



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

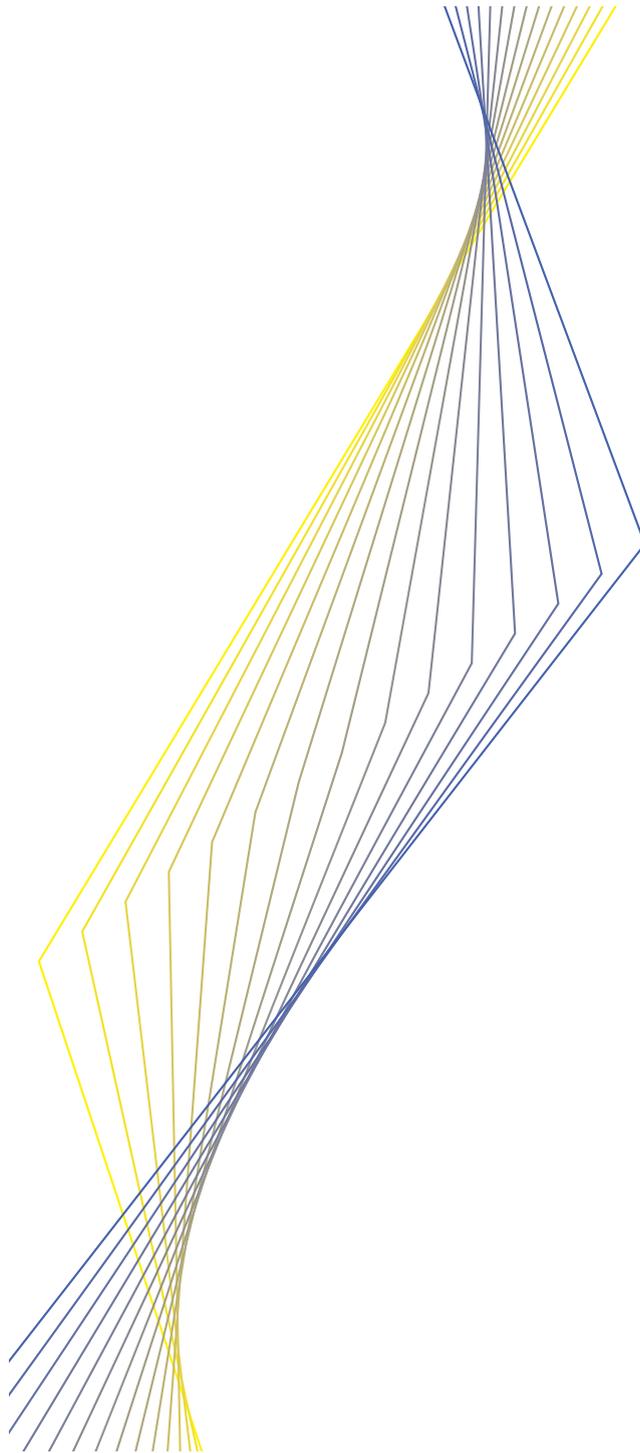
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

November 1999



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

November 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 3. November 1999.

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	22
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	24
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	31
Auf Preisstabilität ausgerichtete Politik und die Entwicklung der langfristigen Realzinsen in den neunziger Jahren	37
TARGET und der Euro-Zahlungsverkehr	49
Die Rechtsinstrumente der Europäischen Zentralbank	61
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	53*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	57*

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 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
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 seiner Sitzung am 4. November 1999 beschloß der EZB-Rat, die drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte zu erhöhen. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die weiterhin als Mengentender durchgeführt werden, wurde auf 3,0 % angehoben. Dieser Zinssatz gilt erstmals für das am 10. November 1999 abzuwickelnde Geschäft. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und für die Einlagefazilität wurden mit Wirkung vom 5. November 1999 auf 4,0 % bzw. 2,0 % erhöht. Diese Zinsbeschlüsse dürften den sich seit Sommerbeginn für die Preisstabilität abzeichnenden Aufwärtsrisiken entgegenwirken und somit dazu beitragen, ein inflationsfreies Wachstum über die mittlere Frist zu erhalten.

Die Beratungen des EZB-Rats basierten auf einer eingehenden Analyse der wirtschaftlichen Lage und der Aussichten im Euro-Währungsgebiet sowohl in bezug auf die erste Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, nämlich eine herausragende Rolle der Geldmenge, als auch in bezug auf die zweite Säule, eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung. Beide Säulen deuteten übereinstimmend darauf hin, daß die Aufwärtsrisiken für die künftige Preisstabilität insgesamt gesehen allmählich zugenommen haben und daß die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität, die zum Zeitpunkt der Senkung der EZB-Zinsen im April bestanden, nicht mehr gegeben sind. Die in den letzten Monaten verzeichnete fortgesetzte Abweichung des Wachstums der weit gefaßten Geldmenge vom Referenzwert nach oben hin läßt auf eine reichliche Liquiditätsversorgung im Euro-Währungsgebiet schließen. Dies wird durch eine umfassende Analyse der monetären Entwicklung im allgemeinen bestätigt. Gleichzeitig setzt sich die Verbesserung der konjunkturellen Rahmenbedingungen insgesamt fort. In näherer Zukunft dürften die Inflationsraten ansteigen, was hauptsächlich darauf zurückzuführen ist, daß sich der Anstieg der Ölpreise zu Beginn des Jahres nach und nach in den Verbraucherpreisen niederschlägt. Diese Entwicklung wird durch die aktuellen Daten zu den indu-

striellen Erzeugerpreisen bestätigt. In diesem Umfeld galt es zu verhindern, daß die großzügige Liquiditätsversorgung mittelfristig einen Aufwärtsdruck auf die Preise zur Folge hat. Die Erhöhung der Zinsen zum jetzigen Zeitpunkt dürfte dazu beitragen, einen stärkeren Aufwärtsdruck auf die Preise zu verhindern und die Inflationserwartungen sicher unter 2 % zu halten.

Der Zinsbeschluß wurde daher mit Blick auf die Zukunft gefaßt. Der EZB-Rat war davon überzeugt, daß der Zinserhöhungsbeschluß dazu beitragen wird, ein inflationsfreies Wachstum über die mittlere Frist zu erhalten. In der Tat wird durch die rechtzeitige Anhebung der Zinsen vermieden, daß zu einem späteren Zeitpunkt weitergehende Maßnahmen erforderlich werden.

Hieraus ergibt sich, daß vor dem Hintergrund einer grundsätzlich veränderten Lage die EZB-Zinssätze, die seit der im April 1999 vorsorglich vorgenommenen Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes der EZB um 50 Basispunkte galten, nicht länger gerechtfertigt waren. Eine Anhebung der Zinssätze um 50 Basispunkte dürfte Unsicherheiten bezüglich des zukünftigen geldpolitischen Kurses vorbeugen. In der Tat dürfte ein solcher Schritt dazu beitragen, die an den Finanzmärkten möglicherweise vorhandenen Unsicherheitsprämien zu reduzieren und außerdem einen eventuellen Anstieg der Volatilität am Geldmarkt zum Jahresende zu begrenzen.

Bei genauerer Betrachtung der Informationen, die für den Beschluß des EZB-Rats von Bedeutung waren, bestätigen die Daten zur Geldmengenentwicklung bis einschließlich September 1999 die Einschätzung, daß das Wachstum von M3 eine steigende Tendenz aufweist. Der Dreimonatsdurchschnitt der 12-Monats-Wachstumsraten von M3 für den Zeitraum von Juli bis September 1999 betrug 5,9 %, d. h., er lag nahezu $1\frac{1}{2}$ Prozentpunkte über dem Referenzwert von $4\frac{1}{2}$ %. Die Abweichung vom Referenzwert, die sorgfältig zu beobachten und mit Vorsicht zu interpretieren ist, hat sich im Jahresverlauf 1999 stetig vergrößert. Besonders hervorzuheben ist das

kräftige Wachstum der liquidesten Komponenten von M3; es deutet darauf hin, daß das sehr niedrige Zinsniveau die starke Ausweitung der Geldmengenaggregate begünstigte. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor expandierte im September 1999 mit über 10 % ebenfalls weiterhin kräftig. Die Kreditnachfrage war in den drei ersten Quartalen des Jahres 1999 anhaltend stark, wozu insbesondere die niedrigen Kreditzinsen der Banken und die fortgesetzte konjunkturelle Erholung beitrugen. Insgesamt gesehen deutete die nachhaltige und zunehmende Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert auf eine sehr großzügige Liquiditätsversorgung im Eurogebiet hin, die mittelfristig zu Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität führen könnte.

Die Entwicklung an den Finanzmärkten im Euroraum in den letzten Monaten deutet auf Erwartungen eines stärkeren Wirtschaftswachstums hin. Dies zeigt sich in dem Anstieg der langfristigen Anleiherenditen und in dem damit verbundenen deutlich steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve in den letzten Monaten. In dieser Hinsicht dürfte der Beschluß vom 4. November dazu beitragen, daß sich an den Finanzmärkten die Erwartung einer nachhaltigen und inflationsfreien Konjunkturerholung festigt.

Die vorliegenden Informationen zur Wirtschaftstätigkeit bekräftigen weiterhin die Einschätzung, daß sich die Wirtschaftsaussichten für das Eurogebiet in den jüngsten Monaten weiter verbessert haben. Die Aussichten für das außenwirtschaftliche Umfeld sind Teil dieser Entwicklung. In mehreren Ländern Asiens gibt es deutlichere Hinweise auf eine Erholung, und die Aussichten für das Produktionswachstum im Vereinigten Königreich haben sich ebenfalls verbessert. Darüber hinaus weisen kürzlich veröffentlichte Zahlen für die Vereinigten Staaten auf ein anhaltend robustes Produktionswachstum ohne nennenswerte inflationäre Spannungen hin.

Was das Eurogebiet betrifft, so bestätigen die jüngsten Daten von Eurostat, daß das reale BIP-Wachstum im zweiten Quartal 1999

zugenommen hat, während die Daten zur Industrieproduktion darauf hinweisen, daß sich die Konjunkturerholung im dritten Quartal 1999 weiter fortgesetzt hat. Die Ergebnisse verschiedener Umfragen deuten darauf hin, daß in naher Zukunft eine weitere Stärkung der Wirtschaftstätigkeit zu erwarten ist. Vor dem Hintergrund der Veröffentlichung positiver Wirtschaftsdaten sowohl für die wichtigsten Partnerländer als auch für das Eurogebiet wurden im Oktober und Anfang November relativ starke Schwankungen des Wechselkurses des Euro verzeichnet.

Die jährliche Veränderungsrate der Verbraucherpreise, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), blieb im September 1999 unverändert bei 1,2 %. Die Erhöhung der Energiepreise, die sich im September fortsetzte, wurde durch einen geringeren Anstieg im Vorjahresvergleich bei den Preisen für Dienstleistungen und für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) ausgeglichen. Somit ging die jährliche Veränderungsrate des HVPI ohne Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel von 0,9 % im August auf 0,7 % im September zurück. Die Marktliberalisierung und der intensivere Wettbewerb haben sich in den letzten Monaten retardierend auf die Verbraucherpreise ausgewirkt, aber insgesamt wird – vor allem im Zusammenhang mit den Energiepreisen – weiterhin mit einem Aufwärtstrend bei der HVPI-Rate auf kurze Sicht gerechnet.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität, die im April 1999 zu der Senkung der EZB-Zinsen führten, nicht länger bestehen. Darüber hinaus bestätigte der über dem Referenzwert liegende Aufwärtstrend des M3-Wachstums in Verbindung mit der breit fundierten Beurteilung der Aussichten für die Wirtschaftsentwicklung im Euroraum die Einschätzung, daß insgesamt gesehen die Aufwärtsrisiken für die künftige Preisstabilität allmählich die Oberhand gewonnen haben. Daher bestand die Notwendigkeit, den geldpolitischen Kurs im Hinblick auf die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht anzupassen.

Ein Artikel in diesem Monatsbericht untersucht die Entwicklung der langfristigen Realzinsen in den neunziger Jahren. Der Artikel zeigt, daß die derzeit zum Euro-Währungsgebiet gehörenden Länder aufgrund der erfolgreichen stabilitätsorientierten Geldpolitik in den letzten Jahren inzwischen weit besser in der Lage sind, ein lang anhaltendes Wirtschaftswachstum zu erreichen, als dies Anfang der neunziger Jahre vor dem Eintritt in

die letzte Stufe des Konvergenzprozesses für die Teilnahme an der Währungsunion der Fall war.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei weitere Artikel mit den Titeln „TARGET und der Euro-Zahlungsverkehr“ sowie „Die Rechtsinstrumente der Europäischen Zentralbank“.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

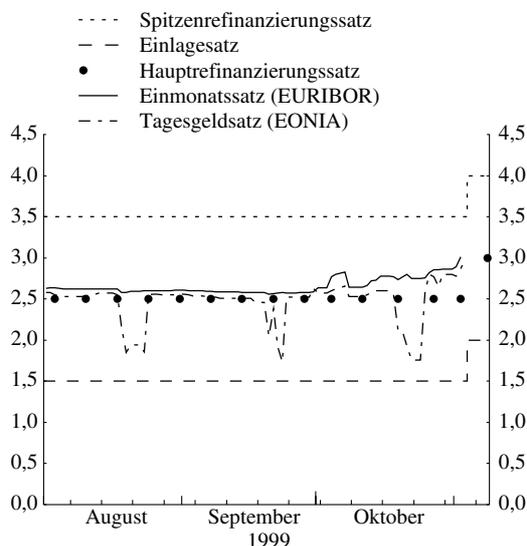
In seiner Sitzung am 4. November 1999 beschloß der EZB-Rat, die drei Leitzinsen der EZB um 50 Basispunkte zu erhöhen. Ab dem 10. November 1999 werden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems als Mengentender zu einem Zinssatz von 3,0 % durchgeführt. Außerdem wurden – jeweils mit Wirkung vom 5. November 1999 – die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität von 3,5 % auf 4,0 % und für die Einlagefazilität von 1,5 % auf 2,0 % erhöht (siehe Abbildung 1). Diese Beschlüsse wurden im Hinblick darauf gefaßt, daß insgesamt die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet seit Beginn des Sommers stetig zugenommen haben.

Beschleunigtes M3-Wachstum im September

Im September 1999 erhöhte sich das Wachstum der weit gefaßten Geldmenge M3 auf eine Zwölfmonatsrate von 6,1 %, verglichen

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

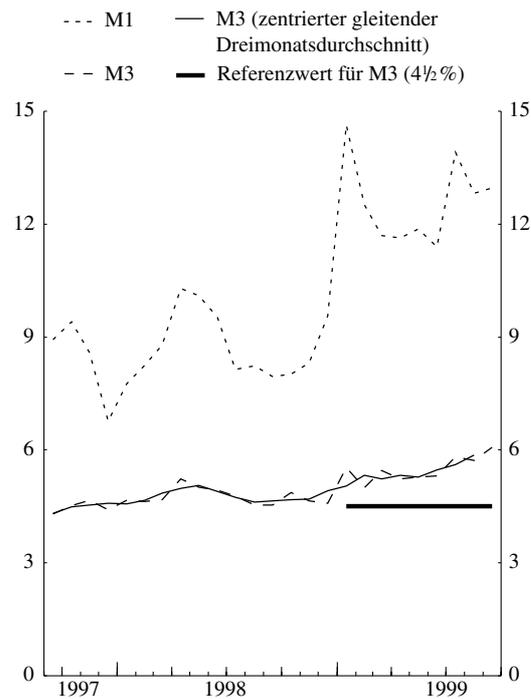
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 2 Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

mit 5,7 % im August. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 für den Zeitraum von Juli bis September 1999 stieg auf 5,9 %, während er in den drei Monaten von Juni bis August 1999 5,6 % betragen hatte. Er lag somit um fast 1 1/2 Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4 1/2 %. Das M3-Wachstum weist damit nach wie vor eine steigende Tendenz auf und entfernt sich weiter vom Referenzwert (siehe Abbildung 2).

Auf Basis nicht saisonbereinigter monatlicher Veränderungen nahm M3 im September 1999 um 15 Mrd € zu. Saisonbereinigt war der Zuwachs mit 28 Mrd € (oder rund 0,6 %) fast doppelt so hoch (siehe Tabelle 1). Diese beachtliche Zunahme war auf eine relativ starke Ausweitung der M1-Komponenten (des Bargeldumlaufs und der täglich fälligen Einlagen um 12 Mrd €) und eine kräftige Expansion der in M3 enthaltenen marktfähigen In-

Tabelle I**Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten***(saisonbereinigt; Monatsendstände und Veränderungen gegen Vormonat)*

	Sept. 1999	Juli 1999		Aug. 1999		Sept. 1999		Juli bis Sept. 1999	
	Bestand	Veränderung		Veränderung		Veränderung		Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd EUR	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%
M3	4 639,9	35,2	0,8	0,7	0,0	27,9	0,6	21,3	0,5
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 880,5	24,1	1,3	-0,4	0,0	11,5	0,6	11,8	0,6
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 133,6	13,6	0,6	-3,7	-0,2	3,9	0,2	4,6	0,2
Marktfähige Instrumente (= M3 - M2)	625,8	-2,5	-0,4	4,8	0,8	12,5	2,0	4,9	0,8

*Quelle: EZB.**Anmerkung: Wegen des Rundens der Zahlen entspricht die Summe der M3-Komponenten in (Mrd) Euro möglicherweise nicht dem für M3 angegebenen Gesamtbetrag.*

strumente (um 12 Mrd €) zurückzuführen, während bei den sonstigen kurzfristigen Einlagen ein eher gedämpftes Wachstum zu verzeichnen war (4 Mrd €).

Das Wachstum des Bargeldumlaufs erhöhte sich im September 1999 auf eine Jahresrate von 5,2 %, nach 3,9 % im August, womit sich der allmähliche Anstieg seit Jahresbeginn fortsetzte. Die in den letzten Monaten stetig wachsende Bargeldnachfrage dürfte mit den niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung und der Konjunkturbelebungen im Euroraum zusammenhängen. Gleichzeitig könnte darin auch eine Normalisierung nach dem vorangegangenen sehr gedämpften Wachstum des Bargeldumlaufs zum Ausdruck kommen. Die täglich fälligen Einlagen haben im Vergleich zum Vorjahr weiter stark zugenommen; allerdings ging der Anstieg im September leicht auf 14,8 % zurück, nach 15,0 % im August. Ausschlaggebend für das anhaltend kräftige Wachstum ist die unverändert starke Liquiditätsneigung im Euroraum aufgrund der niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung und angesichts der sich verbessernden Konjunkturlage. Das Wachstum von M1 (das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen umfaßt) erhöhte sich von 12,8 % im August auf eine Jahresrate von 13,0 % im September 1999.

Bei den kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ist der Zuwachs im September auf eine Jahresrate von 2,2 % zurückge-

gangen, gegenüber 2,4 % im August. Ausschlaggebend hierfür waren eine geringere Zunahme der Einlagen mit einer Kündigungsfrist von weniger als drei Monaten (6,1 % verglichen mit 6,4 % im August) sowie eine im Vorjahresvergleich stärkere Abnahme der Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren (3,2 % gegenüber 2,9 % im Vormonat). Diese Abnahme in den vergangenen Monaten ist auf das nach wie vor niedrige Niveau der Zinsen für diese Einlagen im Kundengeschäft der Banken zurückzuführen. Die Geldmenge M2 (die den Bargeldumlauf und alle kurzfristigen Einlagen umfaßt) hat sich im September 1999 mit einer unveränderten Jahresrate von 7,0 % ausgeweitet.

Die in M3 einbezogenen marktfähigen Instrumente haben, wie erwähnt, im September 1999 gegenüber dem Vormonat relativ kräftig zugenommen. Infolgedessen übertrafen sie ihr Vorjahresniveau um 0,5 %, während sie es im August noch um 2,0 % unterschritten hatten. Dieser Anstieg war den Geldmarktfondsanteilen und Geldmarktpapieren zuzuschreiben (deren Jahresrate sich auf 14,9 % erhöhte, verglichen mit 11,7 % im August) sowie den Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren (die im Vergleich zum Vorjahr um 6,0 % zunahmen, während sie im August um 10,8 % abgenommen hatten). Bei den Repogeschäften hat sich dagegen der Rückgang im September ver-

stärkt (auf eine Jahresrate von 23,1 %, gegenüber 19,8 % im August 1999).

Kreditwachstum weiterhin kräftig

Bei den Gegenposten von M3 setzte sich das kräftige Wachstum der gesamten Kreditgewährung der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet mit einer gegenüber August unveränderten Jahresrate von 7,9 % fort. Dabei war aber eine etwas unterschiedliche Kreditentwicklung in den einzelnen Wirtschaftssektoren zu verzeichnen. Im Gegensatz zu den vorangegangenen Monaten beschleunigte sich das Wachstum der Kredite an die öffentlichen Haushalte im Vorjahresvergleich von 0,2 % im August auf 1,3 % im September. Dieser Anstieg war hauptsächlich auf eine stärkere Zunahme der MFI-Bestände an Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte zurückzuführen, während die Veränderungsrate der Buchkredite der MFIs an die öffentlichen Haushalte insgesamt unverändert (und leicht negativ) blieb. Die Ausleihungen an den privaten Sektor haben sich dagegen mit 10,5 % gegenüber dem Vorjahr im September etwas weniger erhöht als im August (10,8 %), wozu ein gemäßigteres Wachstum aller Komponenten beigetragen hat. Das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor ging im September um 0,2 Prozentpunkte auf eine Jahresrate von 9,7 % zurück. Bei den MFI-Beständen an Wertpapieren des privaten Sektors (ohne Aktien) verminderte sich der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr von 7,0 % im August auf 4,4 % im September, während er bei den Beständen an Aktien und sonstigen Dividendenwerten von 29,2 % auf 27,4 % sank. (Hierbei ist zu berücksichtigen, daß die Veränderungen der MFI-Wertpapierbestände nicht um Marktkursänderungen bereinigt wurden und daher sowohl tatsächliche Transaktionen als auch Bewertungseffekte widerspiegeln.)

Diese Zahlen deuten darauf hin, daß die Kreditgewährung an den privaten Sektor im September zwar in etwas mäßigerem, aber gleichwohl raschen Tempo weiter gewachsen ist. Die anhaltend starke Kreditnachfrage des pri-

vaten Sektors dürfte weitgehend auf das niedrige Niveau der Kreditzinsen der Banken zurückgehen (siehe unten). Darüber hinaus dürften Kreditaufnahmen, insbesondere mit längeren Laufzeiten, teilweise vorgezogen worden sein, da die Kreditnehmer eine weitere Verteuerung von Bankkrediten erwarten. Die fortschreitende Konjunkturerholung und die regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Eurogebiet im Jahresverlauf sowie die weiter steigenden Immobilienpreise in einigen EWU-Ländern haben ebenfalls zu dem kräftigen Kreditwachstum beigetragen.

Das Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors blieb im September mit einer Jahresrate von 5,6 % insgesamt unverändert. Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren nahmen binnen Jahresfrist um 3,0 % und damit in etwa gleichem Tempo wie im Vormonat zu. Die Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren sind im September mit rund 7,5 % weiter kräftig gewachsen, während der ausstehende Betrag an Einlagen mit einer Kündigungsfrist von über drei Monaten nochmals, wenn auch weniger stark (7,6 % im September gegenüber 8,0 % im August), zurückgegangen ist. Diese Einlagen nehmen seit einiger Zeit kontinuierlich ab, was auf ihre geringe Verzinsung zurückzuführen ist. Das Wachstum von Kapital und Rücklagen schließlich ging im September auf 7,9 % (verglichen mit 8,6 % im August) zurück.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet erhöhten sich im September absolut und nicht saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat um 16 Mrd € (nachdem sie im August 1999 um 33 Mrd € zurückgegangen waren). In dieser Zunahme schlugen sich ein Anstieg der Forderungen um 10 Mrd € und ein Rückgang der Verbindlichkeiten um 6 Mrd € nieder.

Der Anstieg der Geldmenge M3 um 263 Mrd € in den zwölf Monaten bis September 1999 ging mit folgenden Veränderungen ihrer Gegenposten in der konsolidierten Bilanz des

Tabelle 2**Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten***(12-Monats-Veränderungen; Mrd EUR)*

	1999 März	1999 April	1999 Mai	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.
Kredite an den privaten Sektor	523,7	523,6	549,3	579,6	568,5	577,8	564,9
Kredite an öffentliche Haushalte	38,4	16,4	33,3	0,6	3,9	4,1	26,3
Nettoposition gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-133,9	-159,8	-213,9	-232,1	-208,8	-246,6	-239,2
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten ¹⁾	-155,3	-185,1	-179,2	-183,6	-189,7	-187,1	-185,2
Sonstige Gegenposten	-40,5	29,7	38,8	66,1	78,6	99,0	95,9
M3	232,4	224,8	228,4	230,6	252,4	247,2	262,7

*Quelle: EZB.**Anmerkung: Wegen des Rundens der Zahlen entspricht die Summe der M3-Gegenposten in (Mrd) Euro möglicherweise nicht dem für M3 angegebenen Gesamtbetrag.**1) Ein negatives Vorzeichen zeigt zunehmende MFI-Verbindlichkeiten an.*

MFI-Sektors einher (siehe Tabelle 2): Die Kreditgewährung an den privaten Sektor nahm binnen Jahresfrist um 565 Mrd € und das Volumen der Kredite an die öffentlichen Haushalte um 26 Mrd € zu. Die erheblich differierenden jährlichen Veränderungen der Kredite und der weit gefaßten Geldmenge spiegeln den Rückgang der Nettoforderungen an das Nicht-Euro-Währungsgebiet (um 239 Mrd €) und einen Anstieg der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (um 185 Mrd €) wider. Die übrigen Gegenposten (Nettoforderungen) übertrafen ihr Vorjahresniveau im September um 96 Mrd €.

Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken stabilisierten sich im Sommer, während Langfristzinsen anzogen

Die jüngste Entwicklung der Geld- und Kreditaggregate wurde – wie erwähnt – auch von der Entwicklung der Zinsen im Kundengeschäft der Banken beeinflusst. Diese Zinssätze werden regelmäßig im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts sowie auf der Internet-Seite der EZB veröffentlicht.

Nachdem die Zinsen im Eurogebiet im Kundengeschäft der Banken über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg seit 1995 mehr

oder weniger kontinuierlich zurückgegangen sind, war in den Sommermonaten dieses Jahres bei den kürzeren Laufzeiten tendenziell eine Stabilisierung zu beobachten, die alles in allem der Entwicklung der Geldmarktzinsen

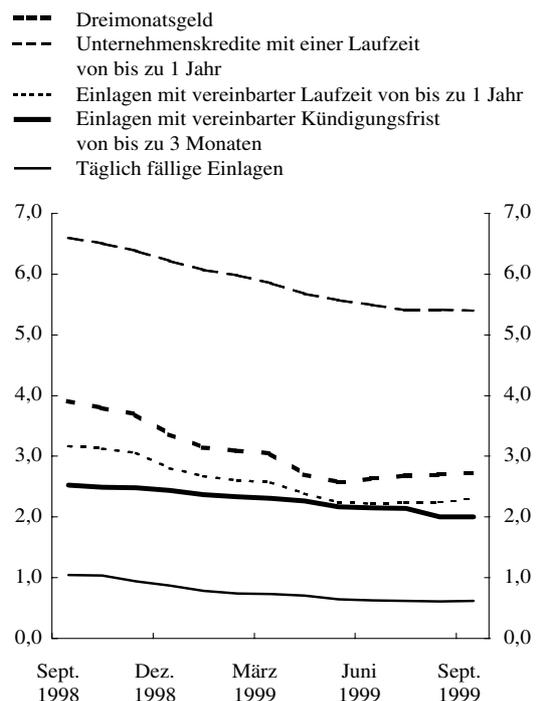
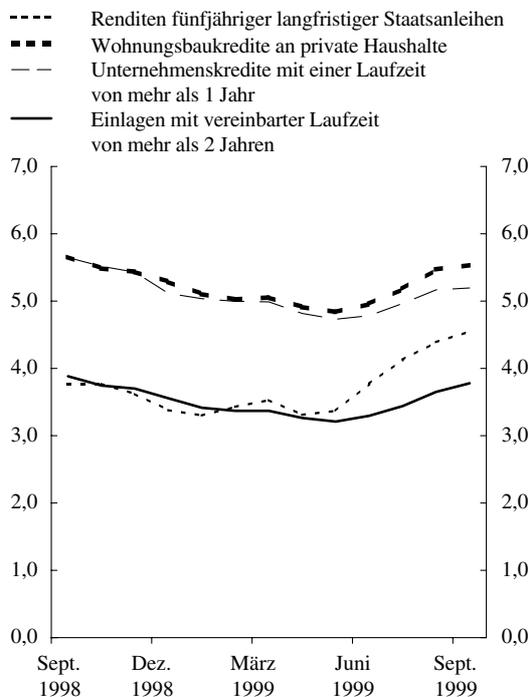
Abbildung 3**Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken***(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)**Quelle: EZB-Aggregation der nationalen Angaben.*

Abbildung 4 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quelle: EZB-Aggregation der nationalen Angaben.

folgte (siehe Abbildung 3). Gleichzeitig zogen die längerfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken ab Mai 1999 im Einklang mit dem Anstieg der langfristigen Kapitalmarktzinsen an (siehe Abbildung 4).

Die kurzfristigen Einlagenzinsen im Euro-Währungsgebiet haben sich bis September 1999 insgesamt kaum verändert. Der Durchschnittssatz für täglich fällige Einlagen blieb von Juni bis September 1999 praktisch unverändert. Auch der durchschnittliche Satz für Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten ist in dieser Zeit relativ stabil geblieben – mit Ausnahme eines Rückgangs im August, der auf eine Senkung administrierter Zinsen in Frankreich zurückzuführen war. Kurzfristige Einlagen mit Laufzeiten von weniger als einem Jahr bzw. weniger als zwei Jahren wurden im September im Durchschnitt mit jeweils rund 2,3 % verzinst. Die Zinsen für kurzfristige Unternehmenskredite blieben im Sommer ebenfalls insgesamt stabil und be-

liefen sich im September auf 5,4 %. Der Durchschnittssatz für Konsumentenkredite betrug im September 9,3 %.

Im Gegensatz zu den kurzfristigen Zinssätzen sind die längerfristigen Einlagen- und Kreditzinsen in den Sommermonaten gestiegen. Der durchschnittliche Zinssatz für befristete Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren erreichte im September ein Niveau von 3,8 % (gegenüber 3,3 % im Mai). Wohnungsbaukredite an private Haushalte kosteten im September im Durchschnitt 5,5 % (gegenüber 4,8 % im Mai), während für langfristige Unternehmenskredite 5,2 % zu zahlen waren (verglichen mit 4,7 % im Mai).

Anstieg der Geldmarktzinsen im Oktober

Die Geldmarktzinsen sind im Oktober gestiegen. Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, war relativ volatil und spiegelte vor allem die Unsicherheit am Markt hinsichtlich der Entwicklung der Kurzfristzinsen wider. Fast im gesamten Oktober sowie Anfang November schwankte der EONIA zwischen 2,5 % und 3,0 % (siehe Abbildung 1). Nur an den letzten Tagen der am 23. Oktober 1999 endenden Mindestreserveerfüllungsperiode sank der EONIA-Satz unter 2,0 %, da die Marktteilnehmer damit rechneten, daß die vorhandene Liquidität den Bedarf zur Mindestreserveerfüllung übersteigen würde, so daß per saldo die Einlagefazilität vom Bankensystem insgesamt in Anspruch genommen wurde (siehe Kasten 1).

Der Dreimonats-EURIBOR zog im Oktober und Anfang November ebenfalls erheblich an, und zwar um etwa 45 Basispunkte unter dem Eindruck sich festigender Markterwartungen eines Anstiegs der kurzfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet (siehe Abbildung 5). Am 3. November lag der Dreimonats-EURIBOR bei 3,53 % und damit rund 85 Basispunkte über dem Niveau von Mitte September. Wie im Monatsbericht Oktober 1999 erläutert wurde, ist das Niveau des Dreimonatssatzes zur Zeit verzerrt, weil die Markt-

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der neunten Erfüllungsperiode

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der neunten Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. September bis 23. Oktober 1999 führte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch. Sämtliche Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden zu einem festen Zinssatz von 2,5 % abgewickelt. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 50,1 Mrd € und 90,1 Mrd €. Das durchschnittliche Bietungsaufkommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften erhöhte sich auf 1 244,9 Mrd €, gegenüber 1 193,7 Mrd € in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode.

Die Repartierungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bewegten sich zwischen 3,9 % und 6,8 %, während sie in der achten Mindestreserveerfüllungsperiode zwischen 4,3 % und 13,9 % betragen hatten. Das höhere Bietungsaufkommen und die entsprechend niedrigeren Repartierungssätze standen teilweise mit dem hohen EONIA-Satz während des größten Teils der Mindestreserveerfüllungsperiode in Zusammenhang. Der EONIA-Satz ging jedoch gegen Ende der Erfüllungsperiode aufgrund der reichlichen Liquiditätsversorgung des Marktes beträchtlich zurück.

Das Eurosystem führte am 29. September ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorangekündigten Zuteilungsvolumen von wie zuvor schon 15 Mrd € durch. Insgesamt nahmen 198 Bieter an diesem Geschäft teil, und das gesamte Bietungsaufkommen belief sich auf 41,4 Mrd €. Der marginale Zuteilungssatz betrug 2,66 %.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. September bis 23. Oktober 1999

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	188,3	0,6	+ 187,7
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	143,0	-	+ 143,0
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,3	0,6	- 0,3
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	349,6	433,8	- 84,2
Banknotenumlauf	-	342,5	- 342,5
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	45,4	-45,4
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	349,6	-	+ 349,6
Sonstige Faktoren (netto)	-	45,9	- 45,9
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			103,5
(d) Mindestreservesoll			102,8

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten

Im Vergleich zur vorangegangenen Mindestreserveerfüllungsperiode stieg die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 0,2 Mrd € auf 0,3 Mrd €, während die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität von 0,7 Mrd € auf 0,6 Mrd € zurückging. Etwa zwei Drittel der Inan-

spruchnahme der Einlagefazilität sind auf die letzten zwei Tage der Mindestreserveerfüllungsperiode zurückzuführen, an denen insgesamt 11,3 Mrd € im Rahmen dieser Fazilität angelegt wurden.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren (Posten (b) in der Tabelle oben), d. h. die Faktoren, die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängen, entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 84,2 Mrd € und damit 7,4 Mrd € weniger als in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Dies war in erster Linie auf einen Rückgang der Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem um 6,0 Mrd € gegenüber der vorangegangenen Mindestreserveerfüllungsperiode zurückzuführen. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 70,4 Mrd € und 94,0 Mrd €; sie wiesen damit eine höhere Volatilität auf als in der letzten Erfüllungsperiode.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

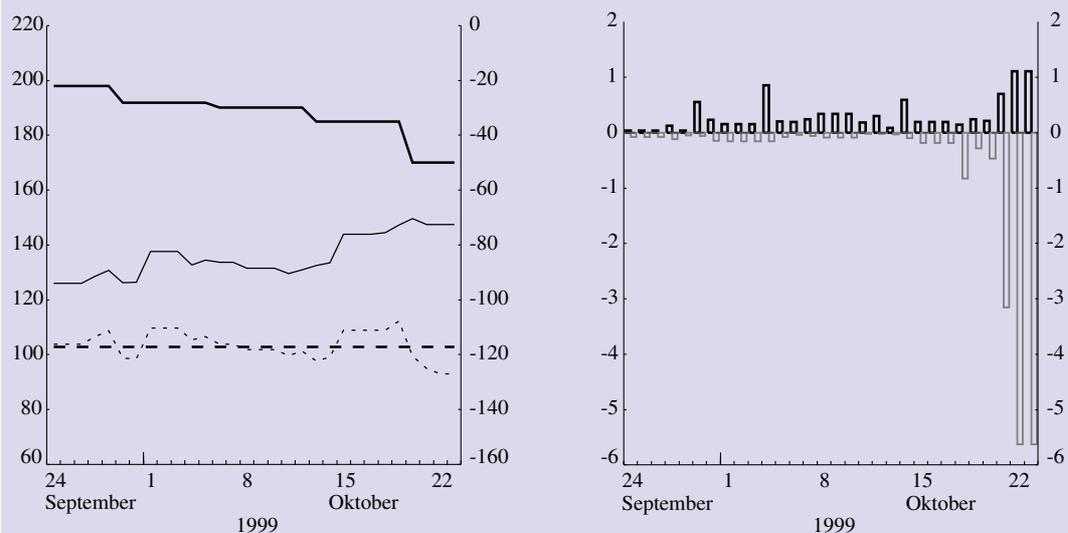
In der neunten Mindestreserveerfüllungsperiode beliefen sich die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten auf 103,5 Mrd € und das Mindestreservesoll auf 102,8 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll lag auf demselben Niveau wie in der letzten Erfüllungsperiode (d. h. bei 0,7 Mrd €). Hiervon sind etwa 0,2 Mrd € auf Girokontoguthaben zurückzuführen, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen. Die Überschussreserven machten unterdessen ungefähr 0,5 Mrd € aus. Diese Zahlen entsprachen ebenfalls dem Stand der letzten Erfüllungsperiode.

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der neunten Erfüllungsperiode

(Mrd EUR; Tageswerte)

- über regelmäßige Offenmarktgeschäfte bereitgestellte Liquidität (linke Skala)
- - - Mindestreservesoll (linke Skala)
- - - tägliche Guthaben beim Eurosystem (linke Skala)
- sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren (rechte Skala)

- ▬ Spitzenrefinanzierungsfazilität
- Einlagefazilität

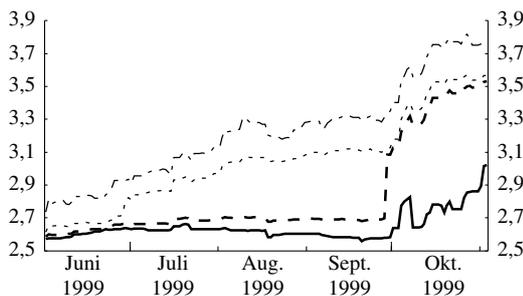


Quelle: EZB.

Abbildung 5
Kurzfristzinsen im Euro-
Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

— Einmonats-EURIBOR - - - - Sechsmonats-EURIBOR
 - - - - Dreimonats-EURIBOR - - - - Zwölfmonats-EURIBOR



Quelle: Reuters.

teilnehmer für Kontrakte, die über die Jahrtausendwende hinausgehen, einen Aufschlag verlangen. Dieser Aufschlag wirkt sich – in unterschiedlichem Maße – auf alle Zinsen von Kontrakten aus, deren Laufzeit über den Jahresresultimo hinausgeht. Dabei ist die Prämie für unbesicherte Kontrakte deutlich höher als für besicherte. Der Einmonats-EURIBOR, der (noch) nicht vom Übergang in das neue Jahrtausend beeinflusst wird, erhöhte sich im Oktober ebenfalls recht kräftig um etwa 45 Basispunkte und lag am 3. November bei 3,02 %.

Die Zinssätze für das reguläre längerfristige Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 28. Oktober 1999 durchgeführt wurde (wie üblich nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren und mit einer Laufzeit von drei Monaten), zeigten eine erheblich größere Streuung als bisher; hier schlug sich die Tatsache nieder, daß die Abstände zwischen den Geldmarktsätzen mit vergleichbaren Fälligkeiten im Vorfeld der Jahrtausendwende ebenfalls zugenommen haben. Der marginale Zuteilungssatz betrug 3,19 %, während der gewichtete durchschnittliche Zuteilungssatz bei 3,42 % lag. Er war damit fast 10 Basispunkte niedriger als der Dreimonats-EURIBOR am Tag der Abwicklung des Geschäfts und rund 40 Basispunkte höher als der Dreimonats-Repopsatz am Geldmarkt. Das Zuteilungsvolumen wurde von 15 Mrd € (dieser Betrag wur-

de in allen bisherigen Geschäften im Verlauf dieses Jahres zugeteilt) auf 25 Mrd € erhöht. Das Eurosystem hatte diese Maßnahme, die zu einem reibungslosen Übergang in das Jahr 2000 beitragen soll, am 21. Oktober angekündigt.

Die impliziten Dreimonats-EURIBOR-Sätze für am Jahresende und im Jahr 2000 fällige Terminkontrakte stiegen im Oktober deutlich an. Am 3. November 1999 beliefen sich die impliziten Zinssätze für im Dezember 1999 sowie im März und Juni 2000 fällige Kontrakte auf 3,56 %, 3,61 % bzw. 3,88 %. Der Anstieg dieser Terminalsätze gegenüber Ende September betrug insgesamt etwa 20 – 30 Basispunkte. Entsprechend erhöhten sich die Sechsmonats- und Zwölfmonats-EURIBOR-Sätze zwischen Ende September 1999 und dem 3. November 1999 jeweils um rund 40 Basispunkte auf 3,57 % bzw. 3,77 %.

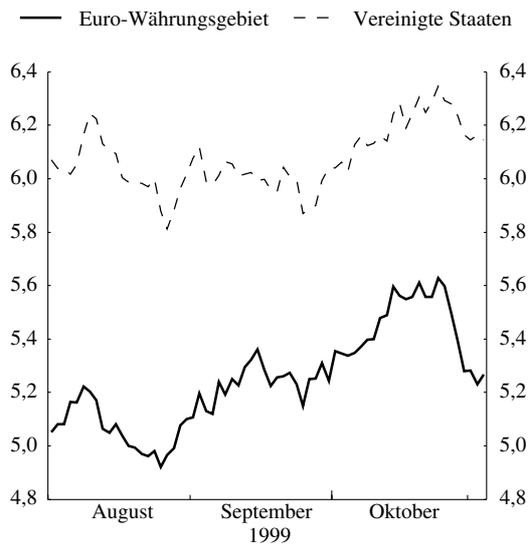
Langfristige Anleiherenditen im Oktober volatil

Die langfristigen Anleiherenditen wiesen im Oktober eine hohe Volatilität auf. Der trendmäßige Anstieg der Renditen für langfristige Staatsanleihen im Euroraum, der seit Anfang Mai 1999 zu beobachten ist, setzte sich in den ersten Oktoberwochen fort, kehrte sich aber gegen Ende des Monats nach der Veröffentlichung der Geldmengen Zahlen für das Eurogebiet um. Das durchschnittliche Niveau der zehnjährigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet war am 3. November mit rund 5,3 % nur wenig verändert (siehe Abbildung 6). Neben den von den Renditebewegungen an den internationalen Rentenmärkten ausgehenden Einflüssen scheinen, wie in den vorangegangenen Monaten, die sich ändernden Erwartungen bezüglich der Konjunkturentwicklung im Euro-Währungsgebiet eine wichtige Rolle bei der Erklärung der Renditebewegungen von Anleihen des Euroraums während fast des gesamten Oktobers gespielt zu haben.

An den internationalen Rentenmärkten, deren Entwicklung einen Einfluß auf die Anlei-

Abbildung 6
Renditen langfristiger Staatsanleihen im
Euro-Währungsgebiet und in den
Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

hemärkte im Eurogebiet ausübt, gerieten die langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten in den ersten Oktoberwochen erneut unter Aufwärtsdruck, gingen aber gegen Monatsende wieder zurück. Verschiedene Faktoren dürften zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Angesichts von Anzeichen einer weiterhin starken Konjunktur verbunden mit Hinweisen eines wachsenden Inflationsdrucks sowie unter dem Eindruck des Beschlusses des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank vom 5. Oktober, in Zukunft eine Grundhaltung in Richtung einer möglichen geldpolitischen Straffung einzunehmen, gerieten die US-Anleiherenditen am Monatsanfang unter Aufwärtsdruck. Ende Oktober führte jedoch die Bekanntgabe der Lohnkostenzahlen und des BIP-Deflators, die im dritten Quartal 1999 weniger als erwartet angestiegen sind, zu einem Rückgang der Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten. Außerdem hat die Veröffentlichung neuer Daten, denen zufolge das Wirtschaftswachstum in den neunziger Jahren nach oben korrigiert

wurde, während der Preisdeflator nach unten korrigiert wurde, zum Rückgang der Anleiherenditen beigetragen. Insgesamt sind die zehnjährigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten zwischen Ende September und dem 3. November um rund 10 Basispunkte auf knapp über 6,1 % gestiegen.

Mit rund 1,75 % am 3. November waren die Renditen von zehnjährigen Anleihen in Japan gegenüber Ende September kaum verändert. Neue Daten haben Erwartungen einer allmählich in Japan stattfindenden Konjunkturerholung bekräftigt. Außerdem scheint es bei den im September zu beobachtenden großen Kapitalzuflüssen nach Japan zu einer Umkehr gekommen zu sein, die den in jenem Monat verzeichneten Abwärtsdruck auf die japanischen Anleiherenditen beendet haben dürfte.

Die zuvor geschilderte Entwicklung der internationalen Anleiherenditen dürfte im Oktober die Entwicklung der Langfristzinsen im Euroraum beeinflusst haben. Jedoch haben, wie bereits erwähnt, inländische Faktoren anscheinend ebenfalls eine wichtige Rolle bei der Entwicklung der Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet gespielt. Weiter nach oben revidierte Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer bezüglich der Konjunkturdynamik im Eurogebiet, die durch die Veröffentlichung günstiger Zahlen Unterstützung erhielten, haben insbesondere in der ersten Oktoberhälfte zum Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen beigetragen. Jedoch sind die langfristigen Anleiherenditen gegen Ende Oktober relativ stark gesunken, da die Veröffentlichung der im September höher als erwartet ausgefallenen Wachstumsraten von M3 für das Eurogebiet die Unsicherheit am Markt bezüglich der Zinsentwicklung auf kurze Sicht verringert hat. Außerdem haben wohl die vom amerikanischen Rentenmarkt ausgehenden Sogwirkungen gegen Ende des Monats ebenfalls zu einem Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen im Euroraum geführt. Insgesamt haben die gegenläufigen Einflüsse der zuvor erwähnten Faktoren nur eine geringfügige Änderung des durchschnittlichen Niveaus der zehnjährigen Anleiherenditen im Euroraum zwischen Ende September und dem 3. November bewirkt.

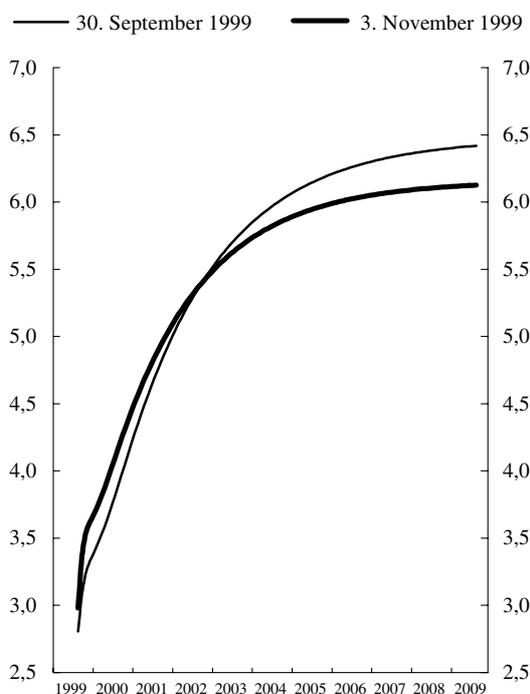
Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und vergleichbaren Papieren im Eurogebiet war im Oktober relativ volatil. Bis zur Veröffentlichung der M3-Wachstumszahlen für den Euroraum hatte sich der Renditeabstand gegenüber Ende September um rund 10 Basispunkte verringert. Danach hat sich der Spread erneut bis zum 3. November 1999 um rund 20 Basispunkte ausgeweitet. Damit lag der Renditeabstand am 3. November bei rund 90 Basispunkten und knapp 70 Basispunkte unter dem Höchststand von Mitte Juni 1999.

Die implizite Termin-Zinsstrukturkurve für das Euro-Währungsgebiet wies zwischen Ende September und dem 3. November 1999 sowohl bei den kurzen als auch bei den mittleren Laufzeiten einen Anstieg auf (siehe Abbildung 7). Während die Entwicklung am sehr kurzen Ende der Terminzinskurve in erster Linie durch Faktoren im Zusammenhang mit der Jahrtausendwende gekennzeichnet war, spiegelte die Erhöhung der Terminzinssätze für mittelfristige Laufzeiten teilweise die Erwartungen am Markt hinsichtlich eines Anstiegs der Kurzfristzinsen im Eurogebiet wider. Demgegenüber sind die impliziten Terminzinssätze für lange Laufzeiten gegenüber Ende September etwas zurückgegangen.

Am französischen Markt für an Preisindizes gebundene Anleihen ist die Realrendite von zehnjährigen indexierten Anleihen zwischen Ende September und dem 3. November 1999 um 5 Basispunkte auf rund 3,5 % gestiegen. Im Gegensatz zum weiteren Anstieg der Realrenditen war bei der „Break-even-Inflationsrate“, die aus der Differenz zwischen den nominalen und realen Anleiherenditen gebildet wird, zwar gelegentlich eine gewisse Volatilität zu beobachten, doch ist sie in den vergangenen Monaten weitgehend unverändert geblieben. Die „Break-even-Inflationsrate“ kann als Indikator der durchschnittlichen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer über die Laufzeit der indexierten Anleihe angesehen werden. Jedoch ist – in früheren Monatsberichten wurde bereits darauf hingewiesen – die Entwicklung der indexierten Anlei-

Abbildung 7
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.

herediten aus verschiedenen Gründen mit Vorsicht zu interpretieren.

Die EZB veröffentlicht in der gegenwärtigen Ausgabe des Monatsberichts erstmals statistische Angaben über die Emission von Schuldverschreibungen im Eurogebiet. Kasten 2 gibt einen Überblick über diese Daten.

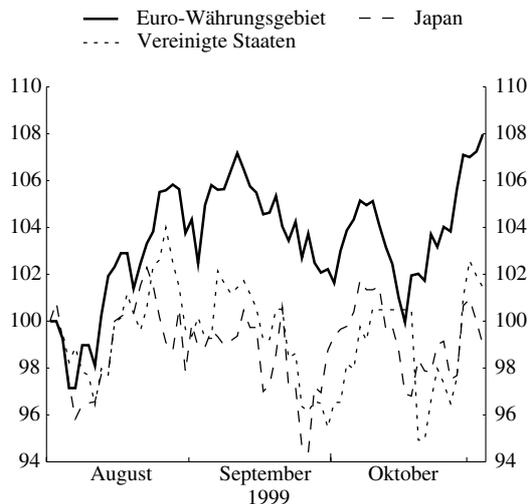
Weiterer Anstieg der Aktienkurse im Oktober

Im Oktober 1999 sind die Aktienkurse im Eurogebiet innerhalb eines relativ volatilen Umfelds gestiegen, wobei der Dow-Jones-EURO-STOXX-Gesamtindex zwischen Ende September und dem 3. November 1999 knapp 6 % zulegte (siehe Abbildung 8). Damit lagen die Aktiennotierungen im Euroraum fast 13 %

Abbildung 8

Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(1. August 1999 = 100; Tageswerte)



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

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

über dem Stand von Ende 1998 und 52 % über der Kurstalsole vom Oktober 1998. Diese Entwicklung der Aktienkurse im Euro-Raum spiegelte sowohl den Einfluß der volatilen Entwicklung an den internationalen Aktienmärkten als auch EWU-spezifische Faktoren wider.

In Hinblick auf das internationale Börsengeschehen ist die beträchtliche Volatilität der US-Notierungen im Oktober 1999 zu nennen, die anscheinend mit der Marktunsicherheit bezüglich der zukünftigen Wachstumsdynamik der Unternehmensgewinne und mit der Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten in Zusammenhang stand. Insgesamt ist der Standard-&Poor's-500-Index zwischen Ende September und dem 3. November 1999 um knapp 6 % gestiegen, so daß

sich der kumulierte Anstieg der amerikanischen Aktienkurse seit Ende 1998 auf gut 9 % beläuft. Gegen Ende Oktober, insbesondere nach der Bekanntgabe der Lohnkosten- und BIP-Zahlen für das dritte Quartal 1999, die weiterhin ein relativ robustes Wachstum der US-Wirtschaft mit begrenztem Inflationsdruck signalisieren, sind die Kurse am amerikanischen Aktienmarkt kräftig gestiegen.

In Japan sind die Aktienkurse, gemessen am Nikkei-225-Index, zwischen Ende 1998 und Ende September 1999 angesichts der verbesserten Erwartungen bezüglich der künftigen Konjunkturerholung um über 25 % gestiegen. Im Zeitraum von Ende September bis zum 3. November 1999 haben die Notierungen am japanischen Aktienmarkt um knapp 4 % zugelegt. In diesem Zeitraum fielen die Kurssteigerungen am japanischen Aktienmarkt trotz der Veröffentlichung von Daten, die Erwartungen einer allmählichen Konjunkturerholung in Japan bekräftigten, geringer aus als in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet. Ein Erklärungsfaktor für die relativ schwache Entwicklung der japanischen Aktienkurse im Oktober könnte die zuvor erwähnte Umkehr der im September zu beobachtenden Kapitalzuflüsse nach Japan sein.

Ein wichtiger Erklärungsfaktor für die Entwicklung der Aktienkurse im Euroraum im Oktober ist neben dem Übergreifen der Aktienkursschwankungen in den Vereinigten Staaten auf die Kursbewegungen im Euroraum anscheinend der anhaltende Optimismus seitens der Marktteilnehmer im Eurogebiet hinsichtlich der zukünftigen Konjunkturaussichten und damit auch des Wachstums der Unternehmensgewinne im Euro-Währungsgebiet. Bemerkenswert war bei der Entwicklung der einzelnen Branchen im Oktober die relativ begrenzte Volatilität im konjunktur-reagiblen Gütersektor, die wohl die Robustheit der Markterwartungen hinsichtlich einer Konjunkturerholung im Eurogebiet widerspiegelt.

Kasten 2

Neue Statistiken über Wertpapieremissionen

In dieser Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht die EZB erstmals Statistiken über Wertpapieremissionen (siehe Tabelle 3.5 in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Informationen über den Wertpapierabsatz spielen eine wichtige Rolle bei der monetären Analyse und der Finanzanalyse. Für Kreditnehmer stellen Wertpapieremissionen eine Alternative zur Bankfinanzierung dar. Inhaber von Vermögenswerten betrachten Bankeinlagen, von Banken begebene marktfähige Wertpapiere (in M3 enthalten, wenn sie für zwei Jahre oder weniger begeben werden) und andere Wertpapiere als Teils Substitute. Aus diesem Grund stellen die Statistiken über Wertpapieremissionen eine Ergänzung zu den monetären Statistiken dar. Im Zeitverlauf können sich Verschiebungen zwischen direkter Finanzierung (über die Wertpapiermärkte) und indirekter Finanzierung (über das Bankensystem) auf den geldpolitischen Transmissionsmechanismus auswirken, da sie die Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets verändern. Daten zum Wertpapierumlauf geben Auskunft über die Kapitalmarktiefe. Außerdem sind Informationen zum Absatz von Wertpapieren in Euro ein Mittel zur Beurteilung der Rolle des Euro an den internationalen Finanzmärkten.

Die wichtigsten Aggregate in Tabelle 3.5 in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht sind (i) Wertpapieremissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet, unabhängig von der Währung, und (ii) Wertpapieremissionen in Euro und den nationalen Währungseinheiten der EWU-Staaten, unabhängig davon, ob sie von Ansässigen im Eurogebiet oder von Gebietsfremden begeben werden. Die grundlegenden Definitionen, die in den Statistiken der EZB über Wertpapieremissionen verwendet werden, entsprechen, soweit dies möglich und angemessen ist, den im Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) niedergelegten europäischen Standards. Das Eurosystem und die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) stellen die Daten entsprechend diesen Standards zusammen, wobei sie überwiegend auf bereits vorhandene Quellen zurückgreifen. Das Eurosystem veröffentlicht die Daten über Emissionen von Ansässigen im Eurogebiet auf Monatsbasis, und die BIZ liefert die Statistiken zu den Ansässigen außerhalb des Eurogebiets zur Zeit auf Quartalsbasis. In diesem Zusammenhang bezieht sich die Gebietsansässigkeit auf den Sitz der Stelle, die das Wertpapier begibt. Emissionen von im Eurogebiet ansässigen Stellen, die im Besitz von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets sind, werden als Emissionen von Ansässigen im Eurogebiet behandelt. Emissionen von Stellen, die außerhalb des Eurogebiets ansässig, aber im Besitz von Gebietsansässigen sind, werden als Emissionen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets behandelt.

Die Zeitreihen für Wertpapiere ohne Aktien (Schuldverschreibungen) beginnen mit dem Umlauf Ende Dezember 1998. Die Emission wird zum Zeitpunkt des Zahlungseingangs beim Emittenten erfaßt. Aus diesem Grund beziehen sich die Daten auf abgeschlossene, nicht auf angekündigte Emissionen. Die Emissionswährung gibt die Währung an, auf die das begebene Papier lautet. Emissionen in Euro vor Januar 1999 umfassen Emissionen in den nationalen Währungseinheiten der elf EWU-Mitgliedstaaten oder in ECU; ab Januar 1999 umfassen sie Emissionen in Euro und noch verbleibende Emissionen in den nationalen Währungseinheiten des Euro. Die erfaßten Wertpapiere sind in der Regel marktfähig, werden an Sekundärmärkten gehandelt und räumen dem Inhaber keinerlei Eigentumsrechte an der begebenden Stelle ein. Geldmarktpapiere werden ebenfalls berücksichtigt. Privatplazierungen werden in der Regel berücksichtigt, wengleich sie häufig nur schwerlich als solche identifiziert werden können. Finanzderivate, Anteile an Investmentfonds, nicht börsennotierte Aktien und sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen werden nicht berücksichtigt.

Es gelten die folgenden Definitionen: Als kurzfristig werden Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von in der Regel einem Jahr oder weniger bezeichnet, auch wenn sie unter längerfristigen Vereinbarungen begeben werden. Alle anderen Emissionen, einschließlich derer mit fakultativen oder beliebig langen Laufzeiten, werden als langfristige Wertpapiere behandelt. In den (Brutto-)Absatz werden alle gegen Kasse getätigten Emissionen einbezogen. Die Tilgungen umfassen alle vom Emittenten gegen Kasse (bei Laufzeitende oder früher) getätigten Rückkäufe. Der Nettoabsatz ist der Bruttoabsatz abzüglich der im Berichtszeitraum getätig-

ten Tilgungen. Der Umlauf gibt den Bestand an Wertpapieren am Ende des Berichtszeitraums an. Die Bewertung der erfaßten Wertpapiere erfolgt in der Regel zum Nominalwert (Nennwert). In der Praxis unterscheiden sich die nationalen Bewertungsansätze zuweilen, insbesondere bei den Abzinsungspapieren. Allerdings haben diese Bewertungsunterschiede nur eine begrenzte Auswirkung auf die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet.

Was die Daten selbst anbelangt, so belief sich der Umlauf von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Eurogebiet in verschiedenen Währungen begeben wurden, im Juli 1999 auf insgesamt 5 602,2 Mrd €, wovon 545,8 Mrd € (rund 10 % der Gesamtsumme) auf kurzfristige Wertpapiere und 5 056,4 Mrd € (rund 90 % der Gesamtsumme) auf langfristige Wertpapiere entfielen. Die auf Euro lautenden Schuldverschreibungen machten im Juli 97 % des Gesamtumlafs an von Ansässigen im Eurogebiet in Euro begebenen Schuldverschreibungen aus. Der gesamte Nettoabsatz von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Eurogebiet in Euro und anderen Währungen zwischen Januar und Juli 1999 begeben wurden, belief sich auf 423,2 Mrd € (siehe Tabelle unten); 94 % dieser Schuldverschreibungen waren langfristig und 97 % in Euro denominated. Diese Daten deuten darauf hin, daß Ansässige im Eurogebiet in den ersten sieben Monaten des Jahres 1999 offenbar allgemein dazu neigten, per saldo einen größeren Anteil ihrer Wertpapiere in langfristiger Form zu begeben als in der Zeit vor 1999; der Anteil der auf Euro lautenden Emissionen blieb weitgehend stabil.

Der Gesamtumlauf an weltweit begebenen, auf Euro lautenden Schuldverschreibungen betrug Ende Juni 1999 5 901,1 Mrd €, wovon 91 % von Ansässigen im Eurogebiet und 9 % von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets begeben wurden. Der weitaus größte Teil (90 %) dieser umlaufenden Schuldverschreibungen hatte eine Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr. Der gesamte Nettoabsatz von auf Euro lautenden Wertpapieren belief sich im ersten Halbjahr 1999 auf 436,2 Mrd €, wobei 94 % der Wertpapiere eine Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr hatten und 94 % von Ansässigen im Eurogebiet begeben wurden. Diese Daten weisen darauf hin, daß der Anteil von Gebietsansässigen an der Gesamtemission auf Euro lautender Schuldtitel Mitte 1999 etwas höher war als in der Zeit vor 1999.

Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere

(Mrd Euro)

	Nettoabsatz im Jahr 1999				Umlauf Ende Juli 1999
	Q1	Q2	Juli	Jan.-Juli	
Insgesamt	211,0	151,1	61,1	423,2	5 602,2
- darunter: in Euro	204,5	145,0	60,7	410,2	5 410,2
Langfristig	188,3	149,3	59,0	396,6	5 056,4
- darunter: in Euro	185,9	146,5	58,9	391,3	4 881,9
Kurzfristig	22,7	1,9	2,2	26,8	545,8
- darunter: in Euro	18,5	-1,6	1,9	18,8	528,3
Nachrichtlich: Emissionen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	47,1	39,7	.	86,8 ¹⁾	528,0 ²⁾

Quelle: EZB.

1) Januar bis Juni 1999.

2) Stand Ende Juni 1999.

2 Preisentwicklung

HVPI-Steigerungsrate trotz weiterem Anstieg der Energiepreise unverändert

Im September 1999 verharrte die Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) unverändert auf ihrem im August verzeichneten Stand von 1,2 % (siehe Tabelle 3 und Abbildung 9). Wie bereits in den vorangegangenen Monaten war die Entwicklung des HVPI im September auf den von weiter steigenden Energiepreisen ausgehenden Aufwärtsdruck zurückzuführen. Dieser wurde jedoch durch eine Verlangsamung des Anstiegs der Preise für Dienstleistungen wie auch für Industrieerzeugnisse (außer Energie) gedämpft.

Die jüngsten Daten lassen weiterhin einen energiepreisbedingten Aufwärtsdruck auf den HVPI insgesamt erkennen; die jährliche Steigerungsrate der Energiepreise erhöhte sich auf 6,4 % gegenüber 5,0 % im August und 3,2 % im Juli. In der Entwicklung der Energiepreise schlägt sich nach wie vor der bis September 1999 zu verzeichnende Anstieg der Weltmarktpreise für Öl nieder. Infolge einer leichten Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und eines leichten Rückgangs der in Dollar notierten Ölpreise sanken diese im Oktober auf durchschnittlich 20,8 € je Barrel, gegenüber 21,8 € je Barrel im September. Dennoch dürften die Energiepreise in den kommenden Monaten weiterhin zu einem Anstieg des HVPI führen.

Tabelle 3

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1996	1997	1998	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Mai	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	2,2	1,6	1,1	0,8	0,8	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1	1,2	1,2	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,8	1,1	0,6	0,2	0,3	0,6	0,9	0,6	0,5	0,7	0,9	1,1	.
Nahrungsmittel	1,9	1,4	1,6	1,1	1,3	0,6	-0,1	0,6	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,0	1,4	1,4	1,2	1,2	0,9	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,7	1,4	2,0	0,8	1,5	0,3	-1,4	0,4	-0,7	-1,4	-1,6	-1,2	.
Industrieerzeugnisse	1,8	1,0	0,1	-0,2	-0,2	0,6	1,5	0,6	0,8	1,1	1,5	1,7	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,5	0,5	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,4	.
Energie	3,0	2,8	-2,6	-4,4	-3,8	0,8	4,9	0,5	1,4	3,2	5,0	6,4	.
Dienstleistungen	2,9	2,4	2,0	2,0	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	0,4	1,1	-0,8	-2,3	-2,6	-1,3	.	-1,4	-1,0	-0,1	0,6	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	2,0	0,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,1	1,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer ²⁾	3,3	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Gesamtlohnkosten pro Stunde ³⁾	2,8	2,6	1,7	1,8	2,3	2,2	.	.	.	.	.	.	.
Ölpreise (EUR je Barrel) ⁴⁾	15,9	17,1	12,0	10,1	10,3	15,0	19,7	14,9	15,6	18,1	19,2	21,8	20,8
Rohstoffpreise ⁵⁾	-6,9	12,9	-12,5	-20,5	-16,0	-8,2	1,1	-7,8	-4,2	-2,3	-0,5	6,6	10,7

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Internationale Rohölbörse, HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburg) und EZB-Berechnungen.

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

3) Gesamtwirtschaft (außer Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Bildungssektor, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen).

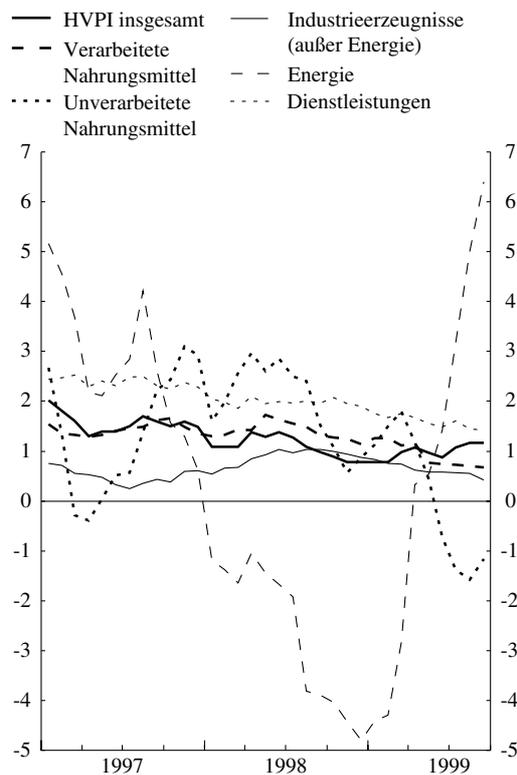
4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). In ECU bis Ende Dezember 1998.

5) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Ende Dezember 1998.

Abbildung 9

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

In den vorangegangenen Monaten hatte die Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel den erwähnten Anstieg der Energiepreise teilweise ausgeglichen. Im September war dieser Effekt jedoch etwas schwächer, da sich der Preisrückgang gegenüber dem jeweiligen Vorjahrsmonat bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln von 1,6 % im August auf 1,2 % verlangsamt. Dies deutet darauf hin, daß sich einige der Saisonfaktoren und sonstigen vorübergehenden Einflüsse, die zu rückläufigen Preisen bei dieser Komponente geführt haben, abschwächen. Im Gegensatz zum relativ volatilen Verlauf bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel war die Steigerungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel konstanter und verzeichnete im September mit 0,7 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat denselben Wert wie in den vorangegangenen drei Monaten.

Beim HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie schwächte sich die jährliche Steigerungsrate im September auf 0,7 % gegenüber 0,9 % im August ab. Dieser Rückgang war in erster Linie durch eine Verlangsamung des Anstiegs bei den Preisen für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse (außer Energie) bedingt. Bei den Industrieerzeugnissen (außer Energie) sank die Zwölfmonatsrate auf 0,4 %, während sie in den vorangegangenen fünf Monaten 0,6 % betragen hatte. Offenbar hat noch keine wesentliche Überwälzung des in jüngster Zeit beobachteten Anstiegs der Erzeugerpreise stattgefunden, die sich von Januar bis August dieses Jahres um 0,6 % erhöhten und somit erstmals seit April 1998 einen Anstieg gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum aufwiesen. Allerdings war der Rückgang im September breit angelegt, d. h. bei mehreren Produktkategorien zu verzeichnen, und nicht auf Sondereinflüsse zurückzuführen. Bei den Dienstleistungspreisen ermäßigte sich die jährliche Steigerungsrate ebenfalls, nämlich auf 1,4 % im September; im August hatte sie hingegen 1,5 % betragen. Die Verlangsamung der Teuerungsrate bei den Dienstleistungspreisen deutet darauf hin, daß die Liberalisierung der Märkte und der verstärkte Wettbewerb den Preisanstieg in einigen Bereichen (z. B. Telekommunikation und neuerdings auch Strom) weiterhin bremsen.

Lohnsteigerung weiterhin etwa 2 %

Eurostat hat kürzlich neue Ergebnisse zu den Lohnkosten im Euro-Währungsgebiet veröffentlicht. Demzufolge betrug der jährliche Anstieg der Gesamtlohnkosten pro Stunde im zweiten Quartal 1999 2,2 %; er war damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im ersten Quartal (siehe Tabelle 3). Im Vergleich zur durchschnittlichen Steigerung von nur 1,7 % im Jahr 1998 stellt die Entwicklung in den ersten beiden Quartalen 1999 zwar eine Beschleunigung der Lohnsteigerung dar, doch ist diese hauptsächlich auf einen technischen Faktor (nämlich auf eine Steuerreform in Italien) zurückzuführen, der sich auf die Lohnsteigerung im Jahr 1998 auswirkte. Abgesehen von diesem Sondereffekt lag die Lohnsteigerung im Eurogebiet im ersten Halbjahr 1999 insgesamt also weiterhin unverändert bei etwa 2 %.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das gesamte Euro-Währungsgebiet liegen nun bis zum zweiten Quartal 1999 einschließlich vor. Vor Redaktionsschluß dieser Monatsberichtsausgabe veröffentlichte Eurostat eine weitere Schätzung des realen BIP-Wachstums im zweiten Quartal 1999. Gegenüber der ersten Prognose wurde eine Korrektur um 0,2 Prozentpunkte nach oben vorgenommen. Nach einem Wachstum von 0,4 % im ersten Quartal 1999 wird nun für das zweite Quartal ein Wachstum von 0,5 % gegenüber dem Vorquartal angenommen, was noch deutlicher auf eine Verbesserung im Laufe der ersten Jahreshälfte hinweist (siehe Tabelle 4). Die Jahreswachstumsrate im zweiten Quartal 1999 wird jetzt – wie auch für das erste Quartal – auf 1,6 % geschätzt.

Ausschlaggebend für das etwas höhere Wachstum gegenüber dem Vorquartal ist im zweiten Vierteljahr 1999 der Außenbeitrag. Während sein Wachstumsbeitrag im ersten Quartal noch negativ ausfiel (- 0,2 Prozent-

punkte), trug er nunmehr in Höhe von 0,1 Prozentpunkten zum Wachstum bei. Die positive Entwicklung des Außenbeitrags seit dem letzten Quartal 1998 ist weitgehend auf ein günstigeres außenwirtschaftliches Umfeld zurückzuführen. Die gesamten Exporte und Importe (einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets) stiegen – verglichen mit dem vorangegangenen Quartal – im zweiten Vierteljahr um 1,5 % bzw. 1,3 %. Insbesondere die Exportkonjunktur hat sich seit Ende letzten Jahres im Zuge einer Stärkung der Auslandsnachfrage und einer konjunkturellen Belebung innerhalb des Euroraums deutlich erholt. Die inländische Nachfrage nahm im zweiten Quartal etwas weniger stark zu, nämlich um 0,4 % im Quartalsvergleich, gegenüber 0,6 % im ersten Quartal. Die Abschwächung machte sich bei den privaten und staatlichen Konsumausgaben und insbesondere bei den Bruttoanlageinvestitionen bemerkbar. Diese Entwicklung wurde zum Teil durch einen höheren Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen ausgeglichen, der von

Tabelle 4

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Jahresraten ¹⁾								Quartalsraten ²⁾				
	1996	1997	1998	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,3	2,2	2,7	2,8	2,6	1,9	1,6	1,6	0,5	0,5	0,1	0,4	0,5
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	0,9	1,7	3,3	3,0	3,5	3,0	2,6	2,5	0,5	0,8	0,7	0,6	0,4
Private Konsumausgaben	1,4	1,4	2,9	2,7	3,4	3,1	2,7	2,2	0,8	0,8	0,6	0,5	0,2
Konsumausgaben des Staates	1,8	0,5	1,3	1,5	1,1	1,0	1,0	1,2	0,0	0,0	-0,2	1,2	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	0,9	2,1	4,3	3,2	4,7	3,5	3,9	5,4	-0,7	2,4	0,1	2,2	0,6
Vorratsveränderungen ^{3) 4)}	-0,5	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-0,4	0,1
Außenbeitrag ⁵⁾	0,5	0,6	-0,5	-0,1	-0,8	-1,0	-0,9	-0,8	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	0,1
Exporte ⁵⁾	4,5	10,0	6,3	8,6	4,7	1,6	0,3	0,6	1,2	0,3	-1,4	0,2	1,5
Importe ⁵⁾	3,1	8,7	8,5	9,8	7,7	5,0	3,2	3,4	1,1	1,0	0,3	0,8	1,3

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) Einschließlich Erwerb abzüglich Veräußerungen von Wertgegenständen.

5) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Angaben zu den Im- und Exporten in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind nicht um den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets bereinigt. Diese Angaben sind daher nicht vollständig mit den Zahlungsbilanzdaten vergleichbar.

- 0,4 Prozentpunkten im ersten Quartal auf 0,1 Prozentpunkte im zweiten Quartal stieg.

Das gedämpfte Wachstum der inländischen Nachfrage dürfte freilich nur vorübergehender Natur gewesen sein, da verschiedene Indikatoren auf eine weitere Beschleunigung des realen BIP-Wachstums im dritten Quartal hindeuten. Für das Gesamtjahr 1999 wird ein Wachstum von annähernd 2 % erwartet. Bei der Analyse des konkreten Wachstumsverlaufs in den nächsten Quartalen sind mehrere Faktoren zu berücksichtigen. Abgesehen von der Umstellung auf das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95), die zu zusätzlichen Unsicherheiten hinsichtlich der tatsächlichen Wachstumsraten führen kann, könnten auch infolge der Umstellung auf das Jahr 2000 einige temporäre Effekte (z. B. bei den Vorratsinvestitionen) auftreten, obwohl diesbezüglich aus heutiger Sicht nicht von signifikanten Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung ausgegangen wird.

Weitere Verbesserung der Geschäftslage und der Zuversicht in der Industrie

Die Angaben von Eurostat zur Industrieproduktion im gesamten Euroraum liegen nun

bis einschließlich August 1999 vor und weisen für die letzten Monate eine deutliche Korrektur der Wachstumsraten nach oben aus. Gemessen als gleitende Dreimonatsdurchschnitte (siehe Tabelle 5), nahm die Produktion (ohne Baugewerbe) zwischen Juni und August 1999 gegenüber den drei vorangegangenen Monaten (d. h. von März bis Mai 1999) um 0,9 % zu. Die weitere Verbesserung der konjunkturellen Lage in der Industrie schlägt sich in der Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe nieder. In diesem Sektor ist die Produktion im letzten Dreimonatszeitraum schätzungsweise um 1,2 % gestiegen, während sie in den drei Monaten bis Juli um 1,0 % und in den drei Monaten bis Juni um 0,4 % zugenommen hatte. Seit der konjunkturellen Talsohle im Verarbeitenden Gewerbe im letzten Quartal 1998 ist die Produktion insgesamt um annähernd 2 % gestiegen. Im Niveau liegt sie damit bereits über dem letzten – Mitte 1998 erreichten – Spitzenwert (was auch darauf hindeutet, daß die jüngste konjunkturelle Abkühlung im Vergleich zu anderen Schwächephasen in den neunziger Jahren weniger ausgeprägt war). Das Tempo der gegenwärtigen Erholung dürfte mit dem früherer Aufschwungphasen vergleichbar sein.

Eine Aufschlüsselung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nach Hauptgruppen

Tabelle 5

Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

	1997 1998		1999			1999			1999				
			Juni	Juli	Aug.	Juni	Juli	Aug.	März	April	Mai	Juni	Juli
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt				
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	4,3	4,1	1,4	0,3	2,3	0,6	-0,1	0,4	0,2	0,7	0,4	0,9	0,9
Verarbeitendes Gewerbe	5,0	4,6	1,2	0,1	2,3	0,4	0,1	1,1	0,2	0,7	0,4	1,0	1,2
<i>nach Hauptgruppen:</i>													
Vorleistungen	5,4	3,7	1,3	0,6	2,2	0,7	-0,1	0,5	0,5	0,8	0,5	0,7	0,8
Investitionsgüter	4,8	6,7	0,1	-1,6	0,5	0,1	-0,2	0,0	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2
Konsumgüter	2,7	3,0	2,2	1,3	4,4	-0,1	0,5	1,4	0,5	1,2	0,8	1,7	1,6
Gebrauchsgüter	2,7	6,3	4,1	1,3	11,0	0,3	0,2	4,4	0,9	1,8	1,9	2,7	3,3
Verbrauchsgüter	2,6	1,4	0,8	1,4	2,9	0,2	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,8

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr 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 saison- und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.

Tabelle 6**Ergebnis der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1996	1997	1998	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 April	1999 Mai	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-2,7	2,4	3,1	-0,7	0,5	-0,4	0,1	0,0	-0,3	0,0	0,5	-0,5	0,2
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-9	-4	6	9	11	7	7	8	7	6	8	7	7
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	-8	4	7	1	-3	-2	2	-3	-3	-1	1	1	3
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-14	-11	4	7	13	15	15	15	14	16	17	13	14
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-5	-3	3	3	3	2	-1	5	3	-3	0	-1	-1
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	80,3	81,6	83,1	82,4	81,9	81,8	-	81,9	-	-	81,7	-	-

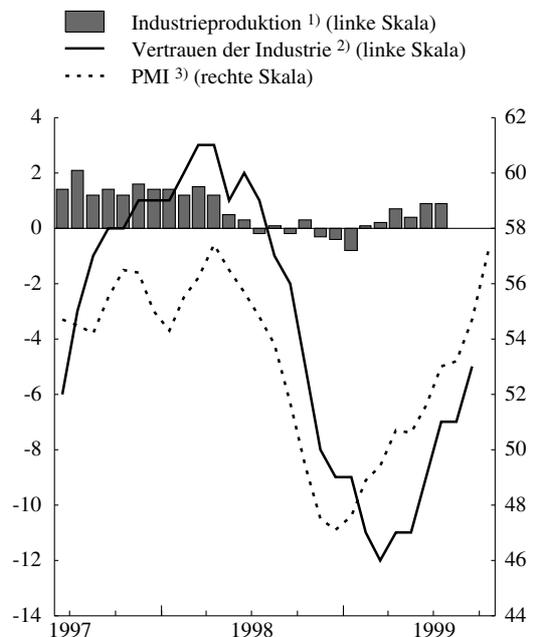
Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Veränderung gegen Vorperiode 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.

zeigt, daß die konjunkturelle Belebung in der Industrie weitgehend auf die Entwicklung in der Vorleistungs- und Konsumgüterindustrie zurückzuführen ist, bei denen eine weitere Wachstumsbeschleunigung beobachtet wurde. Gleichwohl unterscheiden sich die Wachstumsraten in diesen beiden Sektoren erheblich. Während die Dreimonatswachstumsraten bei den Vorleistungen und Verbrauchsgütern noch immer unter 1 % lagen, fiel das Produktionswachstum bei den Gebrauchsgütern deutlich höher aus. Es erreichte im jüngsten Dreimonatszeitraum annähernd 3,5 % verglichen mit den vorangegangenen drei Monaten. Die hohe Wachstumsrate bei den Gebrauchsgütern dürfte auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen sein. Dazu gehören die verbesserten wirtschaftlichen Aussichten und günstige Kreditkonditionen, die in einigen Ländern noch von einem boomenden Immobilienmarkt begleitet werden. Die Entwicklung in der Investitionsgüterindustrie verlief etwas gedämpfter als in den anderen Sektoren und läßt bisher noch keine Anzeichen eines Aufschwungs erkennen. Im jüngsten Dreimonatszeitraum war das Produktionswachstum in diesem Bereich weiterhin leicht negativ. Ein Vergleich der Entwicklung in diesem Sektor mit der im Verarbeitenden Ge-

Abbildung 10**Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet***(Monatswerte)*

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

1) Veränderung in % gegenüber dem vorangegangenen gleichenden Dreimonatsdurchschnitt; saison- und arbeitstäglich bereinigte Daten; Industrie insgesamt ohne Baugewerbe.

2) Salden in %.

3) Purchasing Managers' Index.

Tabelle 7**Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet nach Komponenten und Hauptgruppen***(Salden in %; saisonbereinigt)*

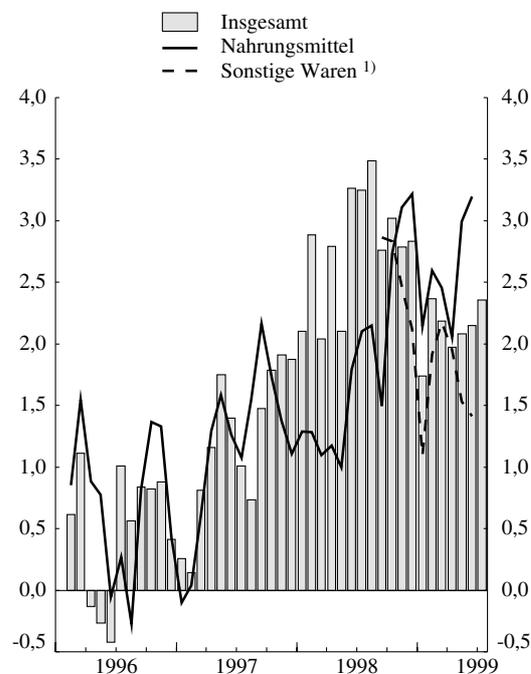
	Veränderung März-Sept. 1999	1999 März	1999 Sept.
Vertrauen der Industrie insgesamt	7	-4	3
<i>nach Komponenten:</i>			
Produktionserwartungen	10	-5	5
Fertigwarenlager ¹⁾	4	-3	1
Auftragsbestände insgesamt	8	-6	2
<i>nach Hauptgruppen:</i>			
Vorleistungen	11	-9	2
Investitionsgüter	6	-2	4
Konsumgüter	4	-4	0

*Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.**Anmerkung: Die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.**1) Umgekehrtes Vorzeichen.*

werbe insgesamt legt jedoch nahe, daß eine zeitliche Verzögerung bei der Produktion von Investitionsgütern gegenüber der gesamten Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nicht ungewöhnlich ist.

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission vom September 1999 zeigen, daß sich das Vertrauen der Industrie weiter erholt hat. Dies weist darauf hin, daß sich die konjunkturelle Lage in der Industrie seit Anfang dieses Jahres kontinuierlich verbessert hat (siehe Abbildung 10). Der Vertrauensindikator für die Industrie ist über seinen langfristigen Durchschnitt gestiegen und erreichte im September ein zuletzt im Oktober 1998 verzeichnetes Niveau. Die Zahlen für Oktober 1999 werden von der Europäischen Kommission erst kurz nach Redaktionsschluß dieser Monatsberichtsausgabe veröffentlicht, doch die bereits vorliegenden nationalen Ergebnisse weisen für diesen Monat auf eine weitere Zunahme bei der Zuversicht der Industrie im Euroraum hin.

Während alle Komponenten des Vertrauensindicators für die Industrie im Euro-Währungsgebiet gewisse Verbesserungen aufweisen, ist der größte Anstieg seit März 1999, als das Stimmungsbarometer in der Industrie einen Tiefpunkt erreicht hatte, bei den Produktionserwartungen zu verzeichnen (siehe Tabelle 7). Eine deutliche Verbesserung ist innerhalb dieses Sechsmonatszeitraums auch bei der Beurteilung der Auftragsbestände zu beobachten. Die Fertigwarenlager dürften etwas reduziert worden sein, was ebenfalls auf eine Belebung der Nachfrage hinweist. Alle drei Komponenten verbesserten sich nun über ihren langfristigen Durchschnitt. Eine weitere Aufschlüsselung des Vertrauensindicators für die Industrie nach Hauptgruppen zeigt, daß der größte Anstieg des Stimmungs-

Abbildung 11**Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet***(Veränderung gegen Vorjahr in %; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)**Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Einzelhandelsumsätze insgesamt zu konstanten Preisen; ohne Kraftwagen, Krafträder und Reparatur von Gütern der persönlichen Ausstattung und Haushaltswaren. Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.**1) Da einige nationale Daten nicht verfügbar sind, beginnt die Datenreihe erst ab Januar 1997.*

barometers seit März in der Vorleistungsgüterindustrie festzustellen ist.

Das sich verbessernde Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe wird auch durch die jüngsten Angaben zum Purchasing Managers' Index (PMI) bestätigt. Dieser zusammengesetzte Index, der auf den Ergebnissen einer monatlichen Umfrage zur tatsächlichen Entwicklung in den Bereichen Auftragseingang, Produktion, Beschäftigung, Lieferzeiten der Anbieter und Einkaufsbestand beruht, ist in den letzten Monaten – auch im Oktober – kontinuierlich gestiegen (siehe Abbildung 10). Die verschiedenen Indikatoren zur konjunkturellen Lage in der Industrie deuten somit alle auf eine weitere Wachstumsbelebung in der zweiten Jahreshälfte 1999 hin.

Vertrauen der Verbraucher weitgehend unverändert auf hohem Niveau

Die Ergebnisse der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission sind seit dem Frühjahr weitgehend unverändert geblieben, wobei der Vertrauensindikator für die Verbraucher insgesamt knapp unter dem in den ersten Monaten dieses Jahres erreichten Rekordstand lag. Diese Entwicklung war auch bei den entsprechenden Komponenten zu beobachten. Der Trend bei der Zuversicht der Verbraucher dürfte durch das geringere Beschäftigungswachstum beeinflusst worden sein und steht im Einklang mit dem verlangsamten Wachstum der privaten Konsumausgaben in der ersten Jahreshälfte.

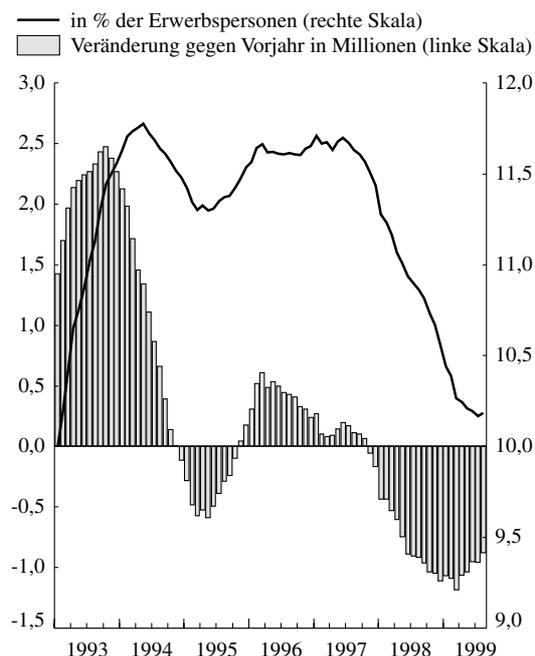
Die Daten zu den Einzelhandelsumsätzen und Pkw-Neuzulassungen im Eurogebiet geben Hinweise auf die jüngste Entwicklung der Verbrauchsnachfrage. Die Angaben von Eurostat zu den Einzelhandelsumsätzen im Euro-Währungsgebiet liegen bis einschließlich August 1999 vor (siehe Tabelle 5.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts). Um der Volatilität der Datenreihen Rechnung zu tragen, sind die gleitenden Durchschnitte der jährlichen Zuwachsraten in Abbildung 11 ausgewiesen. Die

Ergebnisse zeigen einen leichten Rückgang des Wachstums der Einzelhandelsumsätze von rund 3 % im zweiten Halbjahr 1998 auf knapp über 2 % im ersten Halbjahr 1999. Wie zu erwarten war, fiel die Abschwächung bei den Umsätzen im Bereich Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren, der im allgemeinen weniger konjunkturrempfindlich ist, geringer aus. Der Trend bei den jüngsten verfügbaren Daten kann als Indiz für eine Rückkehr zu höherem Wachstum bei den Einzelhandelsumsätzen insgesamt gewertet werden. Auch die aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission abzulesende Zuversicht im Einzelhandel ist im Verlauf des vergangenen Jahres leicht gesunken, scheint sich aber in jüngster Zeit stabilisiert zu haben. Die Zahl der Pkw-Neuzulassungen lag im dritten Quartal 1999 gut 6 % über dem Niveau des entsprechenden Vorjahrszeitraums, verglichen mit 8,3 % im zweiten Quartal und 7,1 % im ersten Quartal 1999.

Abbildung 12

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Tabelle 8**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1997	1998	1998	1998	1999	1999	1998	1998	1999	1999	1999	1999	1999
			Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	April	Mai	Juni
Quartalsraten ¹⁾													
Gesamtwirtschaft ²⁾	0,6	1,4	1,5	1,6	1,6	1,5	0,5	0,4	0,3	0,3	-	-	-
Industrie insgesamt	-1,4	0,2	0,3	0,4	0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0
Baugewerbe	-0,4	0,1	-0,3	2,1	2,6	2,7	0,5	1,9	0,5	-0,2	2,5	2,8	2,7
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	-1,4	0,4	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,0	-0,2	-0,2	-0,3	-0,7	-0,9	-0,8
Verarbeitendes Gewerbe	-1,0	0,8	1,0	0,5	0,1	-0,6	0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6

*Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Kurzfristige Unternehmensstatistik).**1) Quartalsraten; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.**2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.***Leichte Verlangsamung des Beschäftigungswachstums in der ersten Jahreshälfte 1999**

Auf der Grundlage der verfügbaren nationalen Statistiken, die mittlerweile auch vorläufige Schätzungen für Deutschland enthalten, wurde eine Schätzung der Beschäftigungsentwicklung im Euro-Währungsgebiet für das erste Halbjahr 1999 vorgenommen. Die kürzlich veröffentlichten Zahlen bestätigen weitgehend die erwartete leichte Abschwächung des Beschäftigungswachstums im ersten Halbjahr 1999 aufgrund der zeitlich verzögerten Auswirkungen der konjunkturellen Verlangsamung Ende 1998. Im Quartalsvergleich ging der Beschäftigungszuwachs im Euro-Währungsgebiet, der im vierten Quartal 1998 0,4 % betragen hatte, im ersten Quartal 1999

leicht auf 0,3 % zurück und blieb im zweiten Quartal unverändert.

Die sektorale Aufschlüsselung des Beschäftigungswachstums zeigt, daß die geringfügige Verlangsamung in der ersten Jahreshälfte hauptsächlich auf die Entwicklung in der Industrie zurückzuführen ist. So ist die Beschäftigung vor allem im Verarbeitenden Gewerbe seit dem letzten Quartal 1998 rückläufig und nahm im zweiten Quartal 1999 um 0,3 % ab (siehe Tabelle 8). Die Beschäftigungserwartungen lassen jedoch auf einen Anstieg im zweiten Halbjahr 1999 schließen. Im Dienstleistungssektor war in der ersten Jahreshälfte 1999 vermutlich weiterhin ein Zuwachs an Arbeitsplätzen zu verzeichnen, wenngleich die Zuwachsraten gegenüber Ende 1998 etwas niedriger gewesen sein dürften.

Tabelle 9**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

	1996	1997	1998	1998	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				Q3	Q4	Q1	Q2	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.
Insgesamt	11,6	11,6	10,9	10,9	10,7	10,4	10,2	10,3	10,2	10,2	10,2	10,2	10,2
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,9	23,3	21,4	21,3	20,9	20,2	19,6	19,9	19,7	19,6	19,6	19,6	19,7
25 Jahre und älter ²⁾	9,8	10,0	9,4	9,4	9,2	9,0	8,9	8,9	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.**1) 1998 entfielen auf diese Gruppe 24,5 % der Arbeitslosen insgesamt.**2) 1998 entfielen auf diese Gruppe 75,5 % der Arbeitslosen insgesamt.*

Arbeitslosenquote im August weiterhin unverändert

Die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet lag im August 1999 bei 10,2 %. Da die EWU-weiten Zahlen für April, Mai und Juni 1999 um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert wurden, dürfte die Arbeitslosenquote somit seit April unverändert geblieben sein (siehe Tabelle 9).

Nach Altersgruppen betrachtet erhöhte sich im August die Arbeitslosenquote bei den un-

ter 25jährigen gegenüber Juli leicht auf 19,7 %. Nachdem die Jugendarbeitslosigkeit fast ein Jahr lang kontinuierlich zurückgegangen war, dürfte dieser Anstieg zum Teil auf eine geringere Beteiligung an Beschäftigungsprogrammen in einigen Ländern zurückzuführen sein. Diese Programme, die im vergangenen Jahr aufgelegt bzw. weiter ausgebaut wurden, richteten sich vorrangig an Jugendliche. Die Arbeitslosenquote bei den über 25jährigen blieb im August mit 8,8 % im Vergleich zum Vormonat unverändert.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Abschwächung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro bei deutlichen Schwankungen wichtiger Wechselkurse

An den Devisenmärkten waren im Oktober und Anfang November 1999 einige ungewöhnlich starke Schwankungen bei den Wechselkursen der wichtigsten Währungen zu verzeichnen, die jedoch nicht alle von Dauer waren. In den Schwellenländern war die Wechselkursvolatilität – in Einklang mit der allgemeinen wirtschaftlichen Erholung, die inzwischen in den meisten dieser Länder eingesetzt hat – meist gering.

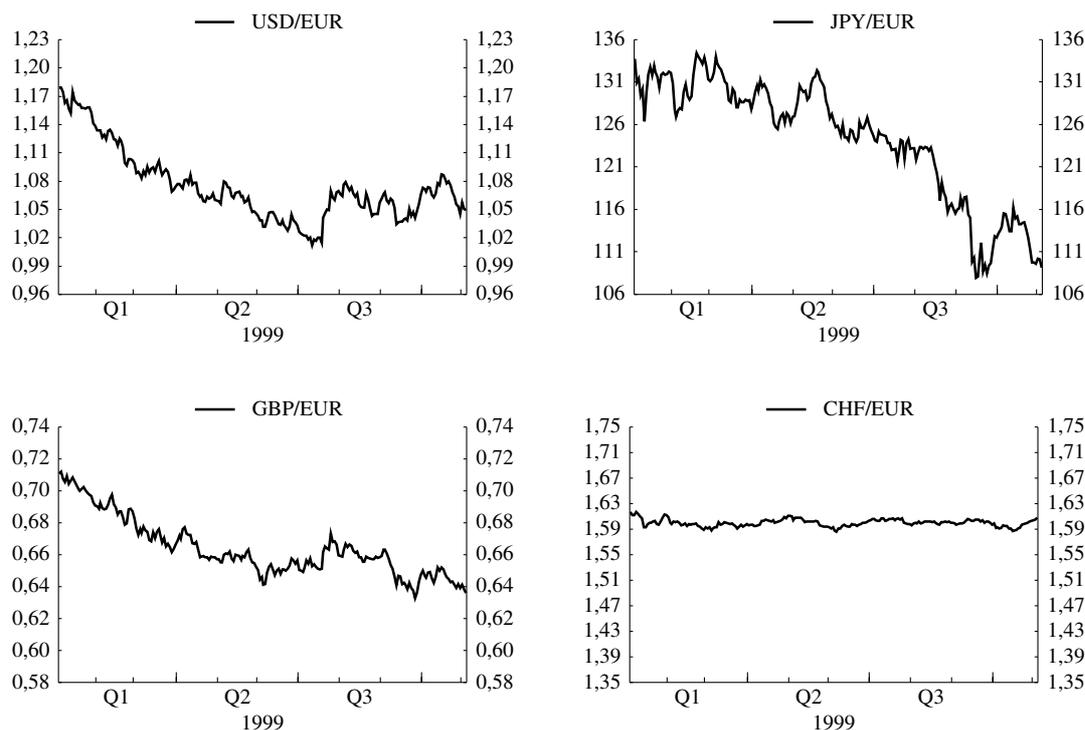
Der US-Dollar wies eine relativ hohe Volatilität auf und gewann in der zweiten Oktoberhälfte und Anfang November gegenüber dem Euro an Wert, wobei die Kursbewegungen hauptsächlich durch die Nervosität an den

US-Aktienmärkten und anschließend durch die Bekanntgabe neuer wirtschaftlicher Daten hervorgerufen wurden. Nachdem der Vorsitzende der amerikanischen Notenbank angemahnt hatte, im Hinblick auf das aktuelle Niveau der Aktienkurse vorsichtig zu sein, erreichte der Euro am 15. Oktober 1999 einen Kurs von 1,09 USD und damit den höchsten Stand seit Ende März. Im weiteren Monatsverlauf erholte sich der US-Dollar nach einem Wiederanstieg der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten und der Bekanntgabe neuer Daten zur US-Wirtschaft, die allgemein als Bestätigung eines robusten US-amerikanischen Wirtschaftswachstums bei gedämpftem Inflationsdruck interpretiert wurden. Diese Faktoren scheinen die Devisenmärkte im Oktober insgesamt stärker beeinflusst zu haben als weitere Anzeichen einer im Gang befindlichen wirtschaftlichen Erholung im Euro-Währungsgebiet. Am 3. November notierte der

Abbildung 13

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

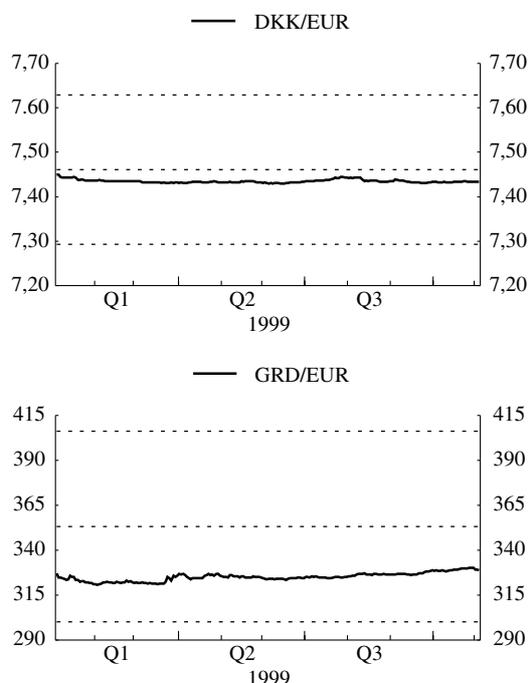
Euro bei 1,05 USD und damit etwa 2,2 % niedriger als Anfang Oktober.

Der japanische Yen konnte die starke Position ausbauen, die er in den vergangenen Monaten bis einschließlich September gegenüber einigen wichtigen Währungen gewonnen hatte. Der vorherige Wertgewinn war vor allem durch die verbesserten Konjunkturaussichten für die japanische Wirtschaft ausgelöst worden, für die nun allgemein ein positives reales Wachstum im Jahr 1999 erwartet wird. Im Oktober bekanntgegebene Wirtschaftsdaten haben diesen Eindruck weitgehend bestätigt. Die verbesserten Wirtschaftsperspektiven und die Ankündigung eines weiteren staatlichen Konjunkturprogramms - die im Oktober zu einem Anstieg der langfristigen Anleiherenditen beigetragen hat - könnten auch in einem gewissen Umfang zur Stärkung des Yen beigetragen haben. Am 3. November notierte der Euro bei 109 JPY und unterschritt damit seinen Stand Anfang Oktober um 3,6 %.

Das Pfund Sterling gewann zwischen Anfang Oktober und Anfang November gegenüber dem Euro gut 2 % an Wert. Am 7. Oktober beschloß der Geldpolitische Ausschuß der Bank von England, den Leitzins angesichts der Konjunkturperspektiven, die uneinheitliche - aber per saldo weitgehend positive - Signale für das Wirtschaftswachstum beinhalten, unverändert zu lassen. Insbesondere die vorläufigen Zahlen für das BIP-Wachstum im Vereinigten Königreich im dritten Quartal 1999 deuten darauf hin, daß die Wirtschaft erstmals seit zwei Jahren schneller als mit der Trendwachstumsrate expandiert haben dürfte; diese Entwicklung steht im Einklang mit den besser als erwartet ausfallenden Produktions- und Nachfrageindikatoren und den rückläufigen Arbeitslosenzahlen. Am 3. November notierte der Euro bei 0,636 GBP. Der Schweizer Franken blieb im Berichtszeitraum gegenüber dem Euro weitgehend stabil; der Euro notierte während dieser Zeit im Durchschnitt bei 1,60 CHF.

Im WKM II blieb die dänische Krone sehr stabil, während die griechische Drachme leicht an Wert verlor. Der durchschnittliche

Abbildung 14
Wechselkursentwicklung 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.

Wechselkurs der Drachme gegenüber dem Euro lag im Oktober bei etwa 329 GRD; er war damit ungefähr 0,7 % niedriger als im September, lag aber immer noch etwa 6,8 % über dem Leitkurs. Die Abschwächung im Oktober spiegelte vor allem die Nervosität an den Finanzmärkten - insbesondere an der Athener Börse, wo die Notierungen am 3. November 90 % höher waren als zu Beginn des Jahres - sowie die am 20. Oktober von der griechischen Zentralbank bekanntgegebene Herabsetzung der Interventionskurse wider. Die schwedische Krone schwächte sich zunächst bis Mitte Oktober gegenüber dem Euro leicht ab, legte jedoch danach wieder um etwa 1,3 % an Wert zu. Diese Entwicklung spiegelte allerdings vor allem die Kursbewegungen des Dollar/Euro-Wechselkurses wider und schien weniger mit der Stärkung der schwedischen Wirtschaft zusammenzuhängen.

An den Devisenmärkten in den meisten Schwellenländern ging es – in einem Umfeld sich aufhellender Konjunkturperspektiven und einer allgemeinen weiteren Eindämmung der Instabilität des Finanzsystems – ruhig zu. Eine nennenswerte Ausnahme bildete Brasilien, wo der Wechselkurs aufgrund von Schwierigkeiten bei der Umsetzung von Strukturreformen erneut unter Druck geriet.

Betrachtet man den nominalen effektiven Wechselkurs, d. h. den gegenüber den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets handelsgewichteten Wechselkurs, dann schwächte sich der Euro zwischen dem 1. Oktober und 3. November um etwa 2 % ab. Im Oktober lag der Wechselkursindex im Durchschnitt bei 94,4, d. h. etwa auf demselben Niveau wie im September und damit 5,6 % niedriger als im ersten Quartal nach der Einführung des Euro. Wie im Monatsbericht vom Oktober 1999 erläutert wurde, wird dieser Index nun von der EZB berechnet.

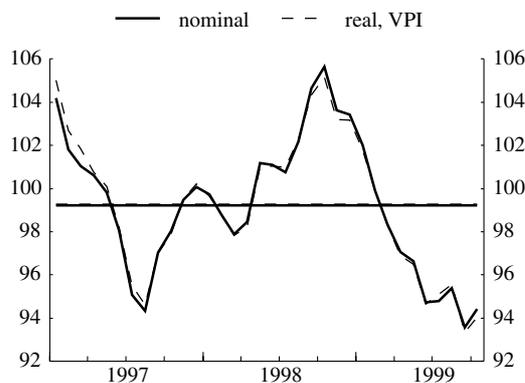
Ausfuhren in den letzten Monaten erhöht

Im August 1999 ging der Leistungsbilanzüberschuß des Euro-Währungsgebiets auf 1,5 Mrd € zurück, verglichen mit 4,3 Mrd ECU im entsprechenden Vorjahrsmonat. Dieser Rückgang war wie schon in den Vormonaten vor allem auf einen geringeren Überschuß im Warenhandel sowie einen Umschwung bei den Dienstleistungen zurückzuführen, deren Saldo nun ein Defizit aufweist. Dagegen verzeichneten die Teilbilanzen der Vermögenseinkommen sowie der Laufenden Übertragungen leichte Verbesserungen im Vergleich zum August des Vorjahrs.

Die Warenausfuhren erhöhten sich im August gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 2,9 %, nachdem sie sich im bisherigen Jahresverlauf fast durchgehend abgeschwächt hatten. Revidierten Angaben zufolge sind die Ausfuhren auch im Juni gestiegen; damit liegen nun erste Belege dafür vor, daß die steigende Auslandsnachfrage und die

Abbildung 15 Nominale und reale effektive Wechselkurse ¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Mit Einführung der neuen Datenquelle wurde die Basisperiode für den Index von 1990 = 100 auf 1999 Q1 = 100 geändert (siehe Kasten 5 des Monatsberichts vom Oktober 1999).

1) Angaben nach Berechnungen der EZB. Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die horizontalen Linien geben die Durchschnittswerte für den dargestellten Zeitraum an (Januar 1997 bis Oktober 1999).

jüngsten Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit nun auf das Exportgeschäft durchschlagen dürften. Trotz des verbesserten Exportgeschäfts verringerte sich der Saldo des Warenhandels im August, da der Wert der Einfuhren im Einklang mit dem seit Mai verzeichneten Trend gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 7,7 % gestiegen ist. Dieser Trend ist zum Teil auf den kräftigen ölpreisbedingten Anstieg der Einfuhrpreise sowie die Abwertung des Euro zurückzuführen. Da er zudem auch einen kräftigen Zuwachs der volumen- und wertmäßigen Importe von Maschinen und Fahrzeugen darstellt, hängt er offenbar mit der jüngsten konjunkturellen Belebung im Euro-Währungsgebiet zusammen.

In den ersten acht Monaten des Jahres 1999 verringerte sich der Leistungsbilanzüberschuß des Euro-Währungsgebiets gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um etwa 20 %, was hauptsächlich auf einen wertmäßigen Rückgang der Warenausfuhren um 13,6 Mrd € (oder ungefähr 2,7 %) zurückzuführen war, während die Wareneinfuhren fast unverändert blieben. Zwar war der Saldo der

Tabelle 10**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ¹⁾***(Mrd EUR, Veränderungen gegenüber Mrd ECU im Jahr 1998, nicht saisonbereinigt)*

	1998 Jan. - Aug.	1998 Aug.	1999 Jan. - Aug.	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.
Saldo der Leistungsbilanz	45,5	4,3	36,4	7,4	8,2	1,5
Einnahmen	843,8	93,8	831,5	116,4	111,9	96,0
Ausgaben	798,3	89,4	795,1	109,0	103,7	94,5
Saldo des Warenhandels	79,8	9,0	66,7	11,0	13,3	7,0
Ausfuhr	513,0	55,7	499,4	69,1	69,4	57,3
Einfuhr	433,2	46,7	432,7	58,1	56,0	50,3
Saldo der Dienstleistungen	1,1	0,1	-3,4	-0,1	0,8	-1,1
Einnahmen	154,2	20,3	152,5	21,6	22,7	19,9
Ausgaben	153,1	20,2	155,9	21,7	21,9	21,0
Saldo der Erwerbs- und Vermögens- einkommen	-8,0	0,2	-2,9	-0,2	-1,5	0,4
Saldo der Laufenden Übertragungen	-27,4	-4,9	-24,1	-3,2	-4,4	-4,8
Saldo der Vermögensübertragungen	8,5	1,5	7,5	1,4	0,7	0,6
Saldo der Kapitalbilanz	4,3	4,3	-32,0	-12,2	-3,4	32,9
Direktinvestitionen	-39,6	-7,6	-79,7	-18,9	-5,7	-5,9
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-93,8	-4,1	-122,5	-25,3	-19,0	-9,4
Im Euro-Währungsgebiet	54,2	-3,5	42,8	6,4	-5,8	3,5
Wertpapieranlagen	-32,9	8,0	-56,9	7,9	3,0	1,8
Forderungen	-221,2	-16,4	-190,7	-25,5	-19,0	-20,7
Verbindlichkeiten	188,2	24,4	133,8	33,4	22,1	22,5
Finanzderivate	-3,2	2,2	1,3	-0,1	1,8	1,5
Übriger Kapitalverkehr	82,7	3,7	91,5	-2,3	-1,8	34,9
Währungsreserven	-2,7	-2,0	11,9	1,3	-0,7	0,5
Restposten	-58,2	-10,1	-11,9	3,3	-5,5	-35,0

*Quelle: EZB.**Anmerkung: In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluß und ein negatives Vorzeichen einen Abfluß an. Detailliertere Tabellen finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“, Abschnitt 8.**1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.*

Dienstleistungsbilanz in diesem Zeitraum ebenfalls rückläufig, doch trug die Verringerung des Defizits bei den Laufenden Übertragungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen von Januar bis August 1999 dazu bei, den Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses zu begrenzen.

Im August weiterhin Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen bei anhaltenden Netto-Kapitalabflüssen im Bereich der Direktinvestitionen

Wie bereits im Juli fielen die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen insgesamt mit 4,1 Mrd €

deutlich niedriger aus als im Durchschnitt des ersten Halbjahrs 1999 (21,6 Mrd €). In den ersten acht Monaten des Jahres 1999 zusammengekommen waren die Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen und Direktinvestitionen allerdings immer noch fast 90 % höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum.

Im August beliefen sich die Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen auf 5,9 Mrd € und erreichten damit eine ähnliche Höhe wie im Juli (5,7 Mrd €), lagen jedoch deutlich unter dem sowohl im Mai als auch im Juni verzeichneten Wert von 19 Mrd €. Diese Verlangsamung war in erster Linie auf einen im Vergleich zu den Vormonaten erheblichen Rückgang der Direktin-

vestitionen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets in Drittländern zurückzuführen (siehe Tabelle 8.4 in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Gleichwohl haben sich die Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen in den ersten acht Monaten 1999 gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum verdoppelt. Hierzu haben sowohl die umfangreicheren Direktinvestitionen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets in Drittländern als auch die niedrigeren ausländischen Direktinvestitionen im Eurogebiet beigetragen.

Bei den Wertpapieranlagen war im August im dritten Monat in Folge ein Netto-Kapitalzufluß (1,8 Mrd €) zu verzeichnen, nachdem die Netto-Kapitalabflüsse in den ersten fünf Monaten des Jahres zusammengekommen

69,6 Mrd € betragen hatten. Dieser Umschwung bei den Kapitalströmen im Bereich der Wertpapieranlagen dürfte mit der Befestigung des Euro zusammenhängen, die von Ende Juli bis Ende August insbesondere gegenüber dem US-Dollar zu verzeichnen war. Genauer betrachtet waren die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im August hauptsächlich auf den umfangreichen Nettoerwerb von im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen wie Anleihen und Geldmarktpapiere zurückzuführen, während bei den Dividendenwerten Netto-Kapitalabflüsse zu beobachten waren. In den ersten acht Monaten des Jahres waren die kumulierten Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen etwa 70 % höher als im entsprechenden Vorjahrszeitraum.

Auf Preisstabilität ausgerichtete Politik und die Entwicklung der langfristigen Realzinsen in den neunziger Jahren

Der tendenzmäßige Rückgang der langfristigen Realzinsen seit Mitte der neunziger Jahre scheint größtenteils auf den stabilitätsorientierten Kurs der Geld- und Finanzpolitik innerhalb des Euro-Währungsgebiets im Rahmen des Konvergenzprozesses im Vorfeld der Währungsunion zurückzuführen zu sein. Zwar gibt es zugegebenermaßen eine Vielzahl von möglichen Erklärungsansätzen für diese Entwicklung, doch hat die glaubwürdige Sicherung der Preisstabilität innerhalb des Eurogebiets dazu beigetragen, die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Preisentwicklung zu reduzieren und damit die in den langfristigen Realzinsen enthaltenen Risikoprämien zu verringern. Außerdem hat die Konsolidierung der Staatsfinanzen durch eine niedrigere öffentliche Kapitalnachfrage einen Abwärtsdruck auf die Realzinsen ausgeübt.

In Zukunft ist ein mit der geldpolitischen Strategie des Eurosystems zu vereinbarenden Kurs der Geldpolitik von äußerster Wichtigkeit für die nachhaltige Gewährleistung der Preisstabilität im Euroraum und damit auch für ein Umfeld, das weiterhin ein niedriges Niveau der in den langfristigen Realzinsen enthaltenen Risikoprämien begünstigt. Durch die Verringerung dieser in den Realzinsen enthaltenen Risikoprämien wird die Geldpolitik dazu beitragen, die Allokationseffizienz des Kapitalmarkts zu verbessern. Dies ist einer von vielen Wirkungskanälen, durch die eine Geldpolitik, die die Preisstabilität glaubhaft gewährleistet, den allgemeinen Wohlstand einer Volkswirtschaft verbessern kann. Dieser Prozeß wird durch einen auf Preisstabilität ausgerichteten Kurs der Finanzpolitik im Einklang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt ergänzt und unterstützt.

I Einleitung – Die Realzinsen

Das Niveau der Realzinsen wird durch ein Zusammenspiel vieler gesamtwirtschaftlicher Faktoren, insbesondere der gesamtwirtschaftlichen Spar- und Investitionsniveaus, bestimmt. In dieser Hinsicht hängen die Spar- und Investitionsentscheidungen privater Haushalte einerseits von den Konsumpräferenzen der privaten Haushalte in verschiedenen Zeiträumen und andererseits von den den Unternehmen zur Verfügung stehenden Technologien und Produktionsmöglichkeiten ab. Darüber hinaus beeinflusst auch das Nettosparverhalten der öffentlichen Hand die Entwicklung der Realzinsen. All diese Faktoren können sich im Zeitverlauf ändern und stehen in einem Wirkungszusammenhang. Angesichts dieser Komplexität ist es nicht möglich, die Aussichten für das reale Wirtschaftswachstum allein anhand des Realzinsniveaus zu beurteilen. Vielmehr ist eine Untersuchung der Faktoren, die das Niveau der Realzinsen beeinflussen, notwendig, um deren Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum einschätzen zu können.

Während die Beschreibung und Interpretation der Entwicklung der Realzinsen und ihrer Auswirkungen auf die Leistungskraft der Ge-

samtwirtschaft häufig sehr kompliziert ist und dabei viele Faktoren zu berücksichtigen sind, konzentriert sich dieser Artikel auf einen einzelnen, sehr spezifischen Faktor, nämlich auf die Auswirkungen des geld- und finanzpolitischen Kurses auf die langfristigen Realzinsen.

In einer Volkswirtschaft führt eine Geldpolitik, die sich nicht auf die Gewährleistung der Preisstabilität konzentriert, zu einem erheblichen Ausmaß an Unsicherheit. Diese Unsicherheit geht in der Regel mit einem Anstieg der in den Realzinsen enthaltenen Risikoprämien einher, da die Anleger einen Ausgleich für das eingegangene Risiko erwarten. Daher könnte eine erhöhte Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Preisentwicklung aufgrund eines schlecht konzipierten geldpolitischen Kurses *ceteribus paribus* zu einer weniger effizienten Allokation von Ressourcen und daher zu gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrtseinbußen führen.

Mangelnde Haushaltsdisziplin führt nicht nur zu Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Realzinsen und trägt damit zum Anstieg der in den langfristigen Realzinsen enthaltenen Risikoprämien bei, sondern kann auch über andere Kanäle Auswirkungen auf die Realzinsen haben.

Hohe Haushaltsdefizite und Verschuldungsniveaus treiben die Realzinsen nach oben, da die öffentlichen Haushalte für ihre Ausgaben einen größeren Anteil an den zur Verfügung stehenden Mitteln benötigen. Außerdem könnte mangelnde Haushaltsdisziplin die Tragbarkeit der öffentlichen Finanzen in Frage stellen, Befürchtungen hervorrufen, daß der Staat seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen könnte, und damit die Anleger veranlassen, aufgrund dieser Möglichkeit eine Kreditrisikoprämie zu verlangen. Darüber hinaus könnte die implizit höhere Zinslast der öffentlichen Verschuldung den Staat zu Steuererhöhungen veranlassen, was zu einer weiteren Fehlallokation von Ressourcen aufgrund der durch die höheren Steuern verursachten Verzerrungen führen würde.

Im Gegensatz zu den zuvor beschriebenen Szenarien gestattet eine gut konzipierte Geld- und Finanzpolitik dem Kapitalmarkt im Zeitverlauf eine effizientere Ressourcenallokation. Dies wiederum dürfte das Produktivpotential der Volkswirtschaft steigern und die Wachstums- und Beschäftigungsperspektiven auf mittlere Sicht verbessern.

Während der neunziger Jahre und insbesondere in den Jahren unmittelbar vor der Einführung des Euro im Jahr 1999 wurden er-

hebliche Fortschritte bei der Einführung und Umsetzung einer stabilitätsorientierten Geld- und Finanzpolitik innerhalb des Euroraums erzielt. In den elf Ländern, die jetzt das Euro-Währungsgebiet bilden, spielte der Konvergenzprozeß, der durch die fiskal- und geldpolitischen Kriterien für die Teilnahme an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) vorangetrieben wurde, eine wichtige Rolle bei der Disziplinierung der Geld- und Finanzpolitik in diesem Zeitraum.

In diesem Artikel wird im weiteren die Entwicklung der langfristigen Realzinsen im Eurogebiet während des Konvergenzprozesses des letzten Jahrzehnts beschrieben. Es werden eine Reihe von Wirkungszusammenhängen zwischen dem tendenzmäßigen Rückgang der Realzinsen und dem verbesserten geld- und finanzpolitischen Umfeld während der neunziger Jahre erörtert. Obwohl die Einführung und Umsetzung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik die Entwicklung der Realzinsen während der letzten zehn Jahre nur teilweise erklärt, können anhand dieses Zeitraums einige der Vorzüge der Hinwendung zu einer Politik, die stabile Preise und tragbare öffentliche Finanzen gewährleistet, aufgezeigt werden.

Kasten I

Messung des Realzinssatzes

Der reale Zinssatz wird in der Regel gemessen, indem das Niveau der Nominalzinsen um die erwartete Veränderung des Preisniveaus korrigiert wird. Die Inflationserwartungen können jedoch nicht direkt beobachtet werden, so daß sich die Messung der Realzinsen schwierig gestaltet. Außerdem kann die Messung des Realzinssatzes je nach Fälligkeit des gewählten Zinssatzes unterschiedlich sein.

Da der Kapitalbedarf und der Investitionshorizont der Unternehmen in der Regel längerfristig sind, ist der langfristige Zinssatz der wichtigste Realzinssatz für die Investitionsentscheidungen der Unternehmen. Ähnlich ist auch ein Großteil des Sparverhaltens der privaten Haushalte (z. B. für die Altersvorsorge) langfristig angelegt, so daß zu erwarten wäre, daß der langfristige Realzinssatz bei den Sparentscheidungen der privaten Haushalte von größerer Bedeutung ist als ein kurzfristiger Zinssatz. Zwar bestehen im Euro-Währungsgebiet bei den für die Spar- und Investitionsentscheidungen relevanten Laufzeiten gewisse Unterschiede, doch scheint es, als ob die langfristigen Realzinsen insbesondere in Ländern, die bereits über eine längere Erfolgsbilanz bei der Gewährleistung von Preisstabilität verfügen, in der Tat die wichtigsten Zinssätze für Spar- und Investitionsentscheidungen sind. Daher konzentriert sich dieser Artikel im weiteren Verlauf auf die langfristigen Realzinsen.

Da die Inflationserwartungen nicht direkt meßbar sind, ist es notwendig, eine Methode zu ihrer Berechnung zu wählen. Bei historischen Untersuchungen der Entwicklung der Realzinsen über einen langen Zeitraum hinweg

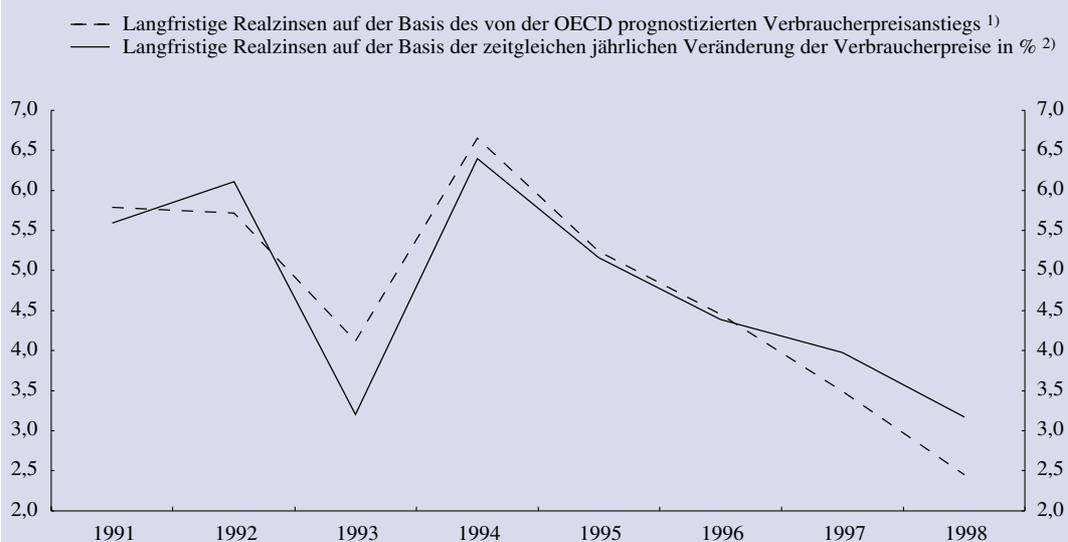
kann häufig ein ex-post-Ansatz verwendet werden. Bei der Messung der Inflationserwartungen werden die Inflationszahlen für den entsprechenden Zeitraum zugrunde gelegt. Dieser Meßansatz führt nur dann zu einer korrekten Messung des realen Zinssatzes, wenn die tatsächlichen Inflationszahlen nicht wesentlich von den vorherigen Erwartungen abweichen. Da sich die Fehler über längere Zeiträume hinweg möglicherweise ausgleichen, stellen die längerfristigen ex-post-Realzinsen häufig eine geeignete Meßgröße dar.

Ein derartiger Ansatz ist bei der Untersuchung der gegenwärtigen Realzinsen nicht möglich. In der Abbildung unten wäre z. B. für die jüngsten zehnjährigen ex-post-Realzinsen Datenmaterial über die Inflationsrate in den nächsten zehn Jahren erforderlich, die derzeit nicht bekannt ist. In diesem Fall muß ein ex-ante-Ansatz verwendet werden, bei dem die Inflationserwartungen geschätzt werden. Verschiedene Methoden kommen für die Schätzung von Inflationserwartungen in Frage. Ein explizit in die Zukunft gerichteter Ansatz kann zum Beispiel auf einfachen statistischen Verfahren beruhen, die die Inflationsreihen für die Zukunft extrapolieren, oder auf umfassenden ökonometrischen Modellen, die gesamtwirtschaftliche Informationen in die Erstellung der Inflationsprognosen einfließen lassen. Alternativ kann auch versucht werden, Inflationserwartungen direkt anhand von Umfrageergebnissen zu messen. Jedoch liefern die meisten Umfragen nur qualitative Antworten, die noch in eine quantitative Form umgewandelt werden müssen. Außerdem ist anzumerken, daß der Zeithorizont der in den meisten Prognosen und Umfragen geäußerten Inflationserwartungen für die Berechnung der langfristigen Realzinsen zu kurz ist und daß die Umfragen und Prognosen für bestimmte Zwecke zu selten durchgeführt werden. In der Abbildung unten wird ein auf Prognosen basierender Ansatz verwendet, bei dem die von der OECD erstellten Inflationsprognosen für die nächsten zwei Jahre verwendet werden.

Alternativ könnte die gegenwärtige Preissteigerungsrate zur Messung der Inflationserwartungen herangezogen werden. Wie aus der Abbildung unten zu entnehmen ist, folgt diese einfache Meßgröße in den neunziger Jahren weitgehend demselben Pfad wie eine kompliziertere Schätzung der langfristigen Realzinsen auf der Basis der Inflationsprognosen aus dem makroökonomischen Modell der OECD. Der Einfachheit halber konzentriert sich dieser Artikel im weiteren Verlauf auf diese Messung der langfristigen Realzinsen, nämlich auf die nominale Rendite zehnjähriger Staatsanleihen, bereinigt um die gegenwärtige Anstiegsrate bei den Verbraucherpreisen.

Langfristige Realzinsen im Euro-Währungsgebiet

(Prozentpunkte; Jahreswerte)



Quellen: OECD, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der langfristige Realzinssatz für das Euro-Währungsgebiet wird als gewogener Durchschnitt der nationalen langfristigen Realzinssätze, gewichtet mit den BIP-Anteilen auf Basis der Kaufkraftparitäten von 1995, berechnet.

1) Berechnet als die Nominalrendite zehnjähriger Staatsanleihen zum Jahresende abzüglich der zu diesem Zeitpunkt prognostizierten durchschnittlichen Preissteigerung für die darauffolgenden zwei Jahre.

2) Berechnet als die Nominalrendite zehnjähriger Staatsanleihen zum Jahresende abzüglich der zeitgleichen Veränderung der Verbraucherpreise.

2 Jüngste Entwicklungen bei den langfristigen Realzinsen

Zu Beginn der neunziger Jahre, in einer Phase relativ robusten Wirtschaftswachstums, erreichte der langfristige Realzinssatz in den Ländern des heutigen Eurogebiets, gemessen an der Nominalrendite zehnjähriger Staatsanleihen bereinigt um den zeitgleichen jährlichen Anstieg der Verbraucherpreise (zur Meßproblematik siehe Kasten 1), im Durchschnitt ein Niveau von 5–6 %. Nachdem die Realzinsen während des Konjunkturabschwungs im Jahr 1993 beträchtlich gefallen waren, sind sie 1994 nach einer starken Revision der Wachstumserwartungen der Weltwirtschaft nach oben wieder kräftig gestiegen. Danach sind während des im Vorfeld der Währungsunion zu beobachtenden Konvergenzprozesses der Volkswirtschaften des Euroraums – der gegen Mitte bzw. Ende der neunziger Jahre an Dynamik gewann – die langfristigen Realzinsen im Eurogebiet kontinuierlich gesunken und lagen zum Zeitpunkt der Einführung des Euro im Januar 1999 bei rund 3 % (siehe Abbildung 1). In jüngster Zeit, d. h. im Jahr 1999, haben die verbesserten

Perspektiven für das Wachstum der Weltwirtschaft zu einem leichten Anstieg der Realzinsen geführt.

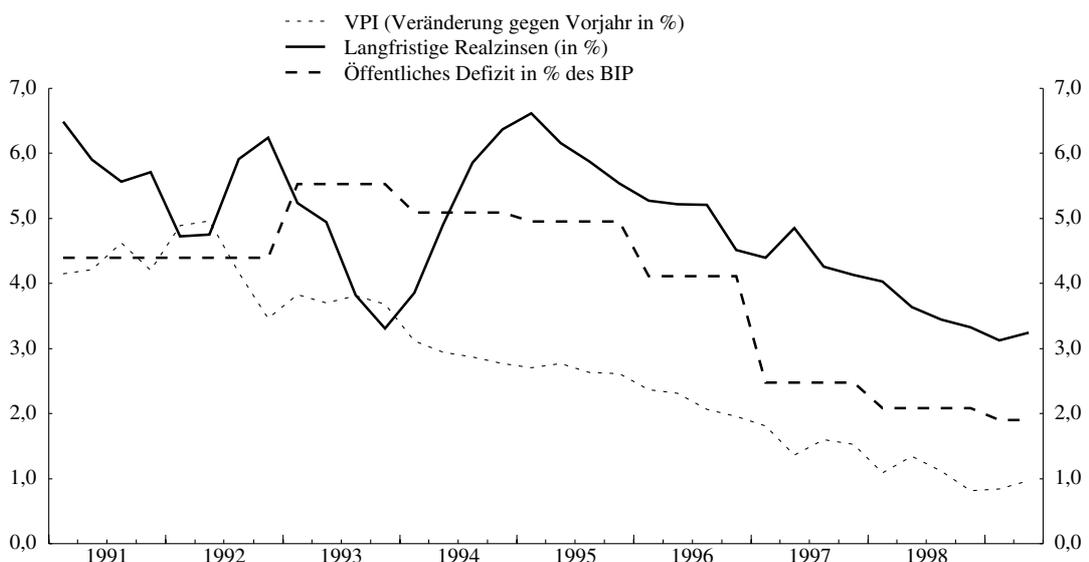
Aus Abbildung 1 wird ersichtlich, daß die sinkenden Realzinsen seit Mitte der neunziger Jahre mit einer gleichzeitigen Verringerung der Haushaltsdefizite im Euroraum sowie einem kontinuierlichen Rückgang der Preissteigerungsraten einhergingen.

Das Ausmaß des Rückgangs der langfristigen Realzinsen war in den einzelnen Ländern, die heute das Euro-Währungsgebiet bilden, unterschiedlich. Abbildung 2 veranschaulicht die Entwicklung des Spreads zwischen den Realzinsen in jedem Land des Eurogebiets und in Deutschland, wo der Rückgang zwischen der ersten Hälfte der neunziger Jahre und Ende 1998 am geringsten war (siehe Tabelle 1). Die Abbildung zeigt, daß der Rückgang des durchschnittlichen Niveaus der Realzinsen im Euroraum mit einer Konvergenz der Realzinsen auf das Niveau in Deutschland,

Abbildung 1

Langfristige Realzinsen, VPI und öffentliches Defizit

(Quartalswerte)



Quellen: Eurostat, Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der langfristige Realzins für das Euro-Währungsgebiet wird als gewogener Durchschnitt der nationalen langfristigen Realzinsen, gewichtet mit den BIP-Anteilen auf Basis der Kaufkraftparitäten von 1995, berechnet; die nationalen langfristigen Realzinsen werden als Nominalrenditen von Staatsanleihen (zehnjährige Anleihen bzw. die nächstliegenden Laufzeiten) abzüglich der zeitgleichen jährlichen Veränderung der nationalen Verbraucherpreise berechnet.

Tabelle I**Ausgewählte gesamtwirtschaftliche Indikatoren in den Ländern des Euro-Währungsgebiets**

	Bruttoforderungen an öffentliche Haushalte (in % des BIP)		Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)		Anstieg der Verbraucherpreise (Veränderung gegen Vorjahr in %)		Volatilität der nominalen effektiven Wechselkurse		Langfristiger Realzinssatz (in % p.a.)	
	1991-95	1998	1991-95	1998	1991-95	1998	1991-95	1998	1991-95	1998
Eurogebiet	66,7	73,4	-4,9	-2,1	3,6	1,3	.	.	5,4	3,4
Belgien	132,6	117,3	-5,9	-1,3	2,4	1,0	0,6	0,3	5,6	3,8
Deutschland	48,4	61,1	-2,9	-2,0	3,5	0,9	0,8	0,5	3,8	3,6
Spanien	55,2	65,6	-5,7	-1,8	5,2	1,8	1,0	0,4	5,9	3,0
Frankreich	44,5	58,5	-4,4	-2,9	2,2	0,8	0,7	0,4	5,6	3,9
Irland	89,0	52,1	-2,1	2,3	2,5	2,4	0,8	1,1	5,9	2,4
Italien	115,9	118,7	-9,2	-2,7	5,1	2,0	1,4	0,4	7,0	2,9
Luxemburg	5,2	6,7	1,8	2,1	2,8	1,0	.	.	4,7	3,8
Niederlande	79,5	67,7	-3,6	-0,9	2,7	2,0	0,6	0,4	4,7	2,6
Österreich	62,6	63,3	-3,9	-2,1	3,2	0,9	0,5	0,3	4,3	3,8
Portugal	61,9	57,0	-5,4	-2,3	7,1	2,8	0,7	0,2	5,2	2,1
Finnland	47,1	49,1	-5,0	1,0	2,3	1,4	1,3	0,5	7,8	3,4

Quellen: Nationale Statistiken, BIZ-Berechnungen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Anstieg der Verbraucherpreise gibt die prozentuale Veränderung des nationalen Verbraucherpreisindex (VPI) gegenüber dem Vorjahr an; der Verbraucherpreisanstieg im Eurogebiet wird als gewogener Durchschnitt der nationalen VPI-Inflationsraten errechnet; gewogen mit den BIP-Anteilen auf Basis der Kaufkraftparitäten von 1995. Die nationalen effektiven nominalen Wechselkurse beruhen auf dem Warenhandel zwischen 25 Ländern im Jahr 1990; die Volatilität wird gemessen als durchschnittliche Veränderung der effektiven nominalen Wechselkurse in % gegenüber dem jeweiligen Vormonat. Die langfristigen Realzinsen werden als Nominalrenditen von Staatsanleihen (zehnjährige Anleihen bzw. die nächstliegenden Laufzeiten) abzüglich der zeitgleichen jährlichen Veränderung der nationalen Verbraucherpreise berechnet; der langfristige Realzinssatz für das Euro-Währungsgebiet wird als gewogener Durchschnitt der nationalen langfristigen Realzinssätze berechnet; gewogen mit den BIP-Anteilen auf Basis der Kaufkraftparitäten von 1995.

dem Land mit den niedrigsten durchschnittlichen Preissteigerungsraten in den vorangegangenen drei Jahrzehnten, einherging.

Es ist ebenfalls aufschlußreich, die Entwicklung der Realzinsen im Euroraum im globalen Zusammenhang zu untersuchen. Wie aus Abbildung 3 ersichtlich wird, waren die langfristigen Realrenditen in den Vereinigten Staaten in den neunziger Jahren weitaus stabiler als im Eurogebiet und bewegten sich vorrangig in einer Bandbreite von 3 % bis 4 % pro Jahr. Die relativ stabilen langfristigen Realrenditen in den Vereinigten Staaten in den neunziger Jahren dürften die sich ausgleichenden Effekte widerspiegeln, die sich einerseits aus dem Abwärtsdruck aufgrund der beachtlichen Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre und andererseits aus dem Aufwärtsdruck aufgrund des starken Wachstums und der günstigen Aussichten für die US-Konjunktur ergeben. Gleichzeitig sind die langfristi-

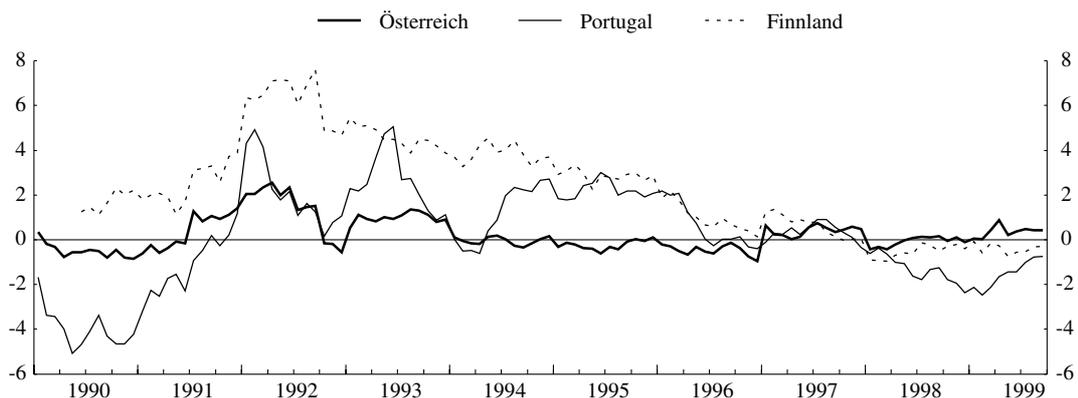
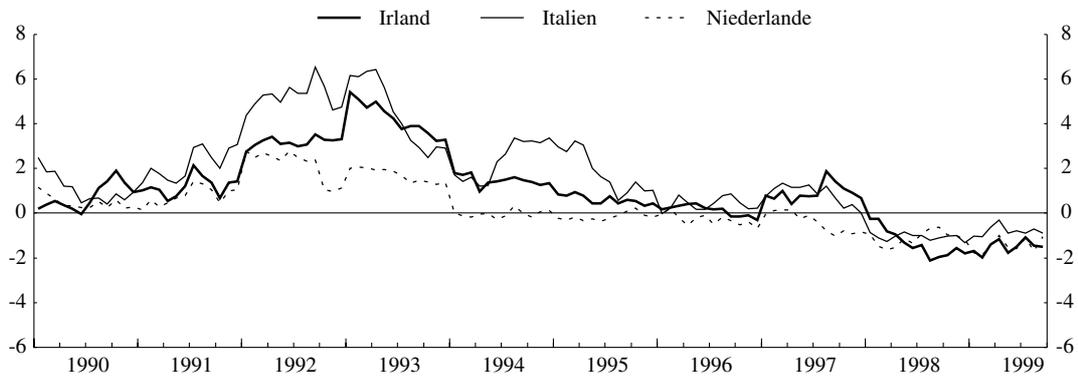
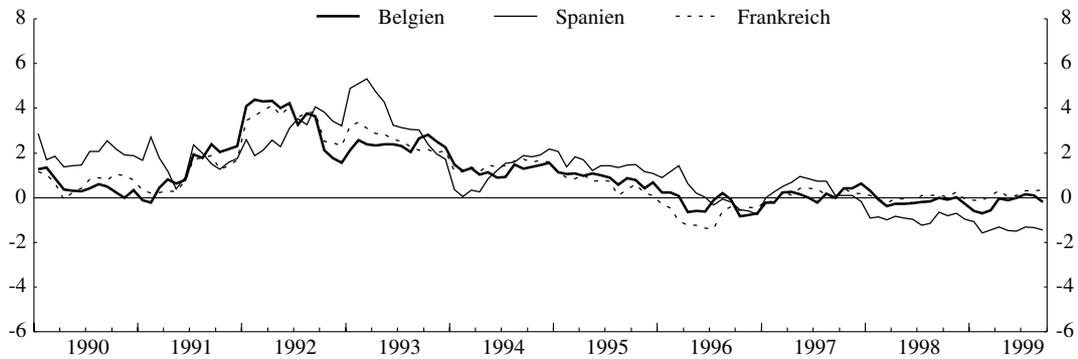
gen Realrenditen in Japan zwischen 1995 und 1997 angesichts der sich verschlechternden Konjunkturlage drastisch zurückgegangen und seit 1997 nur leicht gestiegen. Diese Entwicklung spiegelt insbesondere die erhebliche Verschlechterung der Finanzlage der öffentlichen Haushalte in den letzten Jahren wider.

Abbildung 3 zeigt auch, daß die langfristigen Realzinsen in den wichtigsten Ländern selbst in einem integrierten globalen Umfeld unterschiedlich sein können. Derartige Unterschiede sind in erster Linie auf Wechselkurserwartungen, unterschiedliche Erwartungen bezüglich der längerfristigen Preistrends und Währungsrisikoprämien zurückzuführen. In dieser Hinsicht haben sich unterschiedliche Geld- und Finanzpolitiken in den letzten Jahren häufig auf die Abweichung zwischen den Realzinsen im Eurogebiet und im Ausland ausgewirkt, indem sie das Ausmaß der erwarteten Abwertung des (realen) Wechselkurses und die Währungsrisikoprämie beeinflusst haben.

Abbildung 2

Differenz der langfristigen Realzinssätze gegenüber den Zinssätzen in Deutschland

(Prozentpunkte; Monatswerte)



Quellen: Eurostat, BIZ.

Anmerkung: Die nationalen langfristigen Realzinssätze werden als Nominalrenditen von Staatsanleihen (zehnjährige Anleihen bzw. die nächstliegenden Laufzeiten) abzüglich der zeitgleichen jährlichen Veränderung der nationalen Verbraucherpreise berechnet.

3 Der Beitrag einer stabilitätsorientierten Politik

Es gibt zahlreiche Gründe für die Annahme, daß der stabilitätsorientierte Kurs in der Geld- und Finanzpolitik die Entwicklung der langfristigen Realzinssätze in den Ländern, die

nun dem Euro-Währungsgebiet angehören, in den vergangenen Jahren maßgeblich beeinflusst hat. Wie bereits erwähnt, hat die strengere Ausrichtung der Geldpolitik auf Preisstabi-

tät einen anhaltenden Rückgang der Inflation im Eurogebiet bewirkt. Das zunehmend niedrigere Inflationsniveau im Eurogebiet hat zu bedeutend geringeren Inflationsschwankungen geführt, was wiederum dazu beigetragen haben dürfte, die Unsicherheit im Hinblick auf die zukünftige Preisentwicklung und die damit einhergehenden Inflationsrisikoprämien bei den langfristigen Realzinsen maßgeblich zu verringern.

Dieses Argument wird durch die Erfahrungen einzelner Länder des jetzigen Euro-Währungsgebiets gestützt. Die langfristigen Realzinssätze sind in denjenigen Ländern am stärksten zurückgegangen, die Anfang der neunziger Jahre relativ hohe Inflationsraten aufwiesen (siehe Tabelle 1). Angesichts des anhaltenden Inflationsabbaus im Vorfeld des Übergangs zur dritten Stufe der WWU im Januar 1999 profitierten diese Länder am meisten von der Entwicklung hin zu einem Umfeld der Preisstabilität, und folglich gingen dort die Inflationsrisikoprämien am stärksten

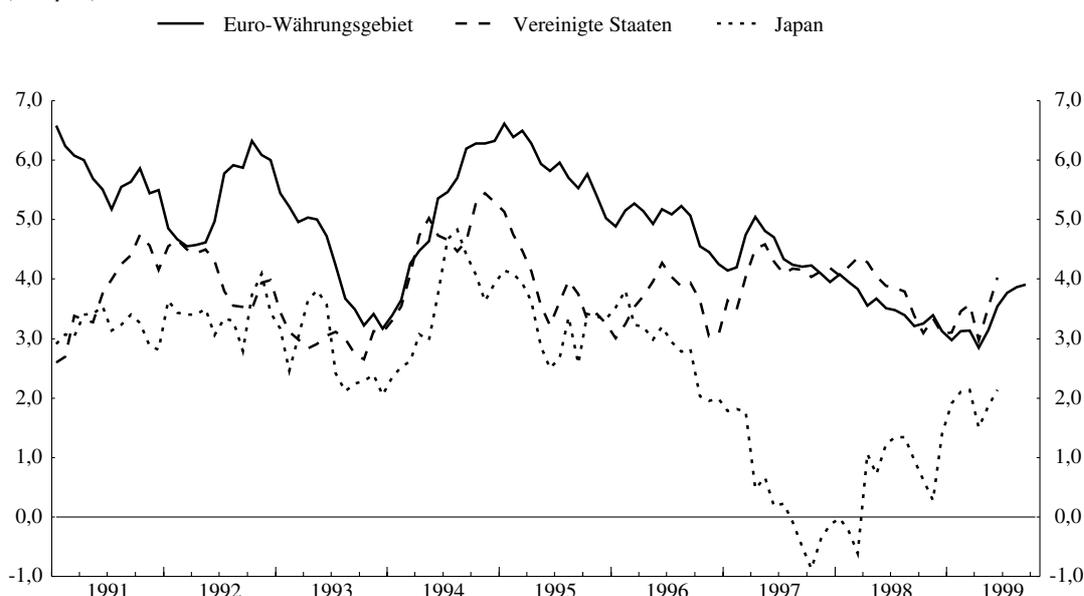
zurück. So gelang es diesen Ländern, die effektiven Investitionskosten zu senken, was auf mittlere Sicht zu einer Verbesserung der Wachstums- und Beschäftigungsaussichten führen dürfte.

Aus Tabelle 1 wird auch ersichtlich, daß die Volatilität der effektiven Wechselkurse Anfang der neunziger Jahre in den einzelnen Ländern, die nunmehr das Euro-Währungsgebiet ausmachen, sehr unterschiedlich war. Es gibt Grund zu der Annahme, daß die Realzinsen in vielen dieser Länder zu Anfang des Jahrzehnts beachtliche Währungsrisikoprämien enthielten. Diese Prämien kompensierten die Anleger an den Wertpapiermärkten für die durch Wechselkursschwankungen verursachte Unsicherheit hinsichtlich der Realrenditen. Die Stabilität der Wechselkurse innerhalb des Euro-Währungsgebiets im Vorfeld der dritten Stufe der WWU, die sowohl von der zunehmenden Stabilitätsorientierung der Politik als auch von der Konvergenz der Inflationsraten begünstigt wurde, dürfte zu einem

Abbildung 3

Entwicklung der langfristigen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan

(in % p. a.)



Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der langfristige Realzinssatz für das Euro-Währungsgebiet wird als gewogener Durchschnitt der nationalen langfristigen Realzinssätze, gewichtet mit den BIP-Anteilen auf Basis der Kaufkraftparitäten von 1995, berechnet; die nationalen langfristigen Realzinsen werden als Nominalrenditen von Staatsanleihen (zehnjährige Anleihen bzw. die nächstliegenden Laufzeiten) abzüglich der zeitgleichen jährlichen Veränderung der nationalen Verbraucherpreise berechnet.

Kasten 2

Haushaltskonsolidierung und Realzinsen

Mangelnde Haushaltsdisziplin kann auf zweierlei Art und Weise zu einem Anstieg der realen Zinssätze führen.

Erstens werden dem privaten Sektor durch ein Haushaltsdefizit reale Ressourcen entzogen. Sofern diese Ressourcen nicht durch einen Rückgang des Privaten Verbrauchs freigesetzt werden (dies geschieht, wenn sich die privaten Haushalte entschließen, mehr zu sparen, um sich auf die Zahlung höherer Steuern vorzubereiten, die erforderlich sein werden, um die zunehmende öffentliche Verschuldung zu bedienen), wird ein höheres Haushaltsdefizit zu einem Anstieg der realen Zinssätze führen und private Investitionen „verdrängen“.

Zweitens führt mangelnde Haushaltsdisziplin zur Entstehung spezieller Risikoprämien bei den langfristigen Realrenditen auf Staatsanleihen. Diese Prämien können zwei Formen annehmen. Zum einen kann es zu einer Kredit- bzw. Ausfallrisikoprämie auf die Realrenditen der von der jeweiligen nationalen Regierung begebenen Staatsanleihen kommen. Diese Risikoprämien können sich wiederum auf die Risikoprämien auswirken, die private Kreditnehmer in dem betreffenden Land zu zahlen haben, wenn die Marktteilnehmer davon ausgehen, daß der Staat schließlich zur Finanzierung der öffentlichen Verschuldung auf eine Steuererhöhung zurückgreifen muß. Haushaltsreformen, die die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen wiederherstellen bzw. verbessern, können zum Abbau dieser Risikoprämien beitragen. Zum anderen kann mangelnde Haushaltsdisziplin auch dadurch, daß sie zusätzliche Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der realen Zinssätze herbeiführt, zu höheren Risikoprämien beitragen.

Die Haushaltskonsolidierung dürfte wesentlich zur Erklärung des tendenziellen Rückgangs der langfristigen Realzinsen im Eurogebiet in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre beitragen. Die sinkenden realen Zinssätze in den vergangenen Jahren waren demzufolge ein Symptom einer grundlegenden positiven Veränderung der wirtschaftlichen Gegebenheiten, und zwar in Form eines Fortschritts hin zu tragfähigeren öffentlichen Finanzen und der Freisetzung wirtschaftlicher Ressourcen, die vom privaten Sektor produktiver eingesetzt werden können.

Rückgang dieser Risikoprämien geführt haben. Auch dieses Argument läßt sich durch einen Vergleich der einzelnen Länder belegen, die heute das Eurogebiet ausmachen. Die langfristigen Realzinsen sind in den Ländern, deren nominale effektive Wechselkurse in der ersten Hälfte der neunziger Jahre die stärkste Volatilität aufwiesen, deutlich zurückgegangen (siehe Tabelle 1).

Die Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung haben ebenfalls zum Rückgang der realen Renditen langfristiger Staatsanleihen in den neunziger Jahren beigetragen (siehe Kasten 2). Aus Tabelle 1 wird ersichtlich, daß Anfang der neunziger Jahre ein klarer Zusammenhang zwischen mangelnder Haushaltsdisziplin – die sich unter anderem in hohen Quoten des Haushaltsdefizits und der öffentlichen

Verschuldung im Verhältnis zum BIP niederschlug – und außergewöhnlich hohen Realzinssätzen in den Staaten des heutigen Eurogebiets bestand. Die im EG-Vertrag festgelegten Haushaltskriterien für den Übergang zur Währungsunion trugen dann zur Auferlegung einer strengeren Haushaltsdisziplin im Eurogebiet bei.

Wie in Tabelle 1 gezeigt wird, sind die langfristigen Realzinsen allgemein in den Ländern, die Anfang der neunziger Jahre hohe Haushaltsdefizite aufwiesen und bis zur Einführung des Euro Anfang 1999 die größten Fortschritte bei deren Abbau erzielten, am stärksten zurückgegangen (siehe auch Abbildung 4). Diese Entwicklung ist besonders in Italien und Finnland augenscheinlich, wo sich die öffentlichen Finanzierungssalden in diesem Jahrzehnt

am stärksten verändert haben. Auch Irland veranschaulicht auf eindrucksvolle Weise den Erfolg der Haushaltskonsolidierung. Die langfristigen Realzinsen in Irland scheinen – wie aus Tabelle I hervorgeht – in der Tat vor allem aufgrund der beachtlichen Fortschritte im Bereich der Haushaltskonsolidierung deutlich gefallen zu sein.

Obwohl in einigen Ländern weitere Fortschritte erforderlich sind, um das Ziel eines auf mittlere Frist nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts zu erreichen, hat der Konvergenzprozeß eine umfangreiche Haushaltskonsolidierung in die Wege geleitet. Wenn er konsequent durchgesetzt wird, wird der Stabilitäts- und Wachstumspakt dazu beitragen, diesen Prozeß nachhaltig voranzutreiben. (Auf diese Thematik wird in dem Artikel „Die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“ im Monatsbericht vom Mai 1999 näher eingegangen.)

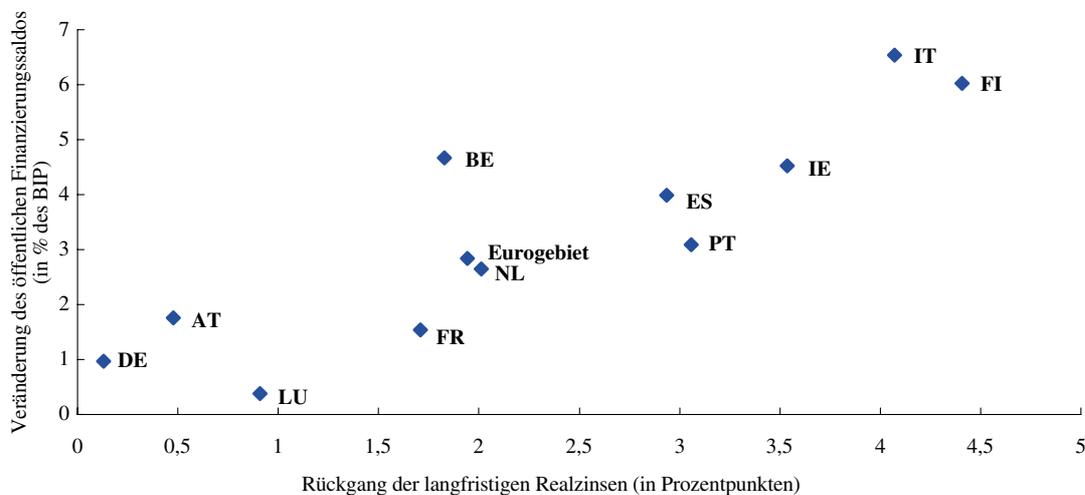
Wie die obige Erörterung verdeutlicht hat, tritt selbst bei einer engen Betrachtung der Beziehungen zwischen der geld- und finanzpolitischen Ausrichtung und der Entwicklung

der langfristigen Realzinsen eine Wechselwirkung vieler verschiedener Faktoren zutage. Die zahlreichen verschiedenen Kanäle, über die eine stabilitätsorientierte Politik zu einer Abweichung der Realzinsen von dem Niveau führen kann, auf dem sie sich ohne die Verfolgung einer gut konzipierten stabilitätsorientierten Politik befunden hätten, lassen sich nicht genau auseinanderhalten. Tatsächlich weisen die obigen Daten darauf hin, daß die verschiedenen Faktoren in den einzelnen Ländern des Eurogebiets unterschiedlich stark zum Tragen gekommen sein könnten. Insgesamt betrachtet bekräftigen die Daten jedoch die Annahme, daß die konsequentere Ausrichtung der Geldpolitik auf die Gewährleistung der Preisstabilität und der Finanzpolitik auf eine verbesserte Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu einer Verringerung der Verzerrungen bei den Realzinsen geführt und dadurch Mittel für private Investitionen freigesetzt und zu einem effizienteren Funktionieren des Kapitalmarkts beigetragen hat.

Da das Eurogebiet eng in die internationalen Finanzmärkte integriert ist, sind die Realzinsen dort offensichtlich auch von globalen Fak-

Abbildung 4

Langfristiger Realzins und öffentlicher Finanzierungssaldo: Differenz zwischen dem Durchschnitt 1991–1995 und dem Stand 1998



Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die langfristigen Realzinsen werden als Nominalrenditen von Staatsanleihen (zehnjährige Anleihen bzw. die nächstliegenden Laufzeiten) abzüglich der zeitgleichen jährlichen Veränderung der nationalen Verbraucherpreise berechnet; der langfristige Realzinssatz für das Euro-Währungsgebiet wird als gewogener Durchschnitt der nationalen langfristigen Realzinssätze berechnet; gewogen mit den BIP-Anteilen auf Basis der Kaufkraftparitäten von 1995.

toren wie zum Beispiel dem erwarteten Weltwirtschaftswachstum, den Aussichten für die globale Preisentwicklung und dem weltweiten finanzpolitischen Kurs insgesamt abhängig. Angesichts der Größe und Bedeutung des Euro-Währungsgebiets für die Weltwirtschaft können sich Entwicklungen im Eurogebiet aber auch umgekehrt deutlich auf globale Trends auswirken. In dieser Hinsicht kann

die Entwicklung der langfristigen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet nicht lediglich als passive Reaktion auf globale Entwicklungen betrachtet werden – kausale Zusammenhänge bestehen in beide Richtungen. Aus dieser Sicht hat eine stabilitätsorientierte Politik im Eurogebiet in den neunziger Jahren bedeutend zur Verbesserung der weltweiten Wachstumsperspektiven beigetragen.

4 Abschließende Bemerkungen

Die Desinflation, die Stabilität der nominalen Wechselkurse und insbesondere die Haushaltskonsolidierung im Zusammenhang mit dem Konvergenzprozeß im Vorfeld der dritten Stufe der WWU haben maßgeblich zum Abbau der Verzerrungen bei den langfristigen Realzinsen und damit zur Mittelfreisetzung für private Investitionen beigetragen. Durch den Konvergenzprozeß waren die nun dem Eurogebiet angehörenden Staaten gezwungen, gut konzipierte Geld- und Finanzpolitiken einzuführen und zu verfolgen. Der stabilitätsorientierte Kurs in den neunziger Jahren hat dazu geführt, daß das Eurogebiet heute ein Umfeld stabiler Preise und tragfähigerer öffentlicher Finanzen genießt. Obwohl sicherlich eine weitere Haushaltskonsolidierung erforderlich ist, hat die bisher erreichte Konvergenz dem Eurogebiet günstige Aussichten für ein anhaltendes Wachstum der Realwirtschaft, verbesserte Beschäftigungsaussichten und Preisstabilität gebracht.

Es obliegt dem Eurosystem, in Zukunft für die Wahrung der Preisstabilität zu sorgen. Eine glaubwürdige stabilitätsorientierte Geldpolitik, die auf die mittelfristige Gewährleistung von Preisstabilität abzielt, verringert die Unsicherheit im Hinblick auf die zukünftige Entwicklung des Preisniveaus und trägt damit auch zu einem Rückgang der Risikoprämien bei, die zu Verzerrungen bei den längerfristigen Realzinsen führen können. Da dies ein effizienteres Funktionieren des Kapitalmarkts ermöglicht, weil die Ressourcen einer produktiveren Verwendung zugeführt werden, leistet eine auf die Gewährleistung der Preis-

stabilität ausgerichtete Geldpolitik einen wesentlichen Beitrag zur Verbesserung der mittelfristigen Wachstums- und Beschäftigungsperspektiven. Diese Argumentation bildet zusammen mit den anderen Kanälen, über die die Preisstabilität den wirtschaftlichen Wohlstand fördert, die Grundlage für die Ausgestaltung der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, in der die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet die zentrale Rolle einnimmt (siehe den Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Januar 1999).

Diese Vorteile der Preisstabilität könnten eingebüßt werden, wenn die Geldpolitik von ihrem mittelfristigen stabilitätsorientierten Kurs abweicht, um z. B. eine kurzfristige Feinsteuerung der wirtschaftlichen Entwicklung vorzunehmen. Eine solche Politik würde nur zu einer höheren Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Preisentwicklung führen und könnte größere und abruptere Zinsänderungen nach sich ziehen, als bei einem stabilitätsorientierten Kurs erforderlich gewesen wären. Aus der Argumentation in diesem Artikel geht hervor, daß eine solche Geldpolitik lediglich zu einem Anstieg der Risikoprämien und somit zu einer Verschlechterung der Wachstumsperspektiven führen würde. Aus diesem Grund würde sich eine von dem Ziel der Preisstabilität abweichende Geldpolitik nachteilig auf die längerfristigen Wachstums- und Beschäftigungsaussichten auswirken.

Zwar hat der stabilitätsorientierte Kurs in den vergangenen Jahren zu einer Verbesserung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen im Eurogebiet beigetragen, doch bleibt in den anderen Politikbereichen noch vieles zu tun, um das Wachstumspotential der Wirtschaft des Eurogebiets zu steigern und die hohe strukturelle Arbeitslosigkeit abzubauen. Der Schlüssel zu einem anhaltenden, infla-

tionsfreien Wachstum und verbesserten Beschäftigungsaussichten im Eurogebiet liegt in der Umsetzung geeigneter Wirtschaftsstrukturereformen, die die Flexibilität und Effizienz der Arbeits- und Gütermärkte verbessern. Solche Reformen würden die strukturellen wirtschaftlichen Probleme beheben, die Europa zur Zeit am stärksten beschäftigen.

TARGET und der Euro-Zahlungsverkehr

Die Einführung des Euro in 11 Ländern der Europäischen Union (EU) machte eine Neukonzeptionierung des Zahlungsverkehrs erforderlich, um innerhalb des gesamten Euro-Währungsgebiets Finanzgeschäfte ebenso reibungslos und effizient abwickeln zu können wie innerhalb nationaler Währungsräume. Technisch möglich gemacht wurde der grenzüberschreitende Zahlungsausgleich in Zentralbankgeld durch den Aufbau von TARGET, dem Echtzeitbruttosystem (RTGS-System) für den Euro. Alternativ stehen verschiedene andere Zahlungssysteme zur Abwicklung von Euro-Großbetragszahlungen zur Verfügung.

Die bisherigen Erfahrungen haben gezeigt, daß die Sicherheitseinrichtungen des TARGET-Systems wie auch seine Flexibilität beim Liquiditätsmanagement in der Finanzwelt Anklang finden. Der sehr breit gefaßte Teilnehmerkreis trug ebenfalls dazu bei, daß sich TARGET als das wichtigste Euro-Großbetragszahlungssystem etablieren konnte, sowohl hinsichtlich des Transaktionsvolumens als auch in bezug auf den Transaktionswert. TARGET wird in erster Linie für den Interbankzahlungsverkehr verwendet, während Firmenkundenzahlungen hauptsächlich über alternative Zahlungswege geleitet werden.

Die Zukunft wird einige Herausforderungen für TARGET bringen. Kurzfristig sind Verbesserungen der Infrastruktur notwendig, um die Anzahl technischer Störungen zu verringern. Längerfristig sollte es zudem möglich sein, die Kosten zu senken und das Leistungsangebot zu erweitern. Darüber hinaus werden sich aus der künftigen Integration weiterer europäischer Staaten in den Euroraum Konsequenzen für den TARGET-Betrieb ergeben, für die zeitgerecht Vorkehrungen zu treffen sein werden.

I Die Entwicklung der Zahlungsverkehrssysteme in der Europäischen Union in den neunziger Jahren

Die europäische Zahlungsverkehrslandschaft hat sich in den letzten Jahren grundlegend verändert, besonders im Zuge der Vorbereitungen auf die Einführung des Euro am 1. Januar 1999. Die Notwendigkeit neuer Zahlungsverkehrsstrukturen für den Euro wurde von den Zentralbanken und privaten Instituten früh erkannt, was zum zeitgerechten und erfolgreichen Aufbau neuer Systeme führte. Dabei war und ist es das Hauptanliegen der Zentralbanken, durch Adaptierungen die Stabilität und Effizienz der Zahlungssysteme zu erhöhen und die reibungslose Abwicklung der geldpolitischen Geschäfte zu gewährleisten. Die treibende Kraft für das Engagement des europäischen Banken- und Finanzsektors ist das Zusammenwachsen der Märkte und der verschärfte Wettbewerb.

Die nationalen Zahlungsverkehrssysteme, die nunmehr im gesamten Euroraum miteinander vernetzt sind, haben unterschiedliche historische, institutionelle, technische und rechtliche Wurzeln. Sie waren zur Unterstützung unterschiedlich großer und unterschiedlich entwickelter nationaler Finanzmärkte im Rah-

men der auf nationaler Ebene ausgeführten Geldpolitik konzipiert.

Länderspezifische Eigenheiten weisen die Zahlungsverkehrssysteme zwar nach wie vor auf, ihre Funktionsweise wurde aber im Laufe der europäischen Integrations- und Kooperationsbestrebungen auf gemeinsame Prinzipien ausgerichtet.

Noch ehe die Vorarbeiten für die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) in Angriff genommen wurden, hatten zwei Berichte die Weichen für den Zahlungsverkehr innerhalb der Europäischen Union (EU) und für die Entwicklung einer gemeinsamen Zahlungsverkehrspolitik gestellt. Zum einen veröffentlichten die Zentralbanken der Zehnergruppe im Jahr 1990 im Rahmen der Koordination ihrer Risikomanagementstrategien den „Report on Interbank Netting Schemes“ (bekannt als „Lamfalussy-Bericht“). Darin wurden Mindeststandards für Nettingssysteme festgelegt, die gewährleisten sollen, daß selbst bei Ausfall des Teilnehmers mit dem höchsten Sollsaldo ein Saldenausgleich möglich ist. Zum anderen

gaben die EU-Zentralbanken 1993 einen Bericht über „Minimum Common Features for Domestic Payment Systems“ mit dem Ziel heraus, das Systemrisiko zu begrenzen und ungleiche nationale Regelungen bei der Systemaufsicht zu verhindern, um EU-weit für Wettbewerbsneutralität im Kreditsektor zu sorgen. Eine der wichtigsten Empfehlungen des Berichts zu den inländischen Zahlungsverkehrssystemen war, Großbetragszahlungen nach Möglichkeit über Echtzeitbruttosysteme (Real-Time Gross Settlement systems, RTGS-Systeme) zu leiten. Dies war ein wichtiger Meilenstein auf dem Weg zur Einführung von RTGS-Systemen in der EU.

Die größten Veränderungen in den EU-Zahlungsverkehrssystemen sind auf die Einführung des Euro zurückzuführen. Nach der Ratifizierung des Vertrags über die Europäische Union gingen die EU-Zentralbanken an die Vorarbeiten für die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), insbesondere ihre dritte und letzte Stufe, in der die Einheitswährung eingeführt werden sollte. Zum damali-

gen Zeitpunkt wurde der Zahlungsverkehr zwischen den EU-Staaten nahezu ausschließlich über Korrespondenzbanken abgewickelt – eine Struktur, die für die Bewältigung des Zahlungsaufkommens in der neuen Währungsunion nach allgemeiner Ansicht unzulänglich wäre. Die Schlußfolgerung daraus war, daß eine reibungslose Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik, eine effiziente Abwicklung von Geldmarktgeschäften sowie ganz allgemein eine rasche und risikofreie Abwicklung des Großbetragszahlungsverkehrs zwischen den Teilnehmerstaaten nur mit einem einheitlichen, grenzüberschreitenden System für Eurozahlungen funktionieren kann. Gestützt auf die Grundsätze des Berichts zu den inländischen Zahlungsverkehrssystemen (1993) beschloß der Rat des Europäischen Währungsinstituts (EWI) im März 1995 den Aufbau des grenzüberschreitenden RTGS-Systems TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer), das die nationalen RTGS-Systeme miteinander verknüpft.

2 TARGET – das Herzstück des Euro-Zahlungsverkehrssystems

Das TARGET-System ist in erster Linie auf zwei Ziele ausgerichtet: Erstens soll es das Zusammenwachsen des Euro-Geldmarkts erleichtern, um eine reibungslose Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik zu ermöglichen. Zweitens soll es die Stabilität und Effizienz des grenzüberschreitenden Zahlungsverkehrs im Euroraum erhöhen. Zu diesem Zweck wurde TARGET so ausgestaltet, daß Zentralbankgeld grenzüberschreitend genauso problemlos wie im Inland überwiesen werden kann. TARGET kann für alle Euro-Überweisungen zwischen EU-Ländern verwendet werden. Es werden sowohl Interbank- als auch Kundenzahlungen abgewickelt, wobei es keine betragsmäßigen Unter- oder Obergrenzen gibt.

TARGET war von Anfang an als dezentrales System konzipiert, in dem die Kreditinstitute weiterhin Konten bei ihrer Heimatzentral-

bank unterhalten. Daher erfolgt die Abwicklung der inländischen TARGET-Zahlungen nach wie vor über die nationalen RTGS-Systeme. Die grenzüberschreitenden TARGET-Zahlungen werden in die nationalen RTGS-Systeme eingespeist und auf bilateraler Basis direkt zwischen den beteiligten nationalen Zentralbanken (NZBen) ausgeglichen. Da alle an die nationalen RTGS-Systeme angeschlossenen Kreditinstitute automatisch Zugang zum grenzüberschreitenden TARGET-System haben, ist eine breite Beteiligung am System garantiert.

Die Zeit, die zum Aufbau des TARGET-Systems zur Verfügung stand, muß für ein Projekt dieser Größenordnung als sehr kurz angesehen werden. Um den Zeitaufwand und die Kosten für die Zentralbanken und die Kreditinstitute so gering wie möglich zu halten, wurde vereinbart, die nationalen RTGS-

Systeme nur so weit anzugleichen, wie es für die Gewährleistung einer einheitlichen Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Wettbewerbsneutralität im Kreditsektor notwendig war. Harmonisiert werden mußten die Betriebszeiten, die Entgeltstruktur und die Modalitäten für die Bereitstellung von Innertageskredit. Darüber hinaus wurden einheitliche Mindestleistungsmerkmale und Sicherheitsbestimmungen für RTGS-Systeme definiert, die an TARGET angebunden sind. Obwohl länderspezifische Eigenheiten im technischen und organisatorischen Bereich erhalten blieben, funktioniert der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr für alle TARGET-Teilnehmer im Grunde wie der Inlandszahlungsverkehr.

Zwingend vorgeschrieben ist die Abwicklung über TARGET nur für Zahlungen im Rahmen geldpolitischer Geschäfte mit dem Eurosystem sowie für die Durchführung des Saldenausgleichs anderer in Euro arbeitender Großbetragszahlungssysteme. Für alle sonstigen Zahlungen können die Marktteilnehmer andere Großbetragszahlungssysteme, die parallel zu TARGET arbeiten, oder Korrespondenzbankeinrichtungen nutzen. Im Sinne der angestrebten größtmöglichen Sicherheit bei der Überweisung hoher Beträge wurde dem Markt vom Eurosystem allerdings eindeutig signalisiert, daß für die Abwicklung von Großbetragszahlungen (vor allem im Geldmarktbereich) die Nutzung von TARGET erwartet wird.

Im Normalfall gehen die Zahlungen wenige Minuten nach der Belastung des Auftraggeberkontos beim Empfänger ein. Alle Zahlungen werden gleich behandelt, unabhängig von der Betragshöhe. Die Überweisungen sind unwiderruflich, sobald das Auftraggeberkonto bei der jeweiligen NZB belastet ist, und sofort endgültig, wenn sie dem Empfängerkonto bei der betreffenden NZB gutgeschrieben werden. Alle Teilnehmer haben einen Bank Identifier Code (BIC) und sind im TARGET-Verzeichnis, das weltweit über S.W.I.F.T. erhältlich ist, erfaßt.

Im Interesse der Finanzmärkte im allgemeinen und der Teilnehmer im besonderen bie-

tet das TARGET-System lange Betriebszeiten: von 7 Uhr bis 18 Uhr EZB-Zeit (MEZ). Um den Teilnehmern das Liquiditätsmanagement zum Tagesabschluß zu erleichtern, gilt für Kundenzahlungen ein Annahmeschluß von 17 Uhr. Außerdem gibt es eine einheitliche TARGET-Feiertagsregelung. 1999 waren bzw. sind der 1. Januar und der 25. Dezember TARGET-Schließtage. Um eine reibungslose Umstellung auf das Jahr 2000 zu gewährleisten, wird TARGET 1999 auch am 31. Dezember geschlossen sein. Da das Zahlungsverkehrsaufkommen bisher an traditionellen, für nahezu den gesamten Euroraum geltenden gesetzlichen Feiertagen (oder Bankfeiertagen) eher gering war¹, sind für das Jahr 2000 – dem Wunsch des europäischen Bankensektors entsprechend – sechs Feiertage geplant: 1. Januar, Karfreitag, Ostermontag, 1. Mai, 25. und 26. Dezember. De facto sind TARGET-Schließtage keine Valutierungstage für Geld- und Finanzmarktgeschäfte im Euroraum sowie für Devisengeschäfte gegen Euro.

Die Nutzung von TARGET wird durch eine transparente Entgeltstruktur unterstützt. Das Entgelt für grenzüberschreitende Zahlungen ist am Volumen der Teilnehmer in den einzelnen RTGS-Systemen ausgerichtet und wie folgt gestaffelt: 1,75 EUR pro Auftrag für die ersten 100 Zahlungen pro Monat; 1,00 EUR pro Auftrag für die darauffolgenden 900 Zahlungen pro Monat; 0,80 EUR für jeden weiteren Auftrag pro Monat. Für größere Banken liegt das Durchschnittsentgelt demzufolge bei rund 0,85 EUR. Das Entgelt für grenzüberschreitende Zahlungen ist unabhängig vom Überweisungsziel und von der Betragshöhe. Für die Teilnahme am grenzüberschreitenden TARGET-Zahlungsverkehr werden keine gesonderten Aufnahme- oder periodischen Entgelte in Rechnung gestellt. Die nationalen Transaktionsgebühren, die wie bisher von den nationalen Zentralbanken festgelegt werden, sind generell niedriger.

¹ Am Karfreitag und Ostermontag des Jahres 1999 lag die Zahl der über TARGET und die großen Euro-Zahlungssysteme abgewickelten Zahlungen unter der Hälfte des üblichen Tagesdurchschnitts.

Zwei wesentliche Kriterien im Zusammenhang mit RTGS-Systemen sind die Verfügbarkeit von Liquidität und der Preis ihres Einsatzes. TARGET gestattet eine sehr flexible und kostengünstige Liquiditätsdisposition, weil die Kreditinstitute ihre – verpflichtend vorgeschriebenen – Mindestreserveeinlagen bei ihrer Zentralbank während des Tags zur Abdeckung von Zahlungsaufträgen nutzen können. Dabei bieten die Bestimmungen zur Durchschnittserfüllung der Mindestreservepflicht zusätzlichen Spielraum bei der Disposition der Tagesendliquidität. Bei unvorhergesehenen Liquiditätsüberschüssen bzw. -defiziten zu Geschäftsschluß kann durch die Inanspruchnahme der Einlage- bzw. der Spitzenrefinanzierungsfazität praktisch noch in letzter Minute disponiert werden. Außerdem räumt das Eurosystem unlimitierte und zinslose Innertageskredite ein. Diese müssen zwar zur Gänze besichert sein, aber die Palette refinanzierungsfähiger Sicherheiten ist sehr breit, wobei alle für geldpolitische Zwecke zugelassenen Sicherheiten auch zur Besicherung von Innertageskredit akzeptiert werden.

Um die grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten zu erleichtern, führte das Eurosystem das Korrespondenzzentralbank-Modell (CCBM) ein, in dessen Rahmen Teilnehmer unter Rückgriff auf Sicherheiten, die bei einer anderen Zentralbank hinterlegt sind, bei ihrer Heimatzentralbank Kredite aufnehmen können. Im Sinne einer derartigen Erleichterung wurden auch zahlreiche Verbindungen

zwischen Wertpapierabrechnungssystemen genehmigt. Das Volumen refinanzierungsfähiger Sicherheiten beläuft sich auf einen Wert von mehr als 5 500 Mrd EUR. Ende September 1999 waren Sicherheiten im Wert von ca. 620 Mrd EUR im Eurosystem hinterlegt, davon 85 Mrd EUR grenzüberschreitend.

Eine Besonderheit von TARGET ist, daß seine Euro-Zahlungsverkehrseinrichtungen im gesamten EU-Raum genutzt werden können, also nicht nur innerhalb des Gebiets der Währungsunion. Die Sonderstellung der vier EU-Staaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben (Dänemark, Griechenland, Schweden, Vereinigtes Königreich), ist historisch bedingt: Weil die Teilnahme an TARGET eine der Voraussetzungen für die Einführung des Euro war und weil für den Aufbau des Systems nur begrenzt Zeit zur Verfügung stand, mußten alle EU-Zentralbanken in das TARGET-Projekt investieren, noch bevor überhaupt feststand, ob sie an der Währungsunion teilnehmen würden. Der EWV-Rat kam folglich 1995 überein, daß sich alle EU-Zentralbanken für ihre Anbindung an TARGET im Jahr 1999 vorbereiten würden. Gleichzeitig wurde darauf hingewiesen, daß für jene Länder, die den Euro nicht von Anfang einführen, besondere, vom EZB-Rat festzulegende Teilnahmemodalitäten gelten würden.

Diese Modalitäten wurden im Juli 1998 vom EZB-Rat festgelegt. Demnach dürfen die nicht am Euroraum teilnehmenden nationalen Zen-

Kasten

Jahr-2000-Tauglichkeit von TARGET

Die TARGET-Testreihen, die von einer Überprüfung der Basiskomponenten bis hin zu einer systematischen stufenweisen Erprobung aller Abläufe reichten, wurden zu einem erfolgreichen Abschluß gebracht. Neben dem Aspekt der Umstellung auf das Jahr 2000 deckten die Tests auch den Aspekt des Schaltjahres 2000 ab. Zwischen dem 1. Oktober 1999 und dem 1. März 2000 ist ein Moratorium in Kraft, während dessen generell keine Änderungen an den Systemen vorgenommen werden sollten.

Am 25. September 1999 wurde der Nachweis der Jahr-2000-Tauglichkeit des gesamten TARGET-Systems durch Simulation eines ganzen Geschäftstages (3. Januar 2000) in einer Jahr-2000-Umgebung erbracht. Dabei wurden zwischen mehreren hundert mitwirkenden Kreditinstituten grenzüberschreitende Kunden- und Interbankzahlungen ausgetauscht, ohne daß Jahr-2000-Probleme auftraten. Andere Zahlungs- und Verrechnungssysteme, die ihren Saldenausgleich über TARGET abwickeln, nahmen speziell für diesen TARGET-Test ihren Betrieb auf und konnten ihre Tagesabschlußarbeiten alle erfolgreich durchführen.

tralbanken ihren Kreditinstituten begrenzt Inertagesliquidität in Euro bereitstellen, müssen allerdings zur Deckung dieser Kredite beim Eurosystem entsprechende Einlagen unterhalten. Die Konzeption des Systems bietet die Gewähr, daß Kreditinstitute außerhalb des Euroraums stets in der Lage sein werden, aufgenommene Inertageskredite fristgerecht zurückzuzahlen, um zu vermeiden, daß ihnen ein Euro-Zentralbankkredit bis zum nächsten Geschäftstag eingeräumt werden muß. Diese

Regelung ist ein Novum, da zum ersten Mal eine Notenbank ihr Verrechnungssystem Zentralbanken außerhalb ihres Währungsraums zur Verfügung stellt. In einer Grundsatzerklärung vom November 1998 hat die EZB ausdrücklich darauf hingewiesen, daß die den Zentralbanken außerhalb des Euroraums eingeräumte Möglichkeit eine spezielle Ausnahme darstellt: Zentralbankgeld in Euro kann nämlich nur von den Zentralbanken des Eurosystems bereitgestellt werden.

3 Parallele Systeme

Im Euroraum sind mehrere Großbetragszahlungssysteme nebeneinander in Betrieb. 1998 begutachtete das Eurosystem jene Zahlungssysteme, die parallel zu TARGET Großbetragszahlungen in Euro abwickeln würden. Dabei wurden fünf Systeme positiv beurteilt. Es sind dies zwei kleine, lokale Systeme in Finnland und in Spanien sowie das Euro-I-System, Euro Access Frankfurt (EAF) und das Système Net Protégé (SNP).

Diese Systeme müssen ihre Salden in Zentralbankgeld über TARGET ausgleichen. Um den Teilnehmern genügend Zeit für den Saldenausgleich und die entsprechende Liquiditätsdisposition zu geben, gilt für diese Systeme ein vorgezogener Annahmeschluß von 16 Uhr. Die Teilnehmer müssen zwar nicht im Euroraum niedergelassen sein, allerdings müssen sie im Hinblick auf einen fristgerechten Ausgleich ihrer Tagesabschlußpositionen nachweislich Zugang zu Euro-Zentralbankgeld haben.

Das Euro-I-System ist ein Gemeinschaftsprojekt von Geschäftsbanken mit Sitz in der EU und EU-Zweigniederlassungen von Banken außerhalb der Europäischen Gemeinschaft. Betrieben wird Euro I von der EBA-Clearinggesellschaft, die vom Euro-Bankenverband (Euro Banking Association, EBA) zu diesem Zweck per 1. Januar 1999 gegründet wurde. Die EBA-Clearinggesellschaft ist die Nachfolgerin des ECU-Verrechnungs- und Saldenausgleichssystems. Obwohl Euro I verfahrens-

technisch ein Nettosystem ist, basiert die rechtliche Ausgestaltung auf der sogenannten „single obligation structure“, d. h., jede teilnehmende Bank hat zu jedem Zeitpunkt nur eine einzige Zahlungsverpflichtung oder einen einzigen Zahlungsanspruch gegenüber allen anderen Teilnehmern, und zwar in Höhe des jeweiligen Saldos aller Zahlungsein- und -ausgänge. Nach jeder Transaktion wird die Zahlungsverpflichtung bzw. der Zahlungsanspruch eines jeden Teilnehmers aktualisiert. Zu Betriebsschluß werden die Salden des Euro-I-Systems in Zentralbankgeld über ein Verrechnungskonto bei der EZB ausgeglichen. Die Mitglieder von Euro I bilden einen Haftungsverbund; alle Teilnehmer haben mit gleichen Beiträgen einen Liquiditätspool angelegt, den die EBA bei der EZB unterhält, um bei Ausfall eines Teilnehmers trotzdem einen rechtzeitigen Saldenausgleich zu gewährleisten. Der Euro-I-Clearingverbund hat einen großen internationalen Teilnehmerkreis: Im September 1999 waren 72 Clearingbanken aus allen EU-Mitgliedstaaten und fünf Nicht-EU-Mitgliedstaaten (Australien, Japan, Norwegen, Schweiz, USA) angeschlossen, die alle entweder ihren Sitz in der EU haben oder über Zweigniederlassungen in der EU vertreten sind.

Das von der Bundesbank entwickelte und betriebene Großbetragszahlungssystem EAF (Euro Access Frankfurt) ist eine Kombination aus einem Brutto- und einem Nettosystem (Hybridsystem): Zahlungsaufträge werden in

eine Warteschlange eingestellt und in sehr kurzen Intervallen mit gegenläufigen Zahlungen oder Guthaben auf internen EAF-Konten verrechnet. Diese Konten werden mit Zentralbankgeld dotiert und können nicht überzogen werden. Zwecks Optimierung des Liquiditätseinsatzes können die Teilnehmer Mittel zwischen ihren Konten im nationalen RTGS-System und im EAF verschieben. Durch die Möglichkeit, für den Zahlungsausgleich während des Tags auf Zentralbankgeld zurückzugreifen, wird wie in einem RTGS-System die Endgültigkeit der Zahlungen zu einem frühen Zeitpunkt erreicht. Die Zahlungsempfänger gehen kein Kreditrisiko ein, weil im EAF-System nicht implizit Innertageskredite eingeräumt werden, wie es bei Nettosystemen der Fall ist. Deshalb sind auch keine Haftungsvereinbarungen erforderlich. Im September 1999 waren 68 Teilnehmer aus 13 Ländern direkt an das EAF-System angebunden.

In Frankreich wurde das Système Net Protégé (SNP), ein im Februar 1997 eingeführtes Nettosystem, am 19. April 1999 vom Hybrid-System Paris Net Settlement (PNS) abgelöst. Im großen und ganzen funktioniert PNS nach dem gleichen Prinzip wie das EAF-System. Eine Liquiditätsbrücke zum französischen RTGS-System, TBF, gestattet den Teilnehmern, ihre Liquiditätsdisposition zentral in Zentralbankgeld vorzunehmen. Im September 1999 waren 24 Clearingbanken an PNS angeschlossen.

4 Der Euro-Zahlungsverkehr im Rückblick²

Am Montag, dem 4. Januar 1999, lief der Echtbetrieb von TARGET unter Beteiligung von etwa 5 000 Kreditinstituten im gesamten EU-Raum erfolgreich an. Drei Tage zuvor waren im Zuge der Umstellung auf den Euro sämtliche im Eurosystem gehaltenen Bankguthaben zum jeweiligen unwiderruflichen Umrechnungskurs in Euro konvertiert worden.

Am ersten Geschäftstag wurden über TARGET bereits 156 000 Zahlungen mit einem Wert von insgesamt 1 180 Mrd EUR ausgeführt;

Daneben sind noch zwei kleinere, lokale Systeme in Betrieb. Das Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI), das vom Madrid Clearing House betrieben wird, wurde im Oktober 1997 aufgebaut. Im September 1999 waren an SEPI 40 Mitglieder direkt angebunden. Im finnischen POPS-System, das 1996 in Betrieb ging, werden Zahlungsaufträge in der nationalen Währungseinheit verarbeitet, obwohl der Zahlungsausgleich in Euro erfolgt. Im September 1999 hatte POPS neun Teilnehmer.

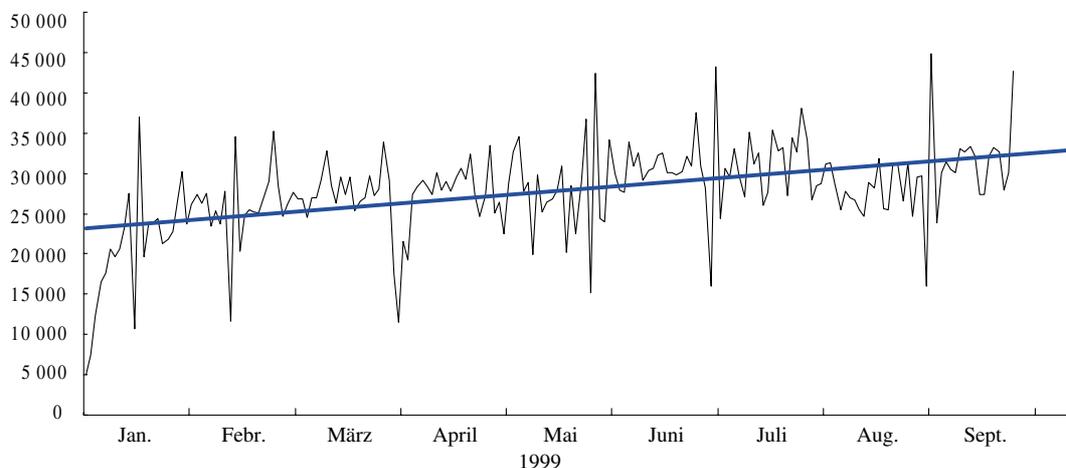
Eine Alternative zur Nutzung geregelter Zahlungsverkehrssysteme stellt schließlich der traditionelle Zahlungsweg über Korrespondenzbanken dar. Allerdings hat sich das Korrespondenzbankgeschäft durch die Einführung des Euro grundlegend verändert. Im Zuge eines tiefgreifenden Konsolidierungsprozesses wurden die Korrespondenzbankbeziehungen stark reduziert, während sich gleichzeitig ein Trend zur Konzentration des Geschäfts auf einige wenige europäische Großbanken herausbildete, die derartige Dienstleistungen anbieten. Wenn auch im Euroraum wahrscheinlich keine Notwendigkeit mehr für die Zwischenschaltung von Korrespondenzbanken besteht, hat es doch den Anschein, als ob die Banken bis zum Ende der Übergangsphase im Jahr 2002 pro Mitgliedstaat der Währungsunion ein oder zwei Korrespondenzbankkonten für die Abwicklung von Zahlungen in den nationalen Währungseinheiten des Euro beibehalten.

² Weitere Informationen zu TARGET, einschließlich Statistiken über in Euro arbeitende Zahlungssysteme, sind auf der Internetseite der EZB verfügbar (<http://www.ecb.int>).

Abbildung 1

Stückzahl der über TARGET abgewickelten grenzüberschreitenden Zahlungen

(Tageswerte)



aktionen im Wert von 300 bis 400 Mrd EUR. Im Tagesdurchschnitt werden über TARGET mehr als 163 000 grenzüberschreitende und inländische Überweisungen im Wert von rund 880 Mrd EUR ausgetauscht. Dabei beläuft sich der Anteil der Inlandszahlungen auf 133 000 Stück beziehungsweise 530 Mrd EUR.³

Die rasche Verringerung der Zinsabstände auf dem Tagesgeldmarkt im Januar 1999 und der anhaltend hohe Anteil der in Echtzeit verarbeiteten Großbetragszahlungen (siehe Tabelle 1) sind Beweis dafür, daß die für TARGET definierten Eckziele eindeutig erreicht worden sind: Das System förderte die Integration des Euro-Geldmarktes und trug zur Erhöhung der Zuverlässigkeit und Effizienz der Zahlungsverkehrssysteme bei.

Die Aufnahme des Betriebs anderer bedeutender Euro-Großbetragszahlungssysteme, die zusammen Zahlungen im Wert von durchschnittlich etwa 400 Mrd EUR pro Tag bewältigen, verlief ebenfalls reibungslos. Nach TARGET wurde im Jahresverlauf das Euro-I-System am stärksten genutzt, sowohl was das Zahlungsvolumen (71 600 Zahlungen pro Tag) als auch die Betragshöhe (annähernd 170 Mrd EUR) betrifft. Im deutschen Hybridsystem EAF, durch das vor der Einführung des Euro die meisten DM-Devisengeschäfte geleitet wurden, verringerte sich das EAF-Transak-

tionsvolumen seit Januar 1999 um rund die Hälfte; noch immer werden jedoch täglich um die 46 000 Zahlungen im Gesamtwert von mehr als 140 Mrd EUR über dieses System abgewickelt. Einen steten Umsatz von 19 000 Transaktionen pro Tag im Betrag von durchschnittlich ca. 90 Mrd EUR verzeichnet das französische System PNS. Im Vergleich dazu nehmen sich die Werte für SEPI – 3 900 Zahlungen in Höhe von 3 Mrd EUR – und für POPS, über das täglich 3 300 Zahlungen (1 Mrd EUR) durchgeführt werden, bescheiden aus.

Zu Jahresbeginn ließen sich aufgrund der unterschiedlichen Zahlungskonzepte, die parallel verfügbar sind, gewisse Anlaufschwierigkeiten nicht vermeiden. Trotz der Empfehlungen, die das Kreditgewerbe 1998 zur Geschäftsabwicklung ausgearbeitet hatte, stellte die praktische Durchführung von Zahlungen für Liquiditätsmanager und Zahlungsverkehrsabteilungen eine gewisse Herausforderung dar. So wurde eine effiziente Liquiditätssteuerung durch die Tatsache erschwert, daß Zahlungen über unerwartete Kanäle eingingen. Um die Banken in diesem Bereich zu unterstützen, haben die Europäische Bankenvereinigung und andere Gremien eine Reihe von Leitlinien formuliert.

³ Ist kein Berichtszeitraum angegeben, beziehen sich die Daten auf das dritte Quartal 1999.

Tabelle I**Über TARGET und andere ausgewählte Interbank-Überweisungssysteme
abgewickelte Zahlungsaufträge***(Transaktionsvolumen (Tagesdurchschnitt in Stück) und Transaktionswert (Mrd EUR))*

	1999								
	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.
TARGET									
TARGET-Zahlungen insgesamt									
Volumen	150 777	154 071	159 126	151 937	155 239	167 575	169 952	154 442	164 674
Wert	1 042	943	913	923	869	923	924	844	885
Grenzüberschreitende TARGET-Zahlungen									
Volumen	20 113	26 010	27 816	26 745	26 938	31 061	30 865	28 471	30 676
Wert	355	350	342	350	334	370	368	342	352
Nationale TARGET-Zahlungen									
Volumen	130 663	128 061	131 310	125 191	128 301	136 514	139 088	125 971	133 997
Wert	687	593	571	573	536	554	556	502	532
Andere Überweisungssysteme									
Euro I (EBA)									
Volumen	42 752	53 113	60 408	59 872	63 609	72 605	72 327	66 247	76 278
Wert	172	173	178	172	156	169	163	164	175
Euro Access Frankfurt (EAF)									
Volumen	47 941	46 726	47 965	43 895	43 671	48 453	47 552	44 252	46 263
Wert	200	159	158	148	140	154	146	135	143
Paris Net Settlement (PNS)									
Volumen	21 974	21 749	21 578	20 351	19 239	21 201	20 670	17 223	18 866
Wert	107	87	82	96	87	100	94	84	89
Servicio Español de Pagos Interbancarios (SEPI)									
Volumen	5 035	4 610	4 651	4 346	4 473	4 529	4 374	3 574	3 885
Wert	8	4	4	3	4	4	3	3	3
Pankkien väliset On-line Pikasiirrot ja Sekit (POPS)									
Volumen	2 192	2 993	3 174	3 453	3 465	6 854	3 492	3 431	3 113
Wert	1	1	1	2	1	1	1	1	1

Zum Zweck der Risikosteuerung bestehen in Netto-Abrechnungssystemen wie Euro I verbindliche Obergrenzen für die zwischen Systemteilnehmern zulässigen Sollsalden. Bei Ungleichgewichten zwischen Ein- und Ausgängen im Tagesverlauf kann es vorkommen, daß die betroffenen Teilnehmer aufgrund dieser Wertbegrenzungen keine weiteren Zahlungen austauschen können. Mittels systemübergreifender Ausgleichszahlungen („inter-system swaps“) läßt sich im Euro-I-System dieses Problem überwinden. Dabei schickt ein Euro-I-Teilnehmer mit einem Liquiditätsüberschuß eine Zahlung an einen zweiten Systemteilnehmer, der einen Liquiditätsengpaß verzeichnet. Gleichzeitig übermittelt letzterer an den ersten Teilnehmer über TARGET eine betragsmäßig identische Zahlung. Da gegenwärtig keine Möglichkeit besteht, die beiden Seiten dieses Austauschgeschäfts zu verknüp-

fen, gehen die an derartigen Transaktionen beteiligten Geschäftspartner ein gewisses Erfüllungsrisko ein.

Aus statistischen Auswertungen und Rückmeldungen verschiedener EU-Bankenverbände, nationaler TARGET-Anwenderforen und einzelner Systemteilnehmer geht hervor, daß TARGET das anerkannte Standardsystem für grenzüberschreitende Euro-Großbetragszahlungen darstellt. Der rasche Durchlauf einer beträchtlichen Stückzahl an Großbetragszahlungen hat die Abwicklungskapazität von TARGET unter Beweis gestellt. Ferner erwies sich entgegen den Erwartungen vieler Banken die volle Besicherung von Innertageskredit in TARGET als relativ problemlos. Die im Vergleich zu anderen Systemen etwas höher angesetzten Entgelte haben die Banken offensichtlich nicht von einer intensiven Nut-

zung von TARGET abgehalten. Selbst Großbanken, die zur Abwicklung von Zahlungsaufträgen auf kostengünstigere Alternativen zurückgreifen könnten, führen besonders hohe Überweisungsaufträge weitestgehend über TARGET durch; gerade hier bietet TARGET Vorteile bei der Liquiditätsdisposition. Ein positives Echo kommt auch von zahlreichen kleineren und mittelgroßen Banken, die zu anderen Systemen keinen Zugang haben; die TARGET-Entgelte sind nämlich geringer als die Korrespondenzbankgebühren, die sonst anfallen würden.

Allerdings wirft die heterogene Struktur von TARGET Probleme in bezug auf Effizienz und Kosten auf. Durch die Vielzahl von Schnittstellen ist TARGET störungsanfälliger als ein zentrales System oder auch ein dezentrales System aus identischen Komponenten. Kostenprobleme entstehen vorwiegend durch den Multiplikationseffekt: jede Änderung an der TARGET-Software muß fünfzehnmal vorgenommen werden. Die gegenwärtige TARGET-Infrastruktur kann also durchaus noch weiter verbessert werden. Schritte in diese Richtung wurden bereits unternommen mit dem Ziel, die Verfügbarkeit jener nationalen RTGS-Systeme zu erhöhen, die bisher

übermäßig störungsanfällig waren. Langfristig gesehen sollte in der TARGET-Infrastruktur überdies der Wunsch der Systemanwender nach einer verstärkten Harmonisierung der einzelnen an TARGET angeschlossenen RTGS-Systeme berücksichtigt werden; außerdem sollte das System, wenn möglich, durch ein erweitertes Leistungsspektrum zusätzliche Funktionen, wie zum Beispiel zur taggleichen Gelddisposition, anbieten.

Wertmäßig betrachtet wird mehr als die Hälfte der Großbetragszahlungen in Euro von zwei Ländern, Deutschland und Frankreich, abgewickelt. Zusätzlich zu den über EAF und PNS ausgeführten Zahlungsaufträgen und dem Anteil deutscher und französischer Banken am Gesamtverkehr des Euro-I-Systems tätigen die beiden Länder in einem beträchtlichen Ausmaß Zahlungen über TARGET. Die TARGET-Nutzungsprofile der beiden Länder weisen jedoch gewaltige Unterschiede auf.

Auf die deutschen Teilnehmer entfällt der Löwenanteil der über TARGET abgewickelten grenzüberschreitenden Zahlungen (Stückzahl: mehr als ein Drittel; Wert: über ein Viertel). Ferner werden fast 50 % der nationalen TARGET-Zahlungen in der EU über die

Tabelle 2

Verteilung der Zahlungsströme in TARGET

(Transaktionsvolumen (Tagesdurchschnitt in Stück) und -wert (Mrd EUR) von nationalen und grenzüberschreitenden Zahlungen der an TARGET teilnehmenden bzw. angeschlossenen RTGS-Systeme, drittes Quartal 1999)

	Nationale Zahlungen		Grenzüberschreitende Zahlungen	
	Volumen	Wert	Volumen	Wert
ELLIPS (BE)	3 448	12,57	2 219	29,58
ELS (DE)	62 395	78,18	10 522	90,94
SLBE (ES)	7 801	99,68	697	13,24
TBF (FR)	5 738	187,82	3 737	56,60
IRIS (IE)	1 050	9,47	579	3,95
BI-REL (IT)	34 691	63,58	3 317	27,20
LIPS-Gross (LU)	227	2,71	647	7,95
TOP (NL)	10 482	39,04	1 457	28,01
ARTIS (AT)	2 304	7,48	1 618	7,59
SPGT (PT)	1 237	5,57	714	3,19
BOF-RTGS (FI)	801	4,41	313	5,37
EPM (EZB)	0	0,00	55	8,67
DEBES (DK)	21	0,07	243	4,65
HERMES euro (GR)	34	0,01	63	1,27
Euro RIX (SE)	10	0,27	156	4,95
CHAPS Euro (UK)	2 778	19,15	3 668	60,87

deutsche TARGET-Komponente ELS verarbeitet; ihr wertmäßiger Anteil beträgt allerdings nur 15 %. Zum Vergleich: Über das französische Pendant, TBF, werden lediglich 4 % der gesamten nationalen TARGET-Zahlungen abgewickelt; ihr Wert macht hingegen mehr als ein Drittel des gesamten TARGET-Inlandszahlungsverkehrs aus. Wie es scheint, wird TARGET in Frankreich beinahe ausschließlich für Finanzmarktzahlungen eingesetzt, während in Deutschland das System intensiv zur Abwicklung von Zahlungen von Firmen- sowie Privatkunden genutzt wird. Der hohe Transaktionswert der TBF-Inlandszahlungen ist hauptsächlich auf die Dynamik des Pariser Geldmarktes zurückzuführen.

Über CHAPS Euro, die TARGET-Komponente des Vereinigten Königreichs, wird ein relativ großer Teil des grenzüberschreitenden TARGET-Zahlungsverkehrs abgewickelt (Liquiditätstransfers zwischen den in London angesiedelten Zentralen britischer Banken und ihren Niederlassungen im Euroraum fallen hierbei stark ins Gewicht). Der Anteil nationaler Zahlungen ist relativ gering. Wider frühere Erwartungen spielen inländische Euro-Großbetragszahlungen in den drei anderen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, kaum eine Rolle.

Einen nicht unwesentlichen Einfluß auf die EU-Zahlungssysteme nehmen die in den USA geltenden Feiertage, da an diesen Tagen keine EUR/USD-Devisengeschäfte abgewickelt werden. Im grenzüberschreitenden TARGET-Zahlungsverkehr ergaben sich dadurch Einbrüche von etwa 50 % im Volumen (wertmä-

Big: 40 %); einige nationale Komponenten, wie das französische und das britische System, verzeichneten an solchen Tagen sogar noch höhere Umsatzrückgänge. Im Unterschied dazu waren in den anderen EU-Ländern bei den nationalen TARGET-Zahlungen kaum Auswirkungen von US-Feiertagen zu spüren. Hingegen waren Euro I und EAF stärker betroffen, insbesondere beim Transaktionswert (etwa - 70 % bzw. - 55 %). Das Geschäftsvolumen von PNS sank nur geringfügig. Daraus folgt, daß Euro I, EAF und – innerhalb des TARGET-Verbunds – TBF und CHAPS Euro vorwiegend zur Durchführung von EUR/USD-Devisentransaktionen genutzt werden.

An Feiertagen, die auf das Vereinigte Königreich beschränkt sind, verzeichnete nur die für den grenzüberschreitenden Verkehr eingesetzte TARGET-Komponente leichte Geschäftsrückgänge, vor allem in bezug auf den Transaktionswert. Japanische Feiertage haben nur unmerkliche Auswirkungen. Daraus läßt sich folgern, daß der Devisenhandel zwischen dem Euro und diesen beiden Währungen weniger stark ausgeprägt ist als zwischen Euro und US-Dollar.

Der Durchschnittswert einer grenzüberschreitenden TARGET-Zahlung ist bedeutend höher (September 1999: 11,5 Mio EUR) als der einer nationalen TARGET-Zahlung (4,0 Mio EUR). Die Gründe dafür sind in den vielen Liquiditätstransfers innerhalb des Systems zu suchen: Banken mit zentralisierter Liquiditätssteuerung stellen ihren ausländischen Niederlassungen und Tochtergesellschaften morgens Liquidität zur Verfügung,

Tabelle 3
Durchschnittswert einer Zahlung

(Mio EUR)

	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.
TARGET (insgesamt)	6,9	6,1	5,7	6,1	5,6	5,5	5,4	5,5	5,4
Grenzüberschreitender Verkehr	17,7	13,5	12,3	13,1	12,4	11,9	11,9	12,0	11,5
Nationaler Verkehr	5,3	4,6	4,4	4,6	4,2	4,1	4,0	4,0	4,0
Euro I	4,0	3,3	3,0	2,9	2,4	2,3	2,3	2,5	2,3
EAF	4,2	3,4	3,3	3,4	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1
PNS	4,8	4,0	3,8	4,7	4,5	4,7	4,5	4,9	4,7
SEPI	1,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
POPS	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,2	0,4	0,4	0,3

Tabelle 4**Anteil der Kundenzahlungen am gesamten grenzüberschreitenden TARGET-Zahlungsverkehr***(in %)*

	Jan.	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.
Volumen	14,5	16,2	18,0	20,5	21,8	21,4	23,4	23,3	24,9
Wert	1,5	1,9	2,1	2,1	2,2	2,5	2,5	2,1	2,7

Überschüsse fließen abends wieder an sie zurück.

Die durchschnittliche Transaktionshöhe von Euro-Großbetragszahlungen verringert sich zusehends. Verantwortlich dafür ist die Tendenz, Kundenzahlungen nicht über Korrespondenzbanken, sondern über geregelte Zahlungssysteme abzuwickeln. Im September 1999 waren bereits 25 % der grenzüberschreitenden TARGET-Zahlungen Kundenüberweisungen, nachdem sie im Januar noch bescheidene 15 % ausgemacht hatten. Die Anzahl der Kundenzahlungen stieg auch im Euro-I-System sehr deutlich an: Im Januar 1999 hatte ihr Anteil am gesamten Transaktionsvolumen etwa 39 % betragen; dieser Wert war im September auf 52 % angewachsen.

Die Nutzung von TARGET und anderen Großbetragszahlungssystemen für Kundenzahlungen gestattet Firmenkunden, auf die Zwischenschaltung von Korrespondenzban-

ken zu verzichten und damit ihre Gelddisposition zu optimieren. Privatkunden konnten aus diesen Verbesserungen bisher keinen Nutzen ziehen, da die für den privaten grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr erforderliche Infrastruktur im Sektor insgesamt und in den einzelnen Instituten erst im Aufbau begriffen ist. In diesem Zusammenhang ist auch die Veröffentlichung eines Berichts über Systeme für den grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehr durch die EZB im September 1999 zu sehen. Das Eurosystem kam zu dem Schluß, daß es wichtiger wäre, in diesem Bereich – zumindest vorerst – als Katalysator zu fungieren, anstatt sich stärker in die operative Geschäftsabwicklung einzuschalten. In dem Bericht werden die Banken aufgefordert, bis zum Januar 2002 eine Reihe von Zielvorgaben zu erfüllen: Ab diesem Zeitpunkt werden sämtliche von Privatpersonen im Euroraum getätigten Routinezahlungen auf Euro lauten.

5 Schlußbemerkungen und Zukunftsperspektiven

Zu Beginn des Jahres 1999 wurden Finanzmarktgeschäfte noch vorwiegend über Infrastrukturen und Verfahren abgewickelt, die auf nationale Erfordernisse zugeschnitten waren. Die Marktkräfte haben mittlerweile einen Anpassungsprozeß ausgelöst, der notwendig ist, um den Ansprüchen des neuen Währungsgebiets besser gerecht zu werden.

Im Jahr 2000 wird es voraussichtlich infolge der Inbetriebnahme des CLS (Continuous Linked Settlement)-Systems zur Abwicklung von Devisenkontrakten, das einen erheblichen Rückgang des Volumens an Großbetragszah-

lungen nach sich ziehen dürfte, zu einer weiteren Verlagerung der Zahlungsströme im Eurogebiet kommen. Diesem Trend könnten allerdings andere Entwicklungen entgegenwirken, wie zum Beispiel eine weiterhin abnehmende Beanspruchung des Korrespondenzbanksystems im Euroraum sowie eine vermehrte Nutzung von Lieferung-gegen-Zahlung (L/Z)-Vereinbarungen auf den Wertpapiermärkten.

Auf lange Sicht werden Euro-Zahlungssysteme, insbesondere TARGET, infolge der geplanten EU-Erweiterung vor neue Herausfor-

derungen gestellt werden. Die zwölf mittel- und osteuropäischen Staaten, die offizielle Anwärter auf die EU-Mitgliedschaft sind, müssen zum Zeitpunkt ihres Eintritts in die Währungsunion den nationalen Banken eine TARGET-Verbindung bereitstellen. Eine enge Zusammenarbeit zwischen dem Eurosystem und den Zentralbanken der Länder, die eine Teilnahme am Euroraum anstreben, ist Voraussetzung für eine reibungslose Anbindung ihrer RTGS-Systeme an TARGET.

Die Erfahrungswerte der ersten drei Quartale 1999 bescheinigen TARGET eine eindeutige Zielerfüllung. Da TARGET jedoch kein statisches System ist und langfristig attraktiv bleiben soll, wird das Leistungsspektrum den künftigen Anforderungen entsprechend in technischer und funktionaler Hinsicht unter gleichzeitiger Effizienzsteigerung erweitert

werden. Besonderes Augenmerk wird das Eurosystem dabei auf den Service legen – d. h. auf Benutzerfreundlichkeit, L/Z-Funktionalität, liquiditätssparende Funktionen, eine rasche und transparente Abwicklung von Zahlungsaufträgen – sowie auf Verfügbarkeit und Kosteneffizienz. Um sicherzustellen, daß TARGET den Markterfordernissen auch in Zukunft gerecht wird, wird das Eurosystem weiterhin Anregungen und Rückmeldungen nationaler TARGET-Anwenderforen und der internationalen Banken- und Finanzwelt berücksichtigen. Das Eurosystem hat es sich zur Aufgabe gemacht, am Ausbau effizienter Infrastrukturen bestmöglich mitzuwirken und somit die internationale Rolle und das Ansehen des Euro als Recheneinheit, Wertaufbewahrungsmittel und Zahlungsmittel zu festigen.

Die Rechtsinstrumente der Europäischen Zentralbank

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (der „EG-Vertrag“) und die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (die „Satzung“) ermächtigen die Europäische Zentralbank (EZB) nicht nur, Verträge mit Dritten abzuschließen, sondern übertragen ihr auch normative Befugnisse. Innerhalb des Rechtsetzungsbereichs betreffen diese Befugnisse einerseits die initiiierende und beratende Funktion der EZB bei der Änderung von bestimmten Rechtsvorschriften der Satzung oder bei Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft oder der Mitgliedstaaten und andererseits das Recht der EZB, eigene Rechtsakte oder sonstige Rechtsinstrumente zu verabschieden, die an Dritte gerichtet sein können oder aber dazu dienen sollen, Regeln für das Europäische System der Zentralbanken/Eurosystem aufzustellen. Dieser Artikel befaßt sich in erster Linie mit den normativen Befugnissen der EZB, die notwendig sind, um die Handlungsfähigkeit und Effizienz des Systems sicherzustellen, und die die Unabhängigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken/Eurosystems stärken. Die EZB ist sich der Tatsache bewußt, daß die ihr übertragenen normativen Befugnisse nicht nur mit größerem Einfluß, sondern auch mit einer größeren Verantwortung und Rechenschaftspflicht verbunden sind. Wie mehrfach hervorgehoben wurde, ist die EZB bestrebt, nicht nur die Gründe für ihr Handeln offen, transparent und unzweideutig darzulegen, sondern auch Rechenschaft über die Erfüllung ihrer Aufgaben abzulegen.

I Die Beteiligung der EZB an Rechtsetzungsverfahren

Nach dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (dem „EG-Vertrag“) und der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (der „Satzung“) ist der Europäischen Zentralbank (EZB) die Zuständigkeit übertragen worden, an Rechtsetzungsverfahren mitzuwirken. Diese Zuständigkeit läßt sich in drei Bereiche unterteilen: erstens das Recht der EZB, Ände-

rungen der Satzung und den Erlaß ergänzender Rechtsvorschriften der Gemeinschaft zu empfehlen, zweitens die beratende Funktion der EZB bei Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft und der Mitgliedstaaten und drittens die Befugnis der EZB, Rechtsakte und sonstige Rechtsinstrumente der EZB zu verabschieden (siehe Kasten). Der vorliegende Artikel befaßt sich hauptsächlich mit diesem dritten Bereich.

Kasten

Die Zuständigkeit der Europäischen Zentralbank, an Rechtsetzungsverfahren mitzuwirken

Die normativen Befugnisse der Europäischen Zentralbank (EZB) sind im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (dem „EG-Vertrag“) und in der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (der „Satzung“) geregelt. Sie lassen sich in drei Bereiche unterteilen:

1. Initiativrecht

- Änderung der Satzung (Empfehlungen und Stellungnahmen der EZB)
- Erlaß von ergänzenden Rechtsvorschriften der Gemeinschaft (Empfehlungen und Stellungnahmen der EZB)

Die EZB hat das Recht, die Änderung bestimmter Artikel der Satzung und den Erlaß von Rechtsvorschriften, die den EG-Vertrag ergänzen und von diesem in bestimmten, mit den Aufgaben des Europäischen Systems der Zentralbanken/Eurosystems verbundenen Bereichen vorgesehen sind, zu empfehlen oder dazu gehört zu werden. (Zu Einzelheiten über das Europäische System der Zentralbanken/Eurosystem siehe den Artikel „Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken“ in der Monatsberichtsausgabe vom Juli 1999.) Dies betrifft beispielsweise die Bereiche Statistik, Rechnungslegung, Offenmarkt- und Kreditgeschäfte, Mindestreserven, Verrechnungs- und Zahlungssysteme und Geschäfte mit dritten Ländern und internationalen Organisationen. Ein Initiativrecht in diesen Bereichen haben sowohl die Europäische Zentralbank als auch die Kommission der Europäischen Gemeinschaften.

2. Beratende Funktion

- Vorschläge für Rechtsakte der Gemeinschaft und der Mitgliedstaaten (Stellungnahmen der EZB)

Die Rechtsetzungsorgane der Europäischen Gemeinschaft (der Rat der Europäischen Union, das Europäische Parlament, die Kommission der Europäischen Gemeinschaften) und die Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) müssen die EZB zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft und zu allen von den nationalen Behörden entworfenen Rechtsvorschriften im Zuständigkeitsbereich der EZB hören. Dies betrifft auch Entwürfe für Rechtsvorschriften, die sich auf die Aufsicht über die Kreditinstitute und die Stabilität des Finanzsystems beziehen. Darüber hinaus kann die EZB von sich aus gegenüber den zuständigen Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft und gegenüber den nationalen Behörden Stellungnahmen zu in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Fragen abgeben. Schließlich ist die EZB nach Artikel 48 des Vertrags über die Europäische Union auch bei etwaigen institutionellen Änderungen im Währungsbereich zu hören.

Die beratende Funktion der EZB stellt sicher, daß ohne ihre Mitwirkung kein in den Zuständigkeitsbereich der EZB fallender Rechtsakt der Gemeinschaft erlassen wird. Ferner unterstreicht sie die Sonderstellung der EZB als eine unabhängige Einrichtung innerhalb der Gemeinschaft mit ihren eigenen, speziellen Befugnissen.

3. Befugnis zur Verabschiedung von Rechtsakten und sonstigen Rechtsinstrumenten der EZB

- | | |
|----------------------|--------------------------------------|
| • Rechtsakte der EZB | • Sonstige Rechtsinstrumente der EZB |
| – Verordnungen | – Leitlinien |
| – Entscheidungen | – Weisungen |
| – Empfehlungen | – Beschlüsse |
| – Stellungnahmen | |

Die EZB kann Rechtsakte der Europäischen Gemeinschaft und sonstige EZB-Rechtsinstrumente verabschieden. In Einklang mit dem Prinzip der begrenzten Ermächtigung – demzufolge das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) und die EZB innerhalb der Grenzen der ihnen nach dem EG-Vertrag und der Satzung übertragenen Befugnisse handeln – beschränkt sich die normative Befugnis der EZB auf das Ziel, die dem ESZB/Eurosystem übertragenen Aufgaben zu erfüllen.

Da die Rechtsakte und sonstigen Rechtsinstrumente der EZB für die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, keinerlei Rechte oder Verpflichtungen entstehen lassen, hat die EZB in Fällen, in denen es für angemessen und notwendig erachtet wurde, mit den Zentralbanken dieser Mitgliedstaaten Verträge geschlossen, wie zum Beispiel im Fall des *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system* (TARGET).

2 Rechtsakte der EZB

Zur Erfüllung der dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB)/dem Eurosystem übertragenen Aufgaben hat die EZB in Einklang mit den Vorschriften des EG-Vertrags und gemäß den Bestimmungen der Satzung die folgenden Befugnisse:

- Sie erläßt Verordnungen, insoweit dies für die Erfüllung der ihr übertragenen Aufgaben erforderlich ist und in Fällen, die vom Rat der Europäischen Union (EU-Rat) vorgegeben werden.

- Sie erläßt die Entscheidungen, die zur Erfüllung der dem ESZB/Eurosystem übertragenen Aufgaben erforderlich sind.

- Sie gibt Empfehlungen und
- Stellungnahmen ab.

Gemäß dem EG-Vertrag und der Satzung unterliegen alle von der EZB ergriffenen Maßnahmen, die Rechtswirkungen haben, ungeachtet ihrer Art oder Form der Überprüfung und Auslegung durch den Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften.

Es versteht sich von selbst, daß das Eurosystem – als rechtsstaatliches System – auch durch alle Rechtsinstrumente gebunden ist, die es selbst erlassen hat.

Verordnungen der EZB

Die Verordnungen der EZB haben allgemeine Geltung; sie sind in allen ihren Teilen verbindlich und gelten unmittelbar in jedem Mitgliedstaat des Eurogebiets, ohne daß sie in nationales Recht umgesetzt werden müssen. So erlegt im Bereich der Statistik die Verordnung der EZB über die konsolidierte Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute bestimmten Berichtspflichtigen unmittelbare Berichtspflichten auf.

Wie die von den Rechtsetzungsorganen der Europäischen Gemeinschaft erlassenen Verordnungen sind auch die Verordnungen der EZB mit Gründen zu versehen. Um für Dritte verbindlich zu werden, müssen sie im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften (im vorliegenden Artikel als „Amtsblatt“ bezeichnet) in allen Amtssprachen der Gemeinschaft veröffentlicht werden. Soweit nicht anders angegeben, treten die Verordnungen der EZB am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung in Kraft.

Die Verordnungen der EZB werden vom EZB-Rat verabschiedet und in seinem Auftrag vom Präsidenten der EZB unterzeichnet. Der EZB-Rat kann beschließen, seine Befugnis zur Verabschiedung von EZB-Verordnungen dem Direktorium der EZB zu übertragen, wobei er allerdings die Grenzen und den Umfang der solcherart übertragenen Befugnisse angeben muß. In Angelegenheiten, die Rechtswirkungen für Dritte haben, müssen die Betroffenen von dieser Übertragung der Befugnisse unterrichtet werden; gegebenenfalls müssen Einzelheiten der Übertragung veröffentlicht werden.

Der EZB-Rat hat bisher die folgenden drei EZB-Verordnungen erlassen:

- Verordnung (EG) Nr. 2818/98 der Europäischen Zentralbank vom 1. Dezember

1998 über die Auferlegung einer Mindestreservspflicht (EZB/1998/15)

- Verordnung (EG) Nr. 2819/98 der Europäischen Zentralbank vom 1. Dezember 1998 über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute (EZB/1998/16)
- Verordnung (EG) Nr. 2157/1999 der Europäischen Zentralbank vom 23. September 1999 über das Recht der Europäischen Zentralbank, Sanktionen zu verhängen (EZB/1999/4).

Entscheidungen der EZB

Die Entscheidungen der EZB sind in allen ihren Teilen für diejenigen verbindlich, an die sie gerichtet sind, und werden durch die Bekanntgabe wirksam. Die EZB kann beschließen, ihre Entscheidungen im Amtsblatt zu veröffentlichen. In diesem Fall werden sie in allen Amtssprachen der Gemeinschaft veröffentlicht. Die Entscheidungen der EZB können an alle juristischen oder natürlichen Personen, einschließlich der Mitgliedstaaten des Eurogebiets, gerichtet sein.

Die Entscheidungen der EZB sind mit Gründen zu versehen. Sie können je nach Zuständigkeitsbereich vom EZB-Rat oder vom Direktorium verabschiedet werden.

Die EZB hat bisher eine Entscheidung erlassen, die an die Mitgliedstaaten des Eurogebiets gerichtet ist:

- Entscheidung der Europäischen Zentralbank vom 22. April 1999 über die Genehmigung des Umfangs der Ausgabe von Münzen im Jahr 1999 (ECB/1999/NP10).

Empfehlungen und Stellungnahmen der EZB

Die Empfehlungen und Stellungnahmen der EZB sind Rechtsakte ohne verbindlichen Charakter. Sie können je nach Zuständigkeits-

bereich vom EZB-Rat oder vom Direktorium verabschiedet werden. Diese Empfehlungen und Stellungnahmen können im Amtsblatt veröffentlicht werden. In diesem Fall werden sie in allen Amtssprachen der Gemeinschaft veröffentlicht.

Man kann zwei Arten von Empfehlungen der EZB unterscheiden: Wie oben erwähnt, kann die EZB Empfehlungen verwenden, um Rechtssetzungsverfahren auf Gemeinschaftsebene zu initiieren, die zum Erlaß ergänzender Rechtsvorschriften führen. Im folgenden sind drei Empfehlungen der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung des Rates beispielhaft aufgeführt:

- Empfehlung der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung (EG) des Rates über die Auferlegung einer Mindestreservepflicht durch die Europäische Zentralbank (EZB/1998/8)
- Empfehlung der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung (EG) des Rates über das Recht der Europäischen Zentralbank, Sanktionen zu verhängen (EZB/1998/9)
- Empfehlung der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung (EG) des Rates über die Erfassung statistischer Daten durch die Europäische Zentralbank (EZB/1998/10).

Die EZB hat zwei weitere Empfehlungen verabschiedet, die gegenwärtig im EU-Rat mit Blick auf die Verabschiedung der entsprechenden Rechtsakte beraten werden:

- Empfehlung der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung (EG) des Rates über die Grenzen und Bedingungen für Kapitalerhöhungen der Europäischen Zentralbank (EZB/1998/11)
- Empfehlung der Europäischen Zentralbank für eine Verordnung (EG) des Rates über die Einforderung weiterer Währungsreserven durch die Europäische Zentralbank (EZB/1999/1).

Alle obengenannten Empfehlungen der EZB wurden im Amtsblatt veröffentlicht.

Empfehlungen der EZB können ferner im herkömmlichen Sinn des Worts ein Mittel der EZB sein, um Impulse für Maßnahmen – nicht nur rechtlicher Art – zu geben. Sie können an jede juristische oder natürliche Person, an Gemeinschaftsorgane oder an Mitgliedstaaten gerichtet sein. So war beispielsweise die Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 1. Dezember 1998 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank in den Bereichen Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus (ECB/1998/NP21) an das Belgisch-luxemburgische Deviseninstitut, das zentrale Statistikamt in Irland und das italienische Devisenamtsamt gerichtet.

Die EZB gibt Stellungnahmen zu in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Fragen ab, wenn sie von Gemeinschaftsorganen oder von Mitgliedstaaten gemäß dem EG-Vertrag oder der Satzung darum ersucht wird sowie von sich aus, wenn sie es für zweckmäßig erachtet.

3 Sonstige Rechtsinstrumente

Die normativen Befugnisse der EZB sind nicht auf den Erlaß der obengenannten Rechtsakte beschränkt. Die EZB kann auch Rechtsinstrumente verabschieden, die interne Angelegenheiten des Eurosystems betreffen und der Leitung des Eurosystems dienen, ohne daß sie unmittelbare Rechtswirkungen für Dritte haben. Alle Institutionen des Eurosystems, d. h. die nationalen Zentralbanken der Mit-

gliedstaaten des Euro-Währungsgebiets sowie die EZB, sind eigenständige juristische Personen. Unter Berücksichtigung dieser besonderen Struktur müssen der EZB die erforderlichen internen Rechtsinstrumente zur Verfügung stehen, die es dem Eurosystem erlauben, effizient zu arbeiten und geschlossen aufzutreten, damit die Ziele des EG-Vertrags erreicht werden. Deshalb legt die Satzung

fest, daß die nationalen Zentralbanken des Eurosystems integraler Bestandteil des ESZB sind und gemäß den Leitlinien und Weisungen der EZB handeln müssen.

Leitlinien und Weisungen der EZB sind besondere Arten verbindlicher Rechtsinstrumente, deren Einführung aufgrund der oben-erwähnten besonderen Struktur des Eurosystems erforderlich war. Es handelt sich dabei um formelle Rechtsinstrumente, mit denen sichergestellt werden soll, daß die dem Eurosystem übertragenen Aufgaben im Rahmen dieser Organisation ausgeführt werden und mit der internen Zuständigkeitsverteilung in Einklang stehen. Als Teil des Gemeinschaftsrechts haben die Leitlinien und Weisungen der EZB ebenso wie die Verordnungen und Entscheidungen der EZB Geltungsvorrang vor bestehenden und nachträglich erlassenen nationalen Rechtsvorschriften, die in ihren Anwendungsbereich fallen. Der EZB-Rat hat die Aufgabe, die Einhaltung der Leitlinien und Weisungen der EZB sicherzustellen. Er wird dabei vom Direktorium der EZB unterstützt, das für die Vorbereitung der regelmäßigen Berichte über die Einhaltung dieser Leitlinien und Weisungen sorgt.

Die formalen Voraussetzungen für die Verabschiedung von Leitlinien und Weisungen der EZB sind nicht im EG-Vertrag oder in der Satzung, sondern in der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank geregelt und entsprechen den allgemeinen Grundsätzen des Gemeinschaftsrechts. Da diese Rechtsinstrumente nur interne Rechtswirkungen haben, besteht nach dem Gemeinschaftsrecht keine Verpflichtung zur Veröffentlichung der Leitlinien und Weisungen der EZB. Die EZB hat jedoch Auszüge der EZB-Leitlinien, die für Marktteilnehmer und für die Allgemeinheit von Interesse sind, veröffentlicht. Dies trägt zur Transparenz der Arbeit des Eurosystems bei.

Leitlinien der EZB

Gemäß der in der Satzung begründeten Struktur, wonach zu den Aufgaben des Eurosystems

gehörende Geschäfte durch die nationalen Zentralbanken durchzuführen sind, soweit dies möglich und sachgerecht erscheint, sollen Leitlinien der EZB Rechtsinstrumente sein, durch die die Politik des Eurosystems festgelegt und umgesetzt wird. Sie enthalten das allgemeine Rahmenwerk und die wichtigsten Regelungen, die von den nationalen Zentralbanken umzusetzen sind. Unter Berücksichtigung der Unterschiede in den Finanzmarktstrukturen und den Rechtssystemen der Mitgliedstaaten des Euroraums wurden die Leitlinien der EZB inhaltlich so gefaßt, daß sie – soweit möglich – eine angemessene dezentrale Durchführung der geldpolitischen Geschäfte erlauben, während sie gleichzeitig den Anforderungen an eine einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet in vollem Umfang gerecht werden. Infolgedessen wird die Geldpolitik in Abhängigkeit von dem Recht, dem die einzelnen nationalen Zentralbanken unterliegen, entweder durch Verträge zwischen den nationalen Zentralbanken und ihren Geschäftspartnern oder durch an die Geschäftspartner gerichtete Rechtsakte umgesetzt.

Da es sich bei den Leitlinien der EZB um Rechtsinstrumente handelt, die interne Angelegenheiten des Eurosystems betreffen und ausschließlich an die nationalen Zentralbanken gerichtet sind, stellen sie nicht auf eine unmittelbare oder individuelle Auswirkung auf die Rechte der Geschäftspartner ab. Gemäß der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank werden die Leitlinien vom EZB-Rat verabschiedet und danach den nationalen Zentralbanken des Eurosystems bekanntgegeben. Ist die Veröffentlichung von Leitlinien der EZB ausdrücklich beschlossen worden, werden sie im Amtsblatt in allen Amtssprachen der Gemeinschaft veröffentlicht.

Der EZB-Rat kann beschließen, seine normative Befugnis zur Verabschiedung von EZB-Leitlinien auf das Direktorium zu übertragen. In diesem Fall muß der EZB-Rat die Grenzen und den Umfang der übertragenen Befugnisse angeben.

Die EZB hat bisher mehrere Leitlinien verabschiedet, von denen zwei im Amtsblatt veröffentlicht wurden:

- Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 1. Dezember 1998 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank in den Bereichen Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus (EZB/1998/17)
- Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 7. Juli 1998 über bestimmte Vorschriften für Euro-Banknoten in der geänderten Fassung vom 26. August 1999 (EZB/1999/3).

Auszüge der anderen EZB-Leitlinien, insbesondere der Regelungen, die den Handlungsrahmen des ESZB/Eurosystems festlegen, wurden von der EZB selbst veröffentlicht, da einige ihrer Inhalte für Marktteilnehmer und die Allgemeinheit von Interesse sind:

4 Beschlüsse

Neben der Verabschiedung von Leitlinien und Weisungen ist die EZB befugt, Beschlüsse zu fassen, die einen normativen Charakter innerhalb des Eurosystems haben und sich auf Angelegenheiten der internen Organisation und Verwaltung beziehen. Diese Beschlüsse haben keine bestimmten Adressaten, sind jedoch für das Eurosystem rechtsverbindlich. Bisher hat die EZB mehrere Beschlüsse gefaßt, von denen einige im Amtsblatt veröffentlicht wurden. Beispielsweise sind dies:

- Beschluß der Europäischen Zentralbank vom 3. November 1998 über den Zugang der Öffentlichkeit zur Dokumentation und zu den Archiven der Europäischen Zentralbank (EZB/1998/12)

- Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Festlegung des Handlungsrahmens
- Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB.

Weisungen der EZB

Die Weisungen der EZB werden vom Direktorium erteilt. Sie selbst haben keine geldpolitischen Ziele zum Gegenstand, sondern sollen durch genaue Anweisungen an die nationalen Zentralbanken des Eurosystems die Umsetzung von geldpolitischen Beschlüssen und Leitlinien sicherstellen.

Obwohl sie in der Rangordnung unter den anderen Rechtsakten der Gemeinschaft angesiedelt werden können, stellen die Weisungen der EZB ein wichtiges Element des rechtlichen Rahmens dar, das für die nationalen Zentralbanken des Eurosystems verbindlich und rechtlich durchsetzbar ist.

- Beschluß der Europäischen Zentralbank vom 1. Dezember 1998 über die prozentualen Anteile der nationalen Zentralbanken im Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der Europäischen Zentralbank (EZB/1998/13)
- Beschluß der Europäischen Zentralbank vom 1. Dezember 1998 zur Bestimmung der Maßnahmen, die zur Einzahlung des Kapitals der Europäischen Zentralbank durch die nationalen Zentralbanken nicht teilnehmender Mitgliedstaaten erforderlich sind (EZB/1998/14).

5 Schlußbemerkung

Die normativen Befugnisse der EZB spiegeln die Sonderstellung des ESZB/Eurosystems innerhalb der Gemeinschaft wider. Indem die EZB mit der Befugnis zur Verabschiedung von Verordnungen, Entscheidungen, Stellungnahmen und Empfehlungen ausgestattet und damit zu einem „Gemeinschaftsgesetzgeber“ erhoben wird, betonen der EG-Vertrag und die Satzung, daß die Übertragung von Aufgaben auf das ESZB/Eurosystem allein nicht ausreicht; um die Handlungsfähigkeit und Effizienz des Eurosystems sicherzustellen, müssen diese Aufgaben auch durch die erforderlichen Rechtsinstrumente ergänzt werden, damit sie sowohl auf Gemeinschaftsebene wie auch in den einzelnen Mitgliedstaaten umgesetzt werden können. Gleichzeitig bekräftigen diese normativen Befugnisse die Unabhängigkeit des ESZB/Eurosystems.

Durch die Befugnis zur Verabschiedung von Leitlinien und Weisungen stehen der EZB die

für das Funktionieren des Eurosystems erforderlichen Rechtsinstrumente zur Verfügung. Im Gegensatz zu den Verordnungen, Entscheidungen, Stellungnahmen und Empfehlungen der Gemeinschaft, deren Konzepte sich im Laufe der Zeit herausgebildet haben, sind die Leitlinien und Weisungen der EZB neue Rechtsinstrumente, die für die speziellen Anforderungen des Eurosystems entwickelt wurden.

Die EZB ist sich der Tatsache bewußt, daß die ihr übertragenen normativen Befugnisse nicht nur mit größerem Einfluß, sondern auch mit einer größeren Verantwortung und Rechenschaftspflicht verbunden sind. Wie mehrfach hervorgehoben wurde, ist die EZB bestrebt, nicht nur die Gründe für ihr Handeln offen, transparent und unzweideutig darzulegen, sondern auch Rechenschaft über die Erfüllung ihrer Aufgaben abzulegen.

