



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

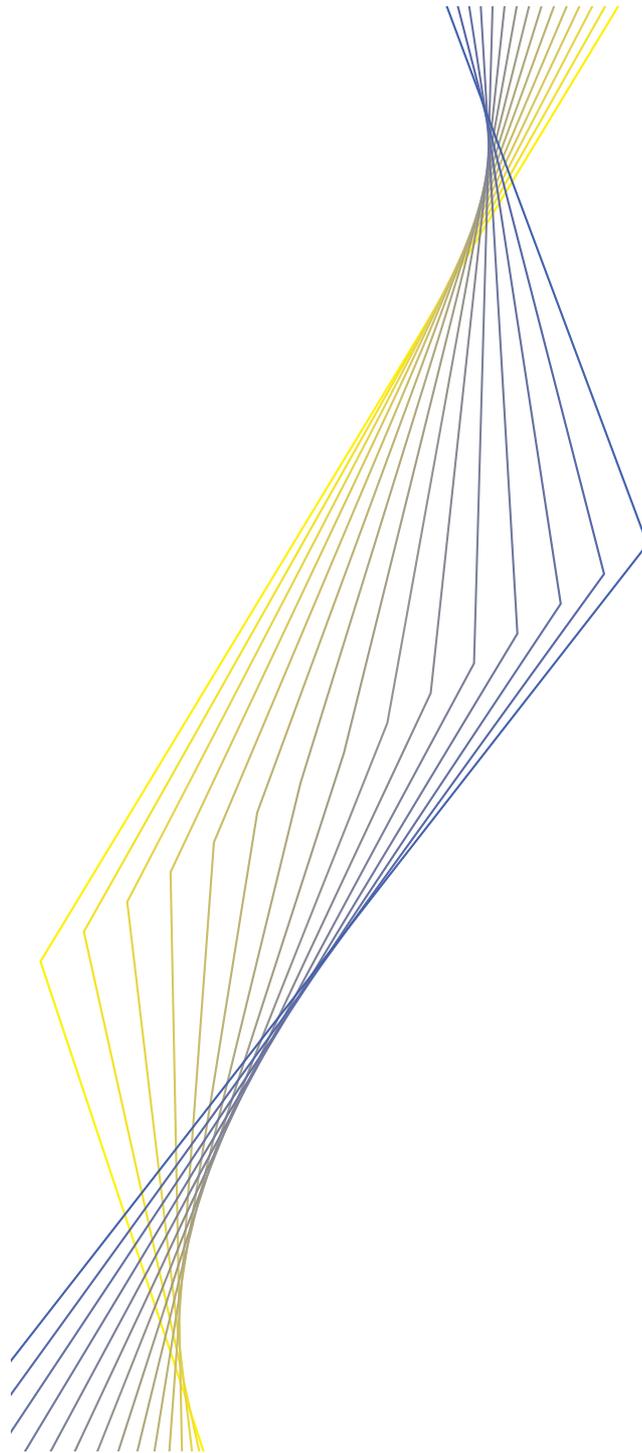
FCB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

August 1999



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

August 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 5. August 1999.

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	17
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	20
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	30
Die internationale Rolle des Euro	35
Die Bilanzen der Monetären Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets zu Beginn des Jahres 1999	59
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	47*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	51*

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.

Die neuen Daten und Umfrageergebnisse, die seit Ende Juni 1999 vorliegen, stehen im Einklang mit den zuvor gehegten Erwartungen, daß die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet in der ersten Jahreshälfte 1999 zunächst nicht weiter zurückgegangen ist, sich dann stabilisiert hat und sich in der zweiten Jahreshälfte beschleunigen dürfte. Die von den Finanzmärkten ausgehenden Signale bestätigten diese verbesserten Aussichten. In einem Szenario einer sich allmählich festigenden Konjunkturerholung deutet die verhaltene Entwicklung sowohl der Preise als auch der Vorlaufindikatoren für die künftige Preisentwicklung darauf hin, daß die Veränderung der Verbraucherpreise mit der Preisstabilität vereinbar bleiben dürfte. Die Wachstumsrate der Geldmengen- und Kreditaggregate bis einschließlich Juni 1999 unterstützt diese Beurteilung weitgehend, obwohl einige Aufwärtsrisiken für die künftige Preisstabilität nicht ausgeschlossen werden können. Der EZB-Rat beschloß am 15. und 29. Juli 1999, die Zinssätze für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die Einlage- sowie Spitzenrefinanzierungsfazilität bei 2,5 %, 1,5 % bzw. 3,5 % zu belassen.

Der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten des weit gefaßten Geldmengenaggregats M3 für den Zeitraum April bis Juni 1999 betrug 5,1 % und blieb damit unverändert gegenüber dem Dreimonatszeitraum bis einschließlich Mai 1999. Folglich lag das Wachstum von M3 weiterhin über dem vom EZB-Rat festgelegten Referenzwert von 4 ½ %. Die Jahreswachstumsrate von M3 sank von 5,2 % im Mai auf 5,0 % im Juni. Die meisten Komponenten von M3 trugen, wenn auch in unterschiedlichem Ausmaß, zu diesem Rückgang bei.

Im Juni 1999 stieg die zwölfmonatige Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor von 10,5 % im Vormonat weiter auf 10,9 %. Dennoch ging die Wachstumsrate der gesamten Kreditgewährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet von 7,9 % im Mai auf 7,7 % im Juni zurück, da sich die Kreditgewährung an öffentliche Haushalte verringerte. Die hohe Wachstumsrate der Kreditver-

gabe an den privaten Sektor und die Entwicklung von M3 werden zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht als Anzeichen eines Inflationsdrucks gesehen. Dennoch wird in den kommenden Monaten eine sorgfältige Beobachtung erforderlich sein, insbesondere angesichts der Tatsache, daß das dynamische Wachstum der liquidesten Komponenten von M3 und der Kreditvergabe an den privaten Sektor darauf hindeutet, daß Ansässige im Euro-Währungsgebiet derzeit keinen Liquiditätsbeschränkungen unterliegen.

Im Juli und in den ersten Augusttagen zogen die langfristigen Zinsen im Eurogebiet weiter an. Zu der Aufwärtsbewegung der Anleiherenditen im Euroraum trugen vor allem interne Faktoren bei, nachdem die Anleiherenditen an den internationalen Märkten keinem eindeutigen Trend folgten. Die langfristigen Zinsen könnten insbesondere durch die Erwartungen einer günstigeren Konjunkturentwicklung im Euro-Währungsgebiet beeinflusst worden sein. In Widerspiegelung dieser Erwartungen verkleinerte sich im Juli der Abstand zwischen den langfristigen Zinsen im Eurogebiet und denen in den Vereinigten Staaten, und der Verlauf der Renditenstrukturkurve wurde steiler.

Der Wechselkurs des Euro profitierte im Juli von den günstigeren Markterwartungen hinsichtlich der Konjunkturentwicklung im Euroraum. Nachdem der nominale effektive Wechselkurs bis Mitte Juli zurückgegangen war, verzeichnete er in der zweiten Monatshälfte einen Anstieg. Die gesamte Aufwertung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro betrug von Ende Juni bis zum 5. August etwa 2 %, während sie sich von Mitte Juli bis zum 5. August auf 3 % belief. Die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar war stärker ausgeprägt.

Die Aussichten für das externe Umfeld bestätigten weiterhin den Eindruck einer Beschleunigung des Produktionswachstums im Euro-Währungsgebiet. Während die US-Wirtschaft gewisse Anzeichen einer Verlangsamung aufwies, waren im Vereinigten Königreich erste Zeichen einer Erholung zu erken-

nen. In Japan könnte die anhaltende Konjunkturabschwächung zum Stillstand gekommen sein, auch wenn die Signale weiterhin gemischt sind. Die jüngste Entwicklung der Wirtschaftsindikatoren für Schwellenländer deutet darauf hin, daß in Ostasien eine Erholung in Gang gekommen ist, während sich die Aussichten in Lateinamerika nur leicht verbessert haben.

Die jüngsten Informationen bestätigen, daß sich das Produktionswachstum im Eurogebiet in der zweiten Jahreshälfte 1999 erholen dürfte. Den revidierten Schätzungen von Eurostat zufolge erhöhte sich die Wachstumsrate des realen BIP im Vorquartalsvergleich im ersten Quartal 1999 auf 0,5 %, nachdem sie sich im letzten Quartal 1998 auf 0,2 % belaufen hatte. Diese Zahlen basieren größtenteils auf Daten, die gemäß der neuen Methodik des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) erstellt wurden. Diese Daten sollten angesichts der mangelnden Erfahrung mit dem ESVG 95 mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden. Die Industrieproduktion, gemessen an den Dreimonatsdurchschnitten, stabilisierte sich in den Dreimonatsperioden bis einschließlich März und bis einschließlich April und nahm dann im Zeitraum März bis Mai 1999 zu. Nach den von der Europäischen Kommission veröffentlichten vorläufigen Umfrageergebnissen zog das Vertrauen der Industrie sowohl im Juni als auch im Juli 1999 weiter an und erreichte dadurch zum ersten Mal seit November 1998 wieder seinen langfristigen Durchschnittswert. Das Vertrauen der Verbraucher stieg im Juli deutlich an, nachdem es in den vorhergehenden drei Monaten zurückgegangen war, und näherte sich somit wieder dem im Januar 1999 erreichten historischen Höchststand. Insgesamt gesehen sind die Konjunkturaussichten im Eurogebiet jetzt günstiger als vor einem Monat.

Die jährliche Steigerungsrate des HVPI fiel weiter von 1,0 % im Mai auf 0,9 % im Juni

1999, obwohl die Energiepreise sich aufgrund des ausgeprägten Anstiegs der Ölpreise in den letzten Monaten weiter erhöhten. Der verlangsamte Anstieg des HVPI war vor allem auf einen starken Rückgang der Jahresveränderungsrate der Preise für unverarbeitete und in geringerem Maße für verarbeitete Nahrungsmittel zurückzuführen. Die jährliche Preissteigerungsrate für Dienstleistungen war gegenüber dem Vormonat unverändert und blieb gedämpft. Die jährliche Teuerungsrate des HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie ging leicht von 0,9 % im Mai 1999 auf 0,8 % zurück. Auf kurze Frist dürften der Anstieg der Ölpreise und die effektive Abwertung des Euro in der ersten Jahreshälfte 1999 einen Aufwärtsdruck auf die Preise im Eurogebiet ausüben, während der intensive Wettbewerb in einigen Sektoren zu einer Dämpfung des Preisdrucks beitragen dürfte.

Unter Berücksichtigung aller verfügbaren Informationen bleiben die Aussichten für die Beibehaltung der Preisstabilität günstig. In den kommenden Monaten wird es jedoch erforderlich sein, die Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate sowie die Indikatoren, die jetzt deutlicher auf eine Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum hinweisen, sorgfältig zu beobachten.

In dieser Ausgabe des Monatsberichts der EZB sind zwei Artikel enthalten. Der erste Artikel mit dem Titel "Die internationale Rolle des Euro" befaßt sich mit den verschiedenen Aspekten der Rolle des Euro an den internationalen Finanzmärkten. Der zweite Artikel mit dem Titel "Die Bilanzen der monetären Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets zu Beginn des Jahres 1999" untersucht die in diesen Bilanzen enthaltenen Informationen und hebt Unterschiede und Ähnlichkeiten innerhalb des Euroraums hervor.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

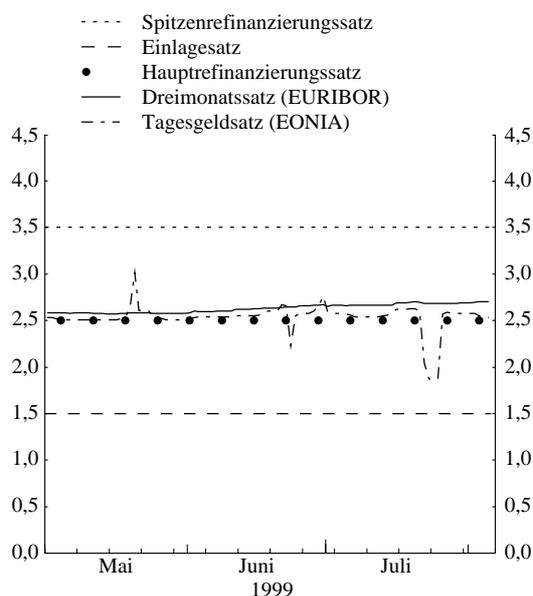
In seinen Sitzungen am 15. und 29. Juli 1999 erörterte der EZB-Rat die Aussichten für die Preisentwicklung und die Risiken für die Preisstabilität im Euroraum. Seiner Ansicht nach bestätigten die neuesten Informationen die Auffassung, daß die Inflationsaussichten weiterhin mit der Gewährleistung der Preisstabilität in Einklang stehen. Vor diesem Hintergrund beschloß der EZB-Rat, die EZB-Zinsen unverändert zu lassen. Der Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems blieb daher bei 2,5 %, und die Zinsen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden bei 3,5 % bzw. 1,5 % belassen (siehe Abbildung 1).

Leichter Rückgang des M3-Wachstums im Juni

Im Juni 1999 ging die Jahreswachstumsrate des weit gefaßten Geldmengenaggregats M3 auf 5,0 % zurück, gegenüber 5,2 % im Vormonat. (Dieser Wert wurde nachträglich von

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

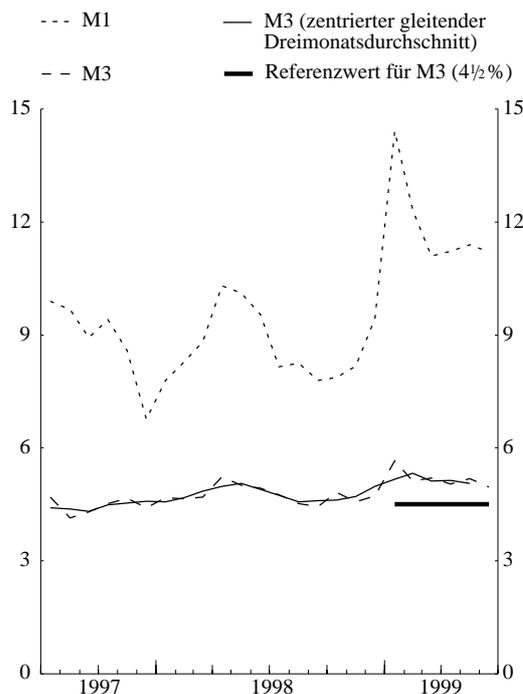
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 2
Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

5,3 % nach unten revidiert.) Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 für den Zeitraum von April bis Juni 1999 betrug 5,1 %. Der gleiche Wert war für den Dreimonatszeitraum bis Ende Mai 1999 zu verzeichnen. (Dieser Wert wurde von zuvor 5,2 % nach unten revidiert.) Infolgedessen lag die Wachstumsrate von M3 weiter über dem vom EZB-Rat festgesetzten Referenzwert von 4 ½ % (siehe Abbildung 2).

Auf der Basis nicht saisonbereinigter Angaben erhöhte sich M3 im Juni 1999 um 10 Mrd €; saisonbereinigt nahm M3 im Vergleich zum Vormonat um 5 Mrd € (oder rund 0,1 %) zu (siehe Tabelle 1). Dieser mäßige saisonbereinigte Anstieg der Geldmenge M3 beruhte einerseits auf einer deutlichen Zunahme der M1-Komponenten (d. h. des Bargeldumschs und der täglich fälligen Einlagen von insgesamt 14 Mrd €) sowie einer leichten Zunahme der sonstigen kurzfristigen Ein-

Tabelle I

M3 und seine Hauptkomponenten

(saisonbereinigt; Monatsendstände und Veränderungen gegen Vormonat)

	Juni 1999		April 1999		Mai 1999		Juni 1999		April bis Juni 1999	
	Bestand		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd EUR	Mrd EUR	%							
M3	4 550,0	11,0	0,2	20,0	0,4	4,6	0,1	11,9	0,3	
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 830,6	17,6	1,0	12,4	0,7	14,5	0,8	14,8	0,8	
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 118,2	-15,0	-0,7	4,4	0,2	2,1	0,1	-2,8	-0,1	
Marktfähige Instrumente (= M3 - M2)	601,2	8,5	1,4	3,2	0,5	-12,0	-2,0	-0,1	0,0	

Quelle: EZB.

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

lagen (von 2 Mrd €) und andererseits auf einem Rückgang der in M3 enthaltenen markt-fähigen Instrumente (von 12 Mrd €).

Die niedrigere jährliche Zuwachsrate von M3 war auf ein schwächeres Wachstum fast aller Komponenten zurückzuführen, insbesondere aber auf den geringeren Zuwachs der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere sowie auf eine weitere Abnahme der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr und bis zu zwei Jahren. Expansive Einflüsse gingen dagegen auf das Wachstum von M3 vom Bargeldumlauf und den Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten aus.

Im Juni 1999 erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate des Bargeldumlaufs auf 3,0 %, womit sich der in den letzten Monaten zu beobachtende kontinuierliche Anstieg (1,7 % im Mai) fortsetzte. Die Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen ging dagegen von 13,7 % im Mai auf 13,1 % im Juni zurück. Gleichwohl sind die täglich fälligen Einlagen infolge der kräftigen Zunahme im Januar 1999 und einer durch die niedrigen Opportunitätskosten bedingten starken Präferenz für liquide Instrumente im Vorjahresvergleich immer noch erheblich stärker gestiegen als vor Beginn der dritten Stufe der WWU. Wegen des schwächeren Wachstums der täglich fälligen Einlagen im Juni ermäßigte sich die

12-Monats-Wachstumsrate des eng gefaßten Geldmengenaggregats M1 leicht auf 11,2 % gegenüber 11,4 % im Mai.

Bei den kurzfristigen Einlagen ohne täglich fällige Einlagen beschleunigte sich der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr leicht von 1,8 % im Mai auf 2,0 % im Juni. Etwas längerfristig betrachtet nahmen diese Finanzinstrumente - auf die fast die Hälfte des ausstehenden Betrags von M3 entfällt - mit Jahresraten von 1,5 % bis 3,0 % nur mäßig zu. Die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von weniger als zwei Jahren nahmen weiter ab (im Juni um 3,6 %), was vor allem auf die in den letzten Monaten stetig gesunkene Verzinsung dieser Einlagen im Kundengeschäft der Banken zurückzuführen ist. Die Nachfrage nach Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten hingegen verstärkte sich; sie übertrafen ihren Vorjahrsstand im Juni um 6,2 %, verglichen mit 5,7 % im Mai, obwohl die Zinsen der Banken für diese Privatkundeneinlagen im Juni nochmals leicht zurückgenommen wurden. Da Einlagen mit kurzer Kündigungsfrist tendenziell enge Substitute täglich fälliger Einlagen sind, ist nicht auszuschließen, daß ihr stärkeres Wachstum in diesem Monat mit Portfolioumschichtungen der Anleger zu Lasten täglich fälliger Einlagen zusammenhing. Faßt man den Bargeldumlauf, die täglich fälligen Einlagen und die sonstigen kurzfristigen Einlagen zusammen, so ergibt

sich für das mittlere Geldmengenaggregat M2 eine Jahresrate von 6,2 % im Juni, verglichen mit 6,0 % im Mai.

Die in M3 erfaßten marktfähigen Papiere nahmen im Juni im Vergleich zum Vorjahr um 2,4 % ab, während sie im Vormonat noch um 0,3 % zugenommen hatten. Diese Instrumente setzten damit wieder ihren Abwärtstrend fort, der hauptsächlich auf ihre verhältnismäßig geringe Rendite in Anbetracht des niedrigen Niveaus der kurzfristigen Zinsen im Euroraum und den wieder steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve zurückzuführen sein dürfte. Im einzelnen sank die relativ hohe Jahreswachstumsrate der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere von 13,7 % im Mai auf 10,4 % im Juni. Der ausstehende Betrag an Repogeschäften ging weiter deutlich zurück und unterschritt den vergleichbaren Vorjahrsstand um 15,7 % (womit sich der negative Trend im Vergleich zu den letzten Monaten etwas verstärkte). Auch der Betrag an Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von unter zwei Jahren verringerte sich weiter, und zwar im Juni um 17,5 % gegenüber dem Vorjahr (verglichen mit einem Rückgang von 12,7 % im Vormonat).

Kreditgewährung an den privaten Sektor im Juni weiter beschleunigt

Die Jahresrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor im Eurogebiet erhöhte sich von 10,5 % im Mai auf 10,9 % im Juni 1999. Hierzu trug sowohl ein kräftigeres Wachstum der Kredite als auch der Wertpapiere ohne Aktien bei. Der stärkere Zuwachs bei der Kreditgewährung an den privaten Sektor wurde jedoch durch die geringere Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte mehr als ausgeglichen; während diese im Mai noch um 1,3 % gestiegen war, ging sie im Juni um 0,6 % zurück. Infolgedessen sank die Jahresrate der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im Juni auf 7,7 %, nach 7,9 % im Vormonat.

Das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor verstärkte sich, obgleich sich der

Trend sinkender Kreditzinsen im Privatkundengeschäft der Banken - insbesondere bei den Unternehmenskrediten mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr und bei Wohnungsbaukrediten - im Juni umkehrte. Die - wenn auch mäßige - Anhebung dieser Kreditzinsen der Banken dürfte dazu geführt haben, daß auch für die Zukunft infolge der im Juni angezogenen Renditen am Kapitalmarkt mit weiteren Zinsanhebungen gerechnet wurde. Dies könnte eine stärkere Kreditnachfrage ausgelöst haben, um sich die noch immer relativ niedrigen Kreditzinsen zu sichern. Bei der jüngsten Entwicklung der Kreditvergabe hat vermutlich auch der starke Konkurrenzdruck im Bankgewerbe eine grundlegende Rolle gespielt, der zu günstigen Kreditkonditionen bei der Kreditgewährung der MFIs an den privaten Sektor beigetragen haben dürfte.

Das Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber sonstigen Ansässigen des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich leicht von 5,0 % im Mai auf 5,2 % im Juni 1999; damit hielt das seit der Senkung der EZB-Zinsen am 8. April 1999 verstärkte Wachstum dieses Bilanzgegenpostens von M3 an. Der Anstieg war auf eine höhere jährliche Wachstumsrate der Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren zurückzuführen, obgleich diese wie bisher nur relativ mäßig gestiegen sind (2,2 % im Juni, verglichen mit 1,5 % im Mai). Die höhere Jahreswachstumsrate dieser Einlagen dürfte mit dem zunehmenden Gefälle zwischen den Zinsen im Privatkundengeschäft der Banken hierfür und denen für Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren bzw. für täglich fällige Einlagen zusammenhängen. Neben dem langsameren Wachstum der kurzfristigen Einlagen im Vergleich zum Vorjahr (siehe oben) deutet dies darauf hin, daß im Juni Portfolios teilweise zugunsten von Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren umgeschichtet wurden.

Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten gingen im Juni stärker zurück, und zwar mit einer Jahresrate von

6,3 %, gegenüber 6,0 % im Mai. Dies läßt darauf schließen, daß diese Einlagen in den letzten Monaten keine sehr attraktive Anlagemöglichkeit darstellten. Im Gegensatz zu Einlagen mit vereinbarter Laufzeit machen Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist nur einen kleinen Teil der längerfristigen Einlagen aus; zudem sind sie im Eurogebiet nicht so weit verbreitet wie Einlagen mit vereinbarter Laufzeit (siehe auch den Artikel „Die Bilanzen der Monetären Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets zu Beginn des Jahres 1999“ in dieser Ausgabe des EZB-Monatsberichts). Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren nahmen schließlich trotz eines leichten Rückgangs der Jahreswachstumsrate von 8,1 % im Mai auf 7,9 % im Juni 1999 weiter kräftig zu. Kapital und Rücklagen wuchsen weiterhin mit einer Rate von 6,7 % gegenüber dem Vorjahr.

Die Nettoposition der Monetären Finanzinstitute (MFIs) des Eurogebiets gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet nahm im Juni absolut und nicht saisonbereinigt um 12 Mrd € zu, während sie im Vormonat um 46 Mrd € zurückgegangen war. Trotz der Verbesserung im Juni 1999 verminderten sich die Nettoforderungen an das Nicht-Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr um 201 Mrd €. Dies spiegelte die Tatsache wider, daß die Transaktionen von gebietsansässigen Nicht-MFIs mit dem Nicht-Euro-Währungsgebiet, die sich in den Teilbilanzen Leistungsbilanz, Vermögensübertragungen und Kapitalbilanz niederschlugen, in den vergangenen zwölf Monaten zu Nettoabflüssen aus dem Euroraum führten.

Steilerer Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Juli

Im Juli und Anfang August wurde die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt steiler, denn bei kaum veränderten Zinssätzen für Laufzeiten von bis zu drei Monaten stiegen die Sätze sowohl für Sechsmonats- als auch für Zwölfmonatsgeld um mehr als 20 Basispunkte. Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA („euro overnight index average“), bewegte sich in

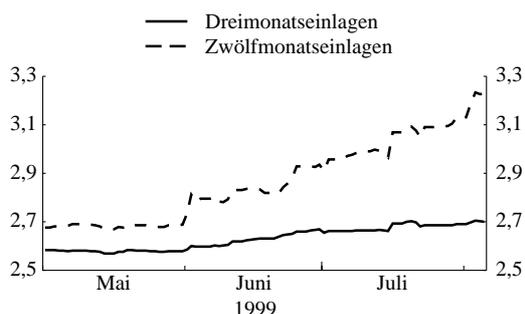
der sechsten Mindestreserveerfüllungsperiode (die am 24. Juni begann und am 23. Juli 1999 endete) wie schon in der vorangegangenen Periode meist zwischen 2,54 % und 2,63 % (siehe auch Abbildung 1). An den letzten beiden Tagen der sechsten Erfüllungsperiode sank der EONIA auf rund 2,0 %, da die Liquidität des Bankensystems den zur Erfüllung des Mindestreservesolls des Eurosystems erforderlichen Betrag überstieg (siehe Kasten 1). In den ersten Tagen der siebten Mindestreserveerfüllungsperiode lag der Tagesgeldsatz bei knapp 2,6 %.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt änderten sich der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR nur geringfügig. Diese Sätze betragen am 5. August 1999 2,63 % bzw. 2,70 %. Der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR dagegen erhöhten sich um 22 bzw. 29 Basispunkte auf 3,04 % bzw. 3,23 %. Damit vergrößerte sich der Abstand zwischen dem Zwölfmonats- und dem Dreimonats-EURIBOR von 27 Basispunkten Ende Juni auf 53 Basispunkte am 5. August (siehe Abbildung 3). In dieser Zinsstruktur kommt wahrscheinlich zum Ausdruck, daß die Marktteilnehmer eher im Jahr 2000 als im Verlauf der nächsten Monate einen Anstieg der kurzfristigen Zinsen erwarten.

Diese Markterwartungen zeigten sich auch in den impliziten EURIBOR-Zinssätzen für Termingeschäfte. Die Dreimonatssätze für im September 1999 fällige Terminkontrakte

Abbildung 3
Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dreimonats- und Zwölfmonats-EURIBOR.

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der sechsten Mindestreserveerfüllungsperiode

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der sechsten Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Juni bis 23. Juli 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 53,0 Mrd € und 95,0 Mrd €. Das gesamte Bietungsaufkommen erreichte in dem Geschäft vom 20. Juli einen neuen Höchstwert von 1 479,4 Mrd €. Mit 1 307,9 Mrd € erhöhte sich der durchschnittliche Bietungsbetrag bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften beträchtlich gegenüber der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode, in der er 895,5 Mrd € betragen hatte. Hinzu kommt, daß auch die Zahl der Bieter bei den wöchentlichen Tendersgeschäften in einer Spanne von 856 bis 915 lag und damit höher war als in der vorangegangenen Mindestreserveerfüllungsperiode, in der 666 bis 894 Teilnehmer verzeichnet wurden. Der Repartierungssatz bewegte sich zwischen 4,25 % und 7,41 %; die Schwankungen sind zum Teil auf das unterschiedliche Volumen der beiden ausstehenden Tendersgeschäfte zurückzuführen.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Juni bis 23. Juli 1999

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	188,5	0,6	+ 187,9
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	143,1	-	+ 143,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,4	0,6	- 0,2
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	342,4	427,3	- 84,9
Banknotenumlauf	-	342,1	- 342,1
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	45,7	-45,7
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	342,4	-	+ 342,4
Sonstige Faktoren (netto)	-	39,5	- 39,5
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) - (b)			103,0
(d) Mindestreservesoll			102,0

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 tagesdurchschnittlich 0,3 Mrd € auf 0,4 Mrd € an. Die Inanspruchnahme der Einlagefazilität blieb hingegen weitgehend unverändert bei tagesdurchschnittlich 0,6 Mrd €. Mit Ausnahme einer starken Inanspruchnahme beider ständigen Fazilitäten am 14. Juli, die hauptsächlich durch Schwierigkeiten bei einer nationalen Komponente des Zahlungsverkehrssystems verursacht wurde, entfiel der größte Teil der Inanspruchnahme der Einlagefazilität (8,7 Mrd €) auf den vorletzten Tag der Erfüllungsperiode. Die Geschäftspartner legten überschüssige Liquidität einen Tag vor dem Ende der Erfüllungsperiode im Rahmen der Einlagefazilität an, da der letzte Tag der Erfüllungsperiode auf einen Freitag fiel und es für sie rentabler war, am Donnerstag den Einlagesatz zu erhalten und über das Wochenende

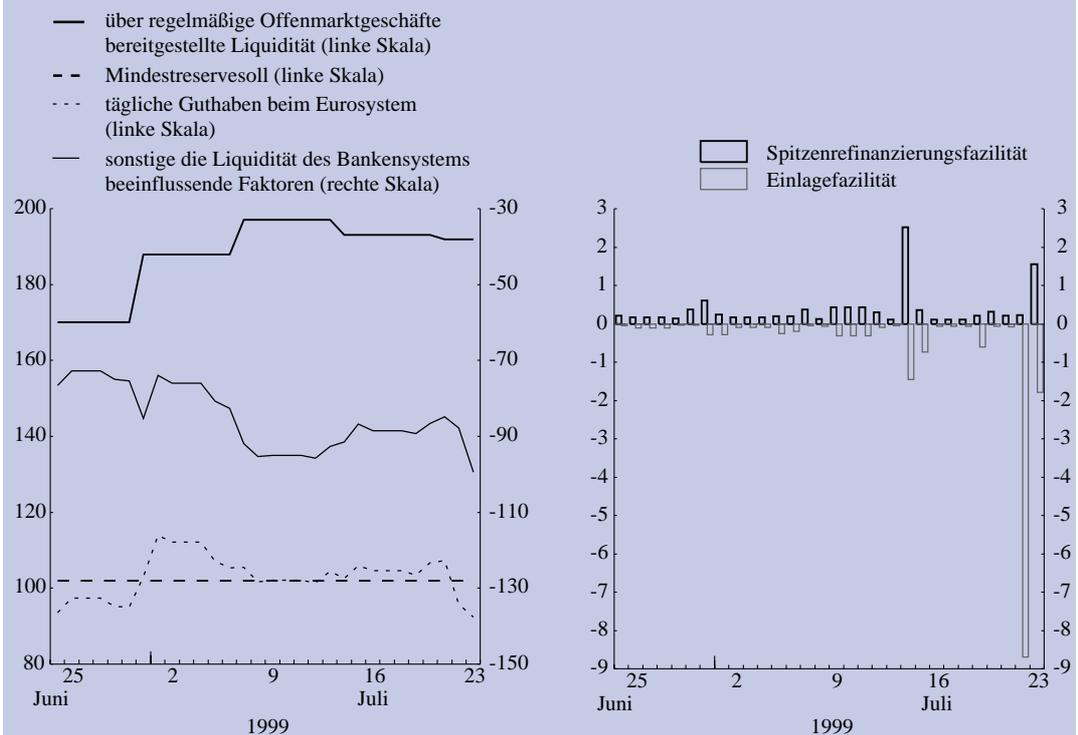
die höhere, durchschnittliche Verzinsung des Hauptrefinanzierungsgeschäfts zu bekommen, die auf die zur Erfüllung des Mindestreservesolls erforderlichen Guthaben auf Girokonten gezahlt wird. Aufgrund der üblichen Unvollkommenheiten bei der Verteilung der Interbankenliquidität gegen Ende der Mindestreserveerfüllungsperiode war auch die Inanspruchnahme beider ständiger Fazilitäten am letzten Tag der Erfüllungsperiode recht hoch (1,6 Mrd im Falle der Spitzenrefinanzierungsfazilität und 1,8 Mrd im Falle der Einlagefazilität). Im letzten Hauptrefinanzierungsgeschäft der Mindestreserveerfüllungsperiode hatte die EZB reichlich Liquidität zugeteilt. Dies erschien angesichts der Entwicklung der autonomen Faktoren zu Beginn der darauffolgenden Erfüllungsperiode und der relativ hohen Tagesgeldsätze angebracht.

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 84,9 Mrd € und damit 10,1 Mrd € mehr als in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 72,7 Mrd € und 99,3 Mrd €. Die Hauptgründe für den Anstieg der autonomen Faktoren waren die saisonale Zunahme des Banknotenumlaufs, die sich auf durchschnittlich 5,1 Mrd € belief, und die Zunahme der Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem um 5,3 Mrd €.

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren für die sechste Erfüllungsperiode

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten beim Eurosystem entsprechen der Differenz aus der durch geldpolitische Geschäfte bereitgestellten Liquidität (einschließlich des Nettobetrags aus der Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten) und der Nettowirkung der autonomen Faktoren. In der sechsten Mindestreserveerfüllungsperiode belief sich das durchschnittliche Guthaben auf Girokonten auf 103,0 Mrd € und das durch-

schnittliche Mindestreservesoll auf 102,0 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll vergrößerte sich also gegenüber der fünften Erfüllungsperiode geringfügig um 0,1 Mrd € auf 1,0 Mrd €. Hiervon sind etwa 0,2 Mrd € auf die Guthaben auf Girokonten, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, zurückzuführen; diese blieben gegenüber der fünften Mindestreserveerfüllungsperiode unverändert. Die Überschussreserven machten ungefähr 0,8 Mrd € aus. Der etwas höhere Stand der Überschussreserven im Vergleich zu den drei vorangegangenen Erfüllungsperioden (in denen sie im Durchschnitt bei 0,7 Mrd € lagen) läßt sich ebenfalls dadurch erklären, daß der letzte Tag der Erfüllungsperiode auf einen Freitag fiel.

zogen im Juli nur leicht an, während sich die entsprechenden Zinssätze für die Liefertermine Dezember 1999 sowie März und Juni 2000 am 5. August um 26 bis 41 Basispunkte auf 3,33 %, 3,42 % bzw. 3,71 % erhöhten. Wie bereits früher festgestellt wurde, wird der Satz für im Dezember 1999 fällige Terminkontrakte anscheinend auch durch die von den Marktteilnehmern erwarteten potentiellen Auswirkungen der Datumsänderung zur Jahrtausendwende beeinflusst.

Die Stabilität der Geldmarktkonditionen am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums schlug sich auch in dem am 29. Juli 1999 abgewickelten regelmäßigen monatlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäft nieder. Dieses längerfristige Geschäft hatte wie üblich eine Laufzeit von drei Monaten und wurde nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchgeführt. Dabei ergaben sich ein gewichteter durchschnittlicher und ein marginaler Zuteilungssatz von 2,66 bzw. 2,65 %; damit lagen die Sätze nur zwei Basispunkte über denen des längerfristigen Geschäfts vom Vormonat und wie bisher nur leicht unter dem am Tag der Geschäftsabwicklung geltenden Dreimonats-EURIBOR.

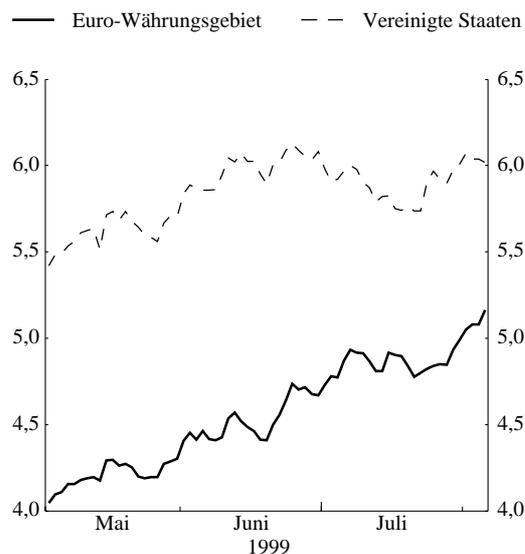
Weiterer Anstieg der langfristigen Anleiherenditen im Juli

Im Laufe des Juli stiegen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Eurogebiet um nahezu 50 Basispunkte an (siehe Abbildung 4) und setzten somit den Trend fort, der seit Anfang Mai 1999 zu beobachten ist. Am 5. August lagen die Renditen zehnjähriger Anleihen im Euroraum im Durchschnitt bei gut 5,1 % und

damit um mehr als 120 Basispunkte über dem Ende 1998 erreichten Stand. Für den Anstieg der Anleiherenditen seit Ende 1998 scheint es vielfältige Gründe zu geben, wobei sowohl globale als auch inländische Faktoren eine wichtige Rolle spielten. Zu den internationalen Faktoren zählten die steigenden langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten, die zwischen Ende 1998 und dem 5. August 1999 um etwa 130 Basispunkte zulegten und einen Aufwärtsdruck auf die langfristigen Anleiherenditen im Eurogebiet ausübten. Hinzu kam, daß bis Mitte Juli Unsicherheiten an den Finanzmärkten hinsichtlich der zukünfti-

Abbildung 4
Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB, nationale Statistiken und Reuters.

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

gen Entwicklung des Euro zeitweise dazu geführt haben könnten, daß internationalen Anlegern bei langfristigen festverzinslichen Anleihen im Eurogebiet höhere Renditen geboten werden mußten. Betrachtet man die heimischen Einflußfaktoren, so dürfte die Neueinschätzung der Konjunkturaussichten im Eurogebiet seitens der Marktteilnehmer in den vergangenen Monaten bei der Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen eine bedeutendere Rolle gespielt haben. Außerdem haben wohl das relativ hohe Emissionsvolumen an Schuldverschreibungen seit Anfang 1999 sowie Unsicherheiten am Markt hinsichtlich der Haushaltslage in einigen Ländern des Eurogebiets den Aufwärtsdruck auf die langfristigen Anleiherenditen zeitweise verstärkt.

Das internationale Umfeld war für die Entwicklung an den heimischen Rentenmärkten im Juli 1999 recht günstig. Im Gegensatz zu der Entwicklung in den Vereinigten Staaten im ersten Halbjahr 1999, die durch einen mehr oder weniger kontinuierlichen Anstieg der US-Anleiherenditen gekennzeichnet war, zeichnete sich im Juli bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen kein klarer Trend ab. Am 5. August lagen die Renditen zehnjähriger US-Anleihen bei gut 6 % und waren damit etwas niedriger als Ende Juni. Diese allgemeine Entwicklung scheint gegenläufige Faktoren widerzuspiegeln, welche die Erwartungen am Markt bezüglich der längerfristigen Inflationperspektiven in den Vereinigten Staaten beeinflussen. Der positive Einfluß auf die Entwicklung der Anleihemärkte, der neben einigen Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung anscheinend von Daten zur Entwicklung der Verbraucher- und Erzeugerpreise ausging, wurde durch Hinweise auf schneller steigende Lohnkosten teilweise wieder zunichte gemacht. Auch die in letzter Zeit zu beobachtende Abschwächung des US-Dollar dürfte ein Gegengewicht gebildet haben. In Japan wiesen die Langfristzinsen im Juli einen volatilen Verlauf auf; das Renditeniveau langfristiger Schuldverschreibungen veränderte sich im Zeitraum von Ende Juni bis zum 5. August aber kaum. Die Volatilität der langfristigen Anleiherenditen scheint zum Teil auf eine

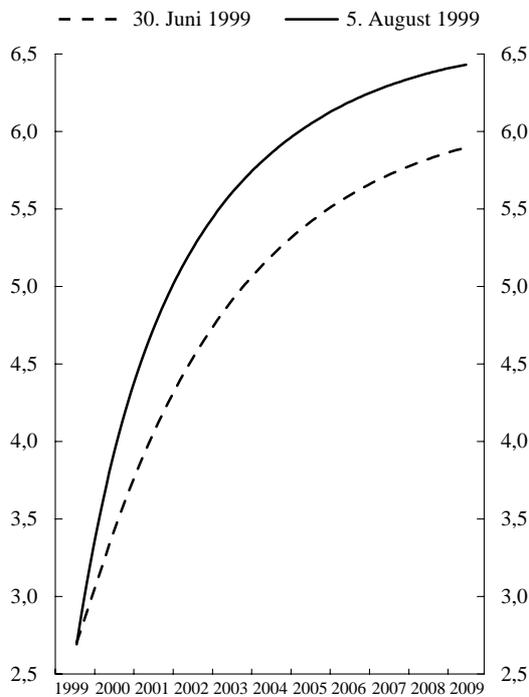
gewisse Unsicherheit der Marktteilnehmer zurückzuführen zu sein, ob es in Japan zu einem selbsttragenden Aufschwung kommen wird.

Trotz des positiven Einflusses, der von der Entwicklung an den internationalen Anleihemärkten ausging, übten offenbar andere Faktoren im Laufe des Juli einen Aufwärtsdruck auf die langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet aus. Ursache für diesen Aufwärtsdruck dürften in erster Linie die optimistischeren Konjunkturerwartungen der Finanzmarktteilnehmer für das Eurogebiet gewesen sein, die insbesondere mit Anzeichen einer verbesserten Stimmungslage der Unternehmen zusammenhingen. Andererseits hatten der anhaltende Rückgang der HVPI-Teuerungsrate im Juni sowie die gegenüber Mai rückläufige Wachstumsrate von M3 einen eher gegenläufigen Einfluß auf die Entwicklung der langfristigen Renditen. Auch vom Umschwung in der Wechselkursentwicklung im Juli dürfte ein solcher Einfluß ausgegangen sein; er schien dem Aufwärtsdruck auf die langfristigen Renditen entgegenzuwirken. Insgesamt verringerte sich der Renditenvorsprung langfristiger US-Staatsanleihen gegenüber vergleichbaren Renditen im Eurogebiet zwischen Ende Juni und dem 5. August um mehr als 50 Basispunkte auf weniger als 90 Basispunkte; dies verdeutlicht den großen Einfluß, den heimische Faktoren auf das Niveau der Anleiherenditen im Eurogebiet haben.

Infolge dieser Entwicklung an den Anleihemärkten im Eurogebiet war die positive Steigung der Renditenstrukturkurve, die im Laufe des Jahres 1999 tendenziell steiler wurde, im Juli noch ausgeprägter (siehe Abbildung 5). Gemessen als Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger Anleihen und den Zinssätzen für Dreimonatsgeld betrug die Steigung der Renditenstrukturkurve am 5. August mehr als 240 Basispunkte. Dies ist der höchste Stand dieses Steigungsmaßes seit dem Sommer 1996; es liegt nun ungefähr 180 Basispunkte über dem Ende 1998 verzeichneten Niveau. Sieht man von möglichen Risikoprämien ab, die von der Restlaufzeit abhängen können, spiegelt die Termin-Zinsstrukturkurve die Erwartungen bezüglich der zukünftigen

Abbildung 5
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



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

Entwicklung der kurzfristigen Zinsen wider. Die Entwicklung dieser Kurve im Lauf des Juli und Anfang August läßt darauf schließen, daß ein Großteil des steileren Verlaufs der Zinsstrukturkurve auf Erwartungen steigender Zinsen für den Bereich mittlerer und längerer Laufzeiten zurückzuführen ist. Dies deutet wohl darauf hin, daß die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums angehoben haben. So dürfte auch der Anstieg zehnjähriger Realrenditen von in Frankreich begebenen indexgebundenen Anleihen um fast 40 Basispunkte zwischen Ende Juni und dem 5. August auf eine optimistischere Konjunkturschätzung am Markt zurückzuführen sein. Gleichzeitig haben sich die „Break-even-Inflationsraten“, gemessen an der Differenz zwischen zehnjährigen Nominalrenditen und Realrenditen von in Frank-

reich begebenen indexgebundenen Anleihen, im Juli ebenfalls leicht erhöht.

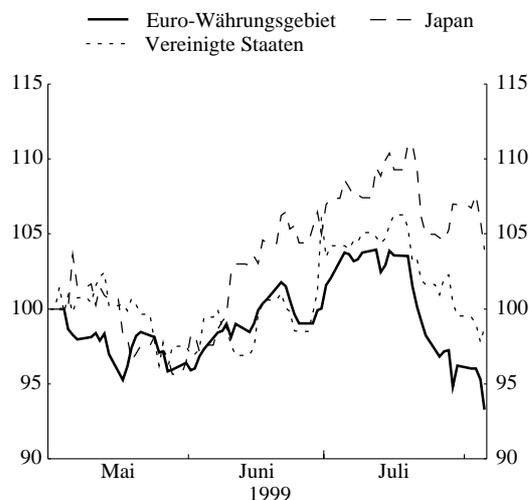
Rückgang der Aktienkurse im Juli

Trotz steigender Erwartungen an den Finanzmärkten hinsichtlich eines konjunkturellen Aufschwungs im Eurogebiet wurden die im Juni verzeichneten Kurssteigerungen durch die Entwicklung an den Aktienmärkten im Juli wieder zunichte gemacht. Gemessen am Dow Jones EURO STOXX-Gesamtindex gingen die Aktienkurse von Ende Juni bis 5. August 1999 um gut 6,5 % zurück (siehe Abbildung 6). Nach diesen Einbußen lagen die Aktienkurse im Eurogebiet im Durchschnitt nur noch um 2 % über dem Stand von Ende 1998. Die Ursachen für den Kursrückgang im Juli liegen offenbar sowohl in der Schwäche des US-Aktienmarkts als auch im oben erwähnten Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger inländischer Schuldverschreibungen.

In den Vereinigten Staaten ist der Standard & Poor's 500-Index im Zeitraum von

Abbildung 6
Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(1. Mai 1999 = 100; Tageswerte)



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

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

Ende Juni bis 5. August um mehr als 4 % zurückgegangen. Obwohl das für das zweite Quartal 1999 gemeldete Wachstum der Gewinne von den im Standard & Poor's 500-Index enthaltenen Unternehmen generell die Erwartungen an den Finanzmärkten übertraf, schienen die Finanzmarktteilnehmer anzunehmen, daß die Unternehmensgewinne insgesamt in Zukunft eher langsamer wachsen würden. In Japan reflektierte die Entwicklung an den Aktienmärkten die bereits erwähnte Unsicherheit darüber, ob mit einer selbsttragenden konjunkturellen Erholung zu rechnen sein würde. Im Juli waren bei den Aktienkursen in Japan insgesamt kaum Veränderungen zu verzeichnen; von Ende Juni bis 5. August gingen sie um lediglich 1 % zurück. Der kumulierte Anstieg des Nikkei 225-Index von Ende 1998 bis 5. August betrug damit immer noch über 25 %.

Außer dem Übergreifen der rückläufigen Tendenz bei den Aktienkursen in den Vereinigten Staaten auf das Eurogebiet trugen auch noch andere Faktoren zu den im Juli verzeichneten Kursverlusten an den Aktienmärkten im Eurogebiet bei. Besonders der Anstieg der langfristigen Zinssätze und vor allem, wie bereits erwähnt, die offenbar gestiegenen realen Langfristzinsen haben anscheinend einen zusätzlichen Abwärtsdruck auf die Aktienkurse ausgeübt; tendenziell führen nämlich höhere Zinsen zu einer niedrigeren gegenwärtigen Bewertung künftiger Unternehmensgewinne. Dies zeigte sich daran, daß der Rückgang der Aktienkurse breit gefächert war - die meisten Branchen verzeichneten im Juli Einbußen in ähnlicher Größenordnung. Ein weiterer Faktor, der möglicherweise zum Abwärtsdruck auf die Aktienkurse im Euroraum beigetragen

haben könnte, war der Umschwung in der Wechselkursentwicklung im Juli. Während die Abwertung des Euro bis Mitte Juli einen Anstieg der Aktienkurse zu unterstützen schien, könnte sein Kursanstieg seit Mitte Juli den positiven Einfluß steigender Erwartungen an den Finanzmärkten hinsichtlich einer Verbesserung der Konjunkturaussichten abgeschwächt haben.

Obwohl die Aktienkurse im Eurogebiet seit Anfang 1999 im Durchschnitt nur geringfügig angestiegen sind, wurden in einigen Branchen beachtliche Kursgewinne erzielt, was günstigere Einschätzungen am Markt hinsichtlich der Entwicklung der Unternehmensgewinne in diesen Sektoren reflektiert. Vor allem Branchen, die im allgemeinen relativ empfindlich auf die heimische Konjunkturlage reagieren, und gerade solche, die üblicherweise stärker von der globalen Konjunkturlage beeinflusst werden, konnten tendenziell die größten Kurssteigerungen verzeichnen. Hierzu zählen die Branchen Grundstoffe und Verarbeitendes Gewerbe, die von Ende 1998 bis 5. August Kursgewinne von etwa 35 % bzw. 20 % verbuchen konnten. Auch im Energiebereich stiegen die Aktienkurse bis zum 5. August um ungefähr 30 % an; ausschlaggebend hierfür war der Anstieg der Ölpreise seit Mitte Februar 1999. In einigen weniger konjunkturrempfindlichen Sektoren, insbesondere in denen, die weniger stark von der internationalen Konjunkturlage abhängen, waren gegenläufige Entwicklungen zu verzeichnen. Hierzu gehören die Versorgungsbetriebe sowie das Ernährungsgewerbe; die Aktiennotierungen fielen hier zwischen Ende 1998 und 5. August um durchschnittlich 10 % oder mehr.

2 Preisentwicklung

Geringerer Anstieg der Verbraucherpreise aufgrund niedrigerer Nahrungsmittelpreise

Die jährliche Steigerungsrate der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet war im Juni 1999 weiter leicht rückläufig. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) betrug die Preissteigerung 0,9 %, gegenüber 1,0 % im Mai und 1,1 % im April. Wie bereits im Mai 1999 war die Verlangsamung primär auf eine niedrigere jährliche Steigerungsrate der Nahrungsmittelpreise zurückzuführen, die nur zum Teil durch den Auftrieb bei den Energiepreisen infolge weiter steigender Ölpreise wettgemacht wurde (siehe Abbildung 7 und Tabelle 2). Obwohl sich in der Teuerungsrate nach dem HVPI im

Juni 1999 hauptsächlich vorübergehende Einflüsse niederschlugen, ging die jährliche Steigerungsrate des HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie ebenfalls leicht von 0,9 % auf 0,8 % zurück.

Die weitere Verlangsamung der Steigerungsrate des HVPI im Juni war hauptsächlich durch den deutlichen Rückgang der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel bedingt, die im Juni 1999 0,7 % niedriger waren als ein Jahr zuvor (verglichen mit einem Anstieg von 0,4 % im Mai gegenüber dem Vorjahr). Dies ist weitgehend auf rückläufige Zwölfmonatsraten bei den Preisen für Obst und insbesondere Gemüse infolge günstiger Witterungsbedingungen zurückzuführen. Auch der langsamere Preisanstieg bei den verarbeiteten

Tabelle 2

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

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

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

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

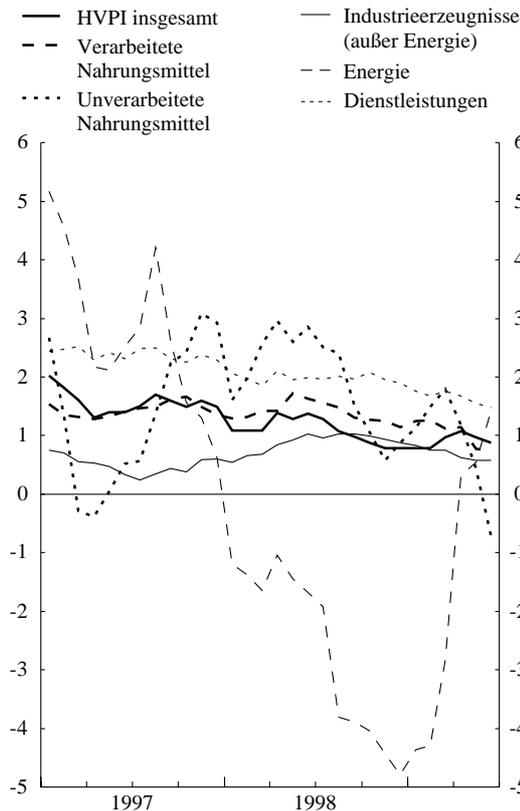
3) Gesamtwirtschaft (außer Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Bildungssektor, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen).

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 7
Die Teuerungsrate im Euro-
Währungsgebiet nach dem HVPI
und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Nahrungsmitteln trug zum Rückgang der HVPI-Steigerungsrate bei, wenn auch in geringerem Maße. Die jährliche Preissteigerungsrate für verarbeitete Nahrungsmittel fiel von 0,8 % im Mai 1999 auf 0,7 % im Juni 1999, was zum Teil durch den tendenziell schärferen Wettbewerb im Einzelhandel bedingt sein dürfte. Die niedrigeren Nahrungsmittelpreise wurden teilweise durch die erneut höhere jährliche Steigerungsrate der Energiepreise von 1,4 % im Juni nach 0,5 % im Mai 1999 ausgeglichen. Diese Erhöhung war auf den Anstieg der Öl- und Energiepreise im Zeitraum von Mai bis Juni 1999 zurückzuführen, während die Energiepreise im vergleichbaren Vorjahrszeitraum zurückgegangen waren. Der Anstieg der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und Dienstleistungen, die zusammen etwa zwei Drittel des HVPI ausmachen, verharrte jeweils bei 0,6 % bzw. 1,5 %.

Folglich wirkten sich im Juni 1999 auf die Teuerungsrate nach dem HVPI vor allem Komponenten aus, die üblicherweise sehr schwankungsanfällig sind (d. h. die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie).

Zwar deuten einige Faktoren darauf hin, daß die Preise in den nächsten Monaten einem gewissen Aufwärtsdruck ausgesetzt sein werden, doch gibt es auch Anzeichen dafür, daß der Anstieg der Verbraucherpreise moderat bleiben könnte. Seit dem Redaktionsschluß des Juli-Monatsberichts sind die Ölpreise weiter gestiegen (von durchschnittlich 15,6 € je Barrel im Juni 1999 auf 18,0 € im Juli). Dies dürfte in den kommenden Monaten direkte Auswirkungen auf die Energiepreiskomponente des HVPI haben. Zudem sind die in Euro angegebenen Rohstoffpreise (ohne Energie) in den letzten Monaten leicht gestiegen, nachdem sie seit Mitte 1997 sukzessive gefallen waren. Dennoch waren die Preise für Rohstoffe (ohne Energie) im Juli 1999 noch immer 2,3 % niedriger als im entsprechenden Vorjahrszeitraum (während sie Anfang 1999 etwa 17 % und im Juni 1999 4,2 % niedriger waren als vor Jahresfrist). Der allgemeine Anstieg der Rohstoffpreise hat zu steigenden Preisen für Industrieerzeugnisse geführt. Im Mai 1999 lagen sie daher nur noch um 1,4 % unter ihrem Vorjahrsstand (im April 1999 hatte der Rückgang gegenüber dem Vorjahr noch 1,6 % betragen).

Der Preisauftrieb bei den Industrieerzeugnissen ist fast ausschließlich auf höhere Preise für Vorleistungsgüter zurückzuführen, die an die nachfolgenden Produktionsstadien weitergegeben werden und sich schließlich in den Verbraucherpreisen niederschlagen dürften, und zwar am ehesten in der HVPI-Komponente „Industrieerzeugnisse (außer Energie)“. Allerdings besteht kein stabiler, eindeutiger Zusammenhang zwischen den industriellen Erzeugerpreisen und den Verbraucherpreisen. (Der Artikel „Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet“ im EZB-Monatsbericht vom April dieses Jahres enthält eine ausführlichere Erörterung dieses Themas.) Deshalb läßt sich nicht genau vor-

hersagen, wann sich die höheren industriellen Erzeugerpreise in der HVPI-Komponente „Industrieerzeugnisse (außer Energie)“ niederschlagen werden. Der in den letzten Jahren verzeichnete Zusammenhang läßt darauf schließen, daß die jährliche Preissteigerungsrate der Industrieerzeugnisse (außer Energie) im HVPI in den nächsten Monaten moderat bleiben dürfte. Außerdem dürften die anhaltende Liberalisierung der Märkte und der verstärkte Wettbewerb den Preisauftrieb weiter dämpfen.

Eurostat hat kürzlich Daten zu den Arbeitskosten je Stunde einschließlich vorläufiger Schätzungen für das erste Quartal 1999 veröffentlicht. Diesen Daten zufolge haben sich die Gesamtkosten je Arbeitsstunde im nicht landwirtschaftlichen Gewerbe (d. h. Gesamtwirtschaft ohne Landwirtschaft, Fischerei und öffentliche Verwaltung) im Euro-Währungsgebiet insgesamt im Zwölfmonatszeitraum bis einschließlich des ersten Quartals 1999 um 2,2 % erhöht. Diese erste Schätzung dürfte allerdings nach unten korrigiert werden, und

der jährliche Anstieg der Arbeitskosten je Stunde dürfte sich nach der Korrektur an den im Vorquartal verzeichneten Wert von 1,9 % annähern. Dieses Bild wird auch durch die nicht harmonisierten Daten zu den Bruttomonatslöhnen im gewerblichen Bereich (ohne Landwirtschaft) bestätigt, die sich in den meisten Ländern im ersten Quartal dieses Jahres gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum leicht ermäßigt haben. Deshalb lassen neuere Daten darauf schließen, daß bei der Lohnentwicklung im ersten Quartal dieses Jahres keine wesentliche Aufwärtsbewegung zu verzeichnen war. Allerdings gehen die jüngsten Prognosen internationaler Organisationen überwiegend davon aus, daß sich die Lohnsteigerung im Lauf des Jahres 1999 beschleunigen wird.

Insgesamt deutet die Ölpreisentwicklung zwar darauf hin, daß die Verbraucherpreise in den nächsten Monaten stärker steigen dürften, wobei andere Einflußgrößen hierauf wahrscheinlich eine abschwächende Wirkung ausüben werden.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Produktionswachstum im ersten Quartal 1999 nach oben korrigiert

Die revidierten Schätzungen von Eurostat zum realen BIP zeigen, daß sich das Wachstum im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal dieses Jahres verbesserte. Im Quartalsvergleich nahm das BIP um 0,5 % zu und kehrte damit weitgehend zu den Wachstumsraten zurück, die vor der Abschwächung auf 0,2 % im vierten Quartal 1998 verzeichnet wurden (siehe Tabelle 3). Die aktuellen Zahlen legen weiterhin nahe, daß das BIP-Wachstum im ersten Quartal 1999 auf die starke Zunahme der Binnennachfrage (ohne Vorratsinvestitionen) zurückzuführen ist, während der Außenbeitrag und insbesondere der Beitrag der Vorratsinvestitionen negativ ausfielen. Die Wachstumsraten der Ein- und Ausfuhren wurden jedoch beide nach oben korrigiert. Damit bleibt der Außenbeitrag zum BIP-Wachstum weitgehend unverändert. Die revidierten Zahlen lassen jedoch darauf schließen, daß sich der Außenhandel zu Beginn des Jahres deutlich weniger abgeschwächt hat als anfänglich erwartet. Bei der

Interpretation der revidierten BIP-Zahlen ist zu berücksichtigen, daß die Schätzungen von Eurostat nun zu einem größeren Teil auf nationalen Statistiken beruhen, die nach der neuen Methodik des ESVG 95 erstellt wurden. Diese Umstellung wirkte sich sowohl auf die Niveaugrößen als auch auf die Wachstumsraten des BIP aus - eine Entwicklung, die noch durch gleichzeitig eingeführte Änderungen in Form von besseren Zahlen oder Daten aus zusätzlichen Quellen verstärkt wurde (siehe Kasten 2 zu den Auswirkungen der neuen Methodik und sonstiger Revisionen auf die BIP-Zahlen). Angesichts der Tragweite der Umstellung auf das ESVG 95 kann nicht ausgeschlossen werden, daß sich noch nachträgliche Korrekturen an diesen ersten Schätzungen zum BIP ergeben.

Die Verbesserung des Produktionswachstums insgesamt im ersten Quartal 1999 ist weitgehend auf die seit Beginn des Jahres verzeichnete positive Entwicklung der Wachstumsrate der Industrieproduktion zurückzuführen. Die zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitte der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) be-

Tabelle 3

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Jahresraten ¹⁾								Quartalsraten ²⁾				
	1996	1997	1998	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,3	2,3	2,8	3,6	2,8	2,7	2,0	1,8	0,7	0,5	0,6	0,2	0,5
<i>darunter:</i>													
Inlandsnachfrage	0,9	1,8	3,4	3,7	3,0	3,6	3,2	2,6	1,3	0,4	0,8	0,7	0,7
Privater Verbrauch	1,4	1,4	2,6	2,4	2,3	3,0	2,6	2,8	0,9	0,5	0,6	0,6	1,1
Staatsverbrauch	1,5	0,7	1,5	1,9	2,1	1,3	0,7	1,4	1,3	0,2	-0,3	-0,5	2,0
Bruttoanlageinvestitionen	1,0	2,3	4,3	6,1	3,1	4,7	3,4	4,4	1,6	-0,7	2,3	0,3	2,6
Vorratsinvestitionen ³⁾	-0,4	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	-0,3	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,8
Außenbeitrag ³⁾	0,4	0,6	-0,5	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	-0,7	-0,5	0,2	-0,2	-0,5	-0,2
Ausfuhren ⁴⁾	4,5	9,6	6,1	11,0	8,6	4,2	1,1	-0,1	1,0	1,4	0,1	-1,4	-0,2
Einfuhren ⁴⁾	3,2	8,4	8,3	12,0	9,7	7,3	4,7	2,3	2,8	1,0	0,6	0,2	0,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

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

Tabelle 4**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

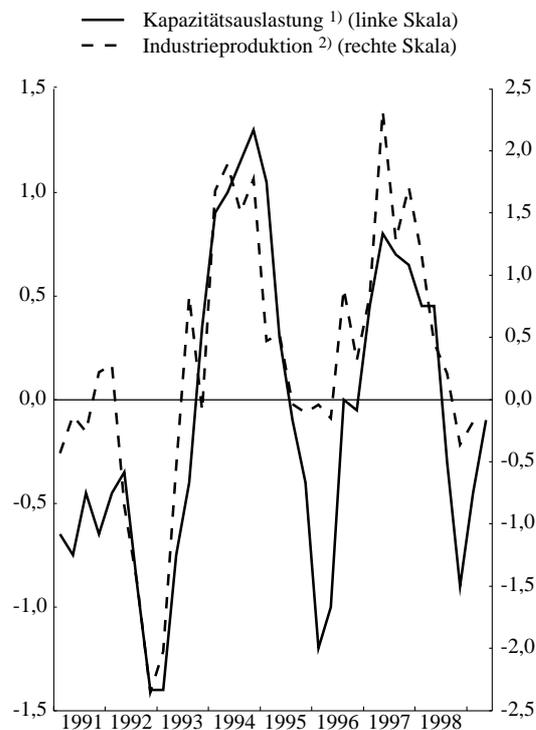
	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1998	1999	1999	1999	1999
			März	April	Mai	März	April	Mai	Dez.	Jan.	Febr.	März	April
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	4,4	4,0	-0,1	-0,6	-0,5	0,7	-0,7	0,5	-0,5	-0,9	-0,2	-0,1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

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

stätigen eine Umkehr von dem Anfang des Jahres beobachteten Wachstumseinbruch hin zu einer Stabilisierung der Produktionsniveaus. Diese Entwicklung setzte sich im letzten Dreimonatszeitraum bis einschließlich Mai fort. Gegenüber dem Dreimonatszeitraum bis einschließlich Februar nahm die Produktion um 0,3 % zu. Im Verarbeitenden Gewerbe zeichnet sich ein ähnlicher Anstieg der Wachstumsrate auf 0,4 % im jüngsten Dreimonatszeitraum ab (siehe Tabelle 4). Unter den Hauptgruppen der Industrie entwickelte sich die Konsumgüterindustrie insgesamt besser als zuvor. Der starke Rückgang der Gebrauchsgüterproduktion kam im letzten Dreimonatszeitraum bis einschließlich Mai weitgehend zum Stillstand, und die Produktion der Verbrauchsgüter ist, im Gegensatz zu anderen Branchen, seit Anfang des Jahres recht stabil geblieben.

Nach den vorläufigen Umfrageergebnissen für Juli nahm die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe geringfügig ab (auf 81,7 %). Der anhand der Umfrageergebnisse für April und Juli berechnete durchschnittliche Auslastungsgrad fiel zwar im zweiten Quartal 1999 um 0,1 Prozentpunkte niedriger aus als im ersten Quartal, lag jedoch insgesamt im langfristigen Durchschnitt. Dieser weitere leichte Rückgang steht im Einklang mit der konjunkturellen Stabilisierung in der Industrie und einer weiteren Aufwärtsbewe-

gung des Produktionswachstums im Verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung 8).

Abbildung 8**Kapazitätsauslastung und Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(im Verarbeitenden Gewerbe; saisonbereinigte Daten; Quartalsdurchschnitte)**Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.*

- 1) Veränderung gegenüber Vorperiode in Prozentpunkten.
- 2) Veränderung gegenüber Vorperiode in %.

Vertrauen der Industrie wieder im langfristigen Durchschnitt

Nach Redaktionsschluß der Juli-Ausgabe des Monatsberichts veröffentlichte die Europäische Kommission Zahlen für das Euro-Währungsgebiet aus den Branchen- und Verbraucherumfragen im Juni und Juli 1999 (siehe Tabelle 5). Während sich bei der Zuversicht der Industrie und der Verbraucher der in den letzten Monaten verzeichnete Trend nach oben bzw. nach unten im Juni weitgehend fortsetzte, wurde im Juli eine Verbesserung bei beiden Indikatoren beobachtet. Die Stimmungslage in der Industrie verbesserte sich sowohl im Juni als auch im Juli weiter und kehrte zum ersten Mal seit November 1998 zu ihrem langfristigen Durchschnittswert zurück. Diese Entwicklung spiegelt vor allem die kontinuierliche Verbesserung der Produktionserwartungen wider. Die Zuversicht der Verbraucher, die im Juni weiter abgenommen hatte, verbesserte sich im Juli deutlich und näherte sich wieder ihrem im Januar erreichten Rekordstand. Während die kürzlich zu verzeichnende Abnahme des Vertrauens der Verbraucher in erster Linie darauf zurückzuführen war, daß die privaten Haushalte die allgemeine Wirtschaftslage der letzten Monate pessimistischer einschätzten, hängt der jüngste Anstieg des Stim-

mungsbarometers größtenteils mit den optimistischeren Erwartungen hinsichtlich der allgemeinen Wirtschaftslage in den kommenden Monaten zusammen. Auch im Baugewerbe und im Einzelhandel nahm die Zuversicht im Juli zu. Diese Entwicklung läßt jedoch nicht mit Sicherheit auf eine Belebung schließen, da das Stimmungsbarometer im Baugewerbe nun bereits seit einigen Jahren steigt, die tatsächliche Entwicklung der Bautätigkeit allerdings dahinter zurückbleibt. Daneben hat sich die Zuversicht im Einzelhandel als relativ schwankungsanfällig erwiesen.

Die Daten zur tatsächlichen Entwicklung des Privaten Verbrauchs vermitteln ein nicht ganz einheitliches Bild. Im ersten Quartal 1999 nahm der reale Private Verbrauch gegenüber dem Vorjahr um 2,8 % und damit etwas stärker als im vierten Quartal 1998 zu. Gleichzeitig wurde bei den Einzelhandelsumsätzen mit einer Wachstumsrate von 2,5 % im Vorjahresvergleich im ersten Quartal 1999 eine rückläufige Tendenz beobachtet, die sich im April (2,3 %) und Mai (0,5 %) fortsetzte (siehe Tabelle 5.1 in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts). Noch unvollständige und vorläufige Angaben aus nationalen Quellen deuten zwar darauf hin, daß die Einzelhandels-

Tabelle 5
Ergebnis der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet

(saisonbereinigte Daten)

	1996	1997	1998	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Febr.	1999 März	1999 April	1999 Mai	1999 Juni	1999 Juli
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-2,7	2,4	3,1	0,0	-0,7	0,5	-0,2	-0,2	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,4
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-8	-3	7	7	10	12	8	12	11	9	8	7	9
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	-8	4	7	7	1	-3	-2	-3	-4	-3	-3	-1	0
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-13	-10	4	10	8	14	16	14	14	16	15	17	18
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-5	-3	4	5	3	3	2	2	0	5	3	-3	0
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	80,3	81,6	83,1	83,3	82,4	81,9	81,8	-	-	81,9	-	-	81,7

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Veränderung gegenüber 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.

umsätze im Juni wieder stärker gestiegen sind, doch die durchschnittliche Wachstumsrate im zweiten Quartal 1999 dürfte geringer ausfallen als im ersten Quartal. Demgegenüber legten die Pkw-Neuzulassungen im zweiten Quartal 1999 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 10 % zu, nachdem in den vorangegangenen Quartalen Wachstumsraten von etwas mehr als 7 % verzeichnet worden waren. Diese Entwicklung bestätigt die anhaltende Bereitschaft der privaten Haushalte zu größeren Käufen. Es ist jedoch zu beachten, daß unter die Neuzulassungen auch Firmenwagen fallen, die als Investitionen und nicht als eine Ausprägung des Privaten Verbrauchs erfaßt werden.

Insgesamt deuten die verfügbaren kurzfristigen Indikatoren zunehmend darauf hin, daß die Industrieproduktion Anfang des zweiten Quartals 1999 die Talsohle verlassen hat. Damit wird die Einschätzung bestätigt, daß sich das Produktions-

wachstum insgesamt im Laufe des Jahres beleben wird. Ein Vergleich der Größenordnung des im ersten Quartal 1999 verzeichneten Produktionswachstums insgesamt mit dem Produktionswachstum in der Industrie läßt auch auf eine Wachstumssteigerung in den anderen Branchen schließen. Dies steht im Einklang mit der anhaltend starken Zunahme des Privaten Verbrauchs bis zum ersten Quartal dieses Jahres. Es ist jedoch noch zu früh, um endgültige Schlüsse über den genauen Zeitpunkt und das exakte Ausmaß der Belebung des gesamten Produktionswachstums zu ziehen. Eine vorsichtige Bewertung der BIP-Entwicklung ist unter anderem deshalb geboten, weil bisher nur wenige Erfahrungen mit Statistiken gesammelt werden konnten, die nach der neuen Methodik des ESVG 95 erstellt wurden, und kaum Erkenntnisse im Hinblick auf die Revisionsanfälligkeit dieser Statistiken vorliegen.

Kasten 2

Die Umstellung auf das ESVG 95 und ihre Auswirkungen auf die BIP-Daten

Veränderungen spiegeln eine Reihe von Faktoren wider

Eurostat hat kürzlich Schätzungen für das BIP im Euro-Währungsgebiet und seine Verwendungskomponenten veröffentlicht, die erstmals auf dem neuen Berichtsrahmen für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95), basieren. Beim Vergleich der neuen Daten für das Eurogebiet mit den Ende April 1999 verfügbaren Angaben, die aus Gründen der Zweckmäßigkeit als „Daten des ESVG 79“¹ bezeichnet werden, ist zu beachten, daß die Anwendung der neuen Rechnungslegungsvorschriften des ESVG 95 nicht der einzige Grund für die Differenzen ist. Soweit beim neuen System Positionen erfaßt werden, die vorher nicht unter Ausgaben oder Produktion erfaßt waren, wird sich das BIP erhöhen. Veränderungen in den Niveaugrößen können auch auf eine stärker harmonisierte und verbesserte Erfassung der wirtschaftlichen Tätigkeiten zurückzuführen sein, worauf in letzter Zeit verstärkt hingewirkt wurde. In den meisten Fällen rühren die Differenzen zwischen den Daten des ESVG 95 und den Daten des ESVG 79 aus Revisionen, die regelmäßig durchgeführt werden, um zusätzliche oder verbesserte statistische Angaben zu integrieren. Die statistischen Ämter in den Mitgliedstaaten nutzten die Umstellung auf das ESVG 95 dazu, ihre jeweiligen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in diesem Zusammenhang zu überarbeiten. Veränderungen aufgrund solcher Revisionen können auch einen erheblichen Einfluß auf die BIP-Wachstumsraten haben. Darüber hinaus kann sich auch die Umstellung der Schätzungen zu konstanten Preisen in den realen Wachstumsraten niedergeschlagen haben.

Insgesamt trägt eine Reihe von Faktoren zu den in den folgenden Abschnitten erörterten Differenzen zwischen den Daten des ESVG 95 und den Daten des ESVG 79 bei, und die Wirkung der einzelnen Faktoren läßt sich im allgemeinen nicht genau bestimmen. Anhand der vorläufigen Angaben zu den einzelnen Mitgliedstaaten, die für 1995 von Eurostat veröffentlicht wurden, ist festzustellen, daß der Anstieg der Niveaugrößen des BIP

1 Die für diesen Vergleich herangezogenen Eurostat-Aggregate für das Euro-Währungsgebiet basieren auf nationalen Statistiken, die nur teilweise nach den Grundsätzen des ESVG 79 erstellt wurden, und bei Finnland auf Daten gemäß dem ESVG 95. Ferner ist zu beachten, daß die aktuellen Schätzungen für das Eurogebiet bei Luxemburg, Österreich und Portugal nach wie vor auf Daten beruhen, die nicht nach dem ESVG 95 erhoben wurden.

im Eurogebiet nur gut zur Hälfte durch konzeptionelle Änderungen bedingt ist, während der Rest auf Verbesserungen in den zugrunde gelegten Statistiken zurückzuführen ist. Es wurden mehr als 20 konzeptionelle Änderungen festgestellt, die sich möglicherweise auf das BIP-Niveau auswirken, und die Mitgliedstaaten wurden aufgefordert, detailliertere Angaben zu diesen Auswirkungen zu machen. Analog hierzu wurden auch in bezug auf andere Indikatoren der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen weitere Studien eingeleitet. Die Auswirkungen der Umstellung auf das ESVG 95 werden erst nach Abschluß dieser genaueren Analysen gänzlich beurteilt werden können. Zur Veranschaulichung werden in diesem Kasten konzeptionelle Veränderungen in Verbindung mit der Divergenz zwischen den BIP-Niveaus erörtert, womit jedoch andere Auswirkungen auf die Wachstumsraten nicht ausgeschlossen werden. Die Vergleiche der absoluten Zahlen, der Wachstumsraten und der Quartalswerte beruhen auf Daten für 1991 bis 1998 und konzentrieren sich auf die Hauptursachen für die Differenzen auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets. Dabei wird eingeräumt, daß die Erläuterungen nicht unbedingt auf jeden einzelnen Mitgliedstaat zutreffen. Im Durchschnitt bewirken die neuen, gemäß dem ESVG 95 erhobenen Daten keine wesentliche Veränderung im Konjunkturverlauf.

Leichter Anstieg des BIP-Niveaus insgesamt

Die Revisionen im Zusammenhang mit dem ESVG 95 bewirkten im Berichtszeitraum einen geringen, aber gleichmäßigen Anstieg des gesamten BIP zu aktuellen Preisen um etwa 2 % (siehe Tabelle unten). Grund hierfür ist im wesentlichen eine breitere Abgrenzung der Bruttoanlageinvestitionen, wohingegen sich die Auswirkungen der konzeptionellen Änderungen bei den einzelnen Komponenten des Konsums und des Außenhandels auf das BIP insgesamt weitgehend gegenseitig ausglich.

Differenzen im BIP und den Komponenten des BIP im Euro-Währungsgebiet (ESVG 95 abzüglich ESVG 79)

(in %; zu aktuellen Preisen; Jahreswerte)

	1991 - 1998	1991 - 1995	1995 - 1998
Bruttoinlandsprodukt	1,9	2,0	1,8
Privater Verbrauch	-6,7	-6,4	-7,0
Staatsverbrauch	31,9	31,2	33,2
Bruttoanlageinvestitionen	6,9	6,4	7,5
Vorratsinvestitionen	-12,2	0,5	-13,6
Ausfuhren	2,3	2,3	2,3
Einfuhren	3,9	3,8	3,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Der Wert der Anlageinvestitionen erhöhte sich um etwa 7 % gegenüber dem zuvor verzeichneten Wert und trug damit etwa 1 ½ Prozentpunkte zum Gesamtanstieg des BIP bei. Der Anteil der Investitionen am BIP ist auf gut 20 % gestiegen. Die Abgrenzung der Investitionen wurde durch die Einbeziehung von zuvor nicht unter Anlageinvestitionen erfaßten Kategorien erweitert, wobei die Vorleistungen teilweise den Kapitalausgaben zugerechnet wurden. Durch Umbuchungen dieser Art erhöht sich das BIP automatisch. Die Anlageinvestitionen umfassen nunmehr unter anderem Ausgaben für bestimmte immaterielle Vermögensgegenstände, z. B. auf eigene Rechnung erworbene oder produzierte EDV-Software, und Ausgaben für die Erschließung von Bodenschätzen. Militärische Einrichtungen, wie z. B. Flughäfen und Krankenhäuser, die potentiell auch für zivile Zwecke genutzt werden können, werden ebenfalls als Investitionen verbucht, während sie früher als Staatsverbrauch erfaßt wurden.

Nach den neuen Daten des ESVG 95 ist der Private Verbrauch fast 7 % niedriger und der Staatsverbrauch 32 % höher als zuvor. Insgesamt ist der Konsum um 1 % gestiegen, worauf gut ½ Prozentpunkt des Anstiegs des BIP insgesamt zurückzuführen ist. Die Verlagerung vom Privaten Verbrauch zum Staatsverbrauch erklärt sich weitgehend aus der Tatsache, daß der Private Verbrauch nunmehr ausschließlich aus Ausgaben besteht,

die direkt von den privaten Haushalten finanziert werden, während Waren und Dienstleistungen, die von den privaten Haushalten verbraucht bzw. in Anspruch genommen, aber vom Staat als soziale Sachtransfers bereitgestellt bzw. erbracht werden, als Staatsverbrauch erfaßt werden.

Verglichen mit den Daten des ESVG 79 fallen die Ausfuhren und Einfuhren um 2 ½ % bzw. 4 % höher aus, wodurch sich das BIP insgesamt per saldo leicht verringert hat. Die höheren Werte für den Außenhandel sind im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß grenzüberschreitende Ströme inzwischen durchweg auf Bruttobasis erfaßt werden. Zwar ist bei diesem Konzept der einfache Transithandel nach wie vor nicht erfaßt, doch werden die Waren, die lediglich zur Veredelung und Reparatur ins Ausland versandt werden, nunmehr als Ausfuhren bzw. Einfuhren behandelt.

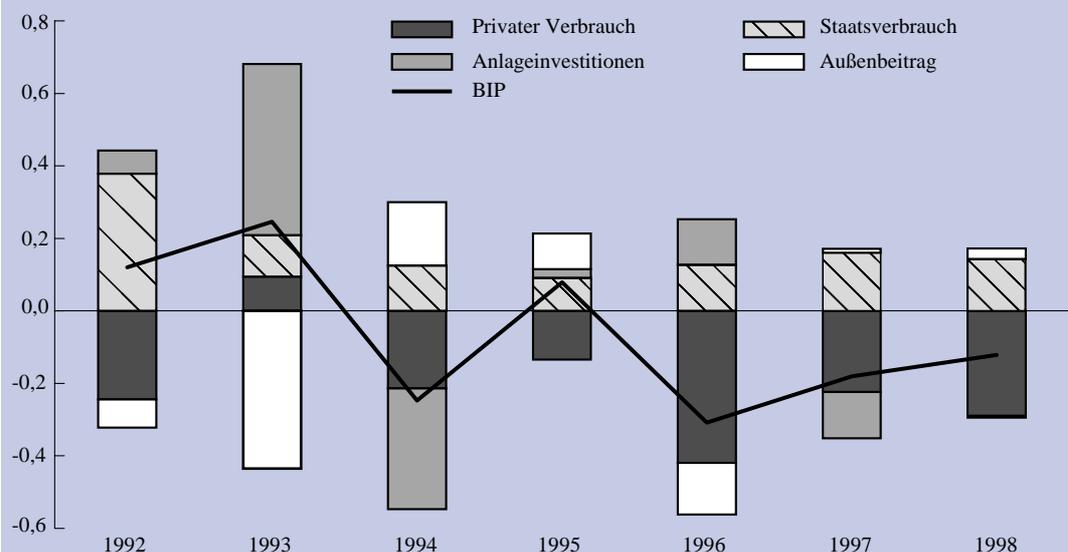
Schließlich fallen auch die Vorratsinvestitionen der Tendenz nach im Durchschnitt niedriger aus als gemäß dem ESVG 79, doch trifft dies nicht durchgängig für alle Jahre zu. Da sich in dieser Komponente bis zu einem gewissen Grad auch statistische Unsicherheiten und Diskrepanzen niederschlagen, dürften die Revisionen für die letzten Jahre hauptsächlich auf die Einbeziehung von zusätzlichen oder verbesserten statistischen Angaben zurückzuführen sein.

Etwas geringeres reales BIP-Wachstum in den letzten Jahren

Die Revisionen wirken sich im wesentlichen so aus, daß beim BIP insgesamt zu konstanten Preisen eine etwas geringere Jahreswachstumsrate in der zweiten Hälfte des Berichtszeitraums und eine geringfügig höhere Wachstumsrate in der ersten Hälfte zu verzeichnen ist. Der allgemeine Eindruck vom Konjunkturverlauf in den neunziger Jahren ändert sich dadurch nur wenig. Beim Vergleich der gemäß dem ESVG 95 erhobenen Daten mit den zuvor veröffentlichten Zahlen ist festzustellen, daß die Differenz im realen BIP-Wachstum des Euro-Währungsgebiets im Berichtszeitraum 0,3 Prozentpunkte nicht überschreitet, obgleich in einigen Mitgliedstaaten größere Veränderungen zu verzeichnen sind. Bei den Beiträgen der einzelnen Komponenten zum Wachstum des BIP insgesamt sind etwas größere Differenzen von bis zu 0,5 Prozentpunkten zu beobachten (siehe Abbildung unten). Während die Zunahme des Staatsverbrauchs generell höher und das Wachstum des Privaten Verbrauchs niedriger ist als bei den entsprechenden Ergebnissen gemäß dem ESVG 79, sind die Veränderungen bei den anderen Komponenten weniger gleichgerichtet.

BIP-Wachstumsraten und Beiträge zum Wachstum (ESVG 95 abzüglich ESVG 79)

(Differenzen in den jährlichen Beiträgen in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die Differenzen in den Wachstumsraten des BIP insgesamt sind in den Jahren 1993 und 1996 besonders ausgeprägt. Auf der Grundlage der gemäß dem ESVG 95 erhobenen Daten fällt die Rezession des Jahres 1993 nunmehr etwas schwächer aus, während die Wachstumsdelle von 1996 stärker ausgeprägt ist. Dies zeigt sich in den deutlichen Differenzen beim Anteil des Außenbeitrags am Wachstum des realen BIP sowie den Beiträgen der Binnennachfrage und der Vorratsinvestitionen zum realen BIP-Wachstum, die allerdings teilweise gegenläufig sind (siehe Tabelle unten). Sowohl für 1993 als auch für 1996 erklärt sich das relativ schwache Wachstum nunmehr in stärkerem Maße aus einer geringeren Bedeutung der Außenbeiträge. 1993 wurde diese Entwicklung durch die Tatsache, daß die Beiträge der Binnennachfrage (ohne Vorratsinvestitionen) und der Vorratsinvestitionen nach oben korrigiert wurden, mehr als ausgeglichen. Im Gegensatz dazu fallen die Beiträge der Binnennachfrage für das Jahr 1996 gemäß dem ESVG 95 geringer aus, während gleichzeitig die Vorratsinvestitionen offenbar weniger wachstumshemmend waren. Insgesamt gesehen hat im Berichtszeitraum gemäß den neuen Daten des ESVG 95 die Binnennachfrage stärker zum Wachstum des BIP beigetragen, und der Außenbeitrag hat eine etwas geringere Rolle gespielt.

Vergleich des realen BIP-Wachstums und der Beiträge zum Wachstum

(soweit nicht anders angegeben, jährliche Beiträge in Prozentpunkten)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Reales Bruttoinlandsprodukt ¹⁾							
ESVG 95	1,5	-0,8	2,4	2,2	1,3	2,3	2,8
ESVG 79	1,4	-1,1	2,6	2,1	1,7	2,5	2,9
Binnennachfrage (ohne Vorratsinvestitionen)							
ESVG 95	2,0	-1,5	1,5	1,7	1,3	1,4	2,7
ESVG 79	1,6	-2,0	1,5	1,8	1,6	1,4	2,8
Vorratsinvestitionen							
ESVG 95	-0,4	-0,5	0,6	0,3	-0,4	0,4	0,6
ESVG 79	-0,2	-0,8	1,0	0,2	-0,5	0,6	0,7
Außenbeitrag							
ESVG 95	0,0	1,2	0,3	0,2	0,4	0,6	-0,5
ESVG 79	0,1	1,7	0,1	0,1	0,6	0,5	-0,5

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Veränderung gegen Vorjahr in %.

Leichte Veränderungen in der vierteljährlichen Entwicklung des realen BIP-Wachstums

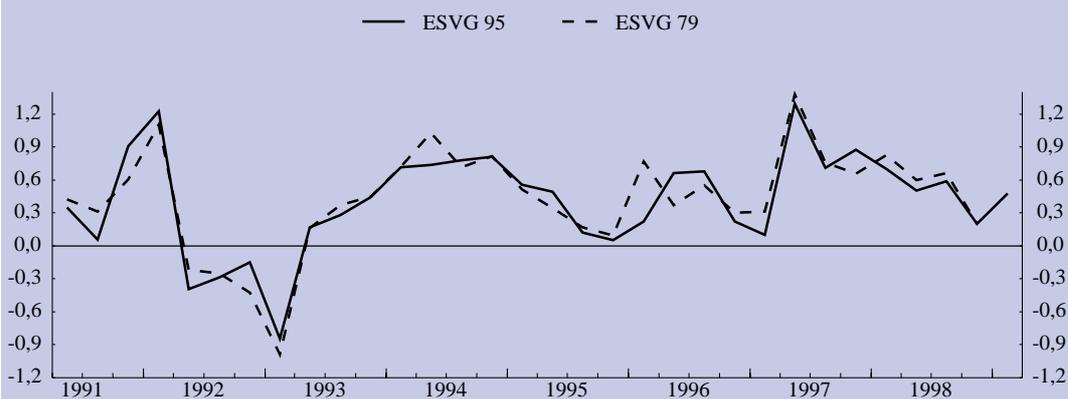
Für die Analyse stellen die neuen, gemäß dem ESVG 95 erhobenen Daten insofern eine wesentliche Verbesserung dar, als die vierteljährlichen Schätzungen zum BIP des Euro-Währungsgebiets auf eine größere Auswahl entsprechender nationaler Statistiken zurückgreifen können. Wie bei den Jahresergebnissen können Differenzen gegenüber den Daten des ESVG 79 beispielsweise aus Revisionen aufgrund verbesserter Ursprungsstatistiken resultieren. Eine wesentliche Ursache der Differenzen liegt in den Verfahren zur Bereinigung der Rohdaten. Den Schätzungen für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Eurogebiets liegen nationale Statistiken zugrunde, die um saisonale Veränderungen und in manchen Fällen um Kalendereffekte bereinigt sind. Im Zusammenhang mit der Umstellung auf das ESVG 95 haben einige Mitgliedstaaten ihre Verfahren zur Saisonbereinigung der Daten geändert und für die Anzahl der in einem bestimmten Quartal jeweils anfallenden Arbeitstage eine Anpassung vorgenommen. All dies zusammengenommen kann zu einem unterschiedlichen vierteljährlichen Verlaufsmuster führen. Überdies hat möglicherweise auch die Tatsache, daß die neuen Reihen gemäß dem ESVG 95 im allgemeinen viel kürzer sind als die früheren Reihen, Auswirkungen auf die geschätzten Saisonfaktoren und somit auf die vierteljährliche Entwicklung.

Insgesamt gesehen sind zwar Unterschiede im vierteljährlichen realen BIP-Wachstum zu verzeichnen (siehe Abbildung unten), doch ergibt sich daraus keine veränderte Beurteilung im Hinblick auf die Wendepunkte im

Wachstumsverlauf. Dies gilt nicht nur für die jüngste Entwicklung, sondern auch für die Rezession des Jahres 1993, bei der der Beginn des Abschwungs nach wie vor auf das zweite Quartal 1992 und die Talsohle der Rezession auf Anfang 1993 datiert wird.

Reales BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet gemäß Daten des ESVG 95 und des ESVG 79

(Veränderung gegenüber Vorperiode in %; Quartalswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Arbeitslosenquote blieb im Mai unverändert

Aufgrund der zeitlich verzögerten Wirkung von Änderungen im Konjunkturverlauf auf die Entwicklung am Arbeitsmarkt dürfte das seit der Jahreswende zu beobachtende anziehende Wachstum im Euro-Währungsgebiet noch keinen Einfluß auf die Lage am Arbeitsmarkt ausüben. Im Gegenteil: In der jüngsten Arbeitsmarktentwicklung beginnt sich gerade erst die Konjunkturabschwächung von Ende 1998 niederzuschlagen.

Im Mai 1999 lag die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet bei

10,3 % und blieb somit unverändert gegenüber den beiden vorherigen Monaten, nachdem die Ergebnisse für März und April von 10,5 % bzw. 10,4 % nach unten korrigiert worden waren. Durch die Revisionen ergab sich zwar eine geringere Arbeitslosenquote, doch der bisherige Eindruck einer in den letzten Monaten stagnierenden Arbeitslosigkeit hat sich dadurch nicht geändert. Die Tatsache, daß die Arbeitslosenquote in den letzten Monaten nicht weiter rückläufig war, ist möglicherweise darauf zurückzuführen, daß sich die zum Jahreswechsel beobachtete Verlangsamung des BIP-Wachstums im zweiten Quartal 1999 auf das Beschäftigungswachstum ausgewirkt hat. Den verfügbaren nationalen Sta-

Tabelle 6

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1996	1997	1998	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1998 Dez.	1999 Jan.	1999 Febr.	1999 März	1999 April	1999 Mai
Insgesamt	11,6	11,6	10,9	11,0	10,9	10,7	10,4	10,6	10,5	10,4	10,3	10,3	10,3
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,9	23,3	21,4	21,4	21,3	20,9	20,1	20,6	20,4	20,1	19,8	19,6	19,4
25 Jahre und älter ²⁾	9,8	10,0	9,4	9,5	9,4	9,2	9,0	9,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.

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

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

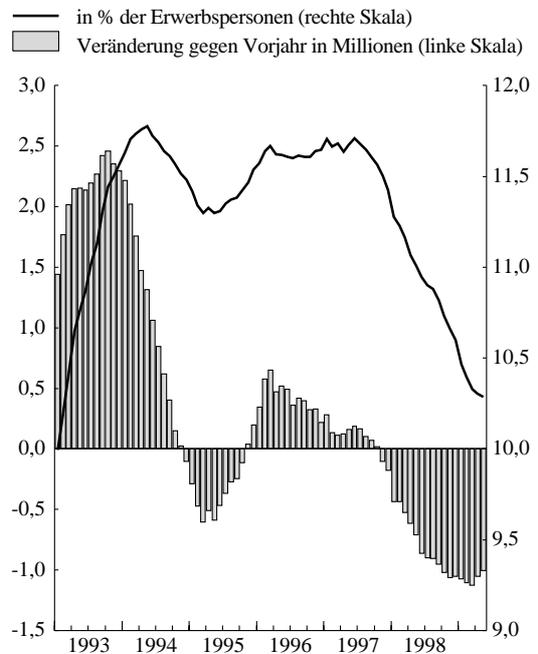
tistiken zufolge dürfte die standardisierte Arbeitslosenquote im Juni weitgehend unverändert gegenüber der Quote vom Mai bleiben.

Nach Altersgruppen betrachtet konnte bei der Jugendarbeitslosigkeit eine leichte Verbesserung verzeichnet werden. Sie war im Mai weiter rückläufig, obwohl die Quote nach wie vor über 19 % beträgt. Die Quote der Arbeitslosen über 25 Jahre ist jedoch mit 9 % seit Jahresbeginn unverändert geblieben. Die nationalen Statistiken bestätigen die Entwicklung der Arbeitslosenquote im gesamten Euro-Währungsgebiet. Diese Daten zeigen zudem eine leichte Annäherung der nationalen Arbeitslosenquoten in den letzten Monaten. Grund hierfür ist die günstigere Entwicklung in einigen der Länder mit den höchsten Arbeitslosenquoten, während die Arbeitslosigkeit in den Ländern mit den niedrigsten Arbeitslosenquoten unverändert geblieben ist.

Nach den revidierten Zahlen für das Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 1998 war im Gegensatz zu früheren Schätzungen Ende 1998 keine Verlangsamung des Beschäftigungswachstums zu verzeichnen. Der Beschäftigungszuwachs gegenüber dem Vorquartal wurde von 0,2 % auf 0,4 % nach oben korrigiert und entspricht somit weitgehend der Wachstumsrate im Vorquartal. Infolgedessen stieg die Gesamtbeschäftigung im vierten

Abbildung 9 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Quartal 1998 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal um 1,6 %.

Nach vorläufigen Schätzungen für das erste Quartal 1999 fiel das Wachstum der Gesamtbeschäftigung im Euro-Währungsgebiet ins-

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1997		1998		1998		1998		1999		1999		
	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Jan.	Febr.	März		
Gesamtwirtschaft ²⁾	0,5	1,3	1,2	1,4	1,6	.	0,4	0,5	0,4	.	-	-	-
Industrie insgesamt	-1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	.	0,0	0,0	0,0
Baugewerbe	-0,5	-0,1	-1,4	-0,4	1,5	.	-0,5	0,6	1,5
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	-1,4	0,4	0,6	0,6	0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6
Verarbeitendes Gewerbe	-1,0	0,7	1,0	0,9	0,4	0,1	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,2	-0,2

Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat.

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

2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.

gesamt nur geringfügig niedriger aus als im vierten Quartal 1998. Die Wachstumsentwicklung in den einzelnen Sektoren ist nach wie vor unterschiedlich. Die jüngsten Daten zeigen, daß die Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe während des ersten Quartals 1999 weiterhin leicht rückläufig war (-0,1 % im Vergleich zum Vorquartal). Demnach ist die Wachstumsrate der Beschäftigung in den übrigen Wirtschaftssektoren insgesamt weitgehend gleichgeblieben.

Sollte sich die konjunkturelle Verlangsamung um die Jahreswende auf das Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal auswirken beginnen, dürfte im Ergebnis die Arbeitslosigkeit nicht weiter zurückgehen. Die Beschäftigung scheint jedoch unempfindlicher als erwartet auf die vorübergehende Konjunkturschwäche zum Jahreswechsel reagiert zu haben.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Euro hat sich im Juli und Anfang August gefestigt

An den Devisenmärkten kam es im Juli und Anfang August zu einer Stärkung des Euro, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, aber auch gegenüber dem Pfund Sterling und einer Reihe anderer europäischer Währungen. Der japanische Yen wertete sich gegenüber dem Dollar weiter auf, wenn auch etwas verhalten als in den vorangegangenen Monaten, gegenüber dem Euro bewegte er sich jedoch in einem engen Kursband. Die Währungen der Schwellenländer in Lateinamerika und Asien blieben gegenüber dem US-Dollar weitgehend stabil.

Gegenüber der US-Währung gewann der Euro im Juli 4,2 % an Wert und erreichte am Monatsende die Marke von 1,07 USD (siehe Abbildung 10). Der Stand am Ende des Monats Juli entspricht dem Niveau, das der Euro zuletzt Anfang Mai verzeichnet hatte. Wie schon in den Vormonaten läßt sich die Kursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar vor allem auf Veränderungen der zugrunde liegenden Konjunkturaussichten für die Vereinigten Staaten und das Euro-Währungsgebiet zurückführen. In der zweiten Juli-Hälfte entwickelten sich diese Veränderungen im Vergleich zu den Vormonaten in entgegengesetzte Richtungen, nachdem aus einigen der jüngsten Datenveröffentlichungen Anzeichen für eine Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten und eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet zu erkennen waren. Insbesondere die für das zweite Quartal 1999 bekanntgegebene Einschätzung über das BIP-Wachstum der Vereinigten Staaten deutete darauf hin, daß sich das BIP-Wachstum, auf Jahresrate umgerechnet, von 4,3 % im ersten Quartal 1999 auf 2,3 % abschwächte. Am 5. August, dem Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe des EZB-Monatsberichts enthaltenen Statistiken, notierte der Euro bei 1,08 USD.

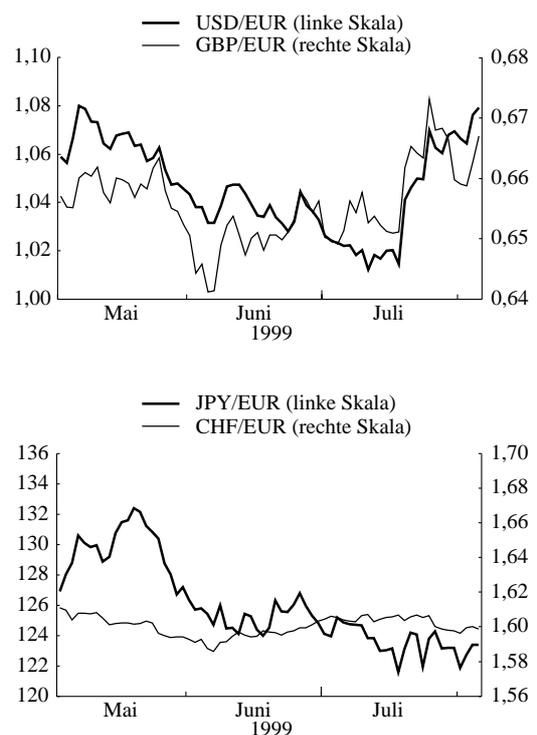
Gegenüber dem japanischen Yen schwankte der Euro im Juli in einer engen Bandbreite

um einen Durchschnittsstand von 124 JPY, nachdem er in den vorangegangenen Monaten ebenso wie andere wichtige Währungen gegenüber der japanischen Währung an Wert verloren hatte. In den letzten zwei Monaten hat sich die Volatilität des Euro-Yen-Wechselkurses erheblich verringert; dies dürfte die Erwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln, daß der Konjunkturabschwung in Japan die Talsohle durchschritten haben könnte. Insbesondere das Verbrauchervertrauen hat sich in Japan verbessert, und die Wirtschaftstätigkeit in einigen Binnenbereichen sowie die Einfuhrgeschäfte haben sich belebt. Am 5. August notierte der Euro bei 123 JPY und damit fast auf dem gleichen Niveau wie zu Beginn des Monats Juli.

Gegenüber dem Pfund Sterling hat sich der Euro seit Mitte Juli leicht verteuert. Ähnlich wie beim US-Dollar war die Stärkung des Euro gegenüber der britischen Währung vor allem auf die

Abbildung 10
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



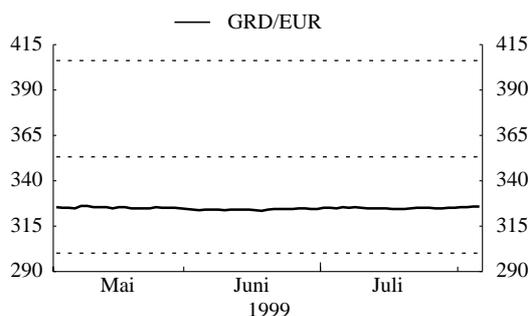
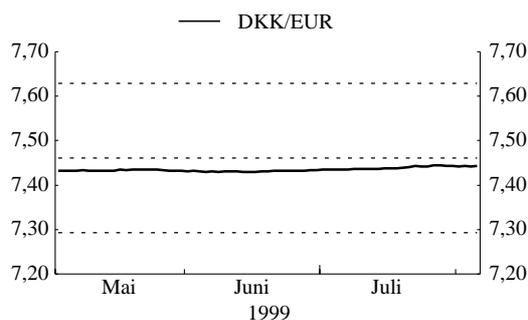
Quelle: EZB.

insgesamt günstigere Einschätzung der Wirtschaftsperspektiven für das Euro-Währungsgebiet zurückzuführen und wurde zusätzlich durch die sich verringern den Zinsdifferenzen unterstützt. Allerdings weitete sich das Zinsgefälle gegen Ende des Monats Juli wieder zugunsten des Vereinigten Königreichs aus, nachdem dortige Datenveröffentlichungen auf eine verbesserte Wirtschaftsleistung im Verarbeitenden Gewerbe des Landes und auf eine anhaltend lebhaftere Binnennachfrage hindeuteten. Bemerkenswert ist, daß infolgedessen das Pfund Sterling gegenüber dem US-Dollar an Wert gewann und somit etwas von seiner zuvor beobachteten engen Beziehung zur Entwicklung des US-Dollar abgewichen ist. Am 5. August notierte der Euro bei 0,67 GBP und damit 2,6 % höher als Anfang Juli.

Was die WKM-II-Währungen angeht, so hat sich die Entwicklung sowohl der dänischen Krone als auch der griechischen Drachme wie schon in den vorangegangenen Monaten nur wenig geändert (siehe Abbildung 11).

Abbildung 11 Wechselkursentwicklungen im WKM II

(Tageswerte)

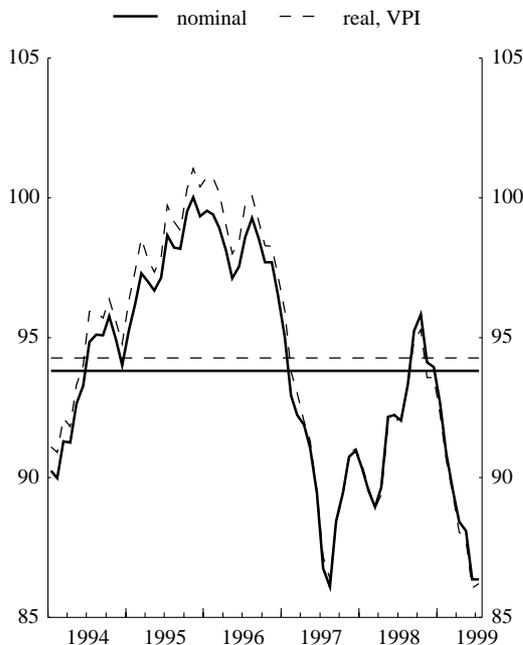


Quelle: EZB.

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

Abbildung 12 Effektive Wechselkurse des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1990 = 100)



Quelle: BIZ.

1) Angaben nach Berechnungen der BIZ; zu den Berechnungsmethoden siehe Tabelle 10 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht. Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung für das Euro-Währungsgebiet. Die horizontalen Linien geben die Durchschnittswerte für den dargestellten Zeitraum an (Januar 1994 bis Juli 1999).

Während sich die dänische Krone nach wie vor in unmittelbarer Nähe ihres Leitkurses bewegte, notierte die griechische Drachme weiterhin rund 9 % über ihrem Leitkurs. Letzteres ist vor allem das Ergebnis der relativ hohen kurzfristigen Zinssätze in Griechenland und ein Ausdruck der vergleichsweise restriktiven Geldpolitik.

Betrachtet man den nominalen effektiven Wechselkurs, d. h. den auf Basis der mit den Außenhandelsanteilen gewogenen Wechselkursindex der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), so wertete sich der Euro in der zweiten Julihälfte um rund 2 % auf, so daß sein durchschnittlicher Stand im Juli gegenüber dem Durchschnitt vom Juni unverändert blieb (siehe Abbildung 12). Anfang August lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro rund 2 % über seinem Niveau von Anfang Juli und 7 % niedriger als zum Zeit-

punkt der Einführung des Euro. Der Anstieg des Index im Juli und Anfang August war größtenteils der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zuzuschreiben.

Kumulierter Leistungsbilanzüberschuß vom Januar bis zum Mai

In den ersten fünf Monaten des laufenden Jahres erreichte der kumulierte Leistungsbilanzüberschuß 18,5 Mrd € und war damit rund 0,9 Mrd € niedriger als im entsprechen-

den Vorjahrszeitraum (siehe Tabelle 8). Zwar wurde im Betrachtungszeitraum ein bedeutender Rückgang des Überschusses im Bereich des Waren- und Dienstleistungsverkehrs verzeichnet, dieser ist jedoch durch das verbesserte Ergebnis im Bereich der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der Laufenden Übertragungen weitgehend ausgeglichen worden. Faßt man die Ergebnisse des Warenhandels und der Dienstleistungen zusammen, so ist der Überschuß in den ersten fünf Monaten 1999 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 11,3 Mrd €

Tabelle 8
Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets¹⁾

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

	1999	1999	1999	1999
	Mai	Jan. - Mai	Mai	Jan. - Mai
	Absolute Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum			
Leistungsbilanz (a)	2,5	18,5	-3,9	-0,9
Einnahmen	101,0	497,5	-3,4	-30,9
Ausgaben	98,5	479,0	0,5	-30,0
Warenhandel	6,5	34,1	-4,3	-9,4
Ausfuhr	60,6	302,1	-3,7	-19,5
Einfuhr	54,1	267,9	0,6	-10,1
Dienstleistungen	0,1	-3,5	-0,7	-1,9
Einnahmen	18,2	84,0	-2,5	-13,2
Ausgaben	18,2	87,5	-1,7	-11,3
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-1,3	-1,0	0,8	3,9
Einnahmen	16,9	78,9	1,7	0,5
Ausgaben	18,2	80,0	0,9	-3,4
Laufende Übertragungen	-2,7	-11,1	0,3	6,4
Einnahmen	5,3	32,5	1,1	1,3
Ausgaben	8,0	43,6	0,7	-5,2
Vermögensübertragungen (b)	0,9	3,9	0,4	-1,9
Einnahmen	1,2	7,2	0,3	-0,7
Ausgaben	0,3	3,2	-0,1	1,2
Nettoforderungen gegenüber der übrigen Welt (a) + (b)	3,4	22,5	-3,5	-2,8
Kapitalbilanz	-7,4	-11,7	-26,9	-0,6
Direktinvestitionen	-17,0	-40,7	-15,7	-20,0
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-25,4	-75,9	-13,1	3,5
Im Euro-Währungsgebiet	8,4	35,2	-2,6	-23,5
Wertpapieranlagen	-27,6	-67,1	-36,7	0,3
Forderungen	-25,0	-104,0	-5,4	63,7
Verbindlichkeiten	-2,6	36,9	-31,3	-63,3
Finanzderivate	-3,2	-2,1	-1,8	0,0
Übriger Kapitalverkehr	36,6	88,8	24,3	8,4
Forderungen	-3,1	-38,0	-2,4	-12,8
Verbindlichkeiten	39,7	126,8	26,8	21,3
Währungsreserven	3,9	9,3	3,0	10,6
Restposten	4,0	-10,7	30,4	3,4

Quelle: EZB.

1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

zurückgegangen, wobei die Ausfuhren um rund 32,7 Mrd € und die Einfuhren um 21,4 Mrd € sanken. Der zwischen Januar und Mai verzeichnete Überschuß im Warenhandel sank auf 34,1 Mrd €, nachdem er sich im entsprechenden Zeitraum 1998 auf 43,5 Mrd € belaufen hatte, und das Defizit in der Dienstleistungsbilanz stieg im gleichen Zeitraum von 1,6 Mrd € auf 3,5 Mrd € an. Gegenüber dem Vorjahr haben die Ausfuhren dem Wert nach in den letzten drei Monaten des Berichtszeitraums bedeutend kräftiger abgenommen als die Einfuhren. Bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen ging der Passivsaldo von Januar bis Mai 1999 auf 1 Mrd € zurück, nachdem er sich im Vorjahr auf 4,9 Mrd € belaufen hatte. Gleichzeitig sank das Defizit im Bereich der Laufenden Übertragungen gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um rund 6,4 Mrd €.

Der Leistungsbilanzüberschuß des Euro-Währungsgebiets betrug im Mai 1999 2,5 Mrd €, verglichen mit 6,4 Mrd € im entsprechenden Vorjahrsmonat. Der niedrigere Leistungsbilanzüberschuß im Mai war vor allem dem Rückgang des Überschusses im Bereich des Waren- und Dienstleistungsverkehrs zuzuschreiben, der teilweise durch eine leichte Reduzierung der Minussalden in den Bilanzen der Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie der Laufenden Übertragungen ausgeglichen worden ist. Der Überschuß in der Handelsbilanz des Euro-Währungsgebiets belief sich im Mai 1999 auf 6,5 Mrd €, verglichen mit 10,8 Mrd € im Mai 1998, wobei die Einfuhren zum ersten Mal in diesem Jahr einen Zuwachs gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat aufwiesen.

In der Dienstleistungsbilanz belief sich der Saldo im Mai auf 0,1 Mrd €, wohingegen sowohl die Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen als auch die Bilanz der Laufenden Übertragungen ein Defizit verzeichneten, und zwar in Höhe von 1,3 Mrd € bzw. 2,7 Mrd €. Der leichte Überschuß im Dienstleistungsverkehr ging im Mai gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat geringfügig um rund 0,7 Mrd € zurück, während sich die Minussalden der Erwerbs- und Vermögens-

einkommen sowie der Laufenden Übertragungen zusammengenommen um 1,1 Mrd € verringerten. Allerdings ist dabei zu berücksichtigen, daß die Passivierung der Dienstleistungsbilanz überzeichnet sein könnte, da ein Mitgliedstaat die für den Dienstleistungsverkehr im Jahr 1999 angewandte Erfassungsmethode zwar geändert, die Umstellung in der Erfassungsmethode für die Dienstleistungen im Jahr 1998 aber noch nicht vorgenommen hat.

Die Bilanz der Vermögensübertragungen schloß im Mai 1999 mit einem Überschuß von 0,9 Mrd € ab, verglichen mit 0,5 Mrd € vor Jahresfrist. In den ersten fünf Monaten dieses Jahres betrug der kumulierte Überschuß der Bilanz der Vermögensübertragungen 3,9 Mrd € und war damit 1,9 Mrd € niedriger als im entsprechenden Zeitraum des Jahres 1998.

Nettoabflüsse bei Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen in den ersten fünf Monaten

In den ersten fünf Monaten dieses Jahres wurden in der Kapitalbilanz Abflüsse in Höhe von 11,7 Mrd € verzeichnet. Im Mai beliefen sich die Nettoabflüsse auf 7,4 Mrd €; ausschlaggebend hierfür waren die per saldo höheren Abflüsse im Bereich der Direktinvestitionen und der Wertpapieranlagen. Dagegen waren die Nettozuflüsse im April vorwiegend auf eine Reduzierung der kurzfristigen Forderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen, die die Kapitalexporte im Zusammenhang mit den von Ansässigen des Eurogebiets getätigten Direktinvestitionen in Ländern außerhalb des Euroraums mehr als ausgeglichen hat.

Bei den Direktinvestitionen wurden in den ersten fünf Monaten dieses Jahres Nettoabflüsse in Höhe von 40,7 Mrd € verzeichnet. Im Mai 1999 beliefen sich die Netto-Kapitalexporte in diesem Bereich auf 17,0 Mrd €, nachdem im April und März per saldo Mittel in Höhe von 13,8 Mrd € bzw. 2,6 Mrd € abgeflossen waren. Die Nettoabflüsse sind im

April und Mai gegenüber dem ersten Quartal 1999 kräftig gestiegen und erreichten im Mai einen neuen Jahreshöchststand.

Auch im Bereich der Wertpapieranlagen kam es in den ersten fünf Monaten dieses Jahres zu Nettoabflüssen in Höhe von 67,1 Mrd €. Im Mai beliefen sich die Nettoabflüsse hier auf 27,6 Mrd €, nachdem im April Nettozuflüsse in Höhe von 2,4 Mrd € und im März Nettoabflüsse in Höhe von 33,2 Mrd € registriert worden waren. Die Nettoabflüsse im Mai resultierten vor allem aus den beträchtlichen Käufen von Aktien und Anleihen gebietsfremder Emittenten durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet sowie aus den umfangreichen Verkäufen von auf Euro lautenden Anleihen durch Gebietsfremde. In geringerem Umfang haben sich gleichzeitig auch die Mittelzuflüsse im Zusammenhang mit dem Erwerb von Geldmarktinstrumenten des Euro-Währungsgebiets durch Gebietsfremde erhöht. Im Vorgriff auf die jüngste Entwicklung der Rentenwerte dürften ausländische Anleger somit von Anleihen des Eurogebiets auf

andere verzinsliche Anlagemöglichkeiten umgestiegen sein. Die durch Wertpapieranlagen bedingten Nettokapitalimporte im April resultierten dagegen aus Netto-Tilgungen und -Verkäufen von Geldmarktinstrumenten gebietsfremder Emittenten durch Ansässige im Eurogebiet.

Der übrige Kapitalverkehr wies in den ersten fünf Monaten dieses Jahres Nettozuflüsse in Höhe von 88,8 Mrd € aus. Im Mai beliefen sich die Kapitalimporte in diesem Bereich auf 36,6 Mrd €; in diesem Betrag spiegelt sich vor allem der Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets wider. Im Bereich der Finanzderivate belief sich der Nettoabfluß in den ersten fünf Monaten des Jahres 1999 auf 2,1 Mrd € und erreichte im Mai 1999 einen Betrag von 3,2 Mrd €. Schließlich sind die Währungsreserven in den ersten fünf Monaten dieses Jahres um 9,3 Mrd € und im Mai 1999 um 3,9 Mrd € zurückgegangen.

Die internationale Rolle des Euro

Die Einführung des Euro am 1. Januar 1999 war ein Ereignis von großer Tragweite, dessen Konsequenzen nicht auf das Euro-Währungsgebiet beschränkt bleiben. Nach dem US-Dollar wird der Euro international am zweithäufigsten verwendet, was sich einerseits aus der bisherigen Bedeutung der nationalen Währungen ergibt, die der Euro abgelöst hat, und andererseits aus dem Stellenwert, der dem Euroraum in der Weltwirtschaft zukommt. Die Entwicklung des Euro als internationale Währung wird sich primär an den Märkten entscheiden. Dabei wird vor allem seine Verwendung im privaten Wirtschaftssektor als Anlagewährung und Emissionswährung sowie als Fakturierungswährung und Vehikewährung eine bedeutende Rolle spielen. Ausschlaggebend für die Entscheidungen privater Wirtschaftsakteure werden in hohem Maß der Integrations-, Liquiditäts- und Diversifizierungsgrad der Euro-Finanzmärkte sowie die Außenbeziehungen des Euroraums sein. Außerdem wird die internationale Rolle des Euro durch das wirtschaftliche Umfeld im Euroraum beeinflusst werden, was den Beitrag der Gesamtheit der Wirtschaftspolitik zu einer gesunden und stabilen Währung unterstreicht. Die Ausrichtung der Geldpolitik des Eurosystems auf Preisstabilität wird ein wesentlicher Faktor für das Vertrauen der Anleger in den Euro bleiben. Gleichzeitig herrscht im Eurosystem Klarheit darüber, daß sich umgekehrt die Internationalisierung des Euro auf die Gestaltung der Euro-Geldpolitik auswirken kann – ohne daß dadurch die Fähigkeit des Eurosystems, Preisstabilität zu wahren, beeinträchtigt wird. Da die Internationalisierung des Euro an sich kein Ziel der einheitlichen Geldpolitik ist, wird das Eurosystem die Internationalisierung seiner Währung weder forcieren noch blockieren.

Diese Studie bietet einen strukturellen Ansatz zur Untersuchung der internationalen Rolle des Euro. Nicht zuletzt aufgrund der Tatsache, daß es kaum möglich ist, so kurz nach Einführung des Euro fundierte Aussagen zu treffen, erhebt diese Studie jedoch keinen Anspruch auf eine abschließende Beurteilung der internationalen Rolle des Euro.

I Einleitung

Der Euro wird nach dem US-Dollar und vor dem japanischen Yen international am zweithäufigsten verwendet. Einerseits ergibt sich dies aus der bisherigen Bedeutung der nationalen Währungen des Euroraums, die der Euro abgelöst hat, andererseits aus dem Stellenwert, der dem Euroraum in der Weltwirtschaft zukommt. Gemessen am BIP liegt der Euroraum hinter den Vereinigten Staaten, hat aber einen höheren Anteil an den weltweiten Ausfuhren und verfügt über einen größeren Bankensektor mit entsprechend kleineren Aktien- und Rentenmärkten (siehe Tabelle 1).

Die derzeitige und künftige Verwendung des Euro als internationale Währung läßt sich anhand der verschiedenen Zwecke beleuchten, für die der Euro von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (Gebietsfremden) akzeptiert und eingesetzt wird. Tabelle 2 bietet einen Überblick über die Funktionen einer internationalen Währung, wobei zwischen den drei klassischen Geldfunktionen und dem Status des Verwenders (öffentlich oder pri-

vat) unterschieden wird. Der Aufbau der Studie orientiert sich an dieser Gliederung, weil damit der relative Stellenwert des Euro für jede einzelne Funktion einfach beschrieben werden kann.

Die wirtschaftlichen Faktoren, die einen potentiellen Einfluß auf die internationale Rolle des Euro haben, lassen sich grob in zwei Kategorien einteilen: *Größenfaktoren* (z. B. Volumen der grenzüberschreitenden Transaktionen zwischen dem Euroraum und der übrigen Welt; Größe der Euro-Finanzmärkte) und *Risikofaktoren* (z. B. Inflationsrisiko). Einerseits bewirken die Größenfaktoren im allgemeinen eine „Zentralisierung“ auf eine oder einige wenige internationale Währungen. Beispielsweise sind die Transaktionskosten in einer bestimmten Währung für gewöhnlich um so geringer, je größer der Devisenmarkt in dieser Währung ist; dies macht die Währung für andere Wirtschaftsakteure attraktiv, was die Transaktionskosten weiter senkt und so eine Zentralisierungstendenz erzeugt. Anderer-

Tabelle 1**Eckdaten für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan (1998)**

Indikator	Einheit	Euro-Währungsgebiet	Vereinigte Staaten	Japan	Quelle
Bevölkerung	Mio	292	270	127	Eurostat
BIP	Mrd EUR	5 773	7 592	3 375	IWF (WEO)
Anteil am Welt-BIP					
- zu aktuellen Preisen und Wechselkursen	%	22,2	29,3	13,0	IWF (WEO)
- nach Kaufkraftparitäten	%	15,5	20,8	7,4	IWF (WEO)
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen					
- BIP-Anteil	%	17,8	10,9	11,5	EZB, IWF
- Anteil an weltweiten Ausfuhr	%	20,1	16,3	7,6	EZB, IWF
Bankeinlagen	Mrd EUR	4 849	4 128	4 104	IWF (IFS)
- BIP-Anteil	%	84	54	122	
Inländische Kredite	Mrd EUR	7 477	6 132	5 120	IWF (IFS)
- BIP-Anteil	%	130	81	152	
Inländische Schuldverschreibungen	Mrd EUR	5 240	11 787	4 440	BIZ
- BIP-Anteil	%	91	155	132	
- Anteil privater Emittenten	Mrd EUR	1 997	5 096	1 229	BIZ
- Anteil öffentlicher Emittenten	Mrd EUR	3 243	6 691	3 211	BIZ
Marktkapitalisierung	Mrd EUR	3 655	13 025	2 091	FIBV
- BIP-Anteil	%	63	172	62	

seits führen die Risikofaktoren tendenziell zu einer Diversifizierung in verschiedene internationale Währungen bzw. zu einer „Dezentralisierung“. Wer sein Geld nur in einer bestimmten Fremdwährung anlegt, muß entweder ein Wechselkursrisiko eingehen oder sich dagegen absichern; dies kann für den Investor einen Anreiz bilden, in mehrere Währungen zu diversifizieren. Im Spannungsfeld von Größen- und Risikofaktoren bildet sich gewöhnlich im Lauf der Zeit eine „Währungshierarchie“ heraus, d. h., einige wenige Währungen dominieren die Abwicklung der internationalen Transaktionen, während der Rest nur eine begrenzte bzw. regionale Rolle spielt. Im folgenden werden die Größen- und Risikofaktoren im Zusammenhang mit den einzelnen Funktionen des Euro eingehender beleuchtet.

Im Zentrum dieser Studie stehen vier Teilaspekte der internationalen Rolle des Euro. In Abschnitt 2 werden verfügbare statistische Daten über den derzeitigen Stand der Verwendung des Euro durch Gebietsfremde präsentiert. Abschnitt 3 untersucht die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für die künftige Verwendung des Euro außerhalb des Euroraums. Abschnitt 4 geht auf die möglichen Auswirkungen der Internationalisierung des Euro auf die Geldpolitik des Eurosystems ein. Abschnitt 5 enthält eine Gegenüberstellung der Kosten und Nutzen der internationalen Verwendung des Euro für die Ansässigen im Euro-Währungsgebiet (Gebietsansässigen). In Abschnitt 6 folgen Schlußbemerkungen.

Tabelle 2**Funktionen internationaler Währungen**

Geldfunktion	Verwendung durch Ansässige außerhalb des Ausgabegebiets der internationalen Währung	
	Privat	Öffentlich
Wertaufbewahrungsmittel	Anlage- und Emissionswährung	Reservewährung
Zahlungsmittel	Fakturierungswährung / Vehikelwährung (i) im Waren- und Dienstleistungsverkehr (ii) im Devisenhandel	Interventionswährung
Recheneinheit und Wertmaßstab	Preis- und Kursangabe	Ankerwährung für Wechselkursarrangement

2 Derzeitiger Stand der Verwendung des Euro außerhalb des Euro-Währungsgebiets

Private Verwendung des Euro als Anlage- und Emissionswährung

Das vorhandene Zahlenmaterial läßt nur eine vorläufige Abschätzung der Verwendung des Euro als Anlage- und Emissionswährung durch Private zu, weil Daten nur beschränkt verfügbar sind und aufgrund von Einmalfaktoren und durch den Regimewechsel im Zusammenhang mit der Einführung des Euro verzerrt sein können. Vor allem die Tatsache, daß die Finanzmärkte der WWU-Teilnehmerstaaten nun zusammen einen Binnenfinanzmarkt bilden, erschwert die Abgrenzung der „internationalen“ Komponente der Euro-Finanzmärkte, woraus sich Meß- und Vergleichsschwierigkeiten ergeben. Selbst bei einem vorsichtigen Meßansatz scheint das verfügbare Datenmaterial allerdings zu bestätigen, daß der Euro an den internationalen Finanzmärkten bereits eine nennenswerte Rolle als Anlage- und Emissionswährung spielt.

Die Beanspruchung des *internationalen Rentenmarkts* (Geldmarktinstrumente, Anleihen und Notes) wird einerseits in weiter Abgrenzung gemessen, wobei neben den Emittenten auch Investorenzielgruppen mit einbezogen werden (siehe Tabellen A1, A2 und A3 im Anhang zur Studie sowie Abbildungen 1 und 2), und andererseits in enger Abgrenzung, wobei die Erfassung auf die Emittenten beschränkt bleibt (siehe Tabellen B1, B2 und B3 im Anhang zur Studie sowie Abbildungen 1 und 2). Nach der eng gefaßten Definition werden nur Schuldtitlemissionen in Fremdwährung (aus der Warte des Schuldners) erfaßt, während der weit gefaßte Ansatz auch auf Inlandswährung lautende Emissionen Gebietsansässiger einschließt, die auf gebietsfremde Investoren zugeschnitten sind. Mit dem weit gefaßten Ansatz wird somit sowohl die Anlage- als auch die Emissionsfunktion des Geldes abgedeckt, während der eng gefaßte Ansatz nur die Emissionsfunktion mißt.

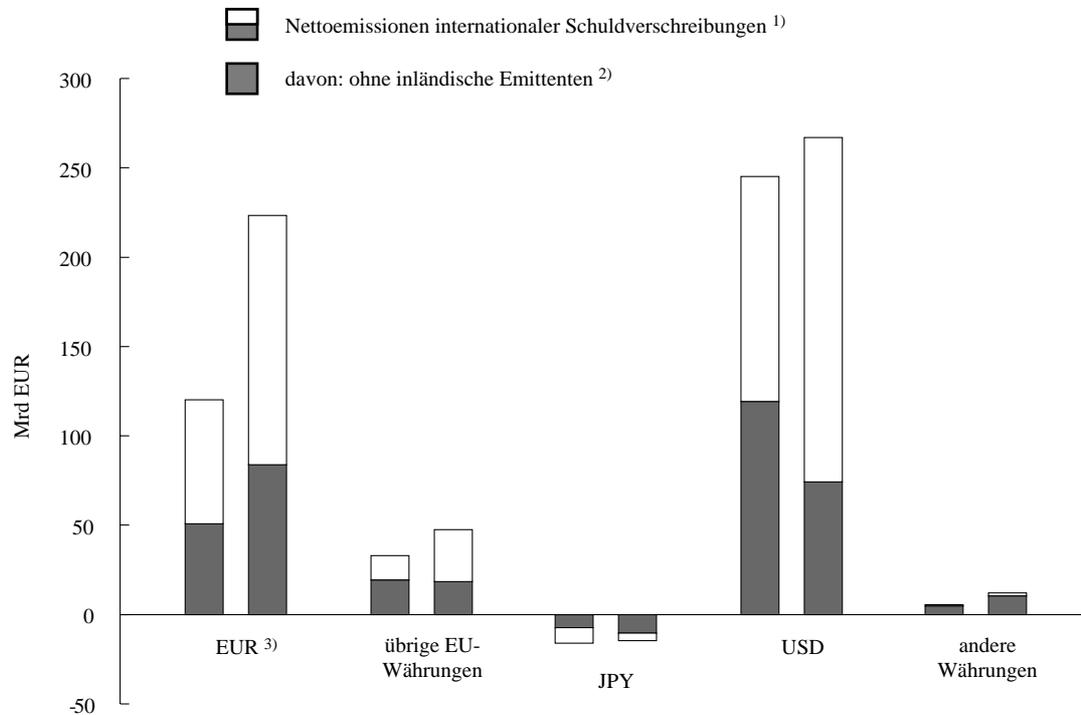
In den ersten zwei Quartalen 1999 wurde ein größerer Anteil an internationalen Schuldti-

teln in Euro begeben als vor der Umstellung auf den Euro in den damaligen Landeswährungen und ECU zusammen (siehe Tabellen A2 und B2). Die Nettoemissionen (d. h. Neuemissionen abzüglich Tilgungen) von internationalen Geldmarktinstrumenten, Anleihen und Notes in Euro beliefen sich in diesem Zeitraum auf 83,9 Mrd € (nach enger Definition). Im gleichen Zeitraum kamen die Nettoemissionen in US-Dollar auf 74,0 Mrd €; im Fall des japanischen Yen überstiegen die Tilgungen die Neuemissionen. Zum Vergleich: In den ersten zwei Quartalen 1998 wurden in den Landeswährungen des heutigen Eurogebiets und in ECU netto Schuldtitel in Höhe von 50,9 Mrd € begeben (nach enger Definition), gegenüber 119,1 Mrd € für den US-Dollar (siehe Tabelle B3 und Abbildung 1). Die Entwicklung im ersten Quartal 1999 ist teilweise auf den Einfluß von Einmalfaktoren zurückzuführen. Dazu zählen etwa die Verschiebung einzelner geplanter Emissionen von Ende 1998 auf Anfang 1999, um die Einführung des Euro abzuwarten, und die Strategie einzelner Emittenten, liquide Instrumente mit Benchmarkfunktion am Euro-Wertpapiermarkt einzuführen. Allerdings geht aus den verfügbaren Statistiken hervor, daß die Emissionstätigkeit bei Schuldverschreibungen in Euro im zweiten Quartal 1999 gegenüber dem ersten Quartal mehr oder weniger unverändert geblieben ist. Möglicherweise kamen also auch andere Faktoren zum Tragen. Angebotsseitig begaben Länder wie Brasilien, Argentinien, Südafrika, Kanada und die Philippinen Euro-Wertpapiere in nennenswertem Umfang, um die Währungsstruktur ihrer Auslandsschulden zugunsten des Euro zu ändern. Werden darüber hinaus auch Emissionen von im Euroraum ansässigen Schuldnern, mit denen gebietsfremde Investoren angesprochen werden, mit einbezogen (siehe Tabellen A2 und A3), so zeigt sich, daß möglicherweise Fusionen und Übernahmen innerhalb des Euroraums – im Finanz- wie im Unternehmenssektor – in zunehmendem Maße über die internationalen Euro-Rentenmärkte finanziert wurden. Nachfrageseitig spielte der Li-

Abbildung 1

Nettoemissionen internationaler Schuldverschreibungen nach Währungsanteilen

(Linke Säule: erstes Halbjahr 1998; rechte Säule: erstes Halbjahr 1999)



Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

1) Siehe Definition in Tabelle A3, Fußnote 1.

2) Siehe Definition in Tabelle B3, Fußnote 1.

3) Bis 31. Dezember 1998 frühere nationale Währungen des Euroraums und ECU, seit 1. Januar 1999 Euro.

quiditätsschub aufgrund des gestiegenen Emissionsvolumens eine Rolle.

Im Gegensatz zu den Neuemissionen ändert sich das Umlaufvolumen internationaler Schuld-

verschreibungen tendenziell langsamer. Nach der weit gefaßten Definition belief sich der Anteil des Euro an den ausstehenden internationalen Schuldtiteln Ende Juni 1999 auf 27 %, womit er nur 2 Prozentpunkte über dem Ende 1997

Tabelle 3

Marktkapitalisierung ausgewählter Aktienmärkte

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; Mrd EUR)

	1997	1998	Jan.	Febr.	März	April
Vereinigte Staaten ¹⁾	11 546	13 025	14 256	14 446	15 571	16 555
Kanada ²⁾	903	929	988	996	1 059	1 128
Euro-Währungsgebiet	2 696	3 655	3 780	3 742	3 845	3 997
Übrige EU-Staaten	2 163	2 426	2 451	2 597	2 704	2 751
Schweiz	521	591	590	592	600	610
Japan	1 957	2 091	2 154	2 177	2 500	2 713
Insgesamt	19 785	22 717	24 218	24 550	26 279	27 754

Quelle: Fédération Internationale des Bourses de Valeurs (FIBV).

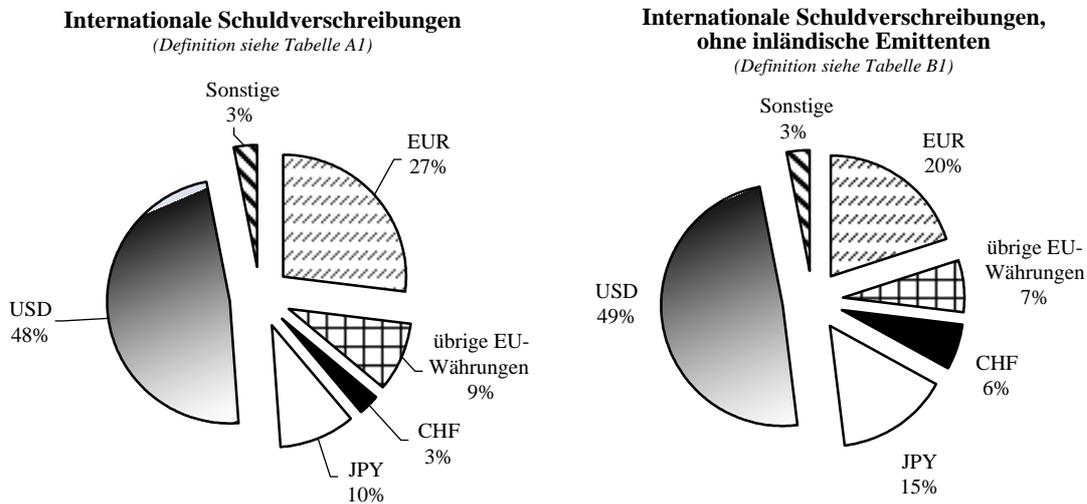
1) Umfaßt NYSE (New York Stock Exchange), Nasdaq (National Association of Security Dealers Automated Quotation System) und die Chicagoer Börse.

2) Umfaßt die Börsen von Montreal, Toronto und Vancouver.

Abbildung 2

Währungsstruktur der ausstehenden internationalen Schuldverschreibungen

(30. Juni 1999)



verzeichneten Anteil der Landeswährungen des heutigen Euroraums lag. Gleichzeitig ging der Anteil des japanischen Yen und des Schweizer Franken zurück (siehe Tabelle A1 und Abbildung 2). Nach enger Definition kam der Euro auf einen Anteil von 20 % (siehe Tabelle B1 und Abbildung 2). Damit liegt der Euroanteil leicht unter der Summe der Anteile der in ihm aufge-

gangenen Landeswährungen. Dies ist darauf zurückzuführen, daß der Ausbau des Euroanteils im ersten Halbjahr 1999 nur teilweise die rein rechnerische Anpassung aufwiegt, die sich daraus ergibt, daß die Transaktionen innerhalb des Euroraums seit 1. Januar 1999 als Binnentransaktionen und nicht mehr als internationale Transaktionen gelten.

Abbildung 3

Marktkapitalisierung – Stand Ende April 1999

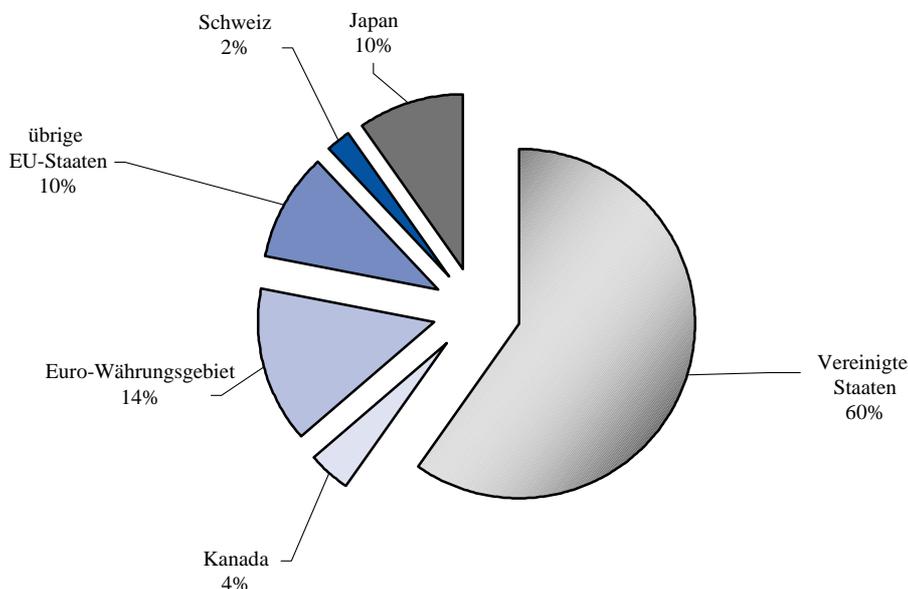


Tabelle 4**MFIs ¹⁾ des Euro-Währungsgebiets ohne Eurosystem: auf Euro lautende Einlagen, Kredite und Wertpapierbestände aus Transaktionen mit Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets***(Stand am Ende des Berichtszeitraums)*

	Juni ²⁾	1998 Sept. ²⁾	Dez.	1999 März
1. Auf Euro lautende Einlagen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
- Mrd EUR	630,3	628,6	624,3	653,8
- in % aller Währungen	42,3	39,7	41,1	40,4
2. Auf Euro lautende Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
- Mrd EUR	564,9	575,2	529,2	534,6
- in % aller Währungen	42,5	41,6	41,7	41,8
3. Bestand an auf Euro lautenden Wertpapieren aus Emissionen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
- Mrd EUR	69,0	59,7	61,7	67,8
- in % aller Währungen	25,3	22,6	24,1	24,0

*Quelle: EZB.**1) „Monetäre Finanzinstitute“ laut Definition in Artikel 2 der Verordnung EG/2819/98; Ansässige im Gebiet der „teilnehmenden Mitgliedstaaten“ laut Definition in Artikel 1 der Verordnung EG/2533/98.**2) Vorläufige, nicht für alle Länder des Euroraums vollständige Daten.*

Was die Aktienmärkte betrifft, stellt die Segmentierung der Börsen im Euroraum ein Liquiditätshindernis und eine Zugangsbeschränkung für Gebietsfremde dar. Allerdings haben zwei Entwicklungen diese Segmentierung bereits reduziert. Der erste Prozeß ist mittlerweile seit einigen Jahren im Gang. Auslösender Faktor waren EU-Gesetzesvorschriften, wonach die Börsen der EU-Staaten ihre Rechtsvorschriften und ihre technische Infrastruktur anpassen mußten, um Investoren und Finanzintermediären aus anderen Mitgliedstaaten EU-weit freien Zugang zum Kapitalmarkt einzuräumen („Fernzugang“). Der zweite Trend hat sich erst in jüngster Zeit herausgebildet, seitdem die europäischen Börsen Allianzen eingehen und Partnerschaftsabkommen schließen. Gemessen an der Marktkapitalisierung liegen die Börsen des Euroraums derzeit an zweiter Stelle hinter den Vereinigten Staaten, wobei der US-Aktienmarkt größer ist als die Aktienmärkte aller anderen führenden Industriestaaten zusammen (siehe Tabelle 3 und Abbildung 3).

Zum Bankensektor liegen von der EZB erhobene Daten vor, wobei sich das Zahlenmaterial auf die Monetären Finanzinstitute (MFIs)

des Euroraums mit Ausnahme des Eurosystems bezieht (siehe dazu die Februarangabe des EZB-Monatsberichts, Seite 31, sowie die Studie über die Bilanzen der MFIs zu Beginn des Jahres 1999 in dieser Ausgabe). Nach jüngsten Zahlen (Stand Ende März 1999) lauten mehr als 40 % der Einlagen Gebietsfremder und der Kredite an Gebietsfremde auf Euro (siehe Tabelle 4), und ein nahezu ebenso hoher Anteil auf US-Dollar.

Private Verwendung des Euro als Fakturierungs- und Vehikelwährung

Die Funktion eines internationalen Zahlungsmittels, die der Euro für Private erfüllt, kann zerlegt werden in seine Funktion als *Fakturierungswährung* im internationalen Waren- und Dienstleistungsverkehr und in seine Funktion als *Vehikelwährung* auf dem Devisenmarkt, d. h. als Transaktionsmedium im Devisenhandel zwischen Drittwährungen. Die Vehikelfunktion ist eine gewichtige Funktion, schon wegen der enormen Größe der Devisenmärkte. Diesen Märkten kommt eine Schlüsselrolle zu, weil bei jeder internationalen Transaktion im Normalfall zumindest eine der

Geschäftsparteien den Devisenmarkt beansprucht, was sich in den Transaktions- und Absicherungskosten sowohl beim Handels- als auch beim Finanzgeschäft niederschlägt.

Der Stellenwert des Euro als Fakturierungs-/Vehikelwährung läßt sich nicht aus der internationalen Bedeutung der Landeswährungen, die der Euro abgelöst hat, ableiten, weil die Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets seit der Einführung des Euro als Binnentransaktionen gelten. Zahlen liegen derzeit zwar keine vor, aber der in Euro abgewickelte Teil der weltweiten Ausfuhren wird sich wohl nicht wesentlich vom Volumen der Exporte aus dem Euroraum unterscheiden. Im Gegensatz dazu entspricht der Wert der in US-Dollar abgewickelten weltweiten Exporte nahezu dem Vierfachen der US-Exporte. Dies liegt hauptsächlich an – sich gegenseitig verstärkenden – Netzwerkvorteilen und Vorteilen der Kostendegression, die sich aus der Abrechnung in einer dominanten internationalen Währung ergeben.

Private Verwendung des Euro zur Preis- und Kursangabe

Die dritte Funktion, die der Euro für Private erfüllt, ist die eines Instruments zur *Preis- bzw. Kursangabe*, wobei Lieferanten (Emittenten) aus Drittstaaten die Preise für ihre Waren und Dienstleistungen (Finanztitel) in Euro angeben.

Die Dominanz des US-Dollar als Recheneinheit/Wertmaßstab ist weniger auf Größenfaktoren zurückzuführen als auf die Tatsache, daß es einfacher ist, einen standardisierten Wertmaßstab zu verwenden. Der US-Dollar dominiert vor allem in homogenen, zentralisierten und effizienten Märkten wie den Rohstoffbörsen, wo die Möglichkeit, über eine einheitliche Währung direkte Preisvergleiche anstellen zu können, den Händlern Vorteile eröffnet.

Öffentliche Verwendung des Euro als Reserve-, Interventions- und Ankerwährung

Von öffentlicher Seite kann der Euro als Reserve-, Interventions- und Ankerwährung für Wechselkursarrangements verwendet werden, wobei diese Funktionen in den meisten Fällen eng verknüpft sind.

Laut Angabe des Internationalen Währungsfonds belief sich der US-Dollaranteil an den weltweiten offiziellen *Währungsreserven* Ende 1997 auf 57,1 %. Zum Vergleich: Die im Euro aufgegangenen Landeswährungen kamen damals kumuliert auf 19,6 %, der japanische Yen auf 4,9 %. Der tatsächliche Anteil der genannten Reservewährungen wird in derartigen Statistiken allerdings wahrscheinlich unterschätzt, weil sie sich auf unvollständige Angaben stützen.

Mit der Einführung des Euro ist der Anteil der Währungen des Euroraums (d. h. der früheren nationalen Währungen und der ECU bis zum 31. Dezember 1998 bzw. des Euro seit 1. Januar 1999) an den Devisenreserven der Notenbanken aufgrund zweier technischer Anpassungen gesunken. *Erstens* löste das Eurosystem am 31. Dezember 1998 seine Bestände an offiziellen ECU auf. Diese waren im Rahmen revolvernder Swaps gegen Einbringung von 20 % (brutto) ihrer Gold- und Dollarreserven an die EU-Notenbanken ausgegeben worden; bei einem Stand von 60,9 Milliarden ECU wurden sie wieder in Gold und US-Dollar umgewandelt. *Zweitens* gelten seit 1. Januar 1999 sämtliche Reserven des Eurosystems, die auf eine der Landeswährungen lauteten, die der Euro abgelöst hat, als Binnenaktiva, wodurch sich die Devisenreserven des Eurosystems verringerten.

Aufgrund dieser Entwicklungen, die technische Folgeerscheinungen der Umstellung auf den Euro waren, ist der Anteil des Euro an den offiziellen Währungsreserven geschrumpft. Zur Zeit sind zwar keine aktualisierten Daten verfügbar, doch ist wahrscheinlich, daß der Euro den Platz als zweitwichtigste internationale Reservewährung behält,

den er von den ehemaligen nationalen Währungen des Euroraums übernommen hat.

Die Verwendung des Euro als *Interventionswährung* steht in erster Linie in Zusammenhang mit seiner Funktion als Ankerwährung in Wechselkursarrangements. Daneben können Länder, deren Währungen nicht an den Euro gekoppelt sind, den Euro für Interventionszwecke im Rahmen der Verfolgung informellerer Wechselkursziele einsetzen. Abgesehen von einigen Ausnahmen läßt sich diese Funktion nicht mit Zahlen belegen, weil die meisten Zentralbanken keine quantitativen Angaben über ihre Interventionen machen. Die Informationen, die die Notenbanken in ihren öffentlichen Mitteilungen zur Verfügung stellen, sind qualitativer Natur.

Hinsichtlich der Verwendung des Euro als *Ankerwährung* gibt es eine Palette von Wechselkursarrangements, die von der Übernahme des Euro als eigene Währung in manchen Ländern bis zur Einführung von Wechselkursregimen reichen, die auf den Euro ausgerichtet sind. Letztere ergeben sich hauptsächlich aus alten Verbindungen zu den ehemaligen nationalen Währungen des Euroraums.

Auf der Grundlage von Artikel 123 Abs. 4 (vormals Artikel 109 I Abs. 4) des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (im folgenden EG-Vertrag genannt) verabschiedete der EU-Rat eine Entscheidung über Währungsregelungen in den französischen Gebieten Saint-Pierre-et-Miquelon und Mayotte, wonach der Euro in diesen Gebieten per 1. Januar 1999 als Währung eingeführt wird. Außerdem fällt der EU-Rat – gestützt auf Artikel 111 Abs. 3 (vormals Artikel 109 Abs. 3) des EG-Vertrags und unter Berücksichtigung der Erklärung zum EG-Vertrag zu den Währungsbeziehungen zur Republik San Marino, zum Staat Vatikanstadt und zum Fürstentum Monaco – drei Entscheidungen bezüglich einer Vereinbarung über die Währungsbeziehungen mit den drei genannten souveränen Staaten. Im Sinne dieser Entscheidungen werden die genannten Staaten ermächtigt, nach Abschluß einer entsprechenden Vereinbarung mit der Gemeinschaft den

Euro als offizielle Landeswährung zu führen. Die Europäische Kommission und die EZB führen derzeit Verhandlungen über diese Vereinbarungen. Außerdem verabschiedete der EU-Rat, gestützt auf Artikel 111 Abs. 3 (vormals Artikel 109 Abs. 3) des EG-Vertrags, zwei weitere Entscheidungen über Wechselkursfragen im Zusammenhang mit dem CFA-Franc und dem Komoren-Franc sowie mit dem Kap-Verde-Escudo. Darin ist festgelegt, daß Frankreich und Portugal ihre bisherigen Arrangements mit 14 afrikanischen Ländern, Kap Verde und den Komoren beibehalten können. Mit 1. Januar 1999 hat somit der Euro den französischen Franc bzw. den portugiesischen Escudo als Ankerwährung abgelöst (siehe Tabelle C im Anhang zur Studie).

Zusätzlich zu den genannten Ad-hoc-Arrangements gibt es derzeit in rund 30 Staaten außerhalb des Euroraums (mit einem relativ geringen Anteil am Welt-Bruttoinlandsprodukt) Wechselkursregime, bei denen der Euro eine Rolle spielt (siehe Tabelle C). Diese Länder lassen sich in vier Kategorien einteilen. Die erste Kategorie bilden Länder, deren Währungen *an den Euro gekoppelt* sind. Läßt man die oben angeführten Ad-hoc-Arrangements unberücksichtigt, fallen vier Länder darunter. Zwei EU-Mitgliedstaaten, Dänemark und Griechenland, nehmen seit Januar 1999 am neuen Wechselkursmechanismus (WKM II) teil, über den die Währungen von EU-Mitgliedstaaten bilateral und auf freiwilliger Basis an den Euro gebunden sind. Zwei andere Länder, Zypern und Mazedonien, haben ihre Landeswährung einseitig an den Euro gekoppelt. Die zweite Kategorie setzt sich aus Ländern zusammen, die ein *Currency Board* auf Basis des Euro/der Deutschen Mark eingesetzt haben (Bosnien-Herzegowina, Bulgarien und Estland). Formell soll in diesen Wechselkursregimen spätestens im Jahr 2002 mit der Einführung von Eurobargeld die Deutsche Mark durch den Euro ersetzt werden. Drittens sind die Währungen weiterer 17 Länder (darunter Ungarn, Island und Polen) *an einen Währungskorb gebunden, dem der Euro bzw. eine seiner nationalen Denominierungen angehören*. Dazu zählen unter anderem auch jene Länder, deren Währungen an das Sonderzie-

hungsrecht (SZR) des IWF gekoppelt sind. Mit seiner Einführung löste der Euro automatisch die auf Deutsche Mark und französischen Franc lautenden fixen Währungsanteile im SZR-Korb ab, der sich darüber hinaus aus US-Dollar, japanischem Yen und Pfund Sterling zusammensetzt. Der Anteil des Euro am SZR-Korb betrug am 23. Juli 1999 27,3 %. In

die vierte Kategorie schließlich fallen sieben Länder (darunter die Tschechische Republik, die Slowakische Republik und Slowenien), die ein Floating-System mit Interventionen (*Managed Floating*) eingeführt haben, das informell auf den Euro als Referenzwährung ausgerichtet ist.

3 Potentielle Bestimmungsfaktoren für die zukünftige internationale Verwendung des Euro

Bestimmungsfaktoren für die private Verwendung des Euro als Anlage- und Emissionswährung

Jede Analyse der Internationalisierung des Euro muß notwendigerweise auf das Verhalten der privaten Anleger eingehen. Das Volumen der von Privaten verwalteten Finanzaktiva übertrifft jenes der offiziellen Währungsreserven bei weitem. Zudem nehmen private Anleger gewöhnlich rascher eine Anpassung ihrer Vermögensverwaltungsstrategien vor als die meisten öffentlichen Institutionen. Private werden infolgedessen Portfolioumschichtungen zugunsten des Euro wahrscheinlich in stärkerem Umfang und rascher durchführen als der öffentliche Bereich.

Mit dem Beginn der dritten Stufe der WWU wurde ein Strukturwandel auf den Kapitalmärkten des Euro-Währungsgebiets eingeleitet, der vermutlich den Wettbewerbsdruck verschärfen und in weiterer Folge die Effizienz dieser Märkte steigern wird. Fortschritte bei der Integration der nationalen Kapitalmärkte des Euroraums werden aller Voraussicht nach – langsam aber sicher – einen Kapitalmarkt entstehen lassen, der erheblich größer, breiter, tiefer und offener sein wird. Die Internationalisierung des Euro wird durch diese strukturellen Veränderungen wahrscheinlich weiter vorangetrieben werden.

Insbesondere Größenfaktoren können die internationale Verwendung des Euro erleichtern, wenn die Transaktionskosten an den Kapitalmärkten des Euroraums sinken. Mit zu-

nehmender Größe, Integration und Liquidität dieser Märkte werden die Transaktionskosten (z. B. Geld-Brief-Spannen) immer niedriger ausfallen – was wiederum Anleger und Emittenten anziehen und zu einer Steigerung des Geschäftsvolumens sowie einer weiteren Senkung der Transaktionskosten führen könnte. Diese Sogwirkung („virtuous circle“), die durch das Zusammenwirken von Netzwerkvorteilen und Kostendegression entsteht, beruht auf der Integration der nationalen Finanzmärkte, d. h. dem sukzessiven Aufbau eines einheitlichen, nicht segmentierten europäischen Finanzmarkts mit effizienter technischer Infrastruktur.

Der Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets kann bereits als integriert und liquid bezeichnet werden, wohingegen im Bankenbereich die Beseitigung der Segmentierung langsamer voranschreitet als an den Wertpapier- und Derivatemarkten. Was die *Märkte für Staatsanleihen* betrifft, so läßt sich in manchen Fällen der Renditeabstand zwischen Anleihen verschiedener Mitgliedstaaten des Euroraums nicht nur durch Unterschiede in der länderspezifischen Risikoprämie erklären, sondern auch durch technische Faktoren wie z. B. Liquiditäts- und Strukturunterschiede zwischen nationalen Märkten. Die Beseitigung der technischen Hindernisse auf dem Weg zur vollständigen Marktintegration impliziert die Harmonisierung gewisser steuerlicher, regulatorischer und handelsspezifischer Standards, wobei sowohl Private als auch öffentliche Stellen bereits Schritte in diese Richtung gesetzt haben. Hinsichtlich der *Märkte für private*

Schuldverschreibungen wird die Entwicklung eines breiteren Spektrums auf Euro lautender Finanzinstrumente wahrscheinlich einen schrittweisen Prozeß darstellen. In der ersten Hälfte des Jahres 1999 zeigte sich jedoch, daß die Einführung des Euro die Schaffung neuer Produkte begünstigen kann. Neu auf den Markt gebracht wurden vor allem in Euro denominierte Geldmarktinstrumente, darunter Cash Management Funds für den Unternehmenssektor sowie neue Formen von Commercial Paper. In bezug auf die *Aktienmärkte* werden Gebietsfremde möglicherweise erst nach einiger Zeit das Potential der Euro-Aktienmärkte voll nutzen. Diese Lücke läßt sich teilweise durch die strukturellen Unterschiede bei der Finanzintermediation erklären: In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich geschieht dies in weitaus höherem Maß über den Wertpapiermarkt als im Euroraum, wo die Finanzintermediation eher über das Bankensystem erfolgt. Die Integration der nationalen Börsen schreitet jedoch voran.

Im Zusammenhang mit diesen Größenfaktoren gehen Analysen auf spezifische Bedingungen ein, die potentielle Auswirkungen auf Angebot bzw. Nachfrage hinsichtlich Euro-Finanzinstrumenten haben könnten. Unter anderem wurde darauf hingewiesen, daß die Euro-Einführung anfänglich zu Portfolioumschichtungen zugunsten des Euro führen sollte, die über die Neuemissionen in Euro hinausgehen würden, da letztere von einer weiteren strukturellen Integration der nationalen Kapitalmärkte im gesamten Euroraum abhängen. Wie bereits in Abschnitt 2 erörtert, läßt sich eine solche Argumentation derzeit nicht belegen. Darüber hinaus wurde festgestellt, daß sowohl der Wegfall des Wechselkursrisikos als auch eine größere Produktvielfalt im Euro-Währungsgebiet die europäischen Anleger darin bestärken könnte, vermehrt Finanzanlagen nachzufragen, die auf ihre eigene Währung – den Euro – lauten („home bias“). Abgeschwächt werden könnte dieser Trend jedoch durch die Tatsache, daß sogar Privatanleger in immer höherem Maße institutionelle Investoren in Anspruch nehmen, die sich leichter gegen Wechselkursrisiken absichern

können und die unter keinen schwerwiegenden Informationsdefiziten bezüglich externer Anlagemöglichkeiten leiden.

In den kommenden Jahren wird die internationale Rolle des Euro weiterhin von seinen *Risikofaktoren* mitbestimmt werden. Drei Hauptfaktoren wird dabei eine Schlüsselrolle zukommen: Der erste ist das Vertrauen der Anleger in die Fähigkeit des Eurosystems, die Preisstabilität aufrechtzuerhalten. Die ausdrückliche Übertragung der diesbezüglichen Zuständigkeit auf das Eurosystem, zusammen mit dessen Unabhängigkeit und mittelfristiger stabilitätsorientierter Strategie, sind maßgebliche Faktoren, damit sich am Markt Vertrauen in den Euro als stabile Währung bildet. *Zweitens* wird die Attraktivität des Euro als Instrument zur Risikodiversifizierung für internationale professionelle Anleger von der Korrelation bei den Renditen von auf Euro lautenden Finanzaktiva und Fremdwährungsaktiva bestimmt werden. Es wurde auch argumentiert, daß die Zinssätze des Euroraums in stärkerem Maß von Binnenfaktoren beeinflußt werden könnten als dies früher bei den nationalen Währungen des heutigen Euroraums der Fall war, was eine geringere Korrelation zwischen den Euro- und den US-Dollar-Zinssätzen wahrscheinlich machen würde. Bis jetzt gibt es allerdings keinerlei Anhaltspunkte für eine derartige Entwicklung; überdies werden potentielle Diversifizierungseffekte auch von der Korrelation der Renditen zwischen dem Euro und anderen Anlagewährungen als dem US-Dollar abhängen. Der *dritte* Faktor ist die Wirtschaftsleistung des gesamten Euroraums. Nachhaltiges reales Wachstum einer Volkswirtschaft im Vergleich zu anderen Ländern hat meistens günstige Auswirkungen auf die Markterwartungen und fördert in vielen Fällen die internationale Verwendung ihrer Währung. Nachhaltiges Wachstum fußt unter anderem auf der internationalen Wettbewerbsfähigkeit inländischer Unternehmen, wodurch der Anteil einer Volkswirtschaft an grenzüberschreitenden Transaktionen und damit auch der Rahmen für die internationale Verwendung ihrer Währung erweitert wird. Damit sich in den kommenden Jahren die Wachstumsaussichten für die Wirtschaft des

Euroraums verbessern, bedarf es eines umfassenden, mittelfristig orientierten Kurses der Strukturreform und Haushaltskonsolidierung.

Bestimmungsfaktoren für die private Verwendung des Euro als Fakturierungs- und Vehikelwährung

Wenn auch der Euroraum für einen größeren Anteil am weltweiten Export von Waren und Dienstleistungen verantwortlich ist als die Vereinigten Staaten (20,1 % verglichen mit 16,3 % im Jahr 1998), so wird sich der Euro vermutlich doch nur langsam als Fakturierungs-/Vehikelwährung durchsetzen. Tatsächlich gehen die Erwartungen dahin, daß strukturelle Veränderungen in der Fakturierungs- und Denominierungspraxis nur über einen längeren Zeitraum hinweg festzustellen sein werden. Das Beharrungsvermögen in bezug auf die überwiegende Verwendung des US-Dollar als Fakturierungs-/Vehikelwährung kann jedoch, wenn auch nur auf längere Sicht, von vier Faktoren beeinflusst werden. *Erstens* werden wahrscheinlich die Transaktionskosten auf all jenen Märkten sinken, auf denen der Euro als Fakturierungs-/Vehikelwährung eingesetzt wird, wodurch es möglicherweise zu gewissen Umschichtungen zugunsten des Euro kommt. Insbesondere könnten Gebietsfremde, im Zusammenhang mit der Absicherung gegen das Wechselkursrisiko, zunehmend neue, auf Euro lautende Instrumente im einheitlichen Euro-Devisenmarkt vorfinden. *Zweitens* können Marktteilnehmer des Euroraums in größerem Umfang als bisher in der Lage sein, die Abwicklung ihrer Transaktionen in Euro zu fordern, um das Wechselkursrisiko auszuschalten. Vor allem jene europäischen Exporteure, die bis jetzt zur Verwendung von Fremdwährungen bereit waren, könnten ihre eigene Währung, d. h. den Euro, zur Fakturierung und Abwicklung der Exporte in andere Industrieländer nutzen. *Drittens* könnten sich Gebietsansässige von Schwellen- oder Reformländern, vor allem jenen in Mittel- und Osteuropa mit derzeit weniger stabilen geldpolitischen Verhältnissen, zunehmend des Euro als Zahlungsmittel für ihre

inländischen Transaktionen bedienen („direkte Währungssubstitution“). *Viertens* könnten auf Euro lautende Transaktionen – zu einem bestimmten Zeitpunkt und aus Gründen, die nicht mit seiner Funktion als Zahlungsmittel und Recheneinheit zusammenhängen – ein derartiges Niveau erreichen, daß Wirtschaftsakteure vermehrt zur Verwendung des Euro als Fakturierungs-/Vehikelwährung tendieren. Damit würden die Transaktionskosten weiter gesenkt und ein zusätzlicher Beitrag zur Förderung der Internationalisierung des Euro geleistet.

Die vier oben erwähnten Faktoren werden allerdings nur dann zum Tragen kommen, wenn der Euro weiterhin mit Preisstabilität assoziiert wird.

Bestimmungsfaktoren für die private Verwendung des Euro zur Preis- und Kursangabe

Die Faktoren, von denen abhängt, ob der Euro in Zukunft in großem Umfang für Zwecke der Preis- und Kursangabe eingesetzt wird, sind teilweise ähnlich gelagert wie jene, die bereits im Zusammenhang mit der Funktion des Euro als Fakturierungs-/Vehikelwährung diskutiert wurden. Hinzu kommt allerdings, daß im internationalen Handel bzw. an den internationalen Rohstoffmärkten Preise in einer anderen Währung angegeben sein können als in jener, in der die Transaktionen tatsächlich abgewickelt werden. Einige erdölproduzierende Staaten tendierten in den frühen siebziger Jahren zum Beispiel dazu, den Ölpreis in US-Dollar anzugeben, aber Zahlung in Pfund Sterling zu verlangen. Auch jetzt werden sich die Notierungsgepflogenheiten an Rohstoffbörsen und anderen hochkonzentrierten Märkten wahrscheinlich nur sehr langsam wandeln, bedenkt man den hohen Grad der Standardisierung und Zentralisierung dieser Märkte. Das Währungsgebiet, in dem sich die großen Rohstoffbörsen befinden, ist ein weiterer wichtiger Faktor.

Bestimmungsfaktoren für die öffentliche Verwendung des Euro als Reserve-, Interventions- und Ankerwährung

Was die Rolle des Euro als *Reservewährung* betrifft, so nehmen Zentralbanken traditionell Abstand von abrupten und massiven Veränderungen der Höhe und Zusammensetzung ihrer Währungsreserven. Es wird deswegen auch erwartet, daß eurobedingte Umschichtungen im Zentralbankenbereich langsamer ablaufen werden als im privaten Bereich. Dennoch wäre es möglich, daß – längerfristig betrachtet – Zentralbanken außerhalb des Euroraums ihre Währungsreservenpolitik aus drei Gründen überdenken: *Erstens* werden möglicherweise Umschichtungen der Zentralbankportfolios angesichts verbesserter globaler Diversifizierungsmöglichkeiten erfolgen, die sich aufgrund des höheren Anteils an Euroreserven ergeben. Im Vergleich zur Vergangenheit kann sich dieser Trend durch die größere Tiefe und Liquidität der internationalen Märkte noch verstärken, denn der Spielraum für die Portfolioverwaltung hat sich durch diese Entwicklung wesentlich erweitert. *Zweitens* kann der weitere Ausbau der Handels- und Finanzbeziehungen mit benachbarten Regionen wie z. B. Mittel- und Osteu-

ropa die Zusammensetzung der Reserven in diesen Gebieten indirekt beeinflussen. *Drittens* wird der Euro in jenen Staaten Verwendung finden, die beabsichtigen, den Euro als *Ankerwährung* zu nutzen bzw. *Interventionen* in Euro durchzuführen.

Im Hinblick auf die Verwendung des Euro als *Ankerwährung* scheint es plausibel, daß sich in Zukunft weitere Staaten zu einer einseitigen – formellen oder informellen – Bindung ihrer Währung an den Euro oder an einen Währungskorb, der den Euro als wichtige Komponente enthält, entschließen werden. Dies könnte für Volkswirtschaften in Mittel- und Osteuropa sowie für Staaten Afrikas oder des Mittelmeerraums gelten, die durch Handels- und Finanzbeziehungen mit dem Euroraum eng verbunden sind. In absehbarer Zeit werden Veränderungen vermutlich insbesondere aufgrund der Aussichten auf eine EU-Erweiterung stattfinden. Außer der geographischen Nähe und den Wirtschaftsbeziehungen zum Euroraum wären die Denominierung ausländischer Schuldtitel in Euro sowie politische Beziehungen zum Euroraum als weitere Schlüsselfaktoren zu nennen, die Entscheidungen über eine Anbindung an den Euro wahrscheinlich beeinflussen werden.

4 Potentielle Auswirkungen auf die Geldpolitik des Eurosystems

Eine Stärkung der internationalen Rolle des Euro könnte bis zu einem gewissen Grad Auswirkungen auf den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik und die Indikatoreigenschaften einiger geldpolitischer Meßgrößen haben. Dieser Abschnitt geht auf drei Aspekte des Einflusses der Internationalisierung des Euro ein: den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik, die Stabilität der Geldnachfrage und die Rolle des Wechselkurses. Erläutert wird im folgenden auch, wie die Beurteilung der wirtschaftlichen und monetären Lage durch den EZB-Rat, basierend auf der geldpolitischen Strategie der EZB, diese Faktoren sowie damit zusammenhängende Unsicherheiten naturgemäß berücksichtigt.

Der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik

Die Internationalisierung des Euro kann die Transmission von EZB-Zinsänderungen auf die Preisentwicklung beeinflussen. Bei erfolgreicher Koppelung von Drittstaatenwährungen an den Euro würde zum Beispiel der Wechselkurskanal im Transmissionsmechanismus z. B. tendenziell an Wirkung verlieren, je nach Umfang der Handelsbeziehungen des Euroraums mit diesen Ländern. Gleichzeitig gilt: Je größer die Anzahl der Drittländer, die ihren Wechselkurs erfolgreich an den Euro anbinden, desto stärker die Auswirkung von Euro-Zinsänderungen auf die Zinslandschaft

außerhalb des Euroraums. Dies wiederum wird die wirtschaftliche Entwicklung in diesen Staaten beeinflussen und folglich zu einer Verstärkung der Transmissionswirkung von Zinsänderungen des Eurosystems führen, da die Nachfrage nach Exporten aus dem Euroraum beeinflusst wird.

Der Transmissionsprozeß der Geldpolitik mittels Rückkoppelungseffekten von Drittländern wird auch von der Rolle des Euro als internationale Anlagewährung sowie von der jeweiligen Nettovermögensposition der anderen Staaten beeinflusst werden. Hat ein Land zum Beispiel den Euro vorwiegend zur Denomination von kurzfristigen oder zinsvariablen Schuldtiteln benutzt, würden höhere Eurosätze im kurzfristigen Bereich tendenziell die Nachfrage in diesem Land dämpfen. Die indirekten Auswirkungen dieser Entwicklungen auf das Euro-Währungsgebiet würden wieder hauptsächlich vom Ausmaß der Handelsverflechtung zwischen dem Euroraum und dem jeweiligen Land abhängen.

Eine stärkere Verwendung des Euro als Fakturierungs-/Vehikelwährung sowie zur Preis- und Kursangabe könnte sich in zweifacher Weise auswirken. *Erstens* könnte damit erreicht werden, daß der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) des Euroraums kurzfristig weniger stark auf Schwankungen des US-Dollar-Wechselkurses reagiert. Unter diesen Umständen hätten Rohstoffpreisschwankungen eine deutlichere Signalwirkung für Produzenten und Konsumenten des Euroraums hinsichtlich relativer Preisveränderungen; sie könnten auch dazu beitragen, die Aufmerksamkeit auf die grundlegenden und dauerhaften Determinanten von Preistrends zu lenken. *Zweitens* könnte die zunehmende Nutzung des Euro als Fakturierungs-/Vehikelwährung sowie zur Preis- und Kursangabe auch die Auswirkungen von Wechselkursänderungen auf die Leistungsbilanz des Eurogebiets beeinflussen. Wenn Exporte und Importe des Euroraums zunehmend in Euro fakturiert werden, sollten sich die kurzfristigen Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auf die Handelsbilanz im allgemeinen abschwächen.

Stabilität der Geldnachfrage

Mit der Bekanntgabe eines Referenzwerts für das Wachstum des weit abgegrenzten monetären Aggregats (M3) weist die EZB in ihrer geldpolitischen Strategie der Geldmenge eine herausragende Rolle zu.

Es besteht die Möglichkeit, daß der Euro in manchen Ländern außerhalb des Euroraums eine größere Rolle spielen wird. Sofern Euro durch Gebietsfremde in Form von auf Euro lautenden Einlagen gehalten werden, ist das weit gefaßte Aggregat M3 nicht direkt betroffen, da es nur Einlagen von Ansässigen im Euroraum einschließt; allerdings wird die Nachfrage nach Eurobanknoten im Ausland eine direkte Auswirkung auf M3 haben. Da M3 jedoch ein breites Spektrum an Finanzaktiva umfaßt, ist der Anteil des Bargeldumlaufs relativ gering: Ende Mai 1999 lag er nur bei 7 %. Während eine Erhöhung des Eurobanknotenumlaufs im Ausland Auswirkungen auf die eng gefaßte Geldmenge (M1) haben kann, wird eine derartige Währungssubstitution wahrscheinlich weniger Anlaß zu Besorgnis hinsichtlich des Informationsgehalts des weit abgegrenzten Aggregats M3 im Euroraum geben.

Offensichtlich ist es auch möglich, daß die Internationalisierung des Euro zu einer Erhöhung der Euroeinlagen von Gebietsansässigen bei Monetären Finanzinstituten (MFIs) außerhalb des Euroraums führt. Ausschlaggebend dafür können steuerliche oder andere regulatorische Unterschiede zwischen dem Euroraum und dem Nicht-Euro-Währungsgebiet sein. A priori ist nicht ganz klar, ob derartige Guthaben in die Geldmengenaggregate des Eurogebiets mit einbezogen werden müßten. Dafür sprechen würde, daß sie ähnliche Liquiditätseigenschaften besitzen wie vergleichbare Einlagen im Euro-Währungsgebiet. Dagegen sprechen würde, daß erfahrungsgemäß solche Einlagen oft nicht zu Transaktionszwecken gehalten werden und deswegen für geldpolitische Beurteilungen wahrscheinlich weniger relevant sind. Nach derzeitigem Stand läßt sich jedoch mit einiger Bestimmtheit feststellen, daß die geltende Definition

von M3 (in der Einlagen von Gebietsansässigen bei MFIs außerhalb des Euroraums nicht berücksichtigt sind) fundiert zu sein scheint. Es kann also nicht mit Sicherheit gesagt werden, ob die Einbeziehung von Guthaben außerhalb des Eurogebiets die empirischen Eigenschaften im Vergleich zur derzeitigen Definition von M3 verbessern würde.

Im großen und ganzen ist die geldpolitische Strategie des Eurosystems flexibel genug, um mögliche Veränderungen zu berücksichtigen, die von einer stärkeren Internationalisierung des Euro für die Entwicklung der Geldmen-genaggregate ausgehen könnten.

Die Rolle des Wechselkurses

Die Einführung des Euro war begleitet von Bedenken, die Wechselkursvolatilität würde sich erhöhen, was zu Forderungen nach einem Wechselkursarrangement zwischen den großen internationalen Währungen führte. Dabei wurde auch überlegt, daß die Koordi-

nation der Wechselkurspolitik, die ein solches Arrangement notwendig machen würde, mit zwei oder drei Weltwährungen wahrscheinlich leichter durchzuführen wäre als mit einer größeren Anzahl internationaler Referenzwährungen.

Von maßgeblicher Bedeutung für die Wechselkursstabilität in der Zukunft wird sein, ob die Geldpolitik in den großen Industrieländern sich weiterhin glaubhaft auf die Preisstabilität konzentrieren kann und ob sie dabei durch eine angemessene Finanz- und Strukturpolitik unterstützt wird. In Übereinstimmung mit seinem vorrangigen Ziel, Preisstabilität zu gewährleisten, verfolgt das Eurosystem kein Wechselkursziel. Gleichzeitig ist der Euro-Wechselkurs jedoch eine der Variablen, die die zweite Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems bilden. In dieser Eigenschaft wird der Euro-Wechselkurs im Zusammenhang mit der Vorbereitung geldpolitischer Entscheidungen beobachtet.

5 Potentielle Vorteile und Kosten des Euro als internationale Währung

Die internationale Rolle des Euro hat Auswirkungen auf die Konsumenten, Unternehmen und Regierungen des Eurogebiets. Die Liste der potentiellen Vorteile und Kosten für Ansässige im Euroraum hat vorläufig noch spekulativen bzw. vorausschauenden Charakter. Viele Vorteile sind nur sehr schwer präzise abzuschätzen. Schätzungen verschiedener quantifizierbarer Vorteile scheinen darauf hinzudeuten, daß ihre Bedeutung im Verhältnis zum BIP des Eurogebiets relativ gering wäre. Unter Berücksichtigung dieser Vorbehalte kann man im gegenwärtigen Stadium einige mögliche mikroökonomische Effekte ausmachen.

Was den *realwirtschaftlichen Sektor* betrifft, so wären als Vorteile hauptsächlich Einsparungen verschiedener Arten von Transaktionskosten für Ansässige im Euroraum zu nen-

nen, sollte die internationale Bedeutung des Euro zunehmen. Insbesondere werden wahrscheinlich die Transaktionskosten beim Geldumtausch für Auslandsreisen von Konsumenten des Eurogebiets sinken. Dies liegt hauptsächlich daran, daß die wachsende Bedeutung des Euro auf den Interbanken-Devisenmärkten und die damit zusammenhängende Verminderung der Geld-Brief-Spannen wettbewerbsbedingt auch zu einer Reduzierung der Gebühren sowie anderer Transaktionskosten im Kundengeschäft führen würde. Als weiterer, noch wichtigerer Faktor wäre anzuführen, daß eine größere Akzeptanz des Euro in der Handelsfakturierung die Kosten senken würde, die den Unternehmen des Euroraums im Zusammenhang mit Währungstausch und Wechselkursrisikomanagement entstehen. Sollte der Euro als Fakturierungswährung an Bedeutung gewinnen, so müßten zunehmend

die Geschäftspartner der Drittländer die Kosten der Absicherung von Fremdwährungspositionen tragen, was die Wettbewerbsposition der Unternehmen des Eurogebiets stärken würde. Schließlich würden für Unternehmen, die weiterhin in Fremdwährung fakturieren und abwickeln, aufgrund der liquideren Eurodevisen- und Euroderivatemärkte niedrigere Kosten im Zusammenhang mit der Absicherung gegen Währungsrisiken anfallen.

Im Finanzsektor würden die mikroökonomischen Vorteile in erster Linie in der generellen Verbesserung der Wettbewerbssituation großer, international tätiger Banken des Euroraums bestehen. Diese wären insbesondere maßgeblich daran beteiligt, Euroliquidität der übrigen Welt zuzuführen, da sie sich als direkte Geschäftspartner des Eurosystems kostengünstiger in Euro refinanzieren können. Zudem gibt es empirische Beweise dafür, daß Finanzinstitutionen des Ausgabelandes einer Währung den Primärmarkt für Anleihen in dieser Währung dominieren. Eine größere Rolle für den Euro auf den internationalen Anleihemärkten könnte also den Marktanteil von Finanzinstitutionen des Euroraums im internationalen Investmentbankengeschäft erhöhen. Die Einführung des Euro kann auch Effizienzgewinne bei der Finanzintermediation im Eurogebiet – d. h. bei der Transformation von Sparen in Investitionen – mit sich bringen. Aufgrund der in Abschnitt 3 erörterten Größeneffekte können z. B. neue Marktsegmente entstehen, wodurch die Kapitalmärkte des Eurogebiets breiter würden. Beispiele dafür wären die „Hochrisikosegmente“ der Anleihemärkte oder der Märkte für Kreditderivate. In ähnlicher Weise würde eine Steigerung der Liquidität der Sekundärmärkte für Anleihen eine Senkung der Geld-Brief-Spannen und der Liquiditätsprämien auf Anleiherenditen bewirken. Dies hätte eine Reduzierung der Kapitalkosten zur Folge, mit entsprechenden positiven Effekten auf reale Investitionen. Ferner würde die internationale Verwendung des Euro dazu führen, daß gebietsfremde Wirtschaftsakteure zunehmend flüssige Mittel in Euro halten müßten, zumindest einen Teil davon innerhalb des Euroraums. Unter normalen Bedingungen hät-

te dies eine Verbesserung der Primärmittelsituation von Privaten beim Euroraum-Bankensektor zur Folge, der die entsprechenden Einlagen erhalten würde. Die damit einhergehende Reduktion des Schuldendienstes für ein bestimmtes Volumen an Verbindlichkeiten kann Einkommenseffekte für die Binnenwirtschaft schaffen, die manchmal als Element internationaler Seigniorage interpretiert werden.

Die Internationalisierung des Euro birgt auch potentielle *mikroökonomische Kosten* bzw. Risiken. Für den Bankensektor im Eurogebiet ergeben sich Nachteile in Gestalt vermehrter, von Gebietsfremden gehaltener Bestände an kurzfristigen Euroeinlagen. Bei plötzlichen Änderungen der Wechselkurs- oder Zinserwartungen hinsichtlich der großen internationalen Währungen könnten gebietsfremde Investoren diese liquiden kurzfristigen Aktiva binnen kurzem in großem Umfang abziehen. Wenn der Bankensektor eines Landes mit internationaler Währung in hohem Ausmaß Fristentransformation betreibt, kann es zu stärkerer Exponiertheit gegenüber Liquiditätsschocks kommen, vor allem bei angespannten Marktverhältnissen. Andere mikroökonomische Kosten bzw. Risiken resultieren aus möglichen Steigerungen der Preisvolatilität von Vermögenswerten aufgrund der größeren internationalen Bedeutung des Euro. Vor allem die zunehmende Nutzung des Euro als Anlagewährung könnte mit massiven Portfolioumschichtungen durch internationale Investoren einhergehen, wenn sich die Unsicherheit erhöht oder die Erwartungshaltung ändert. Tatsächlich scheint ein empirischer Zusammenhang zwischen höheren Finanzmarktumsätzen und größerer kurzfristiger Volatilität zu bestehen. Ökonometrische Untersuchungen beweisen auch, daß ein klarer Zusammenhang zwischen Erhöhungen der Geld-Brief-Spannen am Finanzmarkt und Volatilitätssteigerungen besteht. Diese Wechselwirkung zwischen Umsatz, Volatilität und Spanne könnte den oben beschriebenen günstigen Liquiditätseffekt mindern, wird ihn aber aller Wahrscheinlichkeit nach nicht völlig aufheben.

6 Schlußbemerkungen

Die Internationalisierung des Euro ist nur eine von vielen potentiellen Auswirkungen der Währungsunion, die primär darauf abzielt, in glaubwürdiger Weise die Preisstabilität innerhalb des Euro-Währungsgebiets aufrechtzuerhalten, wodurch auch der volkswirtschaftliche Wohlstand gefördert wird. Zudem stellt der Euro einen der wichtigsten Beiträge zur Vervollständigung eines zur Gänze integrierten Binnenmarkts in Europa dar.

Als Währung eines Wirtschaftsraums mit knapp 300 Millionen Einwohnern und einem Anteil von ca. 16 % am Welt-Bruttoinlandsprodukt ist der Euro die zweithäufigst verwendete internationale Währung. Sein internationaler Stellenwert wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach weiterhin entsprechend der Position des Euroraums innerhalb der Weltwirtschaft entwickeln. Weitere Fortschritte der EU-Mitgliedstaaten auf dem Weg zu institutioneller und politischer Integration werden auch eine Rolle spielen.

Die internationale Bedeutung des Euro wird hauptsächlich von seiner Verwendung als Anlage- bzw. Emissionswährung und Fakturierungs-/Vehikelwährung durch private Wirtschaftsakteure bestimmt werden. Zu erklären ist dies mit der Tatsache, daß nach der Liberalisierung des Kapitalverkehrs durch den Großteil der Industriestaaten in den achtziger Jahren die internationalen Finanztransaktionen größenordnungsmäßig den Welthandel und die offiziellen Währungsreserven bereits übertreffen. Die Einführung des Euro zieht einen tiefgreifenden Umbruch der Finanzmärkte des Euro-Währungsgebiets nach sich, sowohl hinsichtlich ihres Integrationsgrads als auch in bezug auf ihre Größe. Der Euro hat nicht einfach die früheren nationa-

len Währungen des Euroraums innerhalb einer bestimmten Marktstruktur abgelöst – er wird auch Veränderungen in der Struktur der Finanzmärkte auslösen, was Marktteilnehmer möglicherweise zu einem Überdenken ihrer Strategien veranlassen wird.

Die Internationalisierung des Euro dürfte die Möglichkeiten des Eurosystems, die Preisstabilität aufrechtzuerhalten, nicht beeinträchtigen. Bis zu einem gewissen Grad kann der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik davon beeinflußt werden, was die Wichtigkeit eines hohen Informationsstands des Eurosystems über die Verwendung des Euro außerhalb des Euroraums unterstreicht. Die Geldpolitik des Eurosystems stützt sich auf einen Rahmen, der es erlaubt, die möglichen Auswirkungen außenwirtschaftlicher Faktoren – einschließlich einer gewissen Internationalisierung des Euro – auf die Preisentwicklung im Euroraum zu meistern. Ein besonderer Vorteil dieser Strategie besteht darin, daß sie sich nicht auf den Informationsgehalt eines einzelnen Indikators stützt, sondern alle relevanten Indikatoren im Zeitablauf berücksichtigt.

Zusammenfassend wäre zu sagen, daß die internationale Rolle des Euro hauptsächlich durch die Entscheidungen der Marktteilnehmer in einem globalen Umfeld zunehmender Integration und Liberalisierung von Güter- und Kapitalmärkten bestimmt wird. Infolgedessen steht das Eurosystem der Internationalisierung des Euro neutral gegenüber, d. h. es wird diese weder forcieren noch blockieren.

Die Tabellen A1 bis C zu dieser Studie sind auf den folgenden Seiten abgedruckt.

Tabelle A I**Internationale Schuldtitel ¹⁾ nach Währungen und Finanzinstrumenten**

(Mrd EUR)

Umlaufvolumen

	1. Internationale Geldmarktinstrumente			2. Internationale Anleihen und Notes				Insgesamt (1+2)
	Commercial Paper	Andere kurzfristige Titel	Zusammen	Zins- variabel	Fest- verzinslich	Eigen- kapital- bezogen	Zusammen	
Dez. 1997								
Euro ²⁾	13,4	16,2	29,6	119,0	626,0	22,0	767,1	796,7
Übrige EU-Währungen	10,8	1,3	12,1	70,0	181,9	7,2	259,1	271,2
<i>davon: GBP</i>	10,6	1,3	11,9	68,1	167,2	7,2	242,6	254,4
CHF	6,8	1,5	8,3	7,3	98,4	20,5	126,2	134,6
JPY	4,5	1,5	6,0	63,1	334,5	13,4	410,9	416,9
USD	60,2	35,2	95,4	391,1	812,4	108,4	1 311,8	1 407,2
Andere Währungen	4,2	10,8	14,9	6,9	115,9	0,5	123,3	138,2
INSGESAMT	99,8	66,5	166,3	657,3	2 169,0	172,1	2 998,4	3 164,7
Dez. 1998								
Euro ²⁾	20,6	10,1	30,7	158,2	778,1	36,2	972,6	1 003,2
Übrige EU-Währungen	12,0	1,4	13,4	73,0	221,9	7,0	301,9	315,3
<i>davon: GBP</i>	11,9	1,4	13,3	71,4	202,0	6,5	279,8	293,1
CHF	5,8	1,4	7,2	9,0	106,4	17,4	132,8	140,0
JPY	3,0	1,0	4,0	71,6	325,0	13,3	409,9	413,9
USD	66,7	28,8	95,5	465,7	1 015,1	106,3	1 587,1	1 682,6
Andere Währungen	5,6	10,1	15,7	7,5	102,3	0,6	110,4	126,0
INSGESAMT	113,7	52,8	166,5	785,0	2 548,8	180,7	3 514,6	3 681,1
März 1999								
Euro ²⁾	37,1	22,1	59,3	184,7	821,1	40,4	1 046,2	1 105,4
Übrige EU-Währungen	13,5	1,7	15,2	78,1	249,6	8,6	336,4	351,6
<i>davon: GBP</i>	13,4	1,7	15,1	76,5	227,8	8,1	312,4	327,5
CHF	5,8	2,4	8,2	8,4	111,0	16,2	135,6	143,9
JPY	2,3	0,9	3,2	76,1	332,2	14,6	422,9	426,1
USD	79,8	30,5	110,3	528,4	1 203,2	114,4	1 846,1	1 956,3
Andere Währungen	5,8	10,9	16,8	7,9	113,0	0,6	121,4	138,2
INSGESAMT	144,3	68,6	212,9	883,6	2 830,2	194,8	3 908,5	4 121,5
Juni 1999								
Euro ²⁾	38,8	16,1	54,9	240,7	891,1	48,1	1 179,9	1 234,8
Übrige EU-Währungen	16,8	1,4	18,2	85,9	272,9	8,5	367,3	385,5
<i>davon: GBP</i>	16,6	1,4	18,0	84,3	250,3	8,0	342,5	360,5
CHF	5,0	1,8	6,8	9,3	114,8	15,7	139,8	146,6
JPY	2,2	1,6	3,8	79,6	335,2	14,9	429,7	433,4
USD	79,1	33,1	112,2	580,9	1 367,6	121,0	2 069,5	2 181,8
Andere Währungen	5,4	12,4	17,9	8,7	125,2	1,4	135,3	153,2
INSGESAMT	147,3	66,5	213,8	1 005,1	3 106,8	209,6	4 321,5	4 535,3

Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

1) Die Erfassung der in dieser Tabelle angeführten Schuldtitel erfolgt gemäß der BIZ-Definition von „Internationalen Schuldtiteln“. Unter diese Definition fallen zwei Arten von Schuldtitelemissionen: i) alle Emissionen in einer anderen als der Inlandswährung des Schuldners (z. B. Euro-Emissionen von in den USA Ansässigen); ii) Emissionen in der Inlandswährung, die auf nicht im Ausgabeland ansässige Investoren zugeschnitten sind (z. B. Euro-Emissionen von im Euroraum Ansässigen, die Investoren außerhalb des Euroraums ansprechen sollen).

2) Bis 31. Dezember 1998 ehemalige nationale Währungen des Euroraums und ECU, seit 1. Januar 1999 Euro.

Tabelle A2**Internationale Schuldtitel ¹⁾ nach Währungen und Finanzinstrumenten**

(Mrd EUR)

Bruttoemissionen bzw. angekündigte Emissionen ²⁾

	1. Internationale Geldmarktinstrumente			2. Internationale Anleihen und Notes				Insgesamt (1+2)
	Commercial Paper	Andere kurzfristige Titel	Zusammen	Zins- variabel	Fest- verzinslich	Eigen- kapital- bezogen	Zusammen	
Q1 1998								
Euro ³⁾	9,4	8,3	17,7	10,9	79,4	2,9	93,2	110,9
Übrige EU-Währungen	9,4	1,4	10,7	5,4	21,5	0,9	27,8	38,5
<i>davon: GBP</i>	9,2	1,3	10,5	5,4	19,8	0,9	26,1	36,6
CHF	5,2	1,3	6,5	0,2	9,1	0,2	9,5	15,9
JPY	4,8	1,6	6,4	4,7	13,2	1,2	19,0	25,4
USD	50,8	26,7	77,5	41,7	105,2	6,9	153,7	231,2
Andere Währungen	4,8	7,8	12,6	0,6	7,2	0,0	7,7	20,4
INSGESAMT	84,3	47,0	131,4	63,4	235,5	12,1	311,0	442,3
Q2 1998								
Euro ³⁾	9,9	7,3	17,3	17,5	53,1	4,8	75,4	92,7
Übrige EU-Währungen	9,8	0,3	10,1	5,3	13,7	0,2	19,2	29,3
<i>davon: GBP</i>	9,7	0,3	9,9	5,3	12,2	0,2	17,6	27,6
CHF	4,5	0,6	5,2	1,0	4,4	2,2	7,6	12,8
JPY	3,7	0,7	4,4	2,8	9,5	0,0	12,2	16,7
USD	52,5	20,2	72,6	47,4	106,6	4,9	158,9	231,5
Andere Währungen	2,5	7,8	10,3	0,9	6,1	0,1	7,1	17,4
INSGESAMT	82,9	36,9	119,8	74,8	193,5	12,2	280,4	400,3
Q1 1999								
Euro ³⁾	31,9	18,7	50,6	36,3	87,3	7,8	131,4	182,0
Übrige EU-Währungen	10,4	1,1	11,5	4,9	20,3	1,0	26,3	37,8
<i>davon: GBP</i>	10,3	1,1	11,4	4,9	18,1	1,0	24,0	35,4
CHF	4,5	2,0	6,4	0,7	8,3	0,1	9,1	15,5
JPY	1,8	0,4	2,2	3,8	11,1	0,9	15,8	18,0
USD	59,2	18,0	77,2	42,2	133,3	0,8	176,3	253,5
Andere Währungen	4,6	6,2	10,9	0,6	6,1	0,0	6,7	17,6
INSGESAMT	112,4	46,5	158,8	88,5	266,4	10,7	365,6	524,4
Q2 1999								
Euro ³⁾	31,5	10,8	42,4	67,8	90,4	8,8	167,0	209,4
Übrige EU-Währungen	14,5	0,8	15,3	9,9	21,6	1,0	32,5	47,8
<i>davon: GBP</i>	14,3	0,8	15,1	9,8	20,8	1,0	31,6	46,8
CHF	3,1	0,8	3,8	1,5	5,0	0,0	6,6	10,4
JPY	1,8	0,9	2,7	3,5	19,7	0,0	23,3	25,9
USD	56,7	19,9	76,6	45,4	134,6	3,2	183,2	259,8
Andere Währungen	3,6	7,5	11,2	0,6	8,4	0,8	9,7	20,9
INSGESAMT	111,2	40,7	151,9	128,8	279,6	13,9	422,3	574,3

Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

- 1) Die Erfassung der in dieser Tabelle angeführten Schuldtitel erfolgt gemäß der BIZ-Definition von „Internationalen Schuldtiteln“. Unter diese Definition fallen zwei Arten von Schuldtitelemissionen: i) alle Emissionen in einer anderen als der Inlandswährung des Schuldners (z. B. Euro-Emissionen von in den USA Ansässigen); ii) Emissionen in der Inlandswährung, die auf nicht im Ausgabeland ansässige Investoren zugeschnitten sind (z. B. Euro-Emissionen von im Euroraum Ansässigen, die Investoren außerhalb des Euroraums ansprechen sollen).
- 2) Geldmarktpapiere: Bruttoemissionen ohne Titel, die im selben Quartal getilgt wurden. Internationale Anleihen und Notes: angekündigte Emissionen.
- 3) Bis 31. Dezember 1998 ehemalige nationale Währungen des Euroraums und ECU, seit 1. Januar 1999 Euro.

Tabelle A3**Internationale Schuldtitel ¹⁾ nach Währungen und Finanzinstrumenten***(Mrd EUR)***Nettoemissionen**

	1. Internationale Geldmarktinstrumente			2. Internationale Anleihen und Notes				Insgesamt (1+2)
	Commercial Paper	Andere kurzfristige Titel	Zusammen	Zins- variabel	Fest- verzinslich	Eigen- kapital- bezogen	Zusammen	
Q1 1998								
Euro ²⁾	-1,1	0,0	-1,1	5,8	50,4	0,7	56,8	55,7
Übrige EU-Währungen	0,1	0,5	0,6	1,3	16,9	0,2	18,4	19,0
<i>davon: GBP</i>	0,1	0,5	0,5	1,4	15,3	0,2	16,9	17,5
CHF	-0,5	0,0	-0,6	-0,1	3,6	-2,8	0,7	0,2
JPY	0,8	0,4	1,2	1,5	-9,6	0,4	-7,7	-6,5
USD	5,9	1,8	7,7	28,3	76,4	-0,2	104,5	112,1
Andere Währungen	1,2	0,6	1,8	0,3	-1,9	0,0	-1,6	0,2
INSGESAMT	6,3	3,2	9,5	37,1	135,7	-1,6	171,1	180,6
Q2 1998								
Euro ²⁾	-0,3	0,7	0,4	14,3	47,1	2,6	64,0	64,5
Übrige EU-Währungen	1,1	-1,2	0,0	3,4	11,5	-0,4	14,5	14,4
<i>davon: GBP</i>	1,2	-1,1	0,0	3,2	10,1	-0,4	13,0	13,0
CHF	-0,4	-0,2	-0,6	0,3	3,0	0,8	4,2	3,6
JPY	-0,4	-0,8	-1,2	0,6	-8,2	-0,7	-8,3	-9,4
USD	4,3	-1,0	3,3	35,8	92,1	2,0	130,0	133,3
Andere Währungen	-1,3	-0,5	-1,8	0,9	2,9	0,1	3,9	2,1
INSGESAMT	3,0	-2,9	0,1	55,3	148,5	4,5	208,3	208,4
Q1 1999								
Euro ²⁾	14,5	11,0	25,4	25,9	41,7	4,3	71,8	97,2
Übrige EU-Währungen	0,5	0,2	0,7	1,2	16,1	1,3	18,6	19,3
<i>davon: GBP</i>	0,5	0,2	0,7	1,3	14,6	1,3	17,2	17,9
CHF	-0,4	0,9	0,5	-0,7	4,0	-1,3	2,0	2,5
JPY	-0,9	-0,2	-1,1	0,4	-11,0	0,5	-10,1	-11,2
USD	7,0	-0,8	6,3	21,7	96,6	-1,0	117,2	123,5
Andere Währungen	-0,2	0,0	-0,3	-0,3	1,0	0,0	0,8	0,5
INSGESAMT	20,4	11,1	31,5	48,2	148,4	3,7	200,3	231,9
Q2 1999								
Euro ²⁾	0,5	-6,6	-6,1	55,1	69,4	7,8	132,4	126,3
Übrige EU-Währungen	2,7	-0,3	2,4	6,5	19,4	-0,3	25,7	28,1
<i>davon: GBP</i>	2,7	-0,3	2,3	6,5	18,9	-0,3	25,1	27,4
CHF	-0,9	-0,7	-1,6	0,9	4,2	-0,4	4,6	3,0
JPY	-0,2	0,6	0,4	1,7	-5,2	0,0	-3,6	-3,2
USD	-3,8	1,4	-2,4	30,6	113,5	1,9	146,0	143,7
Andere Währungen	-0,7	1,0	0,3	0,4	4,9	0,7	6,0	6,3
INSGESAMT	-2,4	-4,5	-6,9	95,2	206,2	9,8	311,1	304,2

Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

- 1) Die Erfassung der in dieser Tabelle angeführten Schuldtitel erfolgt gemäß der BIZ-Definition von „Internationalen Schuldtiteln“. Unter diese Definition fallen zwei Arten von Schuldtitulemissionen: i) alle Emissionen in einer anderen als der Inlandswährung des Schuldners (z. B. Euro-Emissionen von in den USA Ansässigen); ii) Emissionen in der Inlandswährung, die auf nicht im Ausgabeland ansässige Investoren zugeschnitten sind (z. B. Euro-Emissionen von im Euroraum Ansässigen, die Investoren außerhalb des Euroraums ansprechen sollen).
- 2) Bis 31. Dezember 1998 ehemalige nationale Währungen des Euroraums und ECU, seit 1. Januar 1999 Euro.

Tabelle B I**Internationale Schuldtitel nach Währungen und Finanzinstrumenten, ohne im Euro-Währungsgebiet ansässige Emittenten ¹⁾***(Mrd EUR)***Umlaufvolumen**

	1. Internationale Geldmarktinstrumente	2. Internationale Anleihen und Notes	Insgesamt (1+2)
Dez. 1997			
Euro ²⁾	10,4	344,7	355,1
Übrige EU-Währungen	5,7	119,7	125,5
CHF	8,2	124,0	132,2
JPY	6,0	362,0	368,0
USD	90,0	897,3	987,3
Andere Währungen	1,6	68,2	69,8
INSGESAMT	121,9	1 916,1	2 037,9
Dez. 1998			
Euro ²⁾	12,4	428,0	440,4
Übrige EU-Währungen	6,3	154,2	160,4
CHF	7,1	129,1	136,2
JPY	4,0	368,5	372,5
USD	91,6	984,4	1 076,0
Andere Währungen	1,9	64,5	66,4
INSGESAMT	123,3	2 128,6	2 251,9
März 1999			
Euro ²⁾	25,4	462,3	487,7
Übrige EU-Währungen	8,0	165,7	173,7
CHF	8,2	131,9	140,0
JPY	3,2	380,8	384,1
USD	105,9	1 096,2	1 202,0
Andere Währungen	2,2	71,2	73,4
INSGESAMT	152,9	2 308,1	2 461,0
Juni 1999			
Euro ²⁾	22,9	505,1	528,0
Übrige EU-Währungen	10,8	179,1	189,9
CHF	6,7	136,1	142,8
JPY	3,8	388,7	392,4
USD	108,2	1 185,1	1 293,3
Andere Währungen	2,3	79,0	81,3
INSGESAMT	154,7	2 473,0	2 627,8

Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

1) *In einer anderen als der Inlandswährung des Schuldners denominierte Schuldtitel. Diese Definition ist enger als die BIZ-Definition von „Internationalen Schuldtiteln“, da sie nur den Punkt i) der in Fußnote 1 der Tabelle A1 angeführten Definition umfaßt. In der Tabelle B1 werden Emissionen in der Inlandswährung, die auf nicht im Ausgabeland ansässige Investoren zugeschnitten sind, von den „Internationalen Schuldtiteln“ nach der BIZ-Definition abgezogen.*

2) *Bis 31. Dezember 1998 ehemalige nationale Währungen des Euroraums und ECU, seit 1. Januar 1999 Euro.*

Tabelle B2**Internationale Schuldtitel nach Währungen und Finanzinstrumenten, ohne im Euro-Währungsgebiet ansässige Emittenten ¹⁾***(Mrd EUR)***Bruttoemissionen bzw. angekündigte Emissionen ²⁾**

	1. Internationale Geldmarktinstrumente	2. Internationale Anleihen und Notes	Insgesamt (1+2)
Q1 1998			
Euro ³⁾	7,2	42,1	49,3
Übrige EU-Währungen	4,5	13,8	18,3
CHF	6,3	9,0	15,3
JPY	6,4	18,6	25,0
USD	72,9	84,4	157,3
Andere Währungen	1,3	5,7	7,0
INSGESAMT	98,5	173,6	272,1
Q2 1998			
Euro ³⁾	7,3	35,7	43,0
Übrige EU-Währungen	4,0	10,5	14,5
CHF	5,0	6,7	11,7
JPY	4,4	12,1	16,5
USD	67,0	79,3	146,3
Andere Währungen	1,0	4,9	5,9
INSGESAMT	88,7	149,2	237,9
Q1 1999			
Euro ³⁾	22,4	54,2	76,5
Übrige EU-Währungen	6,0	8,1	14,1
CHF	6,4	9,1	15,5
JPY	2,2	14,3	16,4
USD	73,5	73,5	147,0
Andere Währungen	1,2	4,4	5,7
INSGESAMT	111,7	163,5	275,2
Q2 1999			
Euro ³⁾	18,8	58,0	76,8
Übrige EU-Währungen	9,0	13,6	22,6
CHF	3,8	6,6	10,4
JPY	2,7	22,2	24,9
USD	73,1	71,0	144,1
Andere Währungen	1,2	5,6	6,8
INSGESAMT	108,6	176,9	285,5

Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

1) In einer anderen als der Inlandswährung des Schuldners denominierte Schuldtitel. Diese Definition ist enger als die BIZ-Definition von „Internationalen Schuldtiteln“, da sie nur den Punkt i) der in Fußnote 1 der Tabelle A2 angeführten Definition umfaßt. In der Tabelle B2 werden Emissionen in der Inlandswährung, die auf nicht im Ausgabeland ansässige Investoren zugeschnitten sind, von den „Internationalen Schuldtiteln“ nach der BIZ-Definition abgezogen.

2) Geldmarktpapiere: Bruttoemissionen ohne Titel, die im selben Quartal getilgt wurden. Internationale Anleihen und Notes: angekündigte Emissionen.

3) Bis 31. Dezember 1998 ehemalige nationale Währungen des Euroraums und ECU, seit 1. Januar 1999 Euro.

Tabelle B3**Internationale Schuldtitel nach Währungen und Finanzinstrumenten, ohne im Euro-Währungsgebiet ansässige Emittenten ¹⁾***(Mrd EUR)***Nettoemissionen**

	1. Internationale Geldmarktinstrumente	2. Internationale Anleihen und Notes	Insgesamt (1+2)
Q1 1998			
Euro ²⁾	- 1,4	24,3	22,9
Übrige EU-Währungen	- 0,1	10,2	10,1
CHF	- 0,6	0,2	- 0,4
JPY	1,2	- 3,9	- 2,8
USD	7,8	49,7	57,5
Andere Währungen	0,0	- 0,1	- 0,1
INSGESAMT	6,9	80,3	87,2
Q2 1998			
Euro ²⁾	0,1	27,8	28,0
Übrige EU-Währungen	0,2	9,3	9,5
CHF	- 0,7	3,9	3,2
JPY	- 1,2	- 3,6	- 4,8
USD	2,0	59,6	61,6
Andere Währungen	- 0,2	2,7	2,5
INSGESAMT	0,2	99,7	99,9
Q1 1999			
Euro ²⁾	11,7	33,4	45,1
Übrige EU-Währungen	1,2	3,8	5,0
CHF	0,5	2,0	2,5
JPY	- 1,1	- 8,4	- 9,5
USD	6,1	25,8	31,9
Andere Währungen	0,1	1,2	1,3
INSGESAMT	18,5	57,8	76,4
Q2 1999			
Euro ²⁾	- 3,3	42,1	38,8
Übrige EU-Währungen	2,5	10,8	13,3
CHF	- 1,6	4,6	3,1
JPY	0,4	- 1,6	- 1,2
USD	- 1,9	44,0	42,1
Andere Währungen	0,0	3,5	3,5
INSGESAMT	- 3,9	103,4	99,5

Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

1) *In einer anderen als der Inlandswährung des Schuldners denominierte Schuldtitel. Diese Definition ist enger als die BIZ-Definition von „Internationalen Schuldtiteln“, da sie nur den Punkt i) der in Fußnote 1 der Tabelle A3 angeführten Definition umfaßt. In der Tabelle B3 werden Emissionen in der Inlandswährung, die auf nicht im Ausgabeland ansässige Investoren zugeschnitten sind, von den „Internationalen Schuldtiteln“ nach der BIZ-Definition abgezogen.*

2) *Bis 31. Dezember 1998 ehemalige nationale Währungen des Euroraums und ECU, seit 1. Januar 1999 Euro.*

Tabelle C

Wechselkursregime mit Bezug auf den Euro oder seine nationalen Denominierungen

(soweit nicht anders angegeben, Stand vom April 1999)

1. Europäische Staaten				
Staat	Wechselkursregime	Bindung an	Arrangement	Anmerkungen
Bosnien-Herzegowina	Currency Board	EUR/DEM		Am 20. Juni 1997 offiziell eingeführt. Laut nationaler Gesetzgebung ersetzt der Euro spätestens mit der Euro-Bargeldeinführung 2002 die Deutsche Mark.
Bulgarien	Currency Board	EUR/DEM		Am 1. Juli 1997 offiziell eingeführt. Laut nationaler Gesetzgebung ersetzt der Euro spätestens mit der Euro-Bargeldeinführung 2002 die Deutsche Mark.
Dänemark	Wechselkursbindung im Rahmen eines kooperativen Systems	EUR	Schwankungsbandbreite: $\pm 2,25\%$	Teilnahme am WKM II seit 1. Januar 1999.
Ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien (FYROM)	De-facto-Wechselkursbindung	EUR/DEM		Die Geldpolitik basiert auf einem Wechselkursziel in Form einer De-facto-Wechselkursbindung an die Deutsche Mark, die seit Anfang 1994 verfolgt wird.
Estland	Currency Board	EUR/DEM		Im Juni 1992 eingeführt. Laut nationaler Gesetzgebung ersetzt der Euro spätestens mit der Euro-Bargeldeinführung 2002 die Deutsche Mark.
Griechenland	Wechselkursbindung im Rahmen eines kooperativen Systems	EUR	Schwankungsbandbreite: $\pm 15\%$	Teilnahme am WKM II seit 1. Januar 1999.
Island	Wechselkursbindung	Handels-gewichteter Währungskorb, der auch den Euro beinhaltet	Schwankungsbandbreite: $\pm 6\%$ (1995 von $\pm 2,25\%$ erweitert)	Wechselkursbindung an Währungskorb seit Anfang 1992. Bis September 1995 umfaßte der Währungskorb 76 % ECU, 18 % USD und 6 % JPY.
Kroatien	Managed Floating (EUR/DEM dient als informelle Referenzwährung)			Das Managed Floating wird seit der Einführung des Stabilisierungsplans im Oktober 1993 verfolgt.
Lettland	Wechselkursbindung	SZR		De-facto-SZR-Bindung seit Februar 1994, seit 1997 formalisiert.
Malta	Wechselkursbindung	Währungskorb: EUR (56,8 %) USD (21,6 %) GBP (21,6 %)	Schwankungsbandbreite: $\pm 0,25\%$	Bindung an einen Währungskorb seit 1971. Der Euro hat mit 1. Januar 1999 die ECU ersetzt.
Polen	Schwankungsbandbreite mit vorangekündigter monatlicher Abwertung	Währungskorb: USD (45 %) EUR (55 %)	Schwankungsbandbreite: $\pm 15\%$, vorangekündigte monatliche Abwertung: 0,3%	Die Bindung an einen Währungskorb wurde im Mai 1991 eingeführt; bis 31. Dezember 1998 blieben die Gewichte unverändert (45 % USD, 35 % DEM, 10 % GBP, 5 % CHF, 5 % FRF). Im Mai 1995 wurde die Schwankungsbandbreite mit vorangekündigter monatlicher Abwertung eingeführt. Seit 1. Januar 1999 umfaßt der Währungskorb nurmehr Euro und US-Dollar.
Slowakische Republik	Managed Floating (Euro dient als informelle Referenzwährung)			Vom 14. Juli 1994 bis zum 1. Oktober 1998 war die Slowakische Krone (SKK) an einen Korb mit zwei Währungen gebunden (60 % DEM und 40 % US-Dollar). 1996 wurde die Schwankungsbandbreite von $\pm 1,5\%$ auf $\pm 7\%$ erweitert. Am 2. Oktober 1998 wurde die Bindung aufgegeben und ein Managed Floating eingeführt. Mit 1. Januar 1999 übernahm der Euro die Rolle der Deutschen Mark als Referenzwährung.
Slowenien	Managed Floating (Euro dient als informelle Referenzwährung)			Seit 1992 blieb der Wechselkurs innerhalb einer nicht veröffentlichten engen Bandbreite gegenüber der Deutschen Mark (dem Euro seit 1. Januar 1999).
Tschechische Republik	Managed Floating (EUR/DEM dient als informelle Referenzwährung)			Im Mai 1997 wurde die zuletzt im Februar 1996 angepaßte Bindung an einen Währungskorb (65 % DEM und 35 % USD) mit einer Schwankungsbreite von $\pm 7,5\%$ aufgegeben; zuvor hatte seit 1991 eine Bindung an einen Währungskorb bestanden.
Türkei	Managed Floating mit einer De-facto-Wechselkursbindung mit vorangekündigter monatlicher Abwertung	Währungskorb, der USD und EUR/DEM beinhaltet		Wird seit 1993, mit einer Unterbrechung (Floating) 1994, verfolgt. Die derzeitige Zusammenstellung des Währungskorbs wurde in dem Stand-by-Arrangement mit dem Internationalen Währungsfonds 1995 festgelegt. Die Wechselkurspolitik ist auf die Minimierung von Schwankungen des realen Außenwerts ausgerichtet.
Ungarn	Schwankungsbandbreite mit vorangekündigter monatlicher Abwertung	Währungskorb: EUR (70 %) USD (30 %)	Schwankungsbandbreite: $\pm 2,25\%$, vorangekündigte monatliche Abwertung: 0,5 %	Im Dezember 1994 eingeführt. Der monatliche Abwertungssatz des Leitkurses und damit auch des Schwankungsbandes wurde im Lauf der Jahre mehrfach reduziert. Der Abwertungssatz wurde mit 1. Januar 1999 auf 0,6 % und im Juni auf 0,5 % herabgesetzt. Die ungarische Nationalbank hat angekündigt, daß bis Oktober 1999 der Abwertungssatz auf 0,4 % reduziert wird und daß mit 1. Januar 2000 der Euro den Währungskorb ersetzen wird.
Zypern	Wechselkursbindung	EUR	Schwankungsbandbreite: $\pm 2,25\%$	Das Zypern-Pfund (CYP) war von Juni 1992 bis Dezember 1998 an die ECU gebunden. Seit 1. Januar ist das Pfund mit dem gleichen Leitkurs, der zuvor der ECU gegenüber gegolten hatte, an den Euro gebunden.

Tabelle C (Fortsetzung)

2. Außereuropäische Staaten				
Staat	Wechselkursregime	Bindung an	Arrangement	Anmerkungen
14 afrikanische Staaten, die den CFA-Franc als gesetzliches Zahlungsmittel gewählt haben.	Wechselkursbindung	EUR	Fixe Bindung	Der CFA-Franc wird von der Zentralbank der Westafrikanischen Staaten und der Bank von Zentralafrika ausgegeben. Erstere sichert die Geldversorgung für Benin, Burkina-Faso, die Elfenbeinküste, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal und Togo, letztere für Äquatorialguinea, Gabun, Kamerun, die Demokratische Republik Kongo, den Tschad und die Zentralafrikanische Republik. Bis 31. Dezember 1998 war der CFA-Franc an den französischen Franc gebunden.
Bahrain	Wechselkursbindung	SZR	Schwankungsbandbreite: $\pm 7,25\%$	De jure ist der Dinar an das SZR gebunden, de facto folgt er eng dem Kurs des US-Dollar.
Bangladesh	Wechselkursbindung	Korb mit Währungen der Handelspartner, inklusive Euro		
Botswana	Wechselkursbindung	SZR und Korb mit Währungen der Handelspartner, inklusive Euro		
Burundi	Wechselkursbindung	Korb mit Währungen der Haupthandelspartner, inklusive Euro		
Chile	Schwankungsbandbreite mit vorangekündigter monatlicher Abwertung	Währungskorb: USD, EUR/DEM, JPY	Schwankungsbandbreite: $\pm 16\%$	
Israel	Schwankungsbandbreite mit vorangekündigter monatlicher Abwertung	Währungskorb (Einheiten der jeweiligen Währung im Korb): USD (0,6741) EUR (0,2282) GBP (0,0589) JPY (6,5437)	Schwankungsbandbreite: $\pm 15\%$ mit vorangekündigter Abwertung. In diesem System werden sowohl der Leitkurs als auch die Bandbreite fortwährend in festgesetzten Schritten angepaßt.	Die Zahl der Einheiten der jeweiligen Währung im Währungskorb wird anhand ihres Anteils am Außenhandel im vorangegangenen Kalenderjahr und anhand internationaler cross rates zur Zeit der Korbdefinition bestimmt. Mit dem 1. Januar 1999 trat der Euro an die Stelle der Deutschen Mark.
Jordanien	Wechselkursbindung	De-jure-SZR-Wechselkursbindung	Fixe Bindung	De jure ist der Dinar seit 1995 an das SZR gebunden, de facto folgt er jedoch eng dem Kurs des US-Dollar.
Kap Verde	Wechselkursbindung	EUR	Fixe Bindung	Bis 31. Dezember 1998 war der Escudo an den portugiesischen Escudo gebunden.
Komoren	Wechselkursbindung	EUR	Fixe Bindung	Bis 31. Dezember 1998 war der Komoren-Franc an den französischen Franc gebunden.
Libyen	Wechselkursbindung	SZR	Große Schwankungsbandbreite	
Marokko	Wechselkursbindung	Nicht veröffentlichter Währungskorb	Der Wechselkurs kann pro Tag um $\pm 0,3\%$ schwanken.	Der Euro ist wahrscheinlich im Währungskorb enthalten.
Myanmar	Wechselkursbindung	SZR	Schwankungsbandbreite: $\pm 2\%$	
Qatar	Wechselkursbindung	SZR	Schwankungsbandbreite: $\pm 7,25\%$	
Saudi-Arabien	Wechselkursbindung	SZR	Fixe Bindung	Offiziell ist der Saudi Riyal an das SZR gebunden, de facto folgt er jedoch dem Kurs des US-Dollar.
Seychellen	Wechselkursbindung	Gewichteter Währungskorb, inklusive Euro		
Vanuatu	Wechselkursbindung	Nicht veröffentlichter umsatzgewichteter Währungskorb		Der Euro ist wahrscheinlich im Währungskorb enthalten.
Vereinigte Arabische Emirate	Wechselkursbindung	SZR	Schwankungsbandbreite: $\pm 7,25\%$	

Quellen: EZB; IWF „Impact of EMU on Selected Country Groups, Background Material for Central European and Mediterranean Countries“; IWF Staff Reports und IWF Recent Economic Developments (verschiedene Staaten); IWF Exchange Arrangements and Exchange Restrictions; IWF International Financial Statistics.

Die Bilanzen der Monetären Finanzinstitute des Euro-Währungsgebiets zu Beginn des Jahres 1999

Bei der Analyse der monetären, finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Entwicklung gilt das Hauptaugenmerk der Europäischen Zentralbank (EZB) der Entwicklung im Euro-Währungsgebiet, wobei den monetären Aggregaten, insbesondere der Geldmenge M3, eine besondere Bedeutung zukommt. Für eine sachgerechte Beurteilung des Geldmengenwachstums im Euroraum ist ein genauer statistischer Berichtsrahmen erforderlich. Daher spielen die von den Monetären Finanzinstituten (MFIs) des Eurogebiets eingereichten Bilanzen eine wichtige Rolle bei der allgemeinen Bewertung der Entwicklung im Bankensektor wie auch im gesamten Finanzsystem.

Die EZB erstellt sowohl eine aggregierte als auch eine konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors des gesamten Eurogebiets. Während sich die aggregierte Bilanz als Summe der Bilanzen der einzelnen MFIs (einschließlich des Eurosystems) ergibt, sind in der konsolidierten Bilanz die Positionen, die sich innerhalb des MFI-Sektors ausgleichen, nicht enthalten. Die Bilanzen der MFIs des Euroraums vermitteln ein umfassendes Bild von den Forderungen und Verbindlichkeiten (unterteilt nach Sektoren und nach Arten der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten) sowohl gegenüber MFIs als auch gegenüber anderen Wirtschaftssubjekten.

In diesem Artikel wird deutlich, daß diese Bilanzen eine wertvolle Informationsquelle für die monetäre Analyse auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets darstellen. Daneben zeigt sich, daß es zu Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion hinsichtlich einiger wichtiger Merkmale der Finanzstruktur der elf teilnehmenden Mitgliedstaaten zwar weitreichende Übereinstimmungen, aber auch zahlreiche Unterschiede gab.

I Der Informationsgehalt der Bilanzen der Monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet

Die EZB erstellt sowohl eine aggregierte als auch eine konsolidierte Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute (MFIs) des gesamten Eurogebiets. Die aggregierte Bilanz ergibt sich als Summe der harmonisierten Bilanzen aller MFIs im Euroraum und enthält auch die Inter-MFI-Positionen. In der konsolidierten Bilanz werden die in der aggregierten Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen hingegen saldiert. In ihr sind die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors sowohl gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (öffentliche Haushalte und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) als auch gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (Banken und Nichtbanken) enthalten.

Die Bilanzen des MFI-Sektors haben die folgenden Hauptfunktionen:

- Die Passivseite der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet bildet

die Grundlage für die Berechnung der Geldmengenaggregate (M1, M2 und M3). Die Aufgliederung der in der konsolidierten Bilanz ausgewiesenen Verbindlichkeiten ermöglicht eine Differenzierung nach dem Grad der Liquidität. Die Geldmenge spielt in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems eine herausragende Rolle, wie sich an der Veröffentlichung eines Referenzwerts für das Wachstum der Geldmenge M3 zeigt.

- Auf der Grundlage der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors erfolgt auch die regelmäßige Analyse der Gegenposten von M3. Zu den Gegenposten von M3 gehören all jene Posten der konsolidierten Bilanz (sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite), die nicht in M3 enthalten sind.
- Die aggregierte Bilanz des MFI-Sektors liefert Angaben zu den Inter-MFI-Positionen und den grenzüberschreitenden Aktivitä-

ten der MFIs - sowohl innerhalb des Euroraums als auch in bezug auf die übrige Welt. Diese Informationen geben Aufschluß über die Verflechtung der Finanzsysteme und die Bedeutung des Interbankensmarkts.

- Sowohl in der aggregierten als auch in der konsolidierten Bilanz der MFIs des Euro-Währungsgebiets sind einige Positionen nach Ursprungslaufzeiten, Währungen und Sektoren aufgeschlüsselt. Aus diesen Angaben lassen sich beispielsweise die Bedeutung der langfristigen Kreditgewährung im Vergleich zu den kurzfristigen Krediten, der Anteil des Euro an den Aktiva und Passiva des MFI-Sektors oder das relative Gewicht der Inter-MFI-Positionen im Vergleich zu den Positionen gegenüber Nicht-MFIs im Euroraum (wie private Haushalte, Unternehmen und öffentliche Haushalte) ersehen. Die Daten können auch zur Untersuchung der Finanzstruktur der Wirtschaft herangezogen werden, und sie liefern Erkenntnisse über den monetären Transmissionsmechanismus.
- Daneben bilden die Bilanzen der einzelnen Kreditinstitute die Grundlage für die regelmäßige Ermittlung ihrer jeweiligen Mindestreservebasis. Diese Informationen sind zur Festlegung der Mindestreserven erforderlich, die die Kreditinstitute beim Eurosystem halten müssen.

Die Aussagekraft der Bilanzen der MFIs im Eurogebiet stößt jedoch auch an gewisse Grenzen:

- Aus der der konsolidierten Bilanz zugrunde liegenden Bilanzidentität lassen sich keine kausalen Zusammenhänge zwischen der Geldmenge M3 und ihren Gegenposten ableiten.
- Die Bilanzen sind lediglich eine Momentaufnahme der Finanzlage des MFI-Sektors zu einem bestimmten Zeitpunkt.
- Es gibt eine Reihe finanzieller Entwicklungen, die für eine Analyse der monetären Transmissionsmechanismen von Bedeutung sind, jedoch nicht in den Bilanzen der MFIs im Euro-Währungsgebiet erfaßt werden, etwa bilanzunwirksame Transaktionen der MFIs oder Transaktionen zwischen nicht zum MFI-Sektor zählenden Finanzintermediären und Unternehmen oder privaten und öffentlichen Haushalten. Um diese Finanzierungsströme zu erfassen, ist ein weiter gefaßter Rahmen erforderlich, der auch eine Analyse der Finanzierungsrechnung der Wirtschaft einschließt. Derzeit wird an Statistiken über die Finanzierungskonten sowohl der öffentlichen Haushalte als auch des privaten Nicht-MFI-Sektors gearbeitet; diese sollen die Angaben in den Bilanzen der MFIs ergänzen.

2 Der statistische Berichtsrahmen für die Bilanzen der Monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet

Das statistische System der EZB schafft einen einheitlichen Rahmen für die Erhebung von Geld- und Bankenstatistiken der MFIs für das gesamte Euro-Währungsgebiet. Das System stützt sich auf den Kreis der berichtspflichtigen MFIs (siehe Kasten 1).

Da bei der aggregierten Bilanz einfach die Einzelbilanzen der MFIs im Euroraum addiert werden, ist es möglich, getrennte aggregierte Bilanzen für das Eurosystem und die MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem) zu erstellen.

Die aggregierte Bilanz des Eurosystems ergibt sich aus der Summe der Bilanzen der elf nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets und der EZB (siehe Tabelle 2.1 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des EZB-Monatsberichts). Die aggregierte Bilanz der MFIs (ohne Eurosystem) ist die Summe der elf nationalen aggregierten Bilanzen der MFIs (ohne die jeweiligen nationalen Zentralbanken (NZBen)) im Euro-Währungsgebiet (siehe Tabelle 2.2 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts).

Kasten I

Der Kreis der berichtspflichtigen Monetären Finanzinstitute

Der Sektor der Monetären Finanzinstitute (MFIs) umfaßt die Institute, die im wesentlichen den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Er setzt sich aus gebietsansässigen Kreditinstituten, wie sie im Gemeinschaftsrecht definiert sind, sowie anderen gebietsansässigen Finanzinstituten zusammen, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren.

Die vom Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) angewandten Verfahren zur kontinuierlichen Überwachung, Überprüfung und Aktualisierung des Kreises der zum MFI-Sektor gehörenden Kreditinstitute sorgen dafür, daß dieser für Zwecke der Bilanzstatistik und der monetären Analyse stets aktuell, genau, so homogen wie möglich und ausreichend beständig ist. Das MFI-Verzeichnis umfaßt nicht nur die Länder des Eurogebiets, sondern auch die nicht an der Währungsunion teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten. Dieses Verzeichnis wird auf der Internetseite der EZB (<http://www.ecb.int>) unter der Überschrift „MFIs and assets“ regelmäßig aktualisiert.

Aufschlüsselung des MFI-Verzeichnisses, Juli 1999

Gebietsansässigkeit	Zentralbanken	Kreditinstitute	Geldmarktfonds	Sonstige Institute	Gesamtzahl der MFIs
Euroraum	1	-	-	-	1
Belgien	1	117	29	0	147
Deutschland	1	3 180	41	0	3 222
Spanien	1	390	206	0	597
Frankreich	1	1 200	710	1	1 912
Irland	1	78	17	0	96
Italien	1	925	17	0	943
Luxemburg	1	210	463	0	674
Niederlande	1	613	28	5	647
Österreich	1	899	8	2	910
Portugal	1	228	0	0	229
Finnland	1	345	5	0	351
Euroraum insgesamt	12	8 185	1 524	8	9 729
Dänemark	1	212	3	0	216
Griechenland	1	59	42	0	102
Schweden	1	148	29	1	179
Vereinigtes Königreich	2	508	33	0	543
EU insgesamt	17	9 112	1 631	9	10 769

Der in der konsolidierten Bilanz erfaßte Berichtskreis setzt sich zusammen aus den gebietsansässigen MFIs einschließlich gebietsansässiger Tochtergesellschaften und Zweigstellen von außerhalb des Euroraums ansässigen Muttergesellschaften. MFIs konsolidieren für Berichtszwecke die Geschäfte all ihrer im selben nationalen Gebiet ansässigen Niederlassungen. Darüber hinaus dürfen die Muttergesellschaften in ihren statistischen Meldungen die Geschäfte von Tochtergesellschaften konsolidieren, die in demselben nationalen Gebiet ansässige MFIs sind, wobei sie aber die Geschäfte von Kreditinstituten und anderen MFIs für Zwecke der Ermittlung der Mindestreservebasis getrennt ausweisen müssen. Eine Konsolidierung über nationale Grenzen hinweg ist in den statistischen Meldungen nicht zulässig. In Off-shore-Finanzzentren ansässige Institute werden statistisch als Gebietsansässige der Gebiete behandelt, in denen sie ansässig sind.

Die obige Tabelle zeigt eine Aufschlüsselung des MFI-Verzeichnisses nach Gebietsansässigkeit per Juli 1999. Die erste Position für das Eurogebiet entspricht der Europäischen Zentralbank, die Teil des Eurosystems ist. Für das Vereinigte Königreich werden die Abteilungen Bankgeschäfte (*Banking Department*) und Notenausgabe (*Issue Department*) der Bank of England gegenwärtig im MFI-Verzeichnis als zwei getrennte Institute ausgewiesen; im Einklang mit dem ESVG 95 wird der EZB für statistische Zwecke für diese beiden Institute eine einzige konsolidierte Bilanz gemeldet. In der Kategorie Kreditinstitute weist Deutschland die meisten Kreditinstitute (3 180) auf, gefolgt von Frankreich (1 200), Italien und Österreich (925 bzw. 899). Frankreich hat die meisten Geldmarktfonds (710), gefolgt von Luxemburg (463) und Spanien (206).

Kasten 2

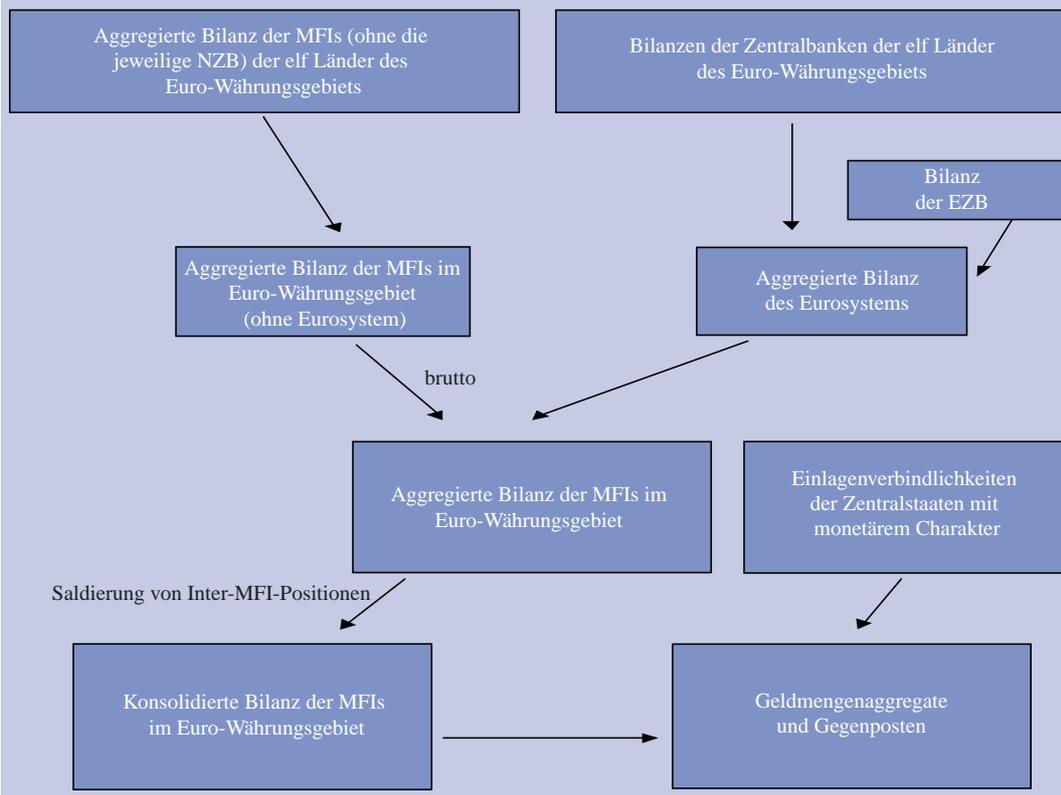
Die aggregierte und die konsolidierte Bilanz der Monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet

Die Abbildung unten zeigt die einzelnen Schritte von der Einreichung der nationalen Meldungen bis zur Erstellung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet und der Ermittlung der Geldmengenaggregate für das Euro-Währungsgebiet. Die Zusammenfassung der Bilanzen der nationalen MFIs (ohne die jeweilige NZB) aus den elf Ländern des Euro-Währungsgebiets ergibt die aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem). Ebenso entsteht aus der Aggregation der Bilanzen der elf dem Euroraum angehörenden nationalen Zentralbanken sowie der EZB-Bilanz die aggregierte Bilanz des Eurosystems. Diese beiden Bilanzen werden brutto erstellt. Die aggregierte Bilanz enthält somit die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber anderen MFIs. Dazu gehören zum Beispiel Interbankeinlagen und die dem Bankensystem regelmäßig vom Eurosystem bereitgestellte Liquidität.

Die Konsolidierung wird wie folgt vorgenommen: i) Die Einlagen bei MFIs und die an MFIs vergebenen Kredite werden saldiert, und ii) der Bargeldumlauf und die vom MFI-Sektor begebenen handelbaren Schuldtitel (Schuldverschreibungen, Geldmarktpapiere und Geldmarktfondsanteile) werden in Höhe der entsprechenden auf der Aktivseite der MFI-Bilanzen ausgewiesenen Titel saldiert. Da es äußerst schwierig ist, den jeweiligen Inhaber eines handelbaren Finanzinstruments zu ermitteln (dazu müßte über alle darauffolgenden Weiterverkäufe des Wertpapiers Buch geführt werden), lassen sich die außerhalb des MFI-Sektors gehaltenen Bestände nur als Rest, d. h. als Differenz zwischen den insgesamt begebenen Titeln und den von den MFIs auf der Aktivseite ausgewiesenen Beständen, ermitteln.

Die Geldmengenaggregate schließlich errechnen sich als Summe der in der konsolidierten Bilanz ausgewiesenen monetären Verbindlichkeiten und bestimmter kurzfristiger Einlagenverbindlichkeiten der Zentralstaaten (Konten bei Postämtern, staatliche Sparkonten und Konten bei Schatzämtern), die ähnliche Eigenschaften wie kurzfristige Bankeinlagen aufweisen.

Erstellung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet



Die konsolidierte Bilanz der MFIs des Euro-Währungsgebiets (siehe Tabelle 2.3 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“) errechnet sich aus der Summe der Bilanzen des Eurosystems und der MFIs (ohne Eurosystem) nach Saldierung aller Inter-MFI-Positionen (siehe Kasten 2). Die Saldierung der Inter-MFI-Positionen erfolgt erst auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets, da die grenzüberschreitenden Inter-MFI-Positionen nur auf dieser Ebene saldiert werden können.

Die konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet ist die Hauptinformations-

quelle für die eingehende monatliche Analyse der Geldmenge, ihrer Komponenten und Gegenposten. Zusätzlich zu den monatlichen Daten werden umfangreichere vierteljährliche Angaben mit einer Aufgliederung der aggregierten Bilanz veröffentlicht, insbesondere nach Ursprungslaufzeiten, Ländern, Zweck, Währungen und Sektoren (siehe z. B. Tabellen 2.5 und 2.6 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts). Die Gliederung nach Sektoren beruht auf der Klassifizierung des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95).

3 Die Gegenposten von M3 in der konsolidierten Bilanz der Monetären Finanzinstitute im Eurogebiet

Ermittlung der Gegenposten von M3

Tabelle I zeigt, wie die Gegenposten von M3 aus der konsolidierten Bilanz der MFIs im Eurogebiet ermittelt werden können.

Anhand der Bilanzidentität läßt sich das Geldmengenaggregat M3 wie folgt darstellen:

$M3 \equiv \text{Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet} + \text{Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets} - \text{längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten} + \text{sonstige Gegenposten}$

Die Gegenposten von M3 sind wie folgt definiert:

- *Kredite* werden definiert als die Kredite an Nicht-MFIs im Eurogebiet (sowohl an öf-

fentliche Haushalte als auch an den privaten Sektor) zuzüglich der MFI-Bestände an von gebietsansässigen Nicht-MFIs begebenen Wertpapieren. Da Wertpapiere als alternative Finanzierungsquelle zu den Krediten betrachtet werden können, bietet diese Definition genauere Informationen zur Finanzierung der Wirtschaft durch den MFI-Sektor als eine engere Definition, die nur Buchkredite umfaßt.

- *Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Eurogebiets* werden definiert als die Aktiva der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets abzüglich ihrer Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets umfassen Bargeldbestände in Fremdwährung, Bestände an von An-

Tabelle I

Grundschema der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

Aktiva	Passiva
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	M3 ¹⁾
Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten
Sonstige Aktivpositionen (einschließlich Sachanlagen)	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets
	Sonstige Passivpositionen (einschließlich Einlagen von Zentralstaaten)

1) Einschließlich der Einlagenverbindlichkeiten der Zentralstaaten mit monetärem Charakter.

sässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Wertpapieren, Buchkredite an Ansässige im Nicht-Euro-Währungsgebiet (einschließlich Banken) sowie Gold und Sonderziehungsrechte (SZR) des Eurosystems. Die Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets umfassen Einlagen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets bei MFIs im Eurogebiet, Kredite von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an MFIs im Eurogebiet und den Gegenposten zu den SZR.

Veränderungen bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Eurogebiets spiegeln zum großen Teil außenwirtschaftliche Transaktionen der Nicht-MFIs im Eurogebiet wider, die als Teilbilanzen der Zahlungsbilanz des Eurogebiets ausgewiesen werden. Dies wird auch in der monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Eurogebiets verdeutlicht, in der die außenwirtschaftlichen Transaktionen des MFI-Sektors getrennt von denen des Nicht-MFI-Sektors ausgewiesen werden (siehe Tabelle 2).

Aus der untenstehenden vereinfachten Darstellung geht hervor, daß sich die Veränderung der Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Eurogebiets spiegelbildlich zu den Transaktionen des Nicht-MFI-Sektors mit Ansässigen außerhalb des Eurogebiets verhält. Dies ergibt sich daraus, daß sich die außenwirtschaftlichen Transaktionen der Nicht-MFIs im Eurogebiet auf die konsolidierte Bilanz der MFIs im Eurogebiet auswirken, sofern die entsprechenden Zahlungsvorgänge über das Bankensystem abgewickelt werden. Aus diesem Grund können viele der außenwirtschaftlichen Transaktionen der MFIs und die sich daraus ergebende Veränderung der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets mit den außenwirtschaftlichen Transaktionen des Nicht-MFI-Sektors in Zusammenhang gebracht werden.

- *Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten* umfassen Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren, von MFIs im Eurogebiet begebene Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei

Tabelle 2

Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Einnahmen/Ausgaben)

Außenwirtschaftliche Transaktionen des Nicht-MFI-Sektors:

Leistungsbilanz	
+ Vermögensübertragungen	
+ Saldo der Finanztransaktionen des Nicht-MFI-Sektors	
+ Restposten	
= Zahlungsbilanz des Nicht-MFI-Sektors	

Außenwirtschaftliche Transaktionen des MFI-Sektors: ¹⁾

Saldo der Finanztransaktionen des Eurosystems	
+ Saldo der Finanztransaktionen der MFIs (ohne Eurosystem)	
= Zahlungsbilanz des MFI-Sektors	

Die allgemeine Zahlungsbilanzgleichung besagt, daß:

Zahlungsbilanz des Nicht-MFI-Sektors	
– Zahlungsbilanz des MFI-Sektors	
= Veränderung der Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	

1) In dieser vereinfachten Darstellung sind die außenwirtschaftlichen Transaktionen des MFI-Sektors, die der Leistungsbilanz oder den Vermögensübertragungen zugerechnet werden, sowie die Restposten, die den außenwirtschaftlichen Transaktionen dieses Sektors entsprechen, nicht enthalten.

Monaten sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors. Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten sind in der Abgrenzung von M3 nicht enthalten, da sie eher als Anlageinstrumente zu Sparzwecken und weniger als Transaktionsmittel angesehen werden. Dennoch können sie als Substitute für einige der in M3 einbezogenen Positionen betrachtet werden. In der Entwicklung der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten können sich auch Finanzierungsentscheidungen der MFIs widerspiegeln, da sie eine alternative Finanzierungsquelle zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten darstellen können und es den MFIs ermöglichen, die Fälligkeitsstruktur ihrer Verbindlichkeiten so zu gestalten, daß sie besser mit der ihrer Forderungen übereinstimmt.

- Die *sonstigen Gegenposten* umfassen alle übrigen Posten der konsolidierten Bilanz. Hierzu gehören auch die Einlagen von Zentralstaaten beim MFI-Sektor. Hinzu kommen die Sachanlagen, d. h. die nichtfinanziellen Aktiva der MFIs wie z. B. Gebäude. Zu den sonstigen Aktiv- und Passivpositionen gehören verschiedene Posten, unter anderem eingenommene Positionen bei Finanzderivaten, Forderungen und Verbindlichkeiten aus schwebenden Verrechnungen, Zinsforderungen und -verpflichtungen aus Einlagen, Dividendenforderungen und -verpflichtungen, Forderungen und Verbindlichkeiten, die nicht mit dem Hauptgeschäft der MFIs zusammenhängen, der aktive Gegenposten zu den vom Staat herausgegebenen Münzen, die Nettopositionen aus Wertpapierleihgeschäften ohne

Barsicherheiten sowie aus der zukünftigen Abwicklung von Wertpapiergeschäften zu zahlende Nettobeträge. Schließlich enthält die Position „Sonstige Gegenposten“ auch noch einen Korrekturposten für die kurzfristigen Einlagenverbindlichkeiten der Zentralstaaten, die in M3 erfaßt sind (siehe Kasten 2).

Der Zusammenhang zwischen M3 und seinen Gegenposten beruht auf einer Bilanzidentität; dies bedeutet nicht, daß ein kausaler Zusammenhang zwischen M3 und seinen Gegenposten besteht. In der Praxis werden die meisten Posten der Bilanz von Zinsänderungen und von der Konjunktur- und Inflationsentwicklung beeinflusst. Insofern haben verschiedene Bilanzpositionen gemeinsame bzw. ähnliche Determinanten, und ihre Entwicklung kann Hinweise auf die Art der zugrunde liegenden Entwicklungen im Eurogebiet liefern. Zwar läßt sich ein Zusammenhang zwischen Veränderungen einzelner Gegenposten und der Entwicklung von M3 herstellen, doch ist dies nicht unbedingt immer möglich. So ist z. B. mit einem Anstieg der Kreditvergabe an Ansässige im Eurogebiet keine Veränderung von M3 verbunden, wenn die Kreditnehmer die Mittel zur Finanzierung von Investitionen außerhalb des Eurogebiets verwenden. In diesem Fall steht der Zunahme des Postens „Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet“ vielmehr ein Rückgang der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets gegenüber. Dennoch ist die Analyse der Bilanzgegenposten als Ergänzung zur Analyse der monetären Entwicklung und zum besseren Verständnis der wirtschaftlichen Entwicklung im Eurogebiet hilfreich.

4 Bilanzstruktur der Monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet im März 1999

Die konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

Die konsolidierte Bilanz der MFIs im Eurogebiet bildet die Grundlage für eine Analyse der Entwicklung von M3 und ihrer Gegenposten im Euro-Währungsgebiet. Abbildung I unten

zeigt die Zusammensetzung der konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet Ende März 1999.

Auf der *Passivseite* machten die in M3 einbezogenen MFI-Positionen im März 1999 40,8 % der gesamten Verbindlichkeiten aus. Bei den

Komponenten von M3 entfielen auf den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen (die das eng gefaßte Geldmengenaggregat M1 bilden) 7,1 % bzw. 32,4 % von M3, womit sich der Anteil von M1 an M3 auf knapp 40 % belief. Die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren machten 19,5 % von M3 aus, während der Anteil der Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten an M3 27,8 % betrug (diese beiden Kategorien sowie die in M1 enthaltenen Verbindlichkeiten bilden das mittlere Geldmengenaggregat M2). Auf die marktfähigen Papiere, die in M3 (aber nicht in M2) erfaßt sind, entfielen 13,2 % von M3. Dabei stellten Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere per saldo 8,2 %, Repogeschäfte 4,0 % und Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren 1,1 % von M3.

Der Anteil der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten an den MFI-Verbindlichkeiten insgesamt betrug im März 1999 30,6 %. Auf die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren entfielen 10,1 % der gesamten konsolidierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet, und der Anteil der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungs-

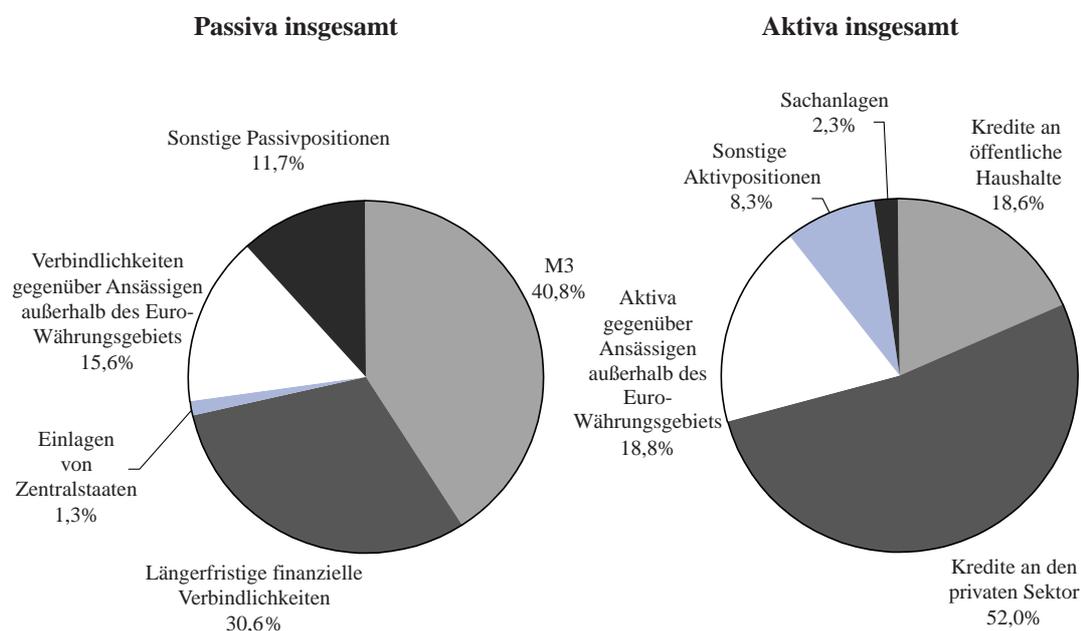
laufzeit von mehr als zwei Jahren betrug 12,4 %. Kapital und Rücklagen machten 7,0 % der Passiva insgesamt aus. Der Anteil der Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten schließlich belief sich auf 1,1 %.

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz bildeten Ende März 1999 die Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet mit 70,6 % der gesamten Aktiva den größten Posten. Der Großteil der Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Eurogebiet entfiel auf den privaten Sektor (mit einem Anteil von 73,6 % an der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet), die restlichen Kredite gingen an die öffentlichen Haushalte. Rund 90 % der dem privaten Sektor gewährten Kredite entfielen auf Buchkredite. Die restlichen 10 % entfielen auf Wertpapierkredite in Form von Schuldverschreibungen, Aktien und sonstigen Dividendenwerten. Die Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte erfolgt dagegen vorwiegend in Form des Ankaufs von Schuldverschreibungen durch die MFIs (diese Wertpapiere machten fast 60 % der gesamten Kreditvergabe der MFIs an die öffentliche Haushalte aus).

Abbildung 1

Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

(März 1999: Anteil an der Gesamtsumme in %)



Der MFI-Sektor (einschließlich des Eurosystems) hielt im März 1999 eine positive Nettoposition gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets beliefen sich auf 15,6 % der gesamten konsolidierten Verbindlichkeiten des Eurogebiets, und die Forderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets betragen 18,8 % der gesamten konsolidierten Forderungen des Euroraums. Zu den ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets zählen vorübergehende Bruttositionen gegenüber den nicht an der Währungsunion teilnehmenden nationalen Zentralbanken im Zusammenhang mit dem Betrieb des Zahlungsverkehrssystems TARGET. Netto betrachtet entfallen diese Positionen.

Struktur der aggregierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem)*

Die aggregierte Bilanz der MFIs im Eurogebiet weist die Finanzposition dieser MFIs gegenüber den Wirtschaftssektoren und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets aus. Eine Aufgliederung nach Ländern und nach Art der Forderungen bzw. Verbindlichkeiten kann ebenfalls erstellt werden.

Wichtige Passivpositionen

Wie aus Tabelle 3 ersichtlich, entfällt mehr als ein Drittel (36,2 %) der *gesamten Verbindlichkeiten* in der aggregierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet auf in Deutschland ansässige Institute. Die drei größten Länder des Euroraums (Deutschland, Frankreich und Italien) stellen 70,9 % der Passiva insgesamt. Der Anteil der anderen Länder an der Gesamtbilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet reicht von 0,7 % für Finnland bis 6,7 % für Spanien. In Luxemburg ansässige MFIs haben einen Anteil von 4 % an den gesamten Passiva der MFIs des Euroraums; damit ist der pro-

zentuale Anteil der in Luxemburg ansässigen MFIs gemessen am nationalen BIP von allen EWU-Ländern am größten.

Einlagen bilden mit 67,8 % der gesamten Passiva die größte Verbindlichkeitenkategorie der MFIs (siehe Tabelle 3). Rund die Hälfte dieser Einlagen entfällt auf den geldhaltenden Sektor des Eurogebiets, während Inter-MFI-Einlagen gut ein Drittel (34,0 %) der Einlagen insgesamt ausmachen (siehe Tabelle 2.2 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts). Die restlichen Einlagen werden von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (16 % der Einlagen insgesamt) und von Zentralstaaten (1 %) gehalten. Das relative Gewicht der einzelnen Länder in bezug auf die Einlagen entspricht weitgehend ihrem jeweiligen Anteil an den Passiva insgesamt.

Begebene Schuldverschreibungen bilden mit einem Anteil von 14,9 % die zweitgrößte Verbindlichkeitenkategorie in der aggregierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet. Mit 54,6 % der für das Eurogebiet ausgewiesenen Gesamtsumme sind die Emissionsbeträge in Deutschland besonders hoch. Die von den in Frankreich und Spanien ansässigen MFIs begebenen Schuldverschreibungen fallen hingegen, verglichen mit dem Anteil dieser MFIs an der gesamten aggregierten Bilanz des Euro-Währungsgebiets, betragsmäßig relativ gering aus.

MFI-Verbindlichkeiten in Form von *Geldmarktfondsanteilen* und *Geldmarktpapieren* bilden mit 1,9 % bzw. 1,2 % der Passiva insgesamt einen relativ kleinen Teil der gesamten Verbindlichkeiten. Der Schwerpunkt dieser Verbindlichkeiten liegt in Frankreich; dort beträgt der Anteil der Geldmarktpapiere und Geldmarktfondsanteile 69,4 % bzw. 62,0 % des jeweiligen Volumens im Euro-Währungsgebiet. Gemessen an der vergleichsweise geringen Größe des Landes begeben auch die in Luxemburg ansässigen MFIs einen gewichtigen Teil dieser kurzfristigen marktfähigen Wertpapiere. Ver-

* In diesem Abschnitt bezieht sich „MFIs“ immer auf MFIs im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem bzw. die jeweilige NZB).

Tabelle 3**Aggregierte Verbindlichkeiten insgesamt der MFIs nach Ländern und Arten der Verbindlichkeiten**

(März 1999)

	Einlagen (alle Währungen)		Begebene Schuld- verschreibungen		Geldmarktfonds- anteile		Geldmarkt- papiere	
	in % der nationalen Verbind- lichkeiten	in % des Eurogebiets insgesamt						
Belgien	76,0	5,4	11,3	3,7	0,2	0,4	0,0	0,0
Deutschland	67,3	35,9	22,4	54,6	0,4	7,3	0,5	14,1
Spanien	78,0	7,7	3,4	1,5	4,8	16,8	0,0	0,0
Frankreich	63,4	22,5	9,6	15,6	4,9	62,0	3,5	69,4
Irland	78,1	2,0	8,3	1,0	-	-	0,0	0,0
Italien	59,6	9,3	16,5	11,8	0,2	1,3	0,0	0,0
Luxemburg	78,4	4,6	5,6	1,5	5,8	12,2	2,4	8,0
Niederlande	74,7	6,7	13,9	5,7	-	-	0,0	0,0
Österreich	71,4	3,3	17,2	3,6	-	-	0,0	0,0
Portugal	63,8	1,8	5,1	0,7	-	-	0,0	0,0
Finnland	67,4	0,7	5,0	0,2	-	-	14,1	8,6
<i>Eurogebiet</i>	<i>67,8</i>	<i>100,0</i>	<i>14,9</i>	<i>100,0</i>	<i>1,9</i>	<i>100,0</i>	<i>1,2</i>	<i>100,0</i>
Insgesamt (Mrd EUR)		9 933		2 176		280		178

	Kapital und Rücklagen		Sonstige Passivpositionen		Passiva insgesamt	
	in % der nationalen Verbind- lichkeiten	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Verbind- lichkeiten	in % des Eurogebiets insgesamt	Nachrichtlich: in % des nationalen BIP ¹⁾	in % des Eurogebiets insgesamt
Belgien	3,9	3,7	8,7	4,6	318,9	4,9
Deutschland	4,1	29,1	5,3	21,1	274,6	36,2
Spanien	8,0	10,3	5,8	4,2	187,5	6,7
Frankreich	5,5	25,9	13,0	34,6	272,1	24,1
Irland	6,8	2,3	6,8	1,3	333,3	1,7
Italien	7,2	14,8	16,5	19,3	146,5	10,6
Luxemburg	2,4	1,9	5,4	2,4	3 768,3	4,0
Niederlande	4,9	5,8	6,5	4,4	253,0	6,1
Österreich	5,0	3,1	6,3	2,2	243,1	3,1
Portugal	6,0	2,2	25,2	5,4	295,8	1,9
Finnland	5,9	0,9	7,6	0,6	95,9	0,7
<i>Eurogebiet</i>	<i>5,1</i>	<i>100,0</i>	<i>9,1</i>	<i>100,0</i>	<i>249,5</i>	<i>100,0</i>
Insgesamt (Mrd EUR)		750		1 328		14 645

Anmerkung: „In % der nationalen Verbindlichkeiten“ ist als der prozentuale Anteil der jeweiligen Position an den gesamten Verbindlichkeiten der MFIs der einzelnen Länder zu verstehen. „In % des Eurogebiets insgesamt“ ist als der prozentuale Anteil des jeweiligen Lands an der Gesamtsumme des Euro-Währungsgebiets für die einzelnen Positionen zu verstehen.

1) Gesamte Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Eurosystem) in % des nationalen nominalen BIP für 1998. Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

glichen mit der Größe des jeweiligen Landes ist überdies auch der Anteil der spanischen MFIs an den gesamten Geldmarktfondsanteilen und der Anteil der finnischen MFIs an den Geldmarktpapieren relativ groß.

Auf Kapital und Rücklagen - also die Eigenmittel der MFIs - sowie sonstige Passivpositionen entfielen schließlich 5,1 % bzw. 9,1 % der gesamten Verbindlichkeiten des Eurogebiets. Von wenigen Ausnahmen abgesehen, entsprechen die Länderanteile weitgehend den jeweiligen Anteilen an den gesamten Passiva im Euroraum.

Tabelle 4**Aggregierte Forderungen insgesamt der MFIs nach Ländern und Arten der Forderungen**

(März 1999)

	Kredite		Wertpapiere außer Aktien		Aktien und sonstige Dividendenwerte		Geldmarktpapiere	
	in % der nationalen Forderungen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Forderungen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Forderungen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Forderungen	in % des Eurogebiets insgesamt
Belgien	63,5	4,3	27,1	8,1	2,3	3,1	0,0	0,1
Deutschland	76,3	38,5	15,2	33,9	5,0	49,7	0,1	6,6
Spanien	73,9	6,9	15,0	6,1	4,1	7,6	0,5	5,1
Frankreich	67,2	22,6	16,1	23,9	1,7	11,3	2,1	78,1
Irland	73,0	1,8	18,6	2,0	1,7	0,8	0,0	0,0
Italien	65,5	9,7	16,5	10,7	4,1	12,0	0,0	0,0
Luxemburg	66,9	3,7	27,1	6,7	1,6	1,7	1,0	6,0
Niederlande	81,4	6,9	11,3	4,2	3,5	6,0	0,0	0,0
Österreich	77,3	3,4	12,4	2,4	5,7	4,9	0,0	0,0
Portugal	57,2	1,5	11,0	1,3	4,5	2,4	0,0	0,0
Finnland	70,6	0,7	13,2	0,6	1,9	0,4	3,6	4,1
<i>Eurogebiet</i>	<i>71,7</i>	<i>100,0</i>	<i>16,2</i>	<i>100,0</i>	<i>3,6</i>	<i>100,0</i>	<i>0,7</i>	<i>100,0</i>
Insgesamt (Mrd EUR)		10 501		2 379		528		95

	Sachanlagen		Sonstige Aktivpositionen		Forderungen insgesamt	
	in % der nationalen Forderungen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Forderungen	in % des Eurogebiets insgesamt	Nachrichtlich: in % des nationalen BIP ¹⁾	in % des Eurogebiets insgesamt
Belgien	0,5	1,6	6,6	5,2	318,9	4,9
Deutschland	0,7	14,5	2,7	15,8	274,6	36,2
Spanien	2,2	8,6	4,3	4,7	187,5	6,7
Frankreich	3,4	48,7	9,5	37,3	272,1	24,1
Irland	0,6	0,6	6,1	1,7	333,3	1,7
Italien	2,9	18,2	11,0	19,1	146,5	10,6
Luxemburg	0,5	1,2	3,0	2,0	3 768,3	4,0
Niederlande	0,6	2,2	3,2	3,1	253,0	6,1
Österreich	1,0	1,9	3,6	1,9	243,1	3,1
Portugal	1,3	1,4	26,1	8,2	295,8	1,9
Finnland	2,4	1,1	8,3	1,0	95,9	0,7
<i>Eurogebiet</i>	<i>1,7</i>	<i>100,0</i>	<i>6,3</i>	<i>100,0</i>	<i>249,5</i>	<i>100,0</i>
Insgesamt (Mrd EUR)		244		897		14 645

Anmerkung: „In % der nationalen Forderungen“ ist als der prozentuale Anteil der jeweiligen Position an den Gesamtforderungen der MFIs der einzelnen Länder zu verstehen. „In % des Eurogebiets insgesamt“ ist als der prozentuale Anteil des jeweiligen Lands an der Summe des Euro-Währungsgebiets für die einzelnen Positionen zu verstehen.

1) Gesamte Forderungen der MFIs (ohne Eurosystem) in % des nationalen nominalen BIP für 1998. Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Wichtige Aktivpositionen

Für das Eurogebiet insgesamt waren im März 1999 Buchkredite der mit Abstand größte Aktivposten in der aggregierten Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet. Auf sie entfielen 71,7 % der Aktiva insgesamt (siehe Tabel-

le 4). Wertpapiere ohne Aktien bildeten mit 16,2 % der gesamten Forderungen dieser MFIs den zweitgrößten Posten, während Aktien und sonstige Dividendenwerte nur 3,6 % der Aktiva insgesamt ausmachten. Geldmarktpapiere stellten lediglich 0,7 % der aggregierten Aktiva.

Bei den Buchkrediten entsprechen die relativen Anteile der einzelnen Länder weitgehend den Anteilen an der Gesamtsumme der aggregierten Bilanz dieser MFIs. Ähnliches gilt für Wertpapiere außer Aktien. Bei den Aktien und sonstigen Dividendenwerten entfällt ein relativ hoher Anteil am aggregierten Gesamtbetrag für das Euro-Währungsgebiet (fast 50 %) auf die MFIs in Deutschland, wohingegen derjenige der in Frankreich ansässigen MFIs nur halb so groß ist wie ihr Anteil an den Aktiva insgesamt im Euroraum. Gleichzeitig halten die MFIs in Frankreich 78,1 % des Gesamtbetrags der Geldmarktpapiere der MFIs im Euroraum, und auch ihr Anteil an den Sachanlagen und sonstigen Aktivpositionen ist im Vergleich zu den in anderen EWU-Ländern ansässigen MFIs relativ groß.

Die Struktur der Einlagen des geldhaltenden Sektors

Tabelle 5 zeigt die Struktur der von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet gehaltenen Einlagen in einer Aufgliederung nach Ursprungslaufzeiten. Auf EWU-Ebene sind Einlagen mit vereinbarter Laufzeit die am weitesten verbreitete Form der Einlagen des geldhaltenden Sektors. Auf sie entfallen über 40 % der gesamten Einlagen. Täglich fällige Einlagen und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist machen ebenfalls einen beträchtlichen Teil der gesamten Einlagen aus (28,5 % bzw. 27 %). Über die Hälfte der Einlagen mit vereinbarter Laufzeit sind längerfristig angelegt (rund 56 % haben eine Laufzeit von mehr als zwei Jahren). Dagegen ist der Großteil der Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist (rund 91 %) nach einem Zeitraum von bis zu drei Monaten fällig.

Betrachtet man die Aufgliederung nach Ländern, so erreichen die *täglich fälligen Einlagen* des geldhaltenden Sektors in Italien gemessen am Anteil dieses Landes an den gesamten Einlagen im Euroraum (11,7 %) einen recht hohen Stand (24,9 % des Gesamtbetrags der täglich fälligen Einlagen im Eurogebiet). In Deutschland hingegen ist der Anteil der täglich fälligen Einlagen recht niedrig (27,5 % der

gesamten täglich fälligen Einlagen im Eurogebiet, während der Anteil Deutschlands an den Gesamteinlagen 39,1 % beträgt). In den anderen Ländern entspricht der Anteil der täglich fälligen Einlagen eher dem Anteil des betreffenden Landes an den Gesamteinlagen.

Bei den *Einlagen mit vereinbarter Laufzeit* ist der Anteil der Einlagen bei in Italien ansässigen MFIs an den gesamten Einlagen im Euro-Währungsgebiet recht gering (5 % gegenüber einem Anteil von 11,7 % an den gesamten Einlagen), während der Anteil dieser Einlagen bei in Deutschland ansässigen MFIs mit rund 45 % der gesamten Einlagen im Euro-Währungsgebiet vergleichsweise hoch ist. Der Anteil der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr ist in Luxemburg besonders hoch; hier entfallen auf diese Einlagenart knapp 10 % der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr im Euro-Währungsgebiet insgesamt. Dagegen beläuft sich Luxemburgs Anteil an den gesamten Einlagen des geldhaltenden Sektors im Euroraum lediglich auf 2,8 %. Auf die MFIs in Italien entfällt der größte Anteil der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als einem Jahr und bis zu zwei Jahren. In Deutschland und Frankreich konzentrieren sich knapp 85 % der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren im Eurogebiet insgesamt.

Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist sind im Euroraum weniger weit verbreitet als Einlagen mit vereinbarter Laufzeit. Gemessen am Anteil des jeweiligen nationalen MFI-Sektors an den gesamten Einlagen haben die Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist in Luxemburg, Österreich und Portugal nur eine geringe Bedeutung. Während Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten in den meisten Ländern üblich sind, werden Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten fast ausschließlich in Deutschland gehalten (98,8 % der Gesamtsumme). Letztere machen nur einen geringen Anteil an den gesamten Einlagen des geldhaltenden Sektors im Euroraum aus (2,5 %).

Tabelle 5**Einlagen des geldhaltenden Sektors bei den MFIs (ohne Eurosystem)**

(März 1999)

	Täglich fällige Einlagen		Einlagen mit vereinbarter Laufzeit							
			Insgesamt		von bis zu 1 Jahr		von mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren		von mehr als 2 Jahren	
	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt
Belgien	21,0	3,5	35,0	4,0	28,4	8,1	0,8	2,5	5,8	1,2
Deutschland	20,1	27,5	46,9	44,9	12,4	29,3	0,4	11,5	34,1	58,5
Spanien	27,7	8,3	32,0	6,7	24,9	12,9	3,4	19,5	3,7	1,4
Frankreich	25,1	15,9	39,2	17,3	5,6	6,1	0,2	2,8	33,4	26,4
Irland	12,8	0,7	49,7	1,8	39,0	3,5	1,7	1,7	9,0	0,6
Italien	60,7	24,9	17,4	5,0	9,7	6,8	4,0	31,1	3,8	1,9
Luxemburg	34,7	3,4	61,8	4,2	57,6	9,7	0,9	1,7	3,3	0,4
Niederlande	32,1	7,7	32,1	5,4	15,5	6,4	0,6	2,9	16,0	4,8
Österreich	24,2	3,0	75,1	6,5	42,4	9,0	3,5	8,2	29,2	4,5
Portugal	33,4	2,5	66,1	3,4	56,5	7,3	7,2	10,3	2,4	0,2
Finnland	65,0	2,7	24,5	0,7	12,1	0,9	10,1	7,9	2,4	0,1
<i>Eurogebiet</i>	28,5	100,0	40,8	100,0	16,5	100,0	1,5	100,0	22,8	100,0
Insgesamt (Mrd EUR)	1 384		1 983		803		72		1 107	

	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist						Repogeschäfte		Einlagen insgesamt
	insgesamt		von bis zu 3 Monaten		von mehr als 3 Monaten				
	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Einlagen	in % des Eurogebiets insgesamt	in % des Eurogebiets insgesamt
Belgien	43,5	7,6	43,4	8,4	0,1	0,1	0,5	0,7	4,7
Deutschland	32,9	47,7	26,6	42,5	6,3	98,8	0,1	1,0	39,1
Spanien	22,7	7,2	22,7	7,9	0,0	0,0	17,7	40,8	8,5
Frankreich	31,6	21,1	31,6	23,3	0,0	0,0	4,1	20,1	18,0
Irland	36,7	2,0	36,5	2,2	0,1	0,1	0,8	0,3	1,5
Italien	10,5	4,5	10,5	5,0	0,0	0,0	11,4	36,1	11,7
Luxemburg	3,3	0,3	3,1	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	2,8
Niederlande	35,6	9,1	35,5	10,0	0,1	0,3	0,2	0,4	6,9
Österreich	0,6	0,1	0,2	0,0	0,4	0,6	0,1	0,1	3,5
Portugal	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	2,1
Finnland	10,3	0,4	10,3	0,5	0,0	0,0	0,1	0,0	1,2
<i>Eurogebiet</i>	27,0	100,0	24,5	100,0	2,5	100,0	3,7	100,0	100,0
Insgesamt (Mrd EUR)	1 310		1 189		121		180		4 856

Anmerkung: „In % der nationalen Einlagen“ ist als der prozentuale Anteil der jeweiligen Position an den gesamten Einlagen in den einzelnen Ländern zu verstehen. „In % des Eurogebiets insgesamt“ ist als der prozentuale Anteil des jeweiligen Lands an der Summe des Euro-Währungsgebiets für die einzelnen Positionen zu verstehen.

In den Statistiken der EZB fallen Repogeschäfte ebenfalls in die Kategorie „Einlagen des geldhaltenden Sektors“, wenngleich sie in der Praxis in einigen Ländern ähnliche Merkmale wie die marktfähigen Papiere aufweisen. Diese Instrumente werden in erster Linie in Spanien (40,8 % der Gesamtsumme für das Eurogebiet), Italien (36,1 %) und Frankreich (20,1 %) gehalten.

Struktur der Kredite an den nicht-finanziellen privaten Sektor

Anhand von quartalsweise verfügbaren Daten lassen sich die Buchkredite auch nach Sektoren aufgliedern. Eine erste Quartalsstatistik mit Schlüsselzahlen zu einer Unterteilung der Kredite an Nicht-MFIs nach Sektoren, Arten und Ursprungslaufzeiten wurde erstmals im EZB-Monatsbericht vom April 1999 veröffent-

licht (siehe Tabelle 2.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Die untenstehende Tabelle 6 enthält eine *Aufgliederung* der von MFIs (ohne Eurosystem) gewährten Kredite nach *Sektoren*, wobei jeweils nach nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, privaten Haushalten und Organisationen ohne Erwerbszweck unterschieden wird. Auf EWU-Ebene machten die Kredite an private Haushal-

te im März 1999 52,4 % der insgesamt ausstehenden Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor aus, während der Anteil der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bei 46,9 % lag. Der Anteil der Kredite an Organisationen ohne Erwerbszweck (wie z. B. Verbraucherverbände, Wohlfahrtsverbände, soziale und kulturelle Vereinigungen, Gewerkschaften, politische Parteien usw.) betrug 0,7 %.

Tabelle 6
Kredite der MFIs an den nichtfinanziellen privaten Sektor nach Arten

(März 1999)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		Private Haushalte			
	in % der nationalen Kredite	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Kredite	in % des Eurogebiets insgesamt	Konsumentenkredite	
					in % der nationalen Kredite	in % des Eurogebiets insgesamt
Belgien	50,7	3,8	48,8	3,2	5,1	2,0
Deutschland	36,6	32,4	62,8	49,8	10,8	51,7
Spanien	48,3	8,8	51,2	8,3	9,6	9,3
Frankreich	50,8	20,0	48,3	17,0	10,7	22,8
Irland	46,1	1,0	52,2	1,0	12,7	1,5
Italien	66,7	17,6	32,2	7,6	2,6	3,6
Luxemburg	67,7	1,4	30,3	0,5	1,4	0,2
Niederlande	46,2	7,2	53,8	7,5	3,5	3,0
Österreich	69,9	5,0	29,3	1,9	9,7	3,7
Portugal	47,8	1,9	51,9	1,8	6,7	1,4
Finnland	40,9	0,9	58,2	1,2	5,9	0,7
<i>Eurogebiet</i>	<i>46,9</i>	<i>100,0</i>	<i>52,4</i>	<i>100,0</i>	<i>8,7</i>	<i>100,0</i>
Insgesamt (Mrd EUR)		2 268,0		2 535,0		421,0

	noch: Private Haushalte				Organisationen ohne Erwerbszweck		Kredite insgesamt
	Wohnungsbaukredite		Sonstige Kredite		in % der nationalen Kredite	in % des Eurogebiets insgesamt	
	in % der nationalen Kredite	in % des Eurogebiets insgesamt	in % der nationalen Kredite	in % des Eurogebiets insgesamt			in % des Eurogebiets insgesamt
Belgien	28,1	3,1	15,5	4,6	0,5	2,5	3,5
Deutschland	38,6	50,2	13,4	47,3	0,6	36,7	41,6
Spanien	31,2	8,3	10,4	7,5	0,5	6,3	8,5
Frankreich	29,4	17,0	8,2	12,9	0,9	23,8	18,5
Irland	39,6	1,3	0,0	0,0	1,7	2,4	1,0
Italien	11,4	4,4	18,2	19,2	1,2	19,9	12,4
Luxemburg	9,7	0,3	19,2	1,5	1,9	2,5	0,9
Niederlande	45,5	10,4	4,8	3,0	0,0	0,0	7,3
Österreich	13,7	1,4	6,0	1,7	0,8	3,7	3,3
Portugal	39,4	2,3	5,8	0,9	0,3	0,8	1,8
Finnland	38,3	1,3	14,0	1,3	0,9	1,3	1,1
<i>Eurogebiet</i>	<i>31,9</i>	<i>100,0</i>	<i>11,7</i>	<i>100,0</i>	<i>0,7</i>	<i>100,0</i>	<i>100,0</i>
Insgesamt (Mrd EUR)		1 546,0		568,0		36,0	4 839,0

Anmerkung: „In % der nationalen Kredite“ ist als der prozentuale Anteil der jeweiligen Position an den Krediten insgesamt in den einzelnen Ländern zu verstehen. „In % des Eurogebiets insgesamt“ ist als der prozentuale Anteil des jeweiligen Lands an der Summe des Euro-Währungsgebiets für die einzelnen Positionen zu verstehen.

Bei den privaten Haushalten ist eine weitere Untergliederung nach *Kreditarten* verfügbar. Wie aus Tabelle 6 ersichtlich ist, nehmen die Wohnungsbaukredite auf EWU-Ebene eine herausragende Rolle ein. Im März 1999 entfielen auf diese Kredite rund 32 % der gesamten Kredite an den nichtfinanziellen privaten Sektor, während sich der Anteil der als Konsumentenkredite klassifizierten Kredite auf 8,7 % belief. Die sonstigen Kredite, die privaten Haushalten - hauptsächlich für Geschäfts-, Bildungs- oder Umschuldungszwecke - gewährt wurden, machten 11,7 % des gesamten Volumens der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte aus.

Betrachtet man die relative Bedeutung der einzelnen Kreditarten auf nationaler Ebene, so treten einige bedeutende Unterschiede zwischen den EWU-Ländern zutage. Der Anteil der in Deutschland ansässigen MFIs an den gesamten Krediten an private Haushalte im Euroraum ist bei allen Kreditarten mit rund 50 % relativ hoch. Demzufolge ist der Anteil der in Deutschland ansässigen MFIs an den Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesell-

schaften dagegen verhältnismäßig gering. Wohnungsbaukredite sind in allen Ländern außer Italien und Luxemburg, wo die sonstigen Kredite eine größere Rolle spielen, die bedeutendste Kreditart. Der Anteil der Konsumentenkredite liegt in Italien, Luxemburg und den Niederlanden deutlich unter dem EWU-Durchschnitt, während auf diese Kreditart in Deutschland, Frankreich und Irland der höchste Anteil an dem jeweiligen gesamten Kreditvolumen dieser Länder entfällt.

Die Aufgliederung der *Kredite nach Ursprungslaufzeiten* ist auch für die Übertragung geldpolitischer Impulse von Bedeutung. Mit welcher zeitlichen Verzögerung sich geldpolitische Maßnahmen auf die Wirtschaft auswirken, wird davon abhängen, wie schnell sich Änderungen der Notenbankzinsen in den Kreditzinsen der Banken niederschlagen. Dies wiederum hängt von der relativen Bedeutung der kurzfristigen Kredite gegenüber den langfristigen Krediten ab, die aus den Quartalszahlen der MFIs ersichtlich ist (siehe Tabelle 7), und von dem Anteil der Festzinskredite im Vergleich zu Krediten mit variablem Zinssatz.

Tabelle 7

Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte nach Ursprungslaufzeiten

(März 1999)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Private Haushalte					
	(in % der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften insgesamt)			<i>Konsumentenkredite</i> (in % des Gesamtvolumens)			<i>Wohnungsbaukredite</i> (in % des Gesamtvolumens)		
	von bis zu 1 Jahr	von mehr als 1 Jahr und bis zu 5 Jahren	von mehr als 5 Jahren	von bis zu 1 Jahr	von mehr als 1 Jahr und bis zu 5 Jahren	von mehr als 5 Jahren	von bis zu 1 Jahr	von mehr als 1 Jahr und bis zu 5 Jahren	von mehr als 5 Jahren
Belgien	35	20	45	4	77	18	0	1	99
Deutschland	29	10	61	20	20	59	1	6	93
Spanien	38	22	40	18	42	40	1	3	97
Frankreich	29	16	55	12	66	22	0	4	96
Irland	44	22	34	78	18	4	0	10	90
Italien	51	23	25	31	49	20	2	4	94
Luxemburg	67	11	22	13	83	5	4	2	94
Niederlande	34	8	58	52	28	20	1	5	94
Österreich	37	13	50	18	16	66	2	5	93
Portugal	63	18	19	35	53	12	1	2	97
Finnland	20	22	58	38	21	41	1	3	96
<i>Eurogebiet</i>	<i>36</i>	<i>15</i>	<i>49</i>	<i>20</i>	<i>36</i>	<i>44</i>	<i>1</i>	<i>5</i>	<i>94</i>

Wie die Tabelle 7 zeigt, hat auf EWU-Ebene fast die Hälfte der an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergebenen Kredite eine Laufzeit von mehr als fünf Jahren. Der Anteil der längerfristigen Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist in Deutschland am höchsten (61 %), gefolgt von den Niederlanden (58 %), Finnland (58 %) und Frankreich (55 %). Dagegen greifen in einigen Ländern (Italien, Luxemburg und Portugal) die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu Finanzierungszwecken hauptsächlich auf Kredite mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr zurück.

Was die privaten Haushalte angeht, so beträgt der Anteil der Konsumentenkredite mit

einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren 44 % (siehe Tabelle 7), wohingegen die derselben Fristenkategorie angehörenden Forderungen der MFIs aus Wohnungsbaukrediten (die Kredite für den Neubau und für die Renovierung von Wohnimmobilien umfassen) 94 % ausmachen. Bei der Vergabe von Konsumentenkrediten gibt es zwar einige Unterschiede in den einzelnen EWU-Ländern, doch die Struktur der Wohnungsbaukredite ist recht einheitlich, da in allen Fällen mindestens 90 % dieser Kredite eine Erstlaufzeit von mehr als fünf Jahren haben. Wie oben erwähnt kann der Anteil der Wohnungsbaukredite mit variablem Zinssatz von Land zu Land jedoch unterschiedlich sein.

5 Schlußbemerkungen

Dieser Artikel hat einen Überblick über die aggregierte wie auch die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors zu Beginn des Jahres 1999 vermittelt. Die Untersuchung hat gezeigt, daß diese Bilanzen eine wertvolle Informationsquelle für die monetäre Analyse auf der Ebene des Euro-Währungsgebiets darstellen. Darüber hinaus wird in diesem Artikel deutlich, daß es zu Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion hinsichtlich einiger wichtiger Merkmale der Finanzstruktur in den elf teilnehmenden Mitgliedstaaten weitreichende Übereinstimmungen, aber auch zahlreiche Unterschiede gab.

Die Hauptposten der Aktiva und Passiva in der aggregierten Bilanz der MFIs des Eurogebiets sind Buchkredite und Einlagen. Die Zahlen für März 1999 zeigen, daß der Anteil jedes Lands bei diesen beiden Posten (einschließlich der Inter-MFI-Positionen) ungefähr dem Anteil der einzelnen Länder an den gesamten Aktiva bzw. Passiva der MFIs (ohne Eurosystem) entspricht.

Bei den übrigen Aktiv- und Passivpositionen lassen sich einige Unterschiede zwischen den Ländern beobachten. Von den MFIs begebene Schuldverschreibungen spielen vor allem bei den MFIs in Deutschland eine bedeutende

Rolle, während sie bei den in Frankreich und Spanien ansässigen MFIs nur ein relativ geringes Gewicht haben. Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere sind hauptsächlich in Frankreich vertreten, doch auch die in Luxemburg ansässigen MFIs begeben und halten diese Papiere in beträchtlichem Umfang, insbesondere im Verhältnis zur geringen Größe der Wirtschaft dieses Landes.

Betrachtet man die Fälligkeitsstruktur der Einlagen des geldhaltenden Sektors näher, so sind die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit im Euro-Währungsgebiet am weitesten verbreitet. Auf die täglich fälligen Einlagen und die Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist entfällt ebenfalls ein hoher Anteil an den gesamten Einlagen im Eurogebiet. Über die Hälfte aller Einlagen mit vereinbarter Laufzeit sind längerfristig (d. h. mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren) angelegt. Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist sind dagegen meist kurzfristig.

Die Fälligkeitsstruktur der Einlagen des geldhaltenden Sektors unterscheidet sich zum Teil von Land zu Land, wobei die Unterschiede bei bestimmten Laufzeiten der Einlagen stärker ausgeprägt sind. Dies ist zum Beispiel bei den Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist

der Fall, die im Eurogebiet insgesamt keine breite Verwendung finden. Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten werden fast ausschließlich in Deutschland gehalten, doch sie stellen nur einen relativ geringen Anteil an der Gesamtsumme der Einlagen beim geldhaltenden Sektor im Euro-Währungsgebiet. Ferner werden Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren in erster Linie in Deutschland und Frankreich gehalten, während Repogeschäfte hauptsächlich in Spanien, Frankreich und Italien eine gewichtige Rolle spielen.

Betrachtet man eine Aufgliederung der Zahlen zu den Buchkrediten nach Sektoren, Ar-

ten und Ursprungslaufzeiten, so fällt auf, daß die Kredite an private Haushalte den größten Posten bei den Krediten an den nichtfinanziellen privaten Sektor im Eurogebiet darstellen. Der größte Teil der Kredite an private Haushalte entfällt in allen Ländern des Euroraums, außer Italien und Luxemburg, auf die Wohnungsbaukredite. Schließlich machen Kredite mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als fünf Jahren knapp die Hälfte aller an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergebenen Kredite und 44 % der Konsumentenkredite aus. Allerdings unterscheidet sich der jeweilige Anteil von Land zu Land beträchtlich. Dagegen hat in allen EWU-Ländern ein sehr großer Teil der Wohnungsbaukredite eine Ursprungslaufzeit von mehr als fünf Jahren.

