktiken von Land zu Land variieren. Sie sind daher als Hinweis zu verstehen.

Die wichtigsten Inhalte der Stellungnahme des vormaligen Währungsausschusses können wie folgt zusammengefaßt werden:

- Grundlegender Bestandteil der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme ist das mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder

einen Überschuß aufweisenden Haushalts. Daher müssen gemäß der Stellungnahme des vormaligen Währungsausschusses eindeutig bei einer Bewertung der Frage, ob die mittelfristigen Ziele der Mitgliedstaaten angemessen sind, und bei einer Prüfung der Einhaltung dieser Ziele ausdrücklich die Konjunkturlage und ihre Auswirkungen auf den Haushalt berücksichtigt werden. Der Begriff „mittelfristig“ wäre zeitlich als die Länge eines Konjunkturzyklus zu verstehen. In der Praxis muß bei der Bewertung der Frage, inwieweit derzeitige und zu erwartende Haushaltsentwicklungen dem Erfordernis eines mittelfristig ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts entsprechen, ein näherungsweise Konzept verfolgt werden. Insbesondere muß die voraussichtliche Auswirkung von Konjunkturreffekten auf die derzeitigen und künftigen Haushaltsentwicklungen bewertet werden. Hierzu muß eine angemessene Methode angewandt werden.

- Jede Methode hat natürlich ihre Stärken und Schwächen, weshalb ihre Ergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren sind. Unter Berücksichtigung dieser Tatsache hielt der vormalige Währungsausschuß die derzeitige Konjunkturbereinigungsmethode der Dienststellen der Europäischen Kommission für einen nützlichen Ansatz bei der Bewertung von Haushaltsentwicklungen. Eine weitergehende Analyse, bei der noch andere relevante Faktoren einschließlich länderspezifischer Gegebenheiten berücksichtigt werden, wäre erforderlich, um die Beurteilung auf gesicherterer Grundlage vornehmen zu können. Gegebenenfalls könnten bei der Vornahme derartiger Beurteilungen auch mit anderen Methoden erzielte Ergebnisse berücksichtigt werden.
- Die Dienststellen der Europäischen Kommission haben auf der Grundlage ihrer Konjunkturbereinigungsmethode für jeden Mitgliedstaat untersucht, welches zugrundeliegende (konjunkturbereinigte) Haushaltsgleichgewicht es ihm ermöglichen würde, mit widrigen Konjunktrentwicklungen fertig zu werden und zugleich den

Defizitreferenzwert einzuhalten. Bei der Aufstellung des geeigneten mittelfristigen Ziels, das die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts einhält, sind natürlich auch andere Überlegungen äußerst wichtig, wie etwa die Notwendigkeit, andere Ursachen für Schwankungen und Unsicherheiten in einem Haushalt zu berücksichtigen, das Erfordernis einer raschen Rückführung hoher Schuldenquoten und die Notwendigkeit, die mit dem Altern der Bevölkerung einhergehenden Kosten zu decken. Im Einklang hiermit sollten Mitgliedstaaten, die eine bestimmte Politik fördern wollen, sich den nötigen Spielraum hierfür schaffen.

- Es ist wichtig zu verhindern, daß das mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts zu einem immer wieder hinausgeschobenen Ziel wird. Nach Ansicht des vormaligen Währungsausschusses sollte in den Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen, die bis Ende 1998 vorzulegen waren, aufgezeigt werden, daß das mittelfristige Ziel des Stabilitäts- und Wachstumspakts so rasch wie möglich erreicht wird. Der vormalige Währungsausschuß vertrat zudem auf der Grundlage der Analyse der Europäischen Union die Ansicht, daß dieses Ziel spätestens Ende 2002 erreicht sein sollte.

Erfüllung des Verhaltenskodex

Entsprechend der oben angeführten Verordnung des Rates über den Stabilitäts- und Wachstumspakt legten alle EU-Staaten dem ECOFIN-Rat und der Europäischen Kommission ihre Stabilitäts- und Konvergenzprogramme fristgerecht vor dem 1. März 1999 vor. Die meisten Programme gingen, wie von den Ministern in ihrer gemeinsamen Erklärung vom 1. Mai 1998 zugesagt, bereits Ende 1998 ein.

Die Stabilitäts- und Konvergenzprogramme erfüllten weitgehend den oben beschriebenen Verhaltenskodex hinsichtlich der forma-

len Kriterien wie Programmzeitraum, Ausführlichkeit und Engagement, mit dem die Regierungen eine stabilitätsorientierte Politik betreiben. Einige Länder gingen mit einer weitreichenden Einschätzung der langfristigen Entwicklung wichtiger Ausgabenblöcke sogar über die vereinbarten Mindestanforderungen hinaus.

Bei seinen Beratungen stellte der Wirtschafts- und Finanzausschuß jedoch auch einige formale Mängel fest. Bei vier Programmen reichte der Planungshorizont lediglich bis zum Jahr 2001, womit sie keine aussagekräftigen Informationen bis zum Ende des in den Leitlinien empfohlenen Programmzeitraums lieferten. Zwar wurden die zugrunde gelegten gesamtwirtschaftlichen Annahmen für das In- und Ausland zumeist als realistisch bewertet, doch in einigen Fällen wurden sie auch als veraltet oder angesichts der mit mittelfristigen Konjunkturprognosen verbundenen Unsicherheiten sogar als etwas zu optimistisch befunden. Oft wurde eine große Entschlossenheit hinsichtlich der notwendigen politischen Maßnahmen zur Erreichung der Ziele zum Ausdruck gebracht, doch dies wurde nicht immer durch einen ausführlichen Maßnahmenkatalog konkretisiert. Auch war es nicht immer möglich, tendenzielle oder geplante Entwicklungen einzelner Komponenten des Primärhaushalts klar zu erkennen. Da die öffentlichen Investitionen in den Jahren bis 1997 in den meisten Ländern einer unverhältnismäßigen Anpassung unterlagen, gelangte der Ausschuß zudem zu der Auffassung, daß dieser Ausgabenblock bei künftigen Aktualisierungen der Programme stärker berücksichtigt werden sollte. Schließlich beklagte der Wirtschafts- und Finanzausschuß, daß die Programme in einigen Fällen von stark aggregierten Prognosen ausgingen oder keinen ausreichenden Beleg für wichtige ökonomische Variablen boten, wodurch die Transparenz der zugrunde gelegten Szenarien eingeschränkt wurde. In einigen Fällen ließen die spärlichen Informationen - sowie fehlende zuverlässige Angaben zur Sensitivität der offiziellen Ziele im Hinblick auf Änderungen der gesamtwirtschaftlichen Annahmen - eine wirklich fundierte Beurteilung im Rahmen des gegenseitigen Überwachungsverfahrens nicht zu.

Das Ziel eines nahezu ausgeglichenen Haushalts

Neben den obengenannten formalen Kriterien muß sich eine umfassende Bewertung der Programme der einzelnen Länder auch auf grundlegendere Überlegungen stützen. So war zu fragen, ob das in den Programmen veranschlagte Tempo zur Reduzierung der Defizite angemessen ist, um in den Ländern die im Stabilitäts- und Wachstumspakt empfohlene solide Haushaltslage zu schaffen. Allgemein kann diese Frage unter mindestens drei Gesichtspunkten betrachtet werden.

- Erstens kann untersucht werden, ob die von den Mitgliedstaaten, die die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts noch nicht erfüllen, festgesetzten Ziele der Forderung entsprechen, übermäßige Defizite bei normalen Konjunkturschwankungen zu vermeiden. Wie bereits dargestellt wurde, könnte einem Land zu Recht bescheinigt werden, einen „nahezu ausgeglichen“ Haushalt erreicht zu haben, wenn seine wirtschaftliche Struktur eine ausreichende Resistenz gegenüber gesamtwirtschaftlichen Erschütterungen aufweist oder wenn die Struktur seiner öffentlichen Finanzen nur schwach auf Konjunkturschwankungen reagiert.
- Zweitens kann auch die Frist, innerhalb derer die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte den Plänen der Mitgliedstaaten zufolge abgeschlossen werden soll, kritisch betrachtet werden. Insbesondere sollte deutlich werden, ob der in den Programmen angegebene Zeitplan zur vollständigen Erreichung der Defizitziele mit der vom ECOFIN-Rat gebilligten Stellungnahme des ehemaligen Währungsausschusses vereinbar ist. Danach sollte in den Programmen „aufgezeigt werden, daß das mittelfristige Ziel des Stabilitäts- und Wachstumspakts so rasch wie möglich erreicht wird.“
- Drittens ist zu prüfen, ob die aktuellen Pläne einen ausreichenden Spielraum in den Haushalten vorsehen, der den Län-

dern ermöglicht, auch nicht konjunkturbedingten Ereignissen gewachsen zu sein, ohne gegen die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu verstoßen. Unvorhergesehene Zinsschocks oder die absehbare demographische Entwicklung können erhebliche Auswirkungen auf die Haushaltslage haben und dazu führen, daß ein Land von zuvor aufgestellten Plänen abweicht. Beide Störeinflüsse können völlig unabhängig von kurzfristigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen sein. In diesem Zusammenhang hat der vormalige Währungsausschuß festgestellt, daß die Notwendigkeit, eine rasche Rückführung hoher Schuldenquoten zu garantieren und Vorsorge für die mit dem Altern der Bevölkerung einhergehenden Belastungen zu treffen, entscheidende Kriterien für die Aufstellung eines angemessenen mittelfristigen Ziels entsprechend der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts sind.

Die Europäische Kommission nahm ihr Mandat, die Angemessenheit der Programme der Mitgliedstaaten zu bewerten, unter gebührender Berücksichtigung der nationalen Unterschiede und der unterschiedlichen Ausgangsbedingungen wahr. Auf der Grundlage der Empfehlungen der Europäischen Kommission gelangte der ECOFIN-Rat zu dem Urteil, daß die in den Programmen dargelegten Haushaltsstrategien weitgehend der Vorgabe entsprachen, bei den öffentlichen Finanzen einen Saldo zu erreichen, der ausreichend resistent gegen die Auswirkungen normaler Konjunkturschwankungen auf den öffentlichen Haushalt ist. In diesem Sinne befand der ECOFIN-Rat, daß sich die Länder derzeit dem im Stabilitäts- und Wachstumspakt empfohlenen mittelfristigen Ziel nähern. In einigen Fällen verlangte der ECOFIN-Rat jedoch, daß die Haushaltsziele anspruchsvoller formuliert werden sollten, und riet bestimmten Ländern, ihre Konsolidierungsanstrengungen über den Programmzeitraum hinaus fortzusetzen, um die mit dem Altern der Bevölkerung verbundenen Kosten decken zu können. Bei hochverschuldeten Ländern wies er insbesondere auf die Bedeutung hoher Primärüberschüsse für eine Rückführung der öffentlichen Schuldenquote hin.

4 Bewertung der Umsetzung der Haushaltsvorgaben des EG-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in der jüngsten Vergangenheit und die Haushaltspläne für die nahe Zukunft müssen im Zusammenhang mit den beträchtlichen Anpassungen seit Beginn der neunziger Jahre gesehen werden. Nach einer deutlichen Verschlechterung der Lage der öffentlichen Finanzen im Gefolge des konjunkturellen Aufschwungs Ende der achtziger Jahre vollzogen die EU-Staaten eine deutliche haushaltspolitische Wende, die in den fünf Jahren seit 1992 zu einer Verbesserung der strukturellen öffentlichen Haushaltslage von nahezu 4 Prozentpunkten des BIP führte. Insbesondere für die potentiellen Teilnehmer der WWU ging von dem im EG-Vertrag aufgestellten Rahmen für ein solides gesamtwirtschaftliches Verhalten ein entscheidender Impuls für eine Konsolidierung der öffentlichen Finanzen aus (siehe Abbildung 1). Einige dieser Länder konnten durch das entschlossene Einhalten der im EG-Vertrag vorgegebenen Stabilitätskultur verhindern, daß sich drohende Vertrauenskrisen zu ausgewachsenen Finanzturbulenzen ungewissen Ausmaßes entwickelten.

Nach einer Unterbrechung im Jahr 1995 beschleunigte sich die Entwicklung in Richtung

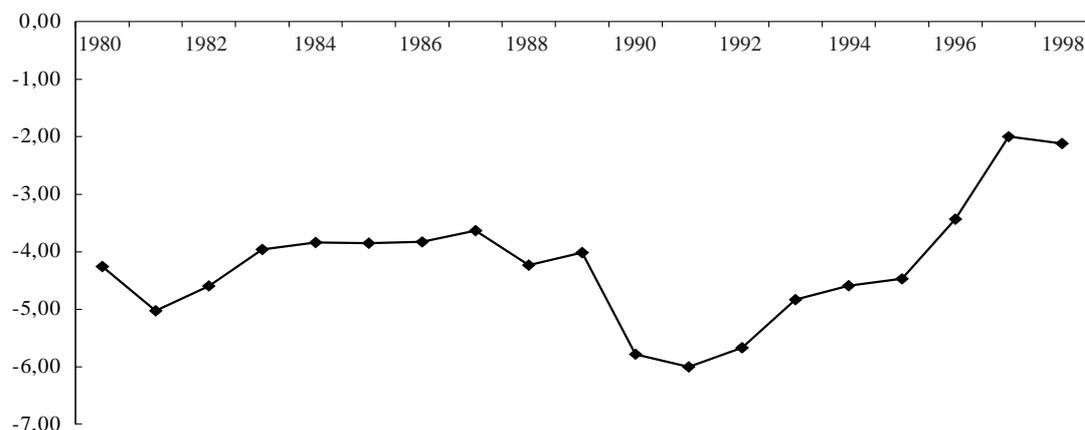
finanzpolitischer Disziplin. In den elf Mitgliedstaaten, die am 1. Januar 1999 die einheitliche Währung einführten, erforderte die kompromißlose Erfüllung der Qualifikationskriterien für die Teilnahme an der WWU von ihrem Beginn an finanzpolitische Maßnahmen von beispiellosem Ausmaß. In einigen Ländern erschien es aufgrund des Umfangs der erforderlichen Anpassungen angebracht, ergänzend zu den grundlegenden und dauerhafteren Interventionen auf Sofortmaßnahmen mit begrenzten politischen Nebenwirkungen zurückzugreifen. So wurden Einschnitte bei den öffentlichen Investitionen und Anpassungen vorübergehender Art vorgenommen. Dabei wurde davon ausgegangen, daß ein günstigeres wirtschaftliches Umfeld nach Beginn der dritten Stufe der WWU es gestatten würde, die vorübergehenden Korrekturen umgehend durch eine dauerhafte und definitive Verbesserung der grundlegenden Positionen abzulösen.

Das Jahr 1998 bot eine sehr gute Gelegenheit, dies in die Tat umzusetzen. Die Wirtschaftstätigkeit war in einem großen Teil der EU so stabil wie seit Beginn der neunziger Jahren nicht mehr. Eine rasche Konvergenz

Abbildung 1

Konjunkturbereinigter Haushaltssaldo im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

hin zu dem im Dezember für das Euro-Währungsgebiet festgelegten Leitzinssatz führte in vielen Mitgliedstaaten zu einer erheblichen Reduzierung der Kosten zur Bedienung kurzfristiger Verbindlichkeiten; gleichzeitig ließ der Wegfall der Wechselkursrisiken das Zinsgefälle im langfristigen Bereich auf einen historischen Tiefstand absinken. Diese günstige Entwicklung hätte es den Regierungen erleichtern können, die noch anstehenden Aufgaben zu bewältigen.

Diese Gelegenheit blieb jedoch weitgehend ungenutzt. Lediglich sechs EU-Staaten (Dänemark, Irland, Luxemburg, Finnland, Schweden und das Vereinigte Königreich) erfüllten, gemessen an den Zahlen für 1998, wortgetreu die im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegte Vorgabe eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts. Bemerkenswert ist, daß von diesen sechs Ländern nur drei (Irland, Luxemburg und Finnland) bereits dem Euro-Währungsgebiet angehören. Alle übrigen EU-Mitgliedstaaten waren noch relativ weit von den Zielen entfernt, die sie in ihren Programmen angegeben hatten. Von den jetzigen Teilnehmerländern der dritten Stufe der WWU wiesen fünf (Deutschland, Frankreich, Italien, Österreich und Portugal) ein Defizit von 2 % des BIP oder mehr auf. Die beiden größten Staaten (Deutschland und Frankreich) wiesen trotz einer nahezu vollständigen Auslastung ihres Produktionspotentials Fehlbeträge auf, die den Referenzwert von 3 % des BIP nicht ausreichend unterschritten - einen Defizitreferenzwert für Zeiten, in denen die konjunkturelle Abschwächung ihre Talsohle durchschreitet.

Die in Aussicht gestellte künftige Strategie enthält keine hinreichenden Sicherheiten. Die Pläne bekräftigen im allgemeinen die Entschlossenheit der Länder, die haushaltspolitische Umsicht der jüngsten Vergangenheit beizubehalten. Die von einigen Ländern zum Ausdruck gebrachte Absicht, die auf ein unerwartet hohes Wirtschaftswachstum zurückzuführenden Steuermehreinnahmen zum weiteren Schuldenabbau zu verwenden, dürfte in einigen Fällen zwar verhindern, daß der fi-

nanzpolitische Kurs in Zeiten höheren Wohlstands wieder gelockert wird, wie dies früher häufig der Fall war. Jedoch lassen die bislang in den Haushalten vorgesehenen knappen Sicherheitsmargen und der für die Anpassung vorgesehene Zeitplan nicht darauf schließen, daß die öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet einen gravierenden Umschwung der Konjunkturaussichten verkraften könnten.

Von den Stabilitätsprogrammen der Mitgliedstaaten, die die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts noch nicht erfüllen, gehen nur diejenigen Belgiens und Spaniens ausdrücklich von einem ausgeglichenen Haushalt bis zum Ende des Programmzeitraums aus (siehe Tabelle 1). Die übrigen Länder des Euro-Währungsgebiets (Deutschland, Frankreich, Italien, die Niederlande, Österreich und Portugal) rechnen implizit damit, infolge ihrer Konsolidierungsbemühungen bis zum Jahr 2001 oder 2002 eine Nettoneuverschuldung von rund 1 % des BIP zu erreichen. Die drei größten Volkswirtschaften bemühen sich um eine Anpassung des Primärhaushalts von durchschnittlich knapp einem Prozentpunkt des BIP in den Jahren von 1998 bis 2001 oder 2002. Zwei weitere Länder erwarten, daß ihr Primärüberschuß entweder auf dem derzeitigen Niveau nahezu stabil bleibt (Österreich) oder sogar zurückgeht (Niederlande).

Wenngleich der Schwellenwert insgesamt - in einigen Fällen allerdings nur in etwa - eingehalten wird, bis zu dem normale Schwankungen bewältigt werden können, ohne den Defizitreferenzwert des EG-Vertrags zu überschreiten, zeigten die Länder bei ihren Bemühungen bedauerlich wenig Ehrgeiz. Der vorherrschende minimalistische Ansatz zur Herbeiführung einer stabilen Haushaltslage ist aus mehreren Gründen nicht zufriedenstellend.

Erstens scheint er einem Konzept zu entsprechen, das von einem Zielkonflikt zwischen Konsolidierung und Strukturreform ausgeht. Manche Programme räumen der Umstrukturierung des Haushalts eine höhere Priorität ein als dem Umfang der notwendigen Haushaltssanierung.

Tabelle I**Gesamtwirtschaftliche Annahmen und finanzpolitische Ziele in den Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen der Mitgliedstaaten**

Land	Reales Wachstum des BIP				Überschuß-/Defizitquote des öffentlichen Haushalts (in % des BIP)				Schuldenquote (in % des BIP)			
	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002	1999	2000	2001	2002
Belgien	2,4	2,3	2,3	2,3	-1,3	-1,0	-0,7	-0,3	114,5	112,2	109,6	106,8
Dänemark	1,7	2,0	2,0	-	2,5	2,8	2,6	-	56	51	49	-
Deutschland	2		2½		-2	-2	-1½	-1	61	61	60½	59½
Griechenland	3,7	3,9	4,5	-	-2,1	-1,7	-0,8	-	105,8	102,5	99,8	-
Spanien	3,8		3,3		-1,6	-1,0	-0,4	0,1	66,4	64,3	61,9	59,3
Frankreich	2,7		3,0		-2,3			-0,8	58,7			57,1
Irland	6,7	6,4	5,8	-	1,7	1,4	1,6	-	52	47	43	-
Italien	2,5	2,8	2,9	-	-2,0	-1,5	-1,0	-	114,6	110,9	107,0	-
Luxemburg	3,4		3,7		1,1	1,2	1,3	1,7	- ¹⁾	- ¹⁾	- ¹⁾	- ¹⁾
Niederlande	2,9	2¼ (1999-2002)			-1,3	-	-	-1,1	66,4	-	-	64½
Österreich	2,8	2,6	2,1	2,2	-2,0	-1,7	-1,5	-1,4	63,5	62,2	61,2	60,0
Portugal	3,5	3,5	3,2	3,3	-2,0	-1,5	-1,2	-0,8	56,8	55,8	54,7	53,2
Finnland	4,0	2,7	2,6	2,6	2,4	2,2	2,1	2,3	48,5	46,4	44,8	43,2
Schweden	2,2	2,6	2,5	-	0,3	1,6	2,5	-	71,4	66,7	58,0	-
Vereinigtes Königreich ²⁾	1	2½	2¾	2½	-0,3	-0,3	-0,1	0,2	46,7	45,4	43,7	42,0

1) Nach dem Stabilitätsprogramm Luxemburgs wird die öffentliche Verschuldung, die 1998 insgesamt 6,7 % des BIP betrug, im Prognosezeitraum nicht zunehmen.

2) Darstellung bezieht sich auf Haushaltsjahre.

Diese Haltung ist nicht gerechtfertigt. Politische Absichten, die wie nie zuvor in der jüngeren Vergangenheit auf Steuersenkungen statt Steuererhöhungen abzielen, tragen zwar erheblich zu einem Ausgleich von Effizienzverlusten bei, die sich jahrzehntelang durch ein unaufhaltsames Anwachsen der Staatshaushalte ergeben haben. Zudem kann das von Ländern mit einem ausgereiften sozialen Netz erklärte Ziel einer Umschichtung der Staatsausgaben weg von laufenden Übertragungen hin zu öffentlichen Investitionen sicherlich zu einer Belebung des Wachstumspotentials ihrer Volkswirtschaften beitragen. Doch ist die Korrektur der Defizite ein unverzichtbarer Bestandteil eben jener Politik struktureller Reformen. Diejenigen EU-Staaten, die bei der Beseitigung von Haushaltsungleichgewichten eine Vorreiterrolle gespielt und zugleich weitreichende strukturelle Maßnahmen ergriffen haben, widerlegen, daß die beiden politischen Strategien als einander ausschließende Alternativen betrachtet werden sollten. Vielmehr sollten sie als sich gegenseitig ergänzende und verstärkende Aspekte ein- und derselben Strategie betrieben werden.

Zweitens verfolgen die Regierungen der meisten EU-Mitgliedstaaten keine konkrete Politik zur Verringerung konjunkturbereinigter Defizite. Die angestrebte Korrektur der Defizite umfaßt kaum diskretionäre Maßnahmen und wird nur dann erreicht, wenn sich das Wachstum weiterhin in einem Rahmen finanzpolitischer Stabilität bewegt. Selbst im günstigsten Fall werden einige wichtige EU-Staaten zu Beginn des nächsten Jahrhunderts eine Haushaltslage aufweisen, die es ihnen kaum erlaubt, normale Konjunkturschwankungen zu bewältigen, ohne Gefahr zu laufen, den Referenzwert für das Defizit zu überschreiten. Ihr Haushalt weist keinen zusätzlichen Spielraum auf, der es ermöglichen würde, von den Finanzmärkten ausgehende Schocks aufzufangen oder auf unvorhergesehene Ereignisse zu reagieren. Durch die WWU könnten solche unvorhergesehenen Ereignisse noch verschärft werden. Die erhöhte Mobilität der Besteuerungsgrundlagen und der Faktoren innerhalb der Euro-Währungsgebiets könnten die Steuerhoheit derjenigen Mitgliedstaaten gefährden, die die Bruttoerträge von Arbeit

und Kapital steuerlich stärker belasten. Dies wird zu einer Erosion der Einnahmenerwartungen führen, auf denen die Haushaltspläne derzeit beruhen. Die voraussichtlichen Kürzungen bei den Überweisungen der EU-Strukturfonds an die derzeitigen Nettoempfänger könnten ebenfalls dazu beitragen, daß die Einnahmenerwartungen nicht erfüllt werden. Darüber hinaus könnten einige Länder einen zusätzlichen Budgetspielraum benötigen, um nach dem Wegfall von Wechselkursanpassungen asymmetrische Schocks durch eine aktive Haushaltspolitik bewältigen zu können. Durch eine frühzeitige Absicherung gegen all diese Eventualfälle in den öffentlichen Haushalten könnten potentiell störende Maßnahmen vermieden werden, die später, wenn diese Risiken tatsächlich eintreten, ergriffen werden müßten.

Drittens werden die geplanten Maßnahmen zumeist bis zum Ende des Programmzeitraums aufgeschoben. Die Tendenz, die Zielerreichung bis zuletzt hinauszuzögern, bedeutet über die in den zugrunde gelegten Szenarien ohnehin schon enthaltenen Risiken hinaus eine zusätzliche politische Unsicherheit im Hinblick auf die Prioritäten derjenigen Regierungen, die in zwei oder drei Jahren an der Macht sein werden. Eine Beschleunigung des Anpassungstempos hätte daher zumindest eine Risikoursache beseitigen können.

Der vielleicht wichtigste Punkt ist schließlich, daß sehr wenig unternommen wurde, um die Haushalte auf die Belastungen vorzubereiten, die ab der zweiten Hälfte des nächsten Jahrzehnts zu erwarten sind. Berechnungen zufolge werden sich die Renten- und Gesundheitsausgaben im Euro-Währungsgebiet bis zum Ende der dritten Dekade des nächsten Jahrtausends aufgrund der demographischen

Veränderung um etwa 7 Prozentpunkte des BIP erhöhen. Jüngere Untersuchungen sind der Frage nachgegangen, welchen Umfang sofortige Haushaltskorrekturen heute in Europa haben müßten, um die Gesamtauswirkungen dieser impliziten Verbindlichkeiten aufzufangen und eine Erhöhung der Schuldenquoten zu vermeiden. Die Schätzungen ergaben mit wenigen Ausnahmen, daß die Länder sofort für einen ausgeglichenen Haushalt sorgen müßten, wenn sie die zusätzlichen Sicherheitsmargen einhalten wollen. Einige Länder müßten sogar noch weiter gehen.

Eine frühzeitige Vorsorge für die Auswirkungen solcher außergewöhnlichen Entwicklungen auf die Lage der öffentlichen Haushalte hat mindestens zwei Seiten. Zum einen bedeutet sie natürlich das Bemühen um eine raschere Verringerung der Nettoverschuldung des Staates, um Spielraum zur Bewältigung des langfristig stärker werdenden Ausgabendrucks zu schaffen. Die strikte Erfüllung der Vorgabe des Stabilitäts- und Wachstumspakts eines mittelfristig zumindest ausgeglichenen Haushalts (wobei unter mittelfristig gemäß dem vormaligen Währungsausschuß die Länge des Konjunkturzyklus zu verstehen ist, siehe Anhang 7) würde zur beschleunigten Verringerung der öffentlichen Verschuldung in Relation zur gesamtwirtschaftlichen Produktion beitragen. Dies würde den Berechnungen zufolge bislang für den Schuldendienst aufgebrauchte Mittel in beträchtlicher Höhe freisetzen, die in nützlicher Weise zur Finanzierung eines Teils der wachsenden unumgänglichen Ausgaben eingesetzt werden könnten. Zum anderen könnte durch eine frühzeitige und gründliche Reform der sozialen Sicherungssysteme Vorsorge für den verbleibenden Teil des zu erwarteten Anstiegs der Übertragungen an die ältere Bevölkerung getroffen werden.

5 Schlußbemerkung

Bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sind in der EU in der jüngsten Vergangenheit Fortschritte erzielt worden. Die öffentlichen Defizite, fortwährende Entzugseffekte bei der privaten Spartätigkeit und die - per saldo - Verringerung der produktiven Ressourcen wurden eingedämmt. Das ehemals stetige Anwachsen der Schuldenlast wurde gebrochen, wenngleich sie noch immer beträchtlich ist.

Der Verhaltenskodex für die Haushaltspolitik, dem sich die Regierungen bei der Unterzeichnung des EG-Vertrags und der Annahme des Stabilitäts- und Wachstumspakts verpflichtet haben, ist ein nützliches Instrument zur Gewährleistung einer gesunden öffentlichen Finanzlage unter den neuen politischen Rahmenbedingungen. Die Stabilitäts- und Konvergenzprogramme, die zwischen Ende 1998 und Anfang 1999 vorgelegt wurden, haben die politische Verpflichtung zur Fortsetzung der in der jüngsten Vergangenheit verfolgten Strategien erneut bekräftigt. Die Regierungen scheinen entschlossen zu sein, für dauerhafte Einsparungen bei den öffentlichen Finanzen zu sorgen, indem sie einen Ausgleich für die in der Vergangenheit ergriffenen Maßnahmen mit einmaliger Wirkung schaffen, deren günstige Auswirkungen auf die Defizitreduzierung sich mit der Zeit abschwächen. Beruhigend ist auch, daß die Mitgliedstaaten ihre vormals für 1999 aufgestellten Ziele in ihren Mitteilungen an die Europäische Union bestätigt haben.

Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ist jedoch ein kontinuierlicher Prozeß, der noch mehr Einsatz erfordert. Die meisten Länder bemühen sich hinsichtlich des Umfangs und Zeitplans der Haushaltskonsolidierung lediglich, die Mindestziele zu erreichen, die für die formale Erfüllung des Stabilitäts- und Wachstumspakts ausreichend sind. Einige Länder gehen in ihren Programmen von Prognosen aus, die ein vergleichsweise günstiges gesamtwirtschaftliches Umfeld voraussetzen, die sich im nachhinein aber als zu optimistisch herausstellen könnten. Zudem sind

manche Länder zwar entschlossen, ihre wirtschaftlichen Strukturen in aner kennenswerter Weise zu reformieren, scheinen aber der Auffassung zu sein, daß die Versuche, strukturelle Probleme anzugehen, bisweilen einen lockereren Zeitplan bei der Konsolidierung rechtfertigen würden. Angesichts der jüngsten Erfahrungen derjenigen Mitgliedstaaten, die sowohl bei der Beseitigung von Haushaltsungleichgewichten als auch bei der Behebung von seit langer Zeit bestehenden strukturellen Problemen eine Vorreiterrolle gespielt haben, erscheint diese Haltung jedoch nicht gerechtfertigt.

Für den Fall einer plötzlichen Verschlechterung der inländischen und weltwirtschaftlichen Aussichten ist nicht ganz klar, wie die finanzpolitische Reaktion konkret aussehen soll. Ebenso wenig ist geklärt, ob der festgesetzte Zeitrahmen zur vollständigen Zielerreichung in einem solchen Fall eingehalten würde oder ob er verlängert werden könnte. Diese Unsicherheiten werden durch die weitverbreitete Praxis verstärkt, die angestrebte Anpassung an das Ende des Planungshorizontes zu verlegen, wodurch die Maßnahmen in eine immer fernere und somit auch unsichere Zukunft verschoben werden. Das Fehlen frühzeitiger Vorsorge gegen widrige Umstände machen die Strukturen der öffentlichen Finanzen verletzlich gegenüber plötzlichen Umschwüngen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Allgemeiner ausgedrückt führt das mangelnde Bemühen zwangsläufig dazu, daß die öffentlichen Finanzen in einer Reihe von Ländern nicht für die grundlegenden Schwierigkeiten gerüstet sind, die in Zukunft auftreten werden.

Eine solide Finanzpolitik und eine niedrige Steuerlast tragen in der Regel nicht nur zu niedrigeren Realzinsen, verminderter Unsicherheit und vermehrter privater Investitionstätigkeit bei, sondern führen dadurch mittelfristig auch zu einem höheren realen Wachstum und mehr Beschäftigung. Ebenso erleichtern sie die Aufgabe der Geldpolitik, Preisstabilität zu gewährleisten. Die mittelfri-

stige Gewährleistung von Preisstabilität ist der beste Beitrag, den die Geldpolitik zu verbesserten langfristigen Wachstums- und Beschäftigungsaussichten leisten kann. Dies gilt ungeachtet der finanzpolitischen Entwicklung. Jedoch führt eine unsolide Finanzpolitik in

der Regel zu verstärkten Inflationserwartungen und zwingt die Geldpolitik, die kurzfristigen Zinsen auf einem vergleichsweise hohen Niveau zu halten, wodurch die mit Preisstabilität verbundenen Vorteile unter dem Strich gemindert werden.

Anhänge

I. Die Koordinierung der Wirtschaftspolitik in der dritten Stufe der WWU (Auszüge aus dem EG-Vertrag)

Artikel 98 (ehemals Artikel 102 a)

Die Mitgliedstaaten richten ihre Wirtschaftspolitik so aus, daß sie im Rahmen der in Artikel 99 Absatz 2 genannten Grundzüge zur Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft im Sinne des Artikels 2 beitragen. Die Mitgliedstaaten und die Gemeinschaft handeln im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird, und halten sich dabei an die in Artikel 4 genannten Grundsätze.

Artikel 99 (ehemals Artikel 103)

1. Die Mitgliedstaaten betrachten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse und koordinieren sie im Rat nach Maßgabe des Artikels 98.

2. Der Rat erstellt mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der Kommission einen Entwurf für die Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft und erstattet dem Europäischen Rat hierüber Bericht.

Der Europäische Rat erörtert auf der Grundlage dieses Berichtes des Rates eine Schlußfolgerung zu den Grundzügen der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft.

Auf der Grundlage dieser Schlußfolgerung verabschiedet der Rat mit qualifizierter Mehrheit eine Empfehlung, in der diese Grundzüge dargelegt werden. Der Rat unterrichtet das Europäische Parlament über seine Empfehlung.

3. Um eine engere Koordinierung der Wirtschaftspolitik und eine dauerhafte Konvergenz der Wirtschaftsleistungen der

Mitgliedstaaten zu gewährleisten, überwacht der Rat anhand von Berichten der Kommission die wirtschaftliche Entwicklung in jedem Mitgliedstaat und in der Gemeinschaft sowie die Vereinbarkeit der Wirtschaftspolitik mit den in Absatz 2 genannten Grundzügen und nimmt in regelmäßigen Abständen eine Gesamtbewertung vor.

Zum Zwecke dieser multilateralen Überwachung übermitteln die Mitgliedstaaten der Kommission Angaben zu wichtigen einzelstaatlichen Maßnahmen auf dem Gebiet ihrer Wirtschaftspolitik sowie weitere von ihnen für erforderlich erachtete Angaben.

4. Wird im Rahmen des Verfahrens nach Absatz 3 festgestellt, daß die Wirtschaftspolitik eines Mitgliedstaats nicht mit den in Absatz 2 genannten Grundzügen vereinbar ist oder das ordnungsgemäße Funktionen der Wirtschafts- und Währungsunion zu gefährden droht, so kann der Rat mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der Kommission die erforderlichen Empfehlungen an den betreffenden Mitgliedstaat richten. Der Rat kann mit qualifizierter Mehrheit auf Vorschlag der Kommission beschließen, seine Empfehlungen zu veröffentlichen.

Der Präsident des Rates und die Kommission erstatten dem Europäischen Parlament über die Ergebnisse der multilateralen Überwachung Bericht. Der Präsident des Rates kann ersucht werden, vor dem zuständigen Ausschuß des Europäischen Parlaments zu erscheinen, wenn der Rat seine Empfehlungen veröffentlicht hat.

5. Der Rat kann nach dem Verfahren des Artikels 252 die Einzelheiten des Verfahrens der multilateralen Überwachung im Sinne der Absätze 3 und 4 festlegen.

Artikel 100 (ehemals Artikel 103 a)

1. Der Rat kann auf Vorschlag der Kommission unbeschadet der sonstigen in diesem Vertrag vorgesehenen Verfahren einstimmig über die der Wirtschaftslage angemessenen Maßnahmen entscheiden, insbesondere falls gravierende Schwierigkeiten in der Versorgung mit bestimmten Waren auftreten.

2. Ist ein Mitgliedstaat aufgrund außergewöhnlicher Ereignisse, die sich seiner Kon-

trolle entziehen, von Schwierigkeiten betroffen oder von gravierenden Schwierigkeiten ernstlich bedroht, so kann der Rat einstimmig auf Vorschlag der Kommission beschließen, dem betreffenden Mitgliedstaat unter bestimmten Bedingungen einen finanziellen Beistand der Gemeinschaft zu gewähren. Sind die gravierenden Schwierigkeiten auf Naturkatastrophen zurückzuführen, so beschließt der Rat mit qualifizierter Mehrheit. Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament über den Beschluß.

2. Beschränkungen der Finanzierung der öffentlichen Haushalte (Auszüge aus dem EG-Vertrag)

Artikel 101 (ehemals Artikel 104)

1. Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten bei der EZB oder den Zentralbanken der Mitgliedstaaten (im folgenden als „nationale Zentralbanken“ bezeichnet) für Organe oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Zentralregierungen, regionale oder lokale Gebietskörperschaften oder andere öffentlich-rechtliche Körperschaften, sonstige Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentliche Unternehmen der Mitgliedstaaten sind ebenso verboten wie der unmittelbare Erwerb von Schuldtiteln von diesen durch die EZB oder die nationalen Zentralbanken.

2. Die Bestimmungen des Absatzes 1 gelten nicht für Kreditinstitute in öffentlichem Eigentum; diese werden von der jeweiligen nationalen Zentralbank und der EZB, was die Bereitstellung von Zentralbankgeld betrifft, wie private Kreditinstitute behandelt.

Artikel 102 (ehemals Artikel 104 a)

1. Maßnahmen, die nicht aus aufsichtsrechtlichen Gründen getroffen werden und einen bevorrechtigten Zugang der Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft, der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonsti-

ger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen der Mitgliedstaaten zu den Finanzinstituten schaffen, sind verboten.

2. Der Rat legt vor dem 1. Januar 1994 nach dem Verfahren des Artikels 252 die Begriffsbestimmungen für die Anwendung des in Absatz 1 vorgesehenen Verbots fest.

Artikel 103 (ehemals Artikel 104 b)

1. Die Gemeinschaft haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen von Mitgliedstaaten und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens. Ein Mitgliedstaat haftet nicht für die Verbindlichkeiten der Zentralregierungen, der regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder anderen öffentlich-rechtlichen Körperschaften, sonstiger Einrichtungen des öffentlichen Rechts oder öffentlicher Unternehmen eines anderen Mitgliedstaats und tritt nicht für derartige Verbindlichkeiten ein; dies gilt unbeschadet der gegenseitigen finanziellen Garantien für

die gemeinsame Durchführung eines bestimmten Vorhabens.

2. Der Rat kann erforderlichenfalls nach dem Verfahren des Artikels 252 Definitionen für

die Anwendung der in Artikel 101 und in diesem Artikel vorgesehenen Verbote näher bestimmen.

3. Regelungen zur Haushaltsdisziplin und Verfahren bei einem übermäßigen Defizit (Auszüge aus dem EG-Vertrag, Artikel 104 (ehemals 104 c) und dem beigefügten Protokoll (Nr. 5)).

Artikel 104 (ehemals Artikel 104 c)

1. Die Mitgliedstaaten vermeiden übermäßige öffentliche Defizite.

2. Die Kommission überwacht die Entwicklung der Haushaltslage und der Höhe des öffentlichen Schuldenstands in den Mitgliedstaaten im Hinblick auf die Feststellung schwerwiegender Fehler. Insbesondere prüft sie die Einhaltung der Haushaltsdisziplin anhand von zwei Kriterien, nämlich daran,

a) ob das Verhältnis des geplanten oder tatsächlichen öffentlichen Defizits zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, daß

- entweder das Verhältnis erheblich und laufend zurückgegangen ist und einen Wert in der Nähe des Referenzwerts erreicht hat
- oder der Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend überschritten wird und das Verhältnis in der Nähe des Referenzwerts bleibt,

b) ob das Verhältnis des öffentlichen Schuldenstands zum Bruttoinlandsprodukt einen bestimmten Referenzwert überschreitet, es sei denn, daß das Verhältnis hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert.

Die Referenzwerte werden in einem diesem Vertrag beigefügten Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit im einzelnen festgelegt.

3. Erfüllt ein Mitgliedstaat keines oder nur eines dieser Kriterien, so erstellt die Kommission einen Bericht. In diesem Bericht wird berücksichtigt, ob das öffentliche Defizit die öffentlichen Ausgaben für Investitionen übertrifft; berücksichtigt werden ferner alle sonstigen einschlägigen Faktoren, einschließlich der mittelfristigen Wirtschafts- und Haushaltslage des Mitgliedstaats.

Die Kommission kann ferner einen Bericht erstellen, wenn sie ungeachtet der Erfüllung der Kriterien der Auffassung ist, daß in einem Mitgliedstaat die Gefahr eines übermäßigen Defizits besteht.

4. Der Ausschuß nach Artikel 114 gibt eine Stellungnahme zu dem Bericht der Kommission ab.

5. Ist die Kommission der Auffassung, daß in einem Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit besteht oder sich ergeben könnte, so legt sie dem Rat eine Stellungnahme vor.

6. Der Rat entscheidet mit qualifizierter Mehrheit auf Empfehlung der Kommission und unter Berücksichtigung der Bemerkungen, die der betreffende Mitgliedstaat gegebenenfalls abzugeben wünscht, nach Prüfung der Gesamtlage, ob ein übermäßiges Defizit besteht.

7. Wird nach Absatz 6 ein übermäßiges Defizit festgestellt, so richtet der Rat an den betreffenden Mitgliedstaat Empfehlungen mit dem Ziel, dieser Lage innerhalb einer bestimmten Frist abzuwenden. Vorbehaltlich des Absatzes 8 werden diese Empfehlungen nicht veröffentlicht.

8. Stellt der Rat fest, daß seine Empfehlungen innerhalb der gesetzten Frist keine wirklichen Maßnahmen ausgelöst haben, so kann er seine Empfehlungen veröffentlichen.

9. Falls ein Mitgliedstaat den Empfehlungen des Rates weiterhin nicht Folge leistet, kann der Rat beschließen, den Mitgliedstaat mit der Maßgabe in Verzug zu setzen, innerhalb einer bestimmten Frist Maßnahmen für den nach Auffassung des Rates zur Sanierung erforderlichen Defizitabbau zu treffen.

Der Rat kann in diesem Fall den betreffenden Mitgliedstaat ersuchen, nach einem konkreten Zeitplan Berichte vorzulegen, um die Anpassungsbemühungen des Mitgliedstaats überprüfen zu können.

10. Das Recht auf Klageerhebung nach den Artikeln 226 und 227 kann im Rahmen der Absätze 1 bis 9 dieses Artikels nicht ausgeübt werden.

11. Solange ein Mitgliedstaat einen Beschluß nach Absatz 9 nicht befolgt, kann der Rat beschließen, eine oder mehrere der nachstehenden Maßnahmen anzuwenden oder gegebenenfalls zu verschärfen, nämlich

- von dem betreffenden Mitgliedstaat verlangen, vor der Emission von Schuldverschreibungen und sonstigen Wertpapieren vom Rat näher zu bezeichnende zusätzliche Angaben zu veröffentlichen,
- die Europäische Investitionsbank ersuchen, ihre Darlehenspolitik gegenüber dem Mitgliedstaat zu überprüfen,
- von dem Mitgliedsstaat verlangen, eine unverzinsliche Einlage in angemessener Höhe bei der Gemeinschaft zu hinterlegen, bis das übermäßige Defizit nach Ansicht des Rates korrigiert worden ist,
- Geldbußen in angemessener Höhe verhängen.

Der Präsident des Rates unterrichtet das Europäische Parlament von den Beschlüssen.

12. Der Rat hebt einige oder sämtliche Entscheidungen nach den Absätzen 6 bis 9 und 11 so weit auf, wie das übermäßige Defizit in dem betreffenden Mitgliedstaat nach Ansicht des Rates korrigiert worden ist. Hat der Rat zuvor Empfehlungen veröffentlicht, so stellt er, sobald die Entscheidung nach Absatz 8 aufgehoben worden ist, in einer öffentlichen Erklärung fest, daß in dem betreffenden Mitgliedstaat kein übermäßiges Defizit mehr besteht.

13. Die Beschlußfassung des Rates nach den Absätzen 7 bis 9 sowie 11 und 12 erfolgt auf Empfehlung der Kommission mit einer Mehrheit von zwei Dritteln der gemäß Artikel 205 Absatz 2 gewogenen Stimmen der Mitgliedstaaten mit Ausnahme der Stimmen des Vertreters des betroffenen Mitgliedstaats.

14. Weitere Bestimmungen über die Durchführung des in diesem Artikel beschriebenen Verfahrens sind in dem diesem Vertrag beigefügten Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit enthalten.

Der Rat verabschiedet einstimmig auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments sowie der EZB die geeigneten Bestimmungen, die sodann das genannte Protokoll ablösen.

Der Rat beschließt vorbehaltlich der sonstigen Bestimmungen dieses Absatzes vor dem 1. Januar 1994 mit qualifizierter Mehrheit auf Vorschlag der Kommission und nach Anhörung des Europäischen Parlaments nähere Einzelheiten und Begriffsbestimmungen für die Durchführung des genannten Protokolls.

Protokoll (Nr. 5) über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit

Artikel 1

Die in Artikel 104 Absatz 2 dieses Vertrags genannten Referenzwerte sind:

- 3 % für das Verhältnis zwischen dem geplanten oder tatsächlichen öffentlichen

Defizit und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen,

- 60 % für das Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen.

Artikel 2

In Artikel 104 dieses Vertrags und in diesem Protokoll bedeutet

- „öffentlich“ zum Staat, d. h. zum Zentralstaat (Zentralregierung), zu regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder Sozialversicherungseinrichtungen gehörig, mit Ausnahme von kommerziellen Transaktionen, im Sinne des Europäischen Systems volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen;
- „Defizit“ das Finanzierungsdefizit im Sinne des Europäischen Systems volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen;
- „Investitionen“ die Brutto-Anlageinvestitionen im Sinne des Europäischen Systems volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen;
- „Schuldenstand“ den Brutto-Gesamtschuldenstand zum Nominalwert am Jahresende

nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors im Sinne des ersten Gedankenstrichs.

Artikel 3

Um die Wirksamkeit des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit zu gewährleisten, sind die Regierungen der Mitgliedstaaten im Rahmen dieses Verfahrens für die Defizite des Staatssektors im Sinne von Artikel 2 erster Gedankenstrich verantwortlich. Die Mitgliedstaaten gewährleisten, daß die innerstaatlichen Verfahren im Haushaltsbereich sie in die Lage versetzen, ihre sich aus diesem Vertrag ergebenden Verpflichtungen in diesem Bereich zu erfüllen. Die Mitgliedstaaten müssen ihre geplanten und tatsächlichen Defizite und die Höhe ihres Schuldenstands der Kommission unverzüglich und regelmäßig mitteilen.

Artikel 4

Die zur Anwendung dieses Protokolls erforderlichen statistischen Daten werden von der Kommission zur Verfügung gestellt.

4. Verpflichtungen der Mitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und des Europäischen Rates (Auszüge aus der Entschließung des Europäischen Rates vom 17. Juni 1997)

Die Mitgliedstaaten

1. verpflichten sich, das in ihren Stabilitäts- oder Konvergenzprogrammen festgelegte mittelfristige Haushaltsziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts einzuhalten und die haushaltspolitischen Korrekturmaßnahmen, die ihres Erachtens zur Erreichung der Ziele ihrer Stabilitäts- oder Konvergenzprogramme erforderlich sind, zu ergreifen, wenn es Anzeichen für eine tatsächliche oder erwartete erhebliche Abweichung von diesen Zielen gibt;

2. werden ersucht, die gemäß Artikel 103 Absatz 4 an sie gerichteten Empfehlungen des Rates von sich aus zu veröffentlichen;

3. verpflichten sich, die von ihnen zur Erreichung der Ziele ihrer Stabilitäts- oder Konvergenzprogramme für erforderlich erachteten haushaltspolitischen Korrekturmaßnahmen zu ergreifen, sobald sie eine Frühwarnung in Form einer Empfehlung des Rates gemäß Artikel 103 Absatz 4 erhalten;

4. werden unverzüglich die von ihnen für erforderlich erachteten haushaltspolitischen

Korrekturmaßnahmen ergreifen, sobald es Anzeichen für das Risiko eines übermäßigen Defizits gibt;

5. werden übermäßige Defizite nach ihrem Auftreten so rasch wie möglich beseitigen; die Korrektur des übermäßigen Defizits sollte spätestens in dem Jahr, das auf dessen Feststellung folgt, abgeschlossen werden, sofern nicht besondere Umstände vorliegen;

6. werden ersucht, die gemäß Artikel 104 c Absatz 7 gegebenen Empfehlungen von sich aus zu veröffentlichen;

7. verpflichten sich, sich nur dann auf Artikel 2 Absatz 3 der Verordnung des Rates über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit zu berufen, wenn sie sich in einer schweren Rezession befinden; die Mitgliedstaaten werden bei der Prüfung der Frage, ob der Wirtschaftsrückgang schwerwiegend ist, in der Regel als Referenzpunkt einen Rückgang des realen BIP um mindestens 0,75 % auf Jahresbasis zugrunde legen.

Die Kommission

1. wird ihr Initiativrecht nach dem Vertrag in einer Weise ausüben, die das strikte, zeitgerechte und wirksame Funktionieren des Stabilitäts- und Wachstumspaktes erleichtert;

2. wird unverzüglich die erforderlichen Berichte, Stellungnahmen und Empfehlungen vorlegen, damit Beschlüsse des Rates gemäß den Artikeln 103 und 104 c angenommen werden können; dies wird das wirksame Funktionieren des Frühwarnsystems und die rasche Einleitung und strikte Anwendung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit erleichtern;

3. verpflichtet sich, einen Bericht gemäß Artikel 104 c Absatz 3 auszuarbeiten, wenn das Risiko eines übermäßigen Defizits besteht oder das geplante oder tatsächliche öffentliche Defizit den Referenzwert von 3 % des

BIP übersteigt, wodurch das Verfahren gemäß Artikel 104 c Absatz 3 ausgelöst wird;

4. verpflichtet sich, dem Rat ihren Standpunkt schriftlich zu begründen, wenn sie abweichend von der Auffassung des Wirtschafts- und Finanzausschusses der Ansicht ist, daß ein Defizit von mehr als 3 % des BIP nicht übermäßig ist;

5. verpflichtet sich, in der Regel eine Empfehlung für einen Beschluß des Rates über die Frage abzugeben, ob ein übermäßiges Defizit gemäß Artikel 104 c Absatz 6 besteht, wenn der Rat sie gemäß Artikel 109 d darum ersucht.

Der Rat

1. ist einer strikten und rechtzeitigen Durchführung aller in seinen Zuständigkeitsbereich fallenden Bestandteile des Stabilitäts- und Wachstumspaktes verpflichtet; er wird die erforderlichen Beschlüsse gemäß den Artikeln 103 und 104 c so rasch wie möglich fassen;

2. wird aufgefordert, die Fristen für die Anwendung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit als Höchstgrenzen zu betrachten; insbesondere empfiehlt der Rat gemäß Artikel 104 c Absatz 7, ein übermäßiges Defizit so rasch wie möglich nach seinem Auftreten, spätestens aber im Jahr nach seiner Feststellung, zu beseitigen, es sei denn, es liegen besondere Umstände vor;

3. wird ersucht, immer Sanktionen zu verhängen, wenn ein teilnehmender Mitgliedstaat nicht, wie vom Rat empfohlen, die zur Behebung des übermäßigen Defizits erforderlichen Schritte unternimmt;

4. wird aufgefordert, immer die Hinterlegung einer unverzinslichen Einlage zu verlangen, wenn der Rat beschließt, Sanktionen gegen einen teilnehmenden Mitgliedstaat gemäß Artikel 104 c Absatz 11 zu verhängen;

5. wird aufgefordert, eine Einlage zwei Jahre nach dem Beschluß, Sanktionen gemäß Arti-

kel 104 c Absatz 11 zu verhängen, immer in eine Geldbuße umzuwandeln, es sei denn, das übermäßige Defizit ist nach Ansicht des Rates beseitigt worden;

6. wird ersucht, für den Fall, daß er in einem Stadium des Verfahrens bei einem über-

mäßigen Defizit oder des Verfahrens zur Überwachung des Haushalts nicht auf eine Empfehlung der Kommission hin tätig werden sollte, immer die Gründe dafür, daß er nicht tätig wird, schriftlich darzulegen und das Votum eines jeden Mitgliedstaats zu veröffentlichen.

5. Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit in der dritten Stufe der WWU (Auszüge aus Verordnung (EG) Nr. 1467/97 des Rates vom 7. Juli 1997, Abschnitt I: Begriffsbestimmungen und Bewertungen)

Artikel 1

1. Diese Verordnung enthält die Bestimmungen zur Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, womit das Ziel verfolgt wird, übermäßige öffentliche Defizite möglichst zu vermeiden und gegebenenfalls auftretende Defizite unverzüglich zu korrigieren.

2. Im Sinne dieser Verordnung sind „teilnehmende Mitgliedstaaten“ diejenigen Mitgliedstaaten, die die einheitliche Währung nach dem Vertrag einführen, und „nichtteilnehmende Mitgliedstaaten“ diejenigen Mitgliedstaaten, die die einheitliche Währung nicht eingeführt haben.

Artikel 2

1. Überschreitet ein öffentliches Defizit den Referenzwert, so gilt der Referenzwert als ausnahmsweise und vorübergehend überschritten im Sinne von Artikel 104 c Absatz 2 Buchstabe a zweiter Gedankenstrich, wenn dies auf ein außergewöhnliches Ereignis, das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht und die staatliche Finanzlage erheblich beeinträchtigt, oder auf einen schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung zurückzuführen ist.

Darüber hinaus gilt der Referenzwert dann als vorübergehend überschritten, wenn die Haushaltsvorausschätzungen der Kommission darauf hindeuten, daß das Defizit unter den Referenzwert sinken wird, wenn das außergewöhnliche Ereignis nicht mehr vorliegt oder der schwerwiegende Wirtschaftsabschwung beendet ist.

2. Erstellt die Kommission einen Bericht im Sinne von Artikel 104 c Absatz 3, so betrachtet sie den Referenzwert in der Regel nur dann aufgrund eines schweren Wirtschaftsabschwungs als ausnahmsweise überschritten, wenn das reale BIP innerhalb eines Jahres um mindestens 2 % zurückgegangen ist.

3. Wenn der Rat gemäß Artikel 104 c Absatz 6 entscheidet, ob ein übermäßiges Defizit besteht, so berücksichtigt er bei seiner Prüfung der Gesamtlage sämtliche Bemerkungen des betreffenden Mitgliedstaats, aus denen hervorgeht, daß ein innerhalb eines Jahres eingetretener Rückgang des realen BIP um weniger als 2 % angesichts weiterer relevanter Umstände, insbesondere bei einem jähen Abschwung oder einem gegenüber den vorangegangenen Trends insgesamt sehr starken Rückgang der Produktion, gleichwohl außergewöhnlich ist.

6. Inhalt der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme in der dritten Stufe der WWU (Auszüge aus Verordnung (EG) Nr. 1466/97 der Rates vom 7. Juli 1997)

Abschnitt 1: Zweck der Verordnung und Begriffsbestimmungen

Artikel 1

In dieser Verordnung werden die Regeln für den Inhalt, die Vorlage und die Prüfung der Stabilitätsprogramme und Konvergenzprogramme und für die Beobachtung von deren Umsetzung im Rahmen der multilateralen Überwachung des Rates festgelegt, um das Entstehen übermäßiger öffentlicher Defizite bereits in einem frühen Stadium zu verhindern und die Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitik zu fördern.

Artikel 2

Im Sinne dieser Verordnung sind „teilnehmende Mitgliedstaaten“ diejenigen Mitgliedstaaten, die die einheitliche Währung nach dem Vertrag einführen, und „nicht teilnehmende Mitgliedstaaten“ diejenigen Mitgliedstaaten, die die einheitliche Währung nicht eingeführt haben.

Abschnitt 2: Stabilitätsprogramme

Artikel 3

1. Jeder teilnehmende Mitgliedstaat legt dem Rat und der Kommission die zur regelmäßigen multilateralen Überwachung im Sinne von Artikel 103 des Vertrags erforderlichen Angaben in Form eines Stabilitätsprogramms vor, das eine wesentliche Grundlage für Preisstabilität und für ein starkes, nachhaltiges und der Schaffung von Arbeitsplätzen förderliches Wachstum bildet.

2. Stabilitätsprogramme liefern folgende Angaben:

a) das mittelfristige Ziel für einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Überschuß sowie den Anpassungspfad in Richtung auf dieses Ziel für den Saldo des öffentlichen

Haushalts und die voraussichtliche Entwicklung der öffentlichen Schuldenquote;

b) die Hauptannahmen über die voraussichtliche wirtschaftliche Entwicklung und über wichtige ökonomische Variablen, die für die Umsetzung des Stabilitätsprogramms von Belang sind, wie Ausgaben für öffentliche Investitionen, reales Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP), Beschäftigung und Inflation;

c) eine Darstellung der haushaltspolitischen und sonstigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die zur Erreichung der Programmziele unternommen und/oder vorgeschlagen werden, sowie eine Bewertung der quantitativen Haushaltswirkung der wichtigsten haushaltspolitischen Maßnahmen;

d) eine Untersuchung der Auswirkungen von Änderungen bei den wichtigsten ökonomischen Annahmen auf die Haushalts- und Verschuldenslage.

3. Die Angaben über die Entwicklung der Überschuß-/Defizitquote des öffentlichen Haushalts und der Schuldenquote sowie die wichtigsten ökonomischen Annahmen im Sinne von Absatz 2 Buchstaben a und b sind auf Jahresbasis zu erstellen und beziehen sich neben dem laufenden Jahr und dem Vorjahr auf mindestens die drei folgenden Jahre.

Artikel 4

1. Stabilitätsprogramme sind bis zum 1. März 1999 vorzulegen. Danach sind alljährlich aktualisierte Programme vorzulegen. Ein Mitgliedstaat, der die einheitliche Währung zu einem späteren Zeitpunkt einführt, legt innerhalb von sechs Monaten nach dem Beschluß des Rates über seine Teilnahme an der einheitlichen Währung ein Stabilitätsprogramm vor.

2. Die Mitgliedstaaten veröffentlichen ihre Stabilitätsprogramme und aktualisierten Programme.

Artikel 5

1. Auf der Grundlage von Bewertungen durch die Kommission und den Ausschuß nach Artikel 109 c des Vertrags prüft der Rat im Rahmen der multilateralen Überwachung nach Artikel 103, ob das mittelfristige Haushaltsziel des Stabilitätsprogramms eine Sicherheitsmarge vorsieht, um sicherzustellen, daß kein übermäßiges Defizit entsteht, ob die ökonomischen Annahmen, auf denen das Programm beruht, realistisch sind und ob die laufenden und/oder geplanten Maßnahmen ausreichen, um den angestrebten Anpassungspfad in Richtung auf das mittelfristige Haushaltsziel sicherzustellen.

Der Rat prüft ferner, ob die in dem Stabilitätsprogramm enthaltenen Angaben die engere Koordinierung der Wirtschaftspolitik erleichtern und ob die Wirtschaftspolitik des betreffenden Mitgliedstaats mit den „Grundzügen der Wirtschaftspolitik“ vereinbar ist.

2. Die Prüfung eines Stabilitätsprogramms durch den Rat im Sinne von Absatz 1 erfolgt innerhalb von zwei Monaten nach Vorlage des Programms. Der Rat gibt, auf Empfehlung der Kommission und nach Anhörung des Ausschusses nach Artikel 109 c, eine Stellungnahme zu dem Stabilitätsprogramm ab. Gelangt der Rat in Übereinstimmung mit Artikel 103 zu der Auffassung, daß die Ziele und Inhalte eines Programms anspruchsvoller formuliert werden sollten, so richtet er in seiner Stellungnahme eine Empfehlung an den betreffenden Mitgliedstaat, das Programm anzupassen.

3. Aktualisierte Stabilitätsprogramme werden von dem Ausschuß nach Artikel 109 c auf der Grundlage von Bewertungen durch die Kom-

mission geprüft; gegebenenfalls können aktualisierte Programme auch vom Rat gemäß dem Verfahren der Absätze 1 und 2 des vorliegenden Artikels geprüft werden.

Artikel 6

1. Auf der Grundlage von Angaben der teilnehmenden Mitgliedstaaten sowie Bewertungen durch die Kommission und den Ausschuß nach Artikel 109 c des Vertrags verfolgt der Rat im Rahmen der multilateralen Überwachung gemäß Artikel 103 Absatz 3 die Umsetzung der Stabilitätsprogramme, insbesondere um zu ermitteln, ob die Haushaltslage von dem im Stabilitätsprogramm vorgegebenen mittelfristigen Haushaltsziel oder von dem entsprechenden Anpassungspfad erheblich abweicht oder abzuweichen droht.

2. Stellt der Rat ein erhebliches Abweichen der Haushaltslage von dem mittelfristigen Haushaltsziel oder vom entsprechenden Anpassungspfad fest, so richtet er als frühzeitige Warnung vor dem Entstehen eines übermäßigen Defizits gemäß Artikel 103 Absatz 4 eine Empfehlung an den betreffenden Mitgliedstaat, die notwendigen Anpassungsmaßnahmen zu ergreifen.

3. Gelangt der Rat aufgrund der Beobachtung der weiteren Entwicklung der Haushaltslage zu der Auffassung, daß deren Abweichen von dem mittelfristigen Haushaltsziel oder vom entsprechenden Anpassungspfad anhält oder sich verstärkt, so richtet er gemäß Artikel 103 Absatz 4 eine Empfehlung an den betreffenden Mitgliedstaat, umgehend Korrekturmaßnahmen zu ergreifen, wobei er seine Empfehlung gemäß jenem Artikel veröffentlichten kann.

7. Form und Inhalt der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme (Anhang zur Stellungnahme des ehemaligen Währungsausschusses zu diesem Thema, gebilligt vom ECOFIN-Rat und nach seiner Sitzung vom 12. Oktober 1998 in Luxemburg veröffentlicht)

Status der Leitlinien

Die Kommission schlägt vor, daß die in diesem Bericht niedergelegten Leitlinien als praktischer Verhaltenskodex und Prüfliste angenommen werden, die von den Mitgliedstaaten bei der Vorbereitung ihrer Stabilitäts- und Konvergenzprogramme zu verwenden sind. Dadurch wird die Prüfung und Diskussion der Programme erleichtert.

Der Ausschuß schlägt nicht vor, den Leitlinien verbindlichen Charakter zu verleihen; allerdings müßte ein Abweichen von diesen Leitlinien von dem betreffenden Mitgliedstaat gerechtfertigt werden.

Politische Verpflichtung

Gemäß den Bestimmungen der Verordnung (EG) Nr. 1466/97 des Rates legen die Mitgliedstaaten Stabilitäts- oder Konvergenzprogramme vor. Damit übernehmen die Regierungen die Verantwortung für diese Programme. In jedem Programm könnte sinnvollerweise angegeben werden, in welchem Maß es auf anderen Ebenen, insbesondere vom Parlament des jeweiligen Landes, Unterstützung erfahren hat. Insbesondere sollte angegeben werden, in welchem Stadium der Umsetzung sich die in dem jeweiligen Programm dargelegten Maßnahmen befinden.

Status der Daten

Der Status der in den Programmen enthaltenen quantitativen Angaben sollte klar dargelegt werden. Um die Beurteilung zu erleichtern, sollten die zugrunde gelegten Konzepte mit den auf europäischer Ebene, insbesondere im Rahmen des Europäischen Systems volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen, verwendeten Standards in Einklang stehen. Den

Angaben kann eine Aufstellung der speziellen Bilanzierungsregeln beigelegt werden, die in dem betreffenden Staat von besonderer Bedeutung sind.

Inhalt

In den Artikeln 3 und 7 wird angegeben, welche grundlegenden Angaben die Stabilitäts- und Konvergenzprogramme zu enthalten haben.

Ziele

Die Programme sollten das mittelfristige Ziel für einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Überschuß und gegebenenfalls den Anpassungspfad in Richtung auf dieses Ziel sowie die voraussichtliche Entwicklung der öffentlichen Schuldenquote angeben (Artikel 3 Absatz 2 Buchstabe a und Artikel 7 Absatz 2 Buchstabe a). Der Begriff „mittelfristig“ wäre zeitlich als die Länge des Konjunkturzyklus zu verstehen. Im mittelfristigen Haushaltsziel muß ein Spielraum für die Bewältigung von widrigen Konjunktorentwicklungen einkalkuliert werden, der gleichwohl die Einhaltung des Referenzwerts für das Defizit des öffentlichen Haushalts gestattet. Bei der Aufstellung des geeigneten mittelfristigen Ziels, das die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts einhält, sind natürlich auch andere Überlegungen äußerst wichtig, wie etwa die Notwendigkeit, andere Ursachen für Schwankungen und Unsicherheiten in einem Haushalt zu berücksichtigen, das Erfordernis einer raschen Rückführung hoher Schuldenquoten und die Notwendigkeit, die mit dem Altern der Bevölkerung einhergehenden Lasten zu decken. Somit sollten Mitgliedstaaten, die eine diskretionäre Politik bevorzugen, sich den notwendigen Spielraum hierfür schaffen.

Die Mitgliedstaaten sollten die Bestimmungsfaktoren, auf denen die Wahl ihrer mittel-

fristigen Haushaltsziele beruht, angeben und erläutern. Gegebenenfalls können staatliche Investitionsziele dargelegt werden. In den Konvergenzprogrammen sollten auch die mittelfristigen geldpolitischen Ziele sowie deren Beziehung zur Preis- und Wechselkursstabilität angegeben werden.

Zum besseren Verständnis der Entwicklung des öffentlichen Haushaltssaldos und der öffentlichen Schuldenquote sowie der finanzpolitischen Strategie im allgemeinen sollten zusätzliche Angaben über Ausgaben- und Einnahmenquoten - wobei Zinsausgaben gesondert ausgewiesen werden sollten - sowie über Privatisierungserlöse und andere Faktoren, die die Schuldenquote beeinflussen, geliefert werden. Je weiter das betreffende Jahr in der Zukunft liegt, desto ungenauer werden natürlich diese Angaben sein.

Die Haushaltssalden sollten entsprechend den Teilssektoren der öffentlichen Haushalte (Zentralstaat, Gemeinden, Sozialversicherung) aufgliedert werden, wenn eine solche Aufgliederung sinnvoll erscheint.

Annahmen

Die Programme sollten die Hauptannahmen über die voraussichtliche wirtschaftliche Entwicklung und über wichtige ökonomische Variablen offenlegen, die für die Umsetzung der Programme von Belang sind, wie z. B. öffentliche Investitionsausgaben, reales Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP), Beschäftigung und Inflation (Artikel 3 Absatz 2 Buchstabe b und Artikel 7 Absatz 2 Buchstabe b). Die Annahmen über das reale Wachstum des BIP sollten durch Angaben über die voraussichtlichen Quellen des Wachstums untermauert werden. Zudem sollten die Programme ausreichende Angaben über die Entwicklung des BIP enthalten, um eine Analyse der konjunkturellen Lage zu ermöglichen. Technische Annahmen über Zinssätze sollten ebenfalls geliefert werden, sofern sie von besonderer Bedeutung für die öffentlichen Finanzen sind.

Während sich der Ausschuß grundsätzlich für die Verwendung gemeinsamer gesamtwirtschaftlicher Vorausschätzungen aussprach, wurde eingestanden, daß es in der Praxis sehr schwierig sein würde, zu einheitlichen Vorausschätzungen zu gelangen. Dementsprechend wird die Verwendung gemeinsamer gesamtwirtschaftlicher Vorausschätzungen für alle Programme nicht empfohlen. Die gesamtwirtschaftlichen Vorausschätzungen für die Binnen- und Weltwirtschaft, die den Programmen zugrunde liegen, sollten jedoch klar dargelegt werden; die Kommission sollte auf bedeutende Abweichungen gegenüber ihren eigenen Vorausschätzungen hinweisen, und der betreffende Mitgliedstaat sollte darauf vorbereitet sein, seine Annahmen zu begründen.

Im Hinblick auf die obige allgemeine Aussage über die Standardisierung der vorgelegten Zahlen sollten Inflationsprognosen auf der Grundlage des BIP-Deflators und, wenn es von einem Mitgliedstaat als hilfreich erachtet wird, auf der Grundlage des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) erstellt werden.

Maßnahmen

Die Programme sollten eine Darstellung der haushaltspolitischen und sonstigen wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die zur Erreichung der Programmziele unternommen oder vorgeschlagen werden, sowie eine Bewertung der quantitativen Haushaltswirkung der wichtigsten haushaltspolitischen Maßnahmen (Artikel 3 Absatz 2 Buchstabe c und Artikel 7 Absatz 2 Buchstabe c) beinhalten. Die Maßnahmen sollten mit den Grundzügen der Wirtschaftspolitik in Einklang stehen. Auf Maßnahmen, die zu beträchtlichen „einmaligen“ Effekten führen, sollte ausdrücklich hingewiesen werden. Die Mitgliedstaaten haben sich verpflichtet, die Korrekturmaßnahmen, die ihres Erachtens zur Erreichung der Ziele ihrer Stabilitäts- oder Konvergenzprogramme erforderlich sind, zu ergreifen, wenn es Anzeichen für eine tatsächliche oder zu erwartende erhebliche Abweichung von diesen Zie-

len gibt. Strukturelle Reformen sollten in Betracht gezogen werden, wenn sie zur Erreichung der Programmziele beitragen könnten. Auswirkungen von Störungen auf andere Mitgliedstaaten sollten in der Analyse der Kommission behandelt werden, was jedoch nicht ausschließt, daß die Mitgliedstaaten die Bewältigung dieser Ansteckungseffekte in ihre Programme aufnehmen. Die Programme könnten zudem sinnvollerweise auf Veränderungen eingehen, die zur Verbesserung der Ausgabenkontrolle, der Effizienz der Steuererhebung usw. eingeführt wurden. Gegebenenfalls sollten in den Programmen auch andere mögliche institutionellen Reformen, insbesondere des Haushaltsprozesses, angegeben werden.

Sensitivitätsanalyse

Die Programme sollten eine Analyse der Auswirkungen von Änderungen bei den wichtigsten ökonomischen Annahmen auf die Haushalts- und Verschuldenslage liefern (Artikel 3 Absatz 2 Buchstabe d und Artikel 7 Absatz 2 Buchstabe d). Diese Untersuchung sollte durch eine Sensitivitätsanalyse der Auswirkungen verschiedener Zinsannahmen auf die

Haushalts- und Verschuldenslage ergänzt werden.

Zeithorizont

Die Angaben über die Entwicklung der Überschuß-/Defizitquote und der Schuldenquote des öffentlichen Haushalts sowie die wichtigsten Konjunkturannahmen sind auf Jahresbasis zu erstellen und beziehen sich neben dem laufenden Jahr und dem Vorjahr auf mindestens die drei folgenden Jahre (Artikel 3 Absatz 3 und Artikel 7 Absatz 3). Es bleibt den Mitgliedstaaten offen, längere Zeitspannen zugrunde zu legen, wenn sie dies wünschen.

Aktualisierung der Programme

In den alljährlich aktualisierten Fassungen der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme sollte gezeigt werden, wie sich die tatsächliche Lage im Verhältnis zu den in den Programmen genannten Zielen entwickelt hat. Wenn es zu wesentlichen Abweichungen kommt, sollte die aktualisierte Fassung die erforderlichen Abhilfemaßnahmen enthalten.