

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT Februar 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

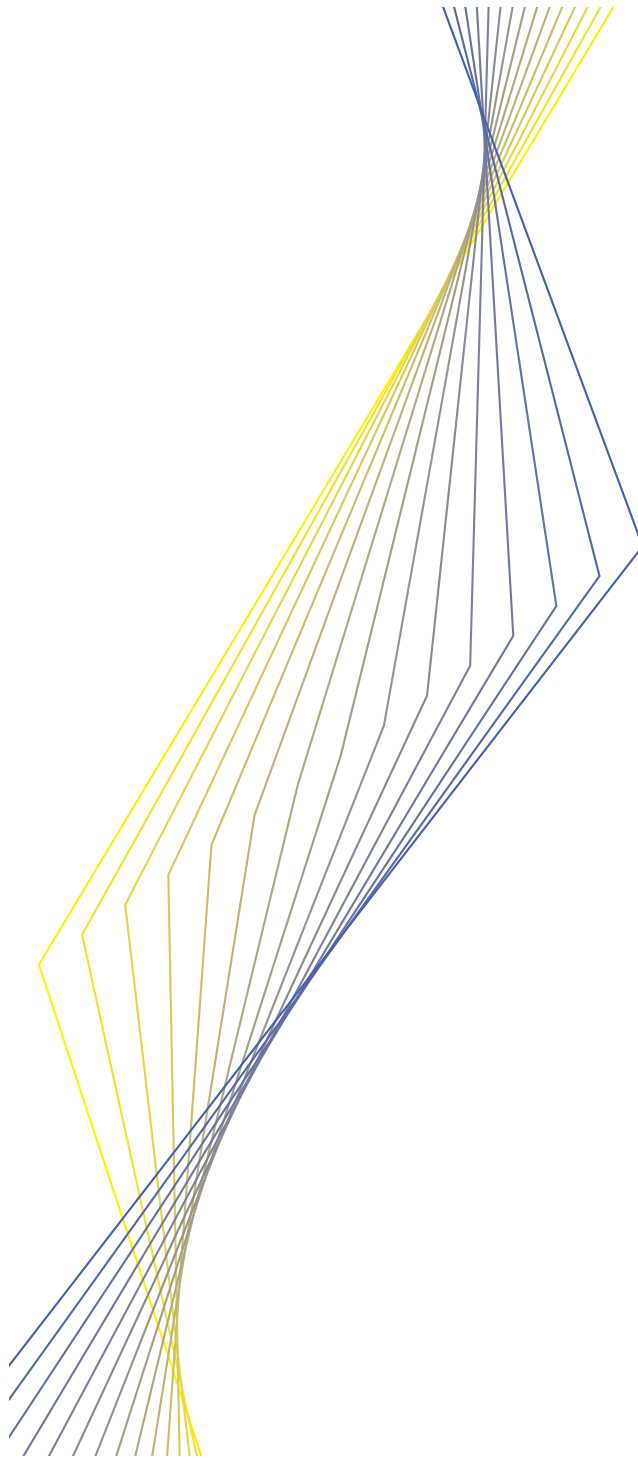
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Februar 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Februar 2000

© Europäische Zentralbank, 2000

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 2. Februar 2000.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklungen	7
Preisentwicklung	22
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	26
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	33
Das Eurosystem und die EU-Erweiterung	41
Konsolidierung im Bereich der Wertpapierabwicklung	55
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	57*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	63*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM4	Balance of Payments Manual des IWF (4. Auflage)
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
MFI	Monetäre Finanzinstitute
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

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

Auf seiner Sitzung am 3. Februar 2000 beschloß der EZB-Rat, die Leitzinsen der EZB zu erhöhen. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die weiterhin als Mengentender durchgeführt werden, wurde um 25 Basispunkte auf 3,25 % angehoben. Dieser Zinssatz gilt erstmals für das am 9. Februar 2000 abzuwickelnde Geschäft. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und für die Einlagefazilität wurden mit Wirkung vom 4. Februar 2000 ebenfalls um 25 Basispunkte auf 4,25 % bzw. 2,25 % erhöht.

Der Beschluß des EZB-Rats wurde im Rahmen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems gefaßt und basiert auf seinem vorrangigen Ziel, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Nach Einschätzung des EZB-Rats zeigten beide Säulen der geldpolitischen Strategie Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität an. Was die erste Säule betrifft, läßt die Entwicklung der Geldmenge und der Kreditgewährung weiterhin auf eine reichliche Liquiditätsversorgung im Euro-Währungsgebiet schließen. Das Geldmengenzuwachstum liegt nach wie vor über dem Referenzwert von $4\frac{1}{2}\%$, und die Kreditvergabe an den privaten Sektor ist über das ganze Jahr 1999 hinweg mit einer Rate von 10 % oder mehr gewachsen. Die zweite Säule, eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung, bestätigt die obige Einschätzung. Die jüngst verzeichneten Preis- und Kostensteigerungen – einschließlich des Anstiegs der Öl- und Rohstoffpreise (ohne Energie) sowie der Erzeugerpreise – fielen stärker und anhaltender als zuvor erwartet aus. Zudem hat die anhaltende Abschwächung des Euro zu einem Anstieg der Importpreise beigetragen. Zusammengefaßt weisen diese Faktoren auf die zunehmende Gefahr eines weiteren Anstiegs der Verbraucherpreise – sogenannte Zweitrundeneffekte – hin. In diesem Zusammenhang sollte beachtet werden, daß die Risiken für die Preisstabilität in einem Umfeld zu beurteilen sind, in dem Aussichten für einen kräftigen Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet bestehen, der durch die günstigen Aussichten für das Produktionswachstum weltweit unterstützt wird. Die binnen- und außenwirtschaftlichen

Faktoren verstärken sich gegenseitig und fördern so die Beschleunigung des realen BIP-Wachstums im Euroraum.

Vor diesem Hintergrund muß eine vorausschauende Geldpolitik rechtzeitig reagieren und somit einen Beitrag zur Sicherung eines nachhaltigen Wachstums im Euro-Währungsgebiet leisten. Die Entschlossenheit des EZB-Rats, einem anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Inflation entgegenzuwirken, soll den Tarifpartnern versichern, daß die Aussichten für die Beibehaltung der Preisstabilität günstig bleiben. Gleichzeitig ist es wichtig, daß die Lohnabschlüsse selbst keine Gefahr für die Preisstabilität auf mittlere Sicht darstellen.

Bei einer eingehenderen Analyse der Entwicklungen, die zu dem Zinserhöhungsbeschluß der EZB führten, ist in bezug auf die erste Säule festzustellen, daß das Wachstum von M3 im Jahr 1999 weiterhin hoch blieb. Der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate von M3 für den Zeitraum von Oktober bis Dezember 1999 belief sich auf 6,1 %. Gleichzeitig haben die Kredite an den privaten Sektor im Dezember 1999 mit einer Jahresrate von 10,5 % weiter kräftig zugenommen. Sowohl die anhaltende Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert von $4\frac{1}{2}\%$ als auch die sich fortsetzende starke Kreditexpansion deuteten weiterhin auf eine großzügige Liquiditätsausstattung hin und tragen als wichtige Faktoren zu den Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bei.

Hinsichtlich der zweiten Säule ist ein breites Spektrum von Indikatoren zu betrachten. Die langfristigen Nominalzinsen signalisieren verstärkte Erwartungen eines dauerhaften Aufschwungs im Euroraum. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet sind im Januar 2000 weiter gestiegen und erreichten den höchsten Stand seit Ende 1997.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro ging von Anfang Januar bis zum 2. Februar 2000 um 1,7 % zurück. Somit belief sich die gesamte effektive Abwertung des Euro seit dem ersten Quartal 1999 auf fast 12 %. Die Entwicklung des Euro-Wechselkurses gab an-

gesichts ihres Ausmaßes und ihrer Dauer in letzter Zeit zunehmend Anlaß zur Sorge über die künftige Preisstabilität, da sie das Verbraucherpreisniveau über den Anstieg der Preise für importierte Fertig- und Vorleistungsgüter beeinflusst.

Die jüngsten wirtschaftlichen Entwicklungen im Eurogebiet bestätigen, daß bereits ein deutlicher Aufschwung im Gange ist. Nach der im dritten Quartal 1999 verzeichneten Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit weisen Wirtschaftsumfragen auf eine anhaltende Expansion im vierten Quartal 1999 und Anfang 2000 hin. Die Konjunkturaussichten im Eurogebiet sind günstig. Hierzu tragen die verbesserten Aussichten für das Wachstum in den meisten Regionen der Welt bei. Das anhaltend robuste Wachstum der US-Wirtschaft wird begleitet von einer Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit in anderen Industrieländern, und in einer Reihe von asiatischen und lateinamerikanischen Schwellenländern hat eine kräftige Erholung eingesetzt.

In diesem Umfeld wirtschaftlicher Expansion ging die Arbeitslosenquote im Euroraum im Dezember 1999 weiter zurück und lag zuletzt bei 9,6 %. Somit liegt sie 0,8 Prozentpunkte unter dem im entsprechenden Vorjahreszeitraum verzeichneten Stand. Die Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit dürfte zu fortgesetztem Beschäftigungswachstum und einer weiteren Verringerung der Arbeitslosigkeit führen.

Die Preissteigerung im Eurogebiet, gemessen an der jährlichen Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), erhöhte sich im Dezember auf 1,7 %, nachdem sie sich im November 1999 auf 1,5 % belaufen hatte. Dieser Anstieg ist vor allem auf die Entwicklung der Energiekomponente des HVPI zurückzuführen. Die jährliche Preis-

steigerungsrate gemessen am HVPI dürfte sich in den nächsten Monaten weiter erhöhen. Dies spiegelt zunächst die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs und den Rückgang des Euro-Wechselkurses in den letzten Monaten wider. Diese Entwicklung ist aber auch auf einen Basiseffekt zurückzuführen, da die Energiepreise im Januar und Februar 1999 gefallen sind.

In einem Umfeld eines robusten Wirtschaftswachstums im Eurogebiet ist es erforderlich, daß die Sozialpartner bei den Lohnabschlüssen dafür Sorge tragen, daß die Lohnzuwächse weiterhin mit Preisstabilität in Einklang stehen und ein anhaltendes Beschäftigungswachstum unterstützen, damit insgesamt die günstigen Bedingungen für einen kräftigen, inflationsfreien Konjunkturaufschwung erhalten bleiben. Außerdem müssen die Regierungen die Strukturreformen vorantreiben, um ihre Volkswirtschaften nachhaltig zu stärken. Solche Reformen tragen dazu bei, daß das Euro-Währungsgebiet sowohl für inländische als auch für ausländische Investoren an Attraktivität gewinnt. Insgesamt gesehen dürfte ein konsequent an diesen Verantwortlichkeiten ausgerichtetes Handeln wohl die beste Strategie sein, um Preisstabilität innerhalb des Euro-Währungsgebiets zu gewährleisten und ein kräftiges und dauerhaftes Wirtschaftswachstum zu sichern.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Artikel. Der erste Artikel mit dem Titel „Das Eurosystem und die EU-Erweiterung“ befaßt sich mit den Auswirkungen der Erweiterung der Europäischen Union auf das Eurosystem. Der zweite Artikel mit dem Titel „Konsolidierung im Bereich der Wertpapierabwicklung“ untersucht den Konsolidierungsprozeß in diesem Bereich nach der Einführung des Euro.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklungen

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

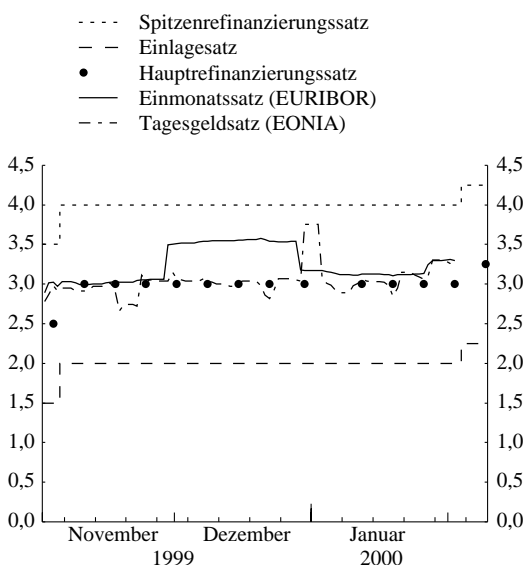
In seiner Sitzung am 3. Februar 2000 beschloß der EZB-Rat, die drei Leitzinsen der EZB um 25 Basispunkte anzuheben. So wurde der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems – die weiterhin als Mengentender durchgeführt werden – von 3,0 % auf 3,25 % erhöht, beginnend mit dem am 9. Februar 2000 abzuwickelnden Geschäft. Ferner wurden der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität von 4,0 % auf 4,25 % und der Zinssatz für die Einlagefazilität von 2,0 % auf 2,25 % angehoben, jeweils mit Wirkung vom 4. Februar 2000 (siehe Abbildung 1).

Jahreswachstumsrate von M3 im Dezember 1999 weiterhin hoch

Im Dezember 1999 stieg die Jahreswachstumsrate des weit gefaßten Geldmengenaggregats M3 auf 6,4 %, verglichen mit 6,2 % im Vormonat. Der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 für den Zeitraum von Oktober bis Dezember 1999

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

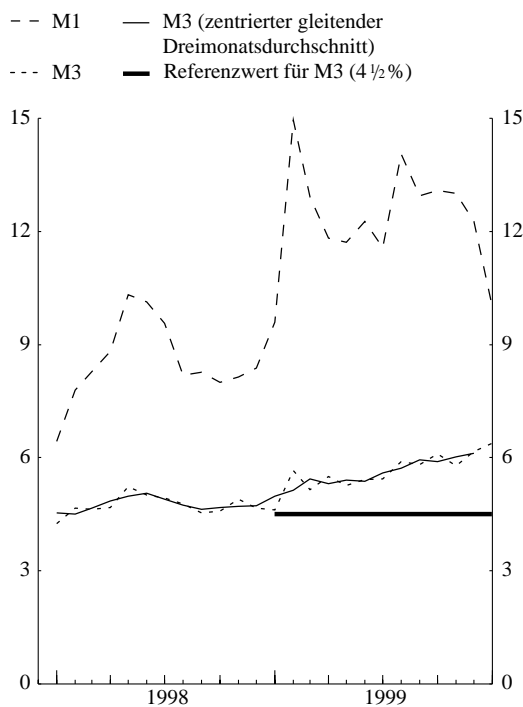


Quelle: EZB.

Abbildung 2

Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

betrug 6,1 %. Damit lag er geringfügig über dem im Zeitraum von September bis November 1999 verzeichneten Wert von 6,0 % und blieb rund 1 1/2 Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4 1/2 % (siehe Abbildung 2). Bei der Interpretation dieser Zahlen ist zu berücksichtigen, daß der Anstieg der Zwölfmonatsrate von M3 im Dezember 1999 hauptsächlich auf einen Basiseffekt zurückzuführen war (siehe Kasten I). Gleichwohl ließ die anhaltende Abweichung des Wachstums der Geldmenge M3 vom Referenzwert weiterhin auf eine großzügige Liquiditätsausstattung schließen und trug nach wie vor maßgeblich zu den mittelfristigen Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bei.

Die Geldmenge M3 wuchs im Dezember 1999 gegenüber dem Vormonat um 82 Mrd €. Dieser Anstieg war zu einem großen Teil auf saisonale Einflüsse zurückzuführen. Saisonbereinigt belief sich der Zuwachs von M3 im

Kasten I

Der Einfluß von Basiseffekten auf die Jahreswachstumsrate der Geldmenge

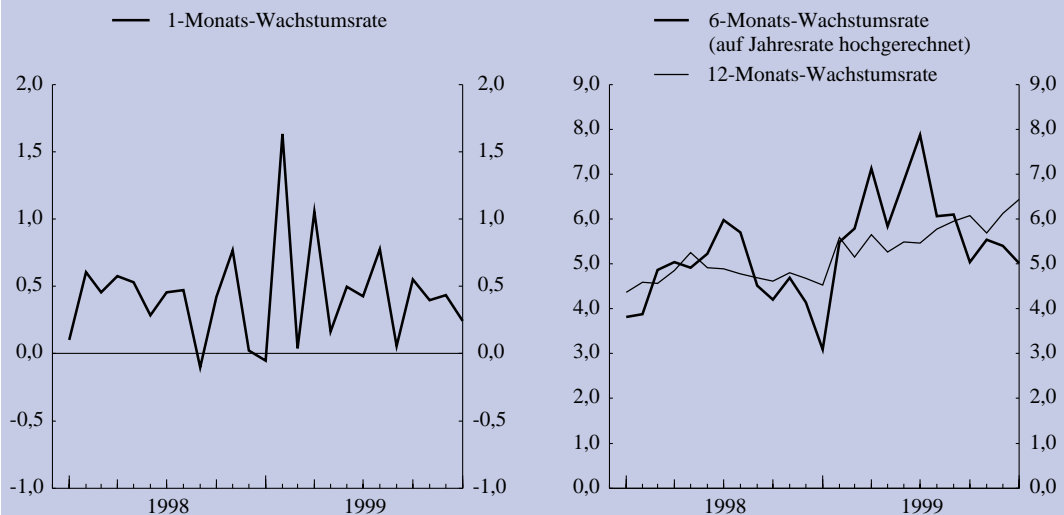
Der EZB-Rat bestätigte im Dezember 1999 seine Ankündigung vom Dezember 1998, daß er die Entwicklung des Geldmengenaggregats M3 im Verhältnis zum Referenzwert von 4 ½ % anhand der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte der Jahreswachstumsraten beobachten werde. Der Vorjahrsvergleich ist eine gängige Methode zur Darstellung der Entwicklung monetärer und anderer ökonomischer Größen. Dieses Verfahren hat unter anderem den Vorteil, daß Saisoneinflüsse grundsätzlich ausgeschlossen werden. Zudem ist ein Zwölfmonatszeitraum in der Regel ausreichend, um eine Überzeichnung vorübergehender kurzfristiger Bewegungen zu verhindern. Schließlich erleichtern Jahreswachstumsraten auch Vergleiche mit Daten, die weniger häufig erhoben werden. Um den Einfluß erraticcher monatlicher Schwankungen von M3 noch weiter auszuschließen, verwendet die EZB Dreimonatsdurchschnitte der Jahreswachstumsraten.

Bei der Interpretation von Veränderungen der Vorjahrsraten gegenüber dem jeweiligen Vormonat müssen allerdings auch mögliche Basiseffekte gebührend berücksichtigt werden. Solche Basiseffekte können entstehen, wenn eine Veränderung der Zwölfmonatsrate nicht nur auf Entwicklungen im zuletzt vorangegangenen Monat, sondern auch auf Entwicklungen im entsprechenden Vorjahrsmonat zurückzuführen ist. So kann beispielsweise ein relativ starkes (bzw. schwaches) Wachstum der Geldmenge in einem bestimmten Monat eines Jahres zu einem Rückgang (bzw. Anstieg) der Jahreswachstumsrate ein Jahr danach führen, da der Anstieg (bzw. Rückgang) vor Jahresfrist bei der Berechnung der Zwölfmonatsrate nicht mehr ins Gewicht fällt.

Aus diesem Grund beurteilt die EZB die Entwicklung von M3 nicht ausschließlich anhand von Vorjahrsvergleichen. Sie beobachtet auch kontinuierlich saisonbereinigte Wachstumsraten, denen Erhebungszeiträume zugrunde liegen, die kürzer oder länger sind als zwölf Monate. Saisonbereinigte Einmonatswachstumsraten (siehe Tabelle 2.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“) spiegeln Entwicklungen im zuletzt vorangegangenen Monat wider. Zwar können monatliche Veränderungen von M3 recht volatil sein und sollten deshalb nicht überbewertet werden, doch kann ein Vergleich des saisonbereinigten M3-Wachstums in einem bestimmten Monat mit dem entsprechenden Wert im gleichen Monat ein Jahr zuvor hilfreich sein, um Basiseffekte in den Jahreswachstumsraten zu erkennen. Zudem können anhand des saisonbereinigten Indexes von M3 auch Jahresraten für kürzere oder längere Zeiträume als ein Jahr ermittelt werden. Gelegentlich kann die Analyse monetärer Entwicklungen über solche kürzeren oder längeren Zeiträume

Wachstumsraten der Geldmenge M3

(Veränderung in %; anhand saisonbereinigter Daten ermittelt)



Quelle: EZB.

hinweg hilfreich sein, um das Geldmengenwachstum verlässlich beurteilen zu können, insbesondere dann, wenn die Entwicklung der Zwölfmonatsrate stark von Basiseffekten beeinflusst wird.

Der verzerrende Einfluß von Basiseffekten läßt sich anhand der Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet zum Jahresende 1999 verdeutlichen. Im Dezember 1998 nahm die (saisonbereinigte) Geldmenge M3 ab. Auf diesen Rückgang folgte im Januar 1999 eine außergewöhnlich starke Ausweitung von M3 (siehe linke Graphik der obenstehenden Abbildung). Diese Volatilität der monetären Daten von der Jahreswende 1998/99, die vor allem mit den besonderen Umständen unmittelbar vor und nach der Einführung des Euro zusammenhing, hatte eine beachtliche Auswirkung auf die Jahreswachstumsraten von M3 im Dezember 1999 und Januar 2000. Der (saisonbereinigte) Rückgang von M3 im Dezember 1998 war ausschlaggebend für den Anstieg der Jahreswachstumsrate von M3 von 6,2 % im November 1999 auf 6,4 % im Dezember 1999. Ähnlich dürfte auch der Basiseffekt des sprunghaften Anstiegs von M3 im Januar 1999 das Wachstum dieses Geldmengenaggregats im Vorjahresvergleich im Januar 2000 beträchtlich gedämpft haben. Diese Basiseffekte wirken sich auch auf den gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate von M3 aus, wenn auch weniger stark, da ihr Einfluß über drei Monate verteilt wird.

Dezember 1999 gegenüber November 1999 auf 11 Mrd € bzw. 0,2 % (siehe Tabelle 1) und war damit niedriger als in jedem der drei vorangegangenen Monate. Der Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen (die Geldmenge M1) nahmen im Dezember saisonbereinigt um insgesamt 11 Mrd € bzw. 0,6 % ab, während bei den kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) und bei den marktfähigen Finanzinstrumenten ein Anstieg um 5 Mrd € (0,2 %) bzw. 17 Mrd € (2,6 %) zu verzeichnen war.

Die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs erhöhte sich beträchtlich (von 5,3 % im No-

vember auf 8,4 % im Dezember 1999). Möglicherweise ist dieser Anstieg mit der vorsorglichen Haltung von Banknoten im Zusammenhang mit den Unsicherheiten bezüglich der Auswirkungen des Jahrhundertwechsels zu erklären. Die Zwölfmonatsrate der täglich fälligen Einlagen ging hingegen merklich zurück (von 13,8 % im November 1999 auf 10,3 % im Dezember 1999). Zwar mag diese Wachstumsverlangsamung zum Teil auf eine verstärkte Haltung von Banknoten zurückzuführen sein, doch spiegelte die geringere Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen möglicherweise auch den Anstieg der Geldmarktzinsen im vierten Quartal 1999 wider, durch

Tabelle 1

Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)

	Dez. 1999	Okt. 1999		Nov. 1999		Dez. 1999		Okt. bis Dez. 1999	
	Bestand	Veränderung		Veränderung		Veränderung		Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd EUR	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%
M3	4 781,6	18,4	0,4	20,3	0,4	11,4	0,2	16,7	0,4
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 959,7	6,1	0,3	4,8	0,3	-10,8	-0,6	0,1	0,0
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 157,7	3,8	0,2	0,6	0,0	5,0	0,2	3,1	0,1
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	664,2	8,5	1,3	14,8	2,3	17,2	2,6	13,5	2,1

Quelle: EZB.

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

den sich die Opportunitätskosten dieser liquiden Einlagen tendenziell erhöhten. Insgesamt sank die Jahreswachstumsrate des eng gefaßten Geldmengenaggregats M1 von 12,3 % im November auf 10,0 % im Dezember. Zwar blieb sie damit auf einem hohen Niveau, doch scheint sich die Nachfrage nach den liquiden Komponenten von M3 in den letzten Monaten etwas abgeschwächt zu haben, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte 1999 außergewöhnlich hoch gewesen war. So wuchs das Geldmengenaggregat M1 in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet lediglich um 4,0 %.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) verringerte sich weiter und betrug im Dezember 1999 1,3 % (verglichen mit 1,8 % im Vormonat). Das verlangsamte Wachstum dieser Einlagen war in erster Linie auf eine niedrigere Zwölfmonatsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten zurückzuführen (4,0 % im Dezember gegenüber 5,0 % im November). Hierin mögen sich die höheren Opportunitätskosten infolge der zunehmenden Differenz zwischen den – gestiegenen – Geldmarktzinsen im Euroraum und den für diese Einlagen geltenden Bankzinsen im Kundengeschäft niedergeschlagen haben. Die Abnahme der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren blieb im Dezember mit einer Jahresrate von 2,5 % weitgehend unverändert. Im Vorjahresvergleich ging die Ausweitung des mittleren Geldmengenaggregats M2, das den Bargeldumlauf und alle kurzfristigen Einlagen umfaßt, deutlich zurück (von 6,5 % im November auf 5,3 % im Dezember 1999).

Im Gegensatz zu den genannten Entwicklungen der Einlagen stieg die Jahresrate der in M3 erfaßten marktfähigen Finanzinstrumente im Dezember 1999 sprunghaft auf 14,3 % an (verglichen mit 4,0 % im November) und erreichte damit den bei weitem höchsten Wert der vergangenen zwölf Monate. Der außergewöhnlich starke Anstieg der Vorjahrsrate im Dezember 1999 war teilweise auf Basiseffekte zurückzuführen, spiegelte aber auch eine

merkliche Erhöhung der saisonbereinigten Monatsrate (auf 2,6 %) wider. Diese mag mit dem Anstieg der Geldmarktzinsen während der letzten Monate und möglicherweise auch mit der erhöhten Volatilität der Anleihemärkte im Verlauf des Dezembers zusammenhängen, denn diese beiden Faktoren haben wohl dazu geführt, daß Anlagen in relativ liquiden Instrumenten mit einer Verzinsung, die etwa in Höhe der Geldmarktsätze lag, attraktiver wurden.

Die gestiegene Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente spiegelte den positiven Beitrag aller in dieser M3-Komponente enthaltenen Posten wider. Der rückläufige Trend der Repogeschäfte hielt an, wenngleich er weniger stark ausgeprägt war. Der Rückgang dieses Postens gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum betrug im Dezember 16,9 % (verglichen mit 20,7 % im November). Das Wachstum der Geldmarktfondsanteile und der Geldmarktpapiere beschleunigte sich – teilweise infolge der zuvor erwähnten Basiseffekte – auf eine Jahresrate von insgesamt 26,9 % im Dezember 1999 (gegenüber 18,3 % im Vormonat). Die starke Nachfrage nach diesen Geldmarktinstrumenten kann auch auf Käufe durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen sein, die sich in den monetären Statistiken des Eurosystems nicht verlässlich separat ausweisen lassen. Die Jahresrate der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren schließlich stieg im Dezember sprunghaft an und erreichte 40,7 %, nachdem sie im Vormonat 8,1 % betragen hatte. Auch hierin mag sich teilweise ein Basiseffekt niedergeschlagen haben, denn die Nachfrage nach diesen Instrumenten war im Dezember 1998 merklich gesunken.

Weiterhin kräftiges Wachstum der Kredite an den privaten Sektor

Von den Gegenposten zu M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors her betrachtet sind die gesamten Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet im Dezember 1999

mit einer unveränderten Vorjahrsrate von 8,4 % gewachsen. Dahinter verbergen sich allerdings gegenläufige Bewegungen des Kreditwachstums in den einzelnen Sektoren. Das Wachstum der Kredite an den privaten Sektor ist von einer Jahresrate von 10,9 % im November auf 10,5 % im Dezember zurückgegangen, während die Vorjahrsrate bei den Krediten an die öffentlichen Haushalte von 1,7 % im November auf 2,5 % im Dezember gestiegen ist.

In der Entwicklung der Kredite an den privaten Sektor schlug sich hauptsächlich die etwas schwächere Ausweitung der Direktkredite (9,5 % im Dezember verglichen mit 10,1 % im Vormonat) nieder. Außerdem haben die MFI-Bestände an Aktien und sonstigen Dividendenwerten etwas weniger zugenommen (25,0 % im Dezember nach 26,9 % im November), während sich das Wachstum der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien im Vorjahrsvergleich von 8,2 % im November auf 12,4 % im Dezember erhöhte. Insgesamt setzte sich die starke Kreditexpansion fort und signalisierte weiterhin günstige Finanzierungsbedingungen im Euroraum.

Das Wachstum der Kredite an die öffentlichen Haushalte stieg im Dezember im vierten Monat in Folge an und erreichte eine Jahresrate von 2,5 % (verglichen mit 1,7 % im November). Ausschlaggebend hierfür war, daß die MFIs ihre Käufe von Staatsschuldverschreibungen erhöhten (im Dezember um 4,4 % verglichen mit dem entsprechenden Vorjahrsstand), während die Entwicklung bei den Direktkrediten an die öffentlichen Haushalte nach wie vor verhalten war (diese unterschritten ihr Vorjahrsniveau im Dezember um 0,1 %).

Bei den übrigen Gegenposten von M3 stieg die Vorjahrsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Dezember weiter auf 8,1 %, gegenüber 7,3 % im November. Hierzu haben ein im Vorjahrsvergleich kräftigeres Wachstum der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren (das seit Mai stetig gestiegen ist und sich im Dezember 1999 auf 5,9 % belief), aber

auch eine stärkere Zunahme von Kapital und Rücklagen (die sich binnen Jahresfrist um 14,1 % erhöhten, verglichen mit 9,4 % im November) beigetragen. Die längerfristigen Einlagen profitierten weiter von dem zunehmenden Abstand zwischen den längerfristigen Einlagenzinsen im Kundengeschäft der Banken und den Zinsen für kurzfristige Einlagen. Das raschere Wachstum des Kapitals und der Rücklagen der MFIs im Dezember hing teilweise mit Bewertungseffekten zusammen. Was die sonstigen längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs betrifft, so haben die Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren weniger zugenommen (8,3 % im Dezember, verglichen mit 9,0 % im Vormonat). Die Einlagen mit einer Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten schließlich sind weiter zurückgegangen (sie unterschritten ihr Vorjahrsniveau im Dezember um 8,8 %, verglichen mit 8,1 % im November).

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors an das Nicht-Euro-Währungsgebiet gingen im Dezember leicht (absolut und nicht saisonbereinigt um 3 Mrd €) zurück, da sich die Aktiva des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets etwas stärker als die entsprechenden Passiva verringert haben.

Insgesamt erhöhte sich die Geldmenge M3 von Dezember 1998 bis Dezember 1999 um 285 Mrd €. Was die übrigen Hauptposten der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors (siehe Tabelle 2) betrifft, so betrug der Zuwachs gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit bei den Krediten an den privaten Sektor 583 Mrd € und bei den Krediten an die öffentlichen Haushalte 51 Mrd €. Gleichzeitig erhöhten sich die längerfristigen Verbindlichkeiten der MFIs (um 267 Mrd €), während ihre Nettoposition gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums zurückging (um 185 Mrd €). Die sonstigen Gegenposten von M3 (Nettoverbindlichkeiten) unterschritten ihr Vorjahrsniveau im Dezember 1999 um 103 Mrd €.

Kasten 2

Auf Euro lautende Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen

Seit November 1999 veröffentlicht die EZB Statistiken über die Emission von Schuldverschreibungen, aufgegliedert nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen (siehe Tabelle 3.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ und Kasten 2 auf Seite 20 f. der Monatsberichtsausgabe vom November 1999). Nun wurde das Spektrum der von der EZB veröffentlichten Statistiken über Wertpapieremissionen um eine nach Emittentengruppen, Umlauf und Bruttoabsatz von auf Euro lautenden Wertpapieren gegliederte Statistik erweitert (siehe Tabelle 3.6 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Die neue Statistik der EZB unterscheidet sechs Emittentengruppen: MFIs (einschließlich Eurosystem), nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Zentralstaaten (Bund), sonstige öffentliche Haushalte und internationale Organisationen. Eine Aufgliederung der Emissionstätigkeit an den Anleihemärkten im Eurogebiet nach Emittentengruppen stellt ein wichtiges Element der monetären und finanzmarktbezogenen Analyse dar. Derartige Daten können Aufschluß über die relative Bedeutung der Inanspruchnahme der Kapitalmärkte durch den öffentlichen und den privaten Sektor geben und sich bei der Analyse von Veränderungen der Marktzinssätze, insbesondere im mittleren und langen Laufzeitenbereich, als hilfreich erweisen. Über einen längeren Zeitraum betrachtet, können diese Daten darüber hinaus Hinweise auf sich anbahnende Veränderungen des Spar- und Kreditverhaltens im Euro-Wirtschaftsraum geben, die für die Interpretation der Entwicklung der Geldmengen- und Kreditaggregate oder für den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik relevant sein können.

In der nach Emittentengruppen aufgegliederten Statistik sind Wertpapiere ohne Aktien erfaßt, die weltweit begeben wurden und auf Euro lauten (hierzu zählt auch der Umlauf an Wertpapieren, die noch auf eine der nationalen Währungen der Mitgliedstaaten des Euroraums lauten). In Übereinstimmung mit den im Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) festgelegten europäischen Standards wird in dieser Statistik die Emittentengruppe als die Stelle definiert, die die Verbindlichkeit eingeht.

Bei den auf Euro lautenden, von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen zeigt die Aufgliederung nach Emittentengruppen, daß die Zentralstaaten (Bund) am Kapitalmarkt des Eurogebiets am stärksten präsent waren. Der Umlauf dieses Sektors zusammengenommen betrug Ende November 3 262,9 Mrd € und damit 54 % des Umlaufs insgesamt (siehe Tabelle unten). Zum Vergleich: Ende Dezember 1998 hatte der Anteil der Zentralstaaten (Bund) am Gesamtumlauf 56 % betragen. Mit 2 208,5 Mrd € bzw. 37 % entfiel auf die MFIs der zweitgrößte Anteil am Gesamtumlauf der auf Euro lautenden Schuldverschreibungen per Ende November 1999. Der entsprechende Anteil per Ende Dezember 1998 hatte 36 % betragen.

Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften waren immer noch in relativ geringem Ausmaß am Kapitalmarkt des Euroraums vertreten. Ihr Anteil am Gesamtumlauf belief sich Ende November 1999 auf 5 % bzw. 3 %, verglichen mit 4 % bzw. 2 % Ende Dezember 1998. Wie die Veränderung der Anteile der verschiedenen Emittentengruppen am Gesamtumlauf im Zeitraum Dezember 1998 bis November 1999 zeigt, hat sich im Jahresverlauf 1999 die Inanspruchnahme des Kapitalmarkts des Eurogebiets durch den nichtöffentlichen Sektor in Relation zum öffentlichen Sektor vergrößert (vgl. hierzu den Artikel „Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach Einführung des Euro: Wesentliche Merkmale und Veränderungen in der Finanzstruktur“ in der Monatsberichtsausgabe vom Januar 2000).

Betrachtet man die Aufgliederung des Umlaufs an auf Euro lautenden Schuldverschreibungen nach Ursprungslaufzeiten, sind in allen Emittentengruppen hauptsächlich langfristige Ursprungslaufzeiten zu verzeichnen, wobei dieser Trend bei den im Eurogebiet ansässigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weniger stark ausgeprägt war.

Daten zur Aufgliederung der auf Euro lautenden, von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen werden von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) erhoben. Derartige Daten sind gegenwärtig für den Zeitraum bis einschließlich des dritten Quartals 1999 verfügbar. Ende September 1999 entfielen auf den Umlauf von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen, die von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets begeben wurden, 9 % des Gesamtumlaufs von auf Euro lautenden

Schuldverschreibungen. Eine Aufgliederung der gebietsfremden Emittenten von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen nach Sektoren zeigt, daß der Großteil – 28 % Ende September 1999 – des Gesamtumschlages der Emissionen von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets auf gebietsfremde Banken (einschließlich Zentralbanken) entfiel. An zweiter Stelle standen internationale Organisationen (21 %), gefolgt von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (19 %), nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften (15 %) und Zentralstaaten (Bund) (13 %). Von Ende Dezember 1998 bis Ende September 1999 stieg der Anteil der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften von 13 % auf 19 % und damit weitaus stärker als in jeder anderen Emittentengruppe. Auch diese Entwicklung spiegelt die wachsende Bedeutung des privaten Sektors beim Absatz auf Euro lautender Schuldverschreibungen wider.

Absatz von auf Euro ¹⁾ lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet ²⁾ nach Emittentengruppen

(Mrd EUR)

	Bruttoabsatz im Jahr 1999						Umlauf per	
	Q1	Q2	Q3	Okt.	Nov.	Jan.–Nov. ⁴⁾	Ende Dez. 1998	Ende Nov. 1999 ⁵⁾
Insgesamt	931,9	873,6	853,3	296,9	277,9	2 955,7	5 589,9	6 028,1
– darunter								
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	129,5	125,1	129,8	47,7	41,0	473,1	235,0	282,6
darunter kurzfristig % ³⁾	(81)	(88)	(90)	(87)	(94)	(87)	(20)	(26)
darunter langfristig %	(19)	(12)	(10)	(13)	(6)	(13)	(80)	(74)
MFIs (einschließlich Eurosystem)	452,6	430,4	412,8	154,4	159,3	1 609,5	1 989,3	2 208,5
darunter kurzfristig % ³⁾	(65)	(68)	(72)	(67)	(72)	(69)	(8)	(10)
darunter langfristig %	(35)	(32)	(28)	(33)	(28)	(31)	(92)	(90)
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	15,7	37,1	22,7	5,5	6,0	87,0	131,0	183,5
darunter kurzfristig % ³⁾	(27)	(13)	(22)	(27)	(20)	(20)	(7)	(3)
darunter langfristig %	(73)	(87)	(78)	(73)	(80)	(80)	(93)	(97)
Zentralstaaten (Bund)	325,8	271,4	282,0	86,9	68,1	1 034,2	3 127,2	3 262,9
darunter kurzfristig % ³⁾	(43)	(49)	(46)	(47)	(49)	(46)	(10)	(8)
darunter langfristig %	(57)	(51)	(54)	(53)	(51)	(54)	(90)	(92)
Sonstige öffentliche Haushalte	8,3	9,8	6,0	2,5	3,6	30,1	107,5	113,9
darunter kurzfristig % ³⁾	(42)	(41)	(57)	(60)	(56)	(48)	(3)	(3)
darunter langfristig %	(58)	(59)	(43)	(40)	(44)	(52)	(97)	(97)
Nachrichtlich:								
Gesamtabsatz in Euro von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (in % des Gesamtabsatzes in Euro)	76,7 (8)	75,2 (8)	90,3 (10)	.	.	242,2 (8)	439,1 (7)	593,1 (9)
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	18,0	22,3	27,9	.	.	68,2	56,0	109,9
Banken (einschließlich Zentralbanken)	28,6	22,3	30,6	.	.	81,5	117,6	164,1
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	16,5	19,1	21,8	.	.	57,4	53,4	87,2
Zentralstaaten (Bund)	5,6	6,2	4,4	.	.	16,2	65,9	78,9
Sonstige öffentliche Haushalte	1,9	2,2	2,5	.	.	6,6	25,5	29,7
Internationale Organisationen	6,1	3,2	3,2	.	.	12,5	120,7	123,3

Quellen: EZB und BIZ.

1) Einschließlich Papieren, die auf eine der nationalen Währungseinheiten des Euro lauten.

2) Der Erfassungsgrad der Daten zu den Ansässigen im Euro-Währungsgebiet beträgt schätzungsweise 95 % des Gesamtumschlages der Emissionen.

3) Kurzfristige Schuldverschreibungen einschließlich Emissionen mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder weniger (entsprechend dem ESVG 95, in Ausnahmefällen zwei Jahren).

4) Januar bis September bei Emissionen von Gebietsfremden.

5) Ende September bei Emissionen von Gebietsfremden.

Tabelle 2**Die Geldmenge M3 und ihre Gegenposten in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors**

(Mrd EUR)

Aktiva	Ausstehende Beträge			12-Monats-Veränderungen ¹⁾	Passiva	Ausstehende Beträge			12-Monats-Veränderungen ¹⁾
	Dez. 1998	Dez. 1999	Dez. 1999			Dez. 1998	Dez. 1999	Dez. 1999	
Kredite an den privaten Sektor	5 590,3	6 140,5	583,0	M3	4 442,4	4 781,6	285,0		
Kredite an öffentliche Haushalte	2 022,4	2 062,2	50,8	Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 274,7	3 579,9	266,7		
Nettoposition gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	389,9	269,5	-185,4	Sonstige Gegenposten (netto) ²⁾	285,5	110,6	-103,4		
Insgesamt	8 002,6	8 472,2	448,4	Insgesamt	8 002,6	8 472,2	448,4		

Quelle: EZB.

1) Anhand der monatlichen Bestandsveränderungen errechnet; bereinigt um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere Bewegungen, die nicht auf Transaktionen basieren.

2) Sonstige Gegenposten (netto) = Einlagen der Zentralstaaten + Überschuß aus den Inter-MFI-Verbindlichkeiten + verbleibende Passiva – Sachanlagen – Gegenposten zu den in M3 erfaßten Verbindlichkeiten der Zentralstaaten – verbleibende Aktiva.

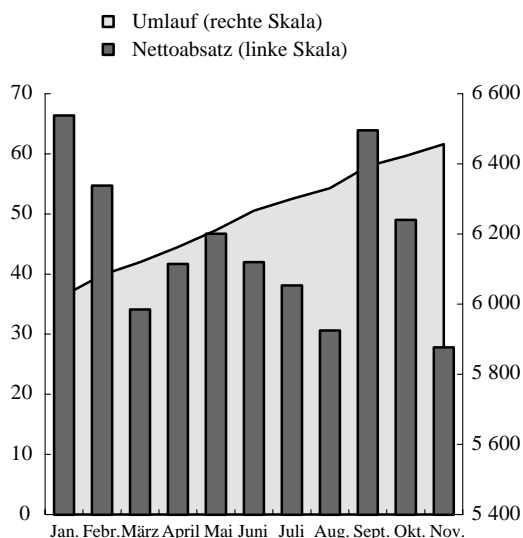
Stärkere Teilnahme des privaten Sektors an den Anleihemärkten des Eurogebiets

In diesem Monatsbericht veröffentlicht die EZB erstmals Daten über den Umlauf und den Brutto-

absatz von auf Euro lautenden Wertpapieren nach Emittentengruppen (siehe Kasten 2). Diese Daten ergänzen die Statistik über den Absatz von Wertpapieren, die die EZB seit November 1999 veröffentlicht, und erleichtern den Überblick über die Entwicklung der Struktur der Finanzmärkte im Euroraum.

Abbildung 3**Absatz von Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1999**

(Mrd EUR)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Nettoabsatz weicht aufgrund von Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und anderen Anpassungen von der Veränderung des Umlaufs ab.

Der Bruttoabsatz von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, betrug im Oktober und November 1999 311,3 Mrd € bzw. 293,6 Mrd €. Berücksichtigt man die Tilgungen (262,3 Mrd € bzw. 265,9 Mrd €), so ergibt sich ein Nettoabsatz von 49,0 Mrd € bzw. 27,8 Mrd €, verglichen mit einem durchschnittlichen monatlichen Nettoabsatz von 46,5 Mrd € in den ersten neun Monaten des Jahres 1999 (siehe Abbildung 3). Ende November 1999 betrug der Umlauf an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen 6 455,9 Mrd €.

Leichter Zinsanstieg im Kundengeschäft der Banken im Dezember

Im Gefolge der EZB-Zinserhöhung Anfang November sowie des Anstiegs der Geldmarktzinss in im Oktober und November

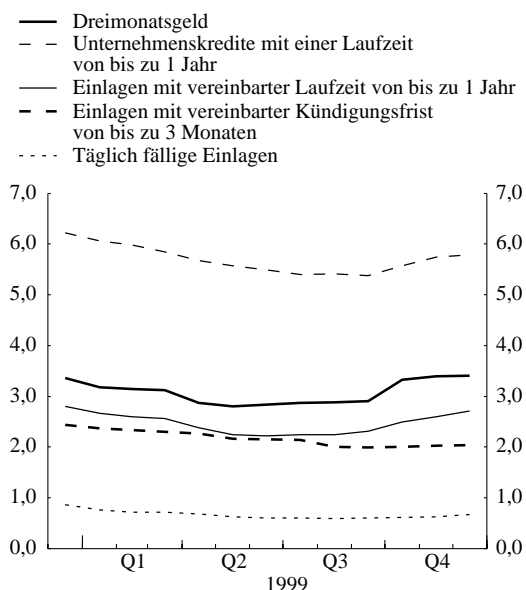
zogen die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken in der EWU im Dezember 1999 durchweg an. Auch die entsprechenden längerfristigen Zinsen sind im Dezember unter dem Einfluß der höheren langfristigen Kapitalmarktzinsen auf breiter Front gestiegen.

Am stärksten war die Zinsanhebung im kurzfristigen Kundengeschäft der Banken bei den durchschnittlichen Zinsen für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr: sie erhöhten sich um 11 Basispunkte auf 2,7 % im Dezember 1999 (siehe Abbildung 4). Trotz des allgemeinen Anstiegs der kurzfristigen Bankzinsen seit den Sommermonaten 1999 lagen sie aber im Dezember 1999 unter ihrem Stand vom Dezember 1998.

Bei den längerfristigen Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken ist der Durchschnittssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren im Dezember 1999 um 7 Basispunkte auf 4,0 % gestiegen (siehe Abbildung 5). Auch der Durchschnittssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte erhöhte sich leicht auf 5,8 %. Nur der Durchschnittszinssatz für längerfristige

Abbildung 4 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

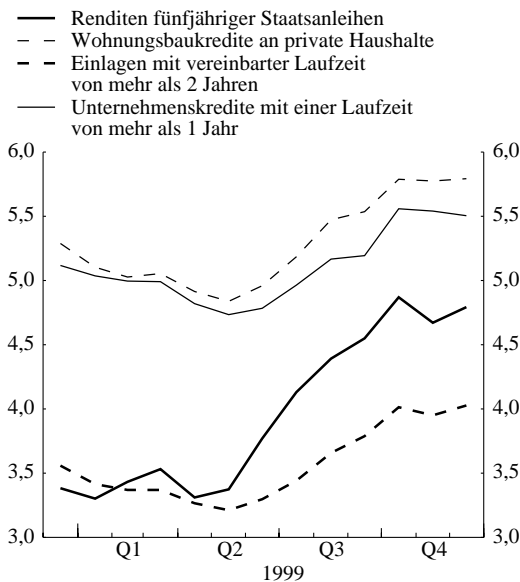
(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Abbildung 5 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Unternehmenskredite ging im Dezember geringfügig auf 5,5 % zurück. Alle langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken lagen im Dezember 1999 vor dem Hintergrund der seit Mai 1999 tendenziell steigenden Anleiherenditen deutlich über ihrem Vorjahrsniveau.

Anstieg der Geldmarktzinsen gegen Ende Januar

Die Geldmarktzinsen blieben im Januar weitgehend unverändert, zogen aber zum Monatsende, als am Markt zunehmend mit einer EZB-Zinsanhebung im Februar 2000 gerechnet wurde, an. Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, lag im Januar in der Regel nahe bei 3,0 %, dem Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems. Hierin spiegelte sich die Tatsache wider, daß nach dem Jahrtausendwechsel wieder ein weitgehend ausgeglichenes Verhältnis zwischen der Liquidität des Bankensystems und dem zur Erfüllung des Mindestreservesolls des Eurosystems erforderlichen Betrag erreicht wurde (siehe Kasten 3). Seit Ende Januar ist der EONIA-Satz wieder gestiegen und lag am 2. Februar 2000 bei 3,18 % (siehe Abbildung 1).

Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt zeigte im Januar 2000 nach wie vor einen positiven und relativ steilen Verlauf. Der Einmonats-EURIBOR, der Ende Dezember 1999 3,17 % betragen hatte, ging Anfang Januar zunächst um einige Basispunkte zurück, stieg dann aber in der zweiten Monatshälfte wieder um fast 20 Basispunkte auf 3,30 % am 2. Februar 2000 (siehe Abbildung 6). Der Dreimonats-EURIBOR wies eine ähnliche, wenn auch weniger ausgeprägte Entwicklung auf. Er lag am 2. Februar bei 3,49 % und damit 15 Basispunkte über dem Niveau von Ende Dezember 1999.

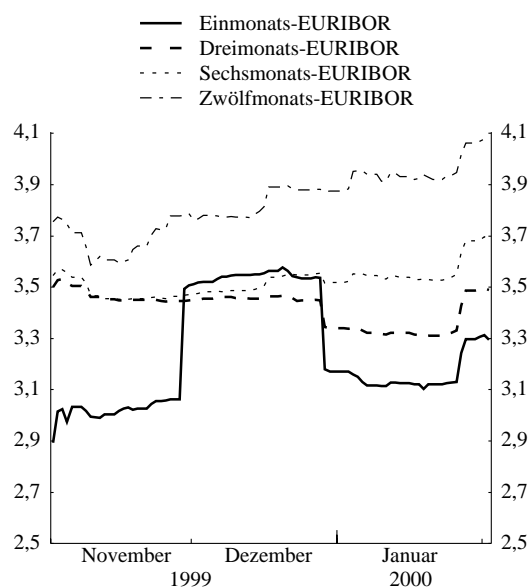
Der implizite Dreimonats-EURIBOR der Terminkontrakte mit Fälligkeit im Verlauf des Jahres 2000 folgte im Januar dem Dreimonats-Kassakurs. Am 2. Februar betragen die impliziten Dreimonats-EURIBOR-Sätze für im März, Juni und September 2000 fällige Kontrakte 3,70 %, 4,06 % bzw. 4,35 %; sie waren somit bei allen Fälligkeiten etwa 10 Basispunkte höher als Ende Dezember. Diese Entwicklung schlug sich im Sechsmo- und Zwölfmonats-EURIBOR nieder, die von Ende Dezember 1999 bis zum 2. Februar 2000 um 17 bzw. 18 Basispunkte auf 3,69 % bzw.

4,06 % anstiegen. Die Verlagerung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt nach oben signalisierte die zunehmenden Markterwartungen eines Anstiegs der kurzfristigen Zinsen.

Der marginale Zuteilungssatz für das längerfristige Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 27. Januar 2000 abgewickelt wurde, betrug 3,28 % und der durchschnittliche Zuteilungssatz 3,30 %. Damit lagen diese Sätze einige Basispunkte unter dem Dreimonats-EURIBOR am Tag der Abwicklung des Geschäfts. Der Zuteilungsbetrag belief sich auf 20 Mrd €, nachdem der EZB-Rat am 20. Januar 2000 angekündigt hatte, daß beabsichtigt sei, diesen Betrag bei jedem der monatlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften in der ersten Jahreshälfte 2000 zuzuteilen. Mit dem angekündigten Zuteilungsvolumen wurde zum einem dem erwarteten Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Eurogebiet in den ersten sechs Monaten des Jahres 2000 und zum anderen dem Wunsch des Eurosystems Rechnung getragen, dem Finanzsektor wie bisher Refinanzierungsmittel vor allem über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zur Verfügung zu stellen.

Abbildung 6
Kurzfristzinsen im Euro-
Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Weiterer Anstieg der langfristigen Anleiherenditen im Januar

Im Anschluß an die Zuwächse in der zweiten Dezemberhälfte 1999 haben sich die langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet im Januar 2000 weiter erhöht (siehe Abbildung 7). Zwischen Ende Dezember 1999 und dem 2. Februar 2000 ist der Durchschnitt der zehnjährigen Anleiherenditen im Euroraum um rund 15 Basispunkte auf 5,64 % gestiegen. Damit erreichten die langfristigen Anleiherenditen im Eurogebiet ihren höchsten Stand seit Ende 1997. Diese Entwicklung in der ersten Januarhälfte dürfte teilweise auf den erheblichen Aufwärtsdruck auf die langfristigen US-Anleiherenditen, der auf die EWU-Märkte übergriff, zurückzuführen sein. Anschließend scheint es jedoch zu einer Abkoppelung gekommen zu sein, denn die langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten zogen weiter an. Infolgedessen wei-

Kasten 3

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der Mindestreserveerfüllungsperiode, die am 23. Januar 2000 endete

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

Die Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Dezember 1999 bis 23. Januar 2000 zeichnete sich durch die besonderen Umstände im Zusammenhang mit der Jahr-2000-Umstellung und die speziell aufgrund des Jahrtausendwechsels durchgeführten Änderungen aus. Wie bereits am 23. September 1999 von der EZB angekündigt, wurde in der ersten Woche des Jahres 2000 kein Hauptrefinanzierungsgeschäft durchgeführt und auch keines fällig. Daher führte das Eurosystem in dieser Mindestreserveerfüllungsperiode drei Hauptrefinanzierungsgeschäfte und eine Feinsteuerungsoperation durch. Alle Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden zu einem festen Zinssatz von 3,00 % abgewickelt. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 35 Mrd € und 77 Mrd €. Das gesamte Bietungsaufkommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bewegte sich zwischen 486 Mrd € und 1 146 Mrd €. Das durchschnittliche Bietungsaufkommen belief sich auf 849 Mrd €, verglichen mit 988 Mrd € in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Die Repartierungssätze bewegten sich zwischen 3,8 % und 14,4 % und waren damit etwas niedriger als in der vorherigen Erfüllungsperiode, in der sie zwischen 6,1 % und 19,9 % gelegen hatten.

Da die Umstellung auf das Jahr 2000 reibungslos verlaufen war, beschloß die EZB, die reichliche Liquiditätsausstattung anzupassen, die entstanden war, weil sich einerseits die EZB bemüht hatte, Liquiditätsengpässe im Zusammenhang mit dem Jahrtausendwechsel zu vermeiden, und weil es andererseits infolge der starken Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität durch die Banken am 30. Dezember 1999 zu einer beträchtlichen Liquiditätsausweitung gekommen war und sich die autonomen Faktoren zu Beginn des Jahres 2000 deutlich verringert hatten. Am 5. Januar 2000 führte die EZB eine liquiditätsabschöpfende Feinsteuerungsoperation mit Fälligkeit am 12. Januar 2000 mittels der Hereinnahme von Termineinlagen in Form eines Schnellenders mit einem zuvor angekündigten Höchstbietungssatz von 3,00 % durch. Dem angekündigten vorgesehenen Zuteilungsvolumen von 33 Mrd € stand ein Bietungsvolumen von 14,4 Mrd € gegenüber. Von den 210 Geschäftspartnern nahmen 43 an der Feinsteuerungsoperation teil.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Dezember 1999 bis 23. Januar 2000

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	215,5	3,8	+ 211,7
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	138,5	-	+ 138,5
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	75,0	-	+ 75,0
Ständige Fazilitäten	1,9	0,5	+ 1,4
Sonstige Geschäfte	0,0	3,3	-3,3
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	362,3	465,3	- 103,0
Banknotenlauf	-	363,0	- 363,0
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	41,0	-41,0
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	362,3	-	+ 362,3
Sonstige Faktoren (netto)	-	61,2	- 61,2
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			108,7
(d) Mindestreservesoll			107,7

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Mit Ausnahme des letzten Geschäftstags des Jahres 1999 bewegte sich der EONIA-Satz zwischen 2,85 % und 3,15 %. Am 30. Dezember 1999 erreichte er, unter anderem bedingt durch die Befürchtungen der Banken hinsichtlich der Jahr-2000-Umstellung, einen Spitzenwert von 3,75 %. Dieser Höchstwert war jedoch niedriger, als die Geldmarktteilnehmer erwartet hatten, und am 4. Januar 2000 ging der EONIA-Satz auf 3,01 % zurück.

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

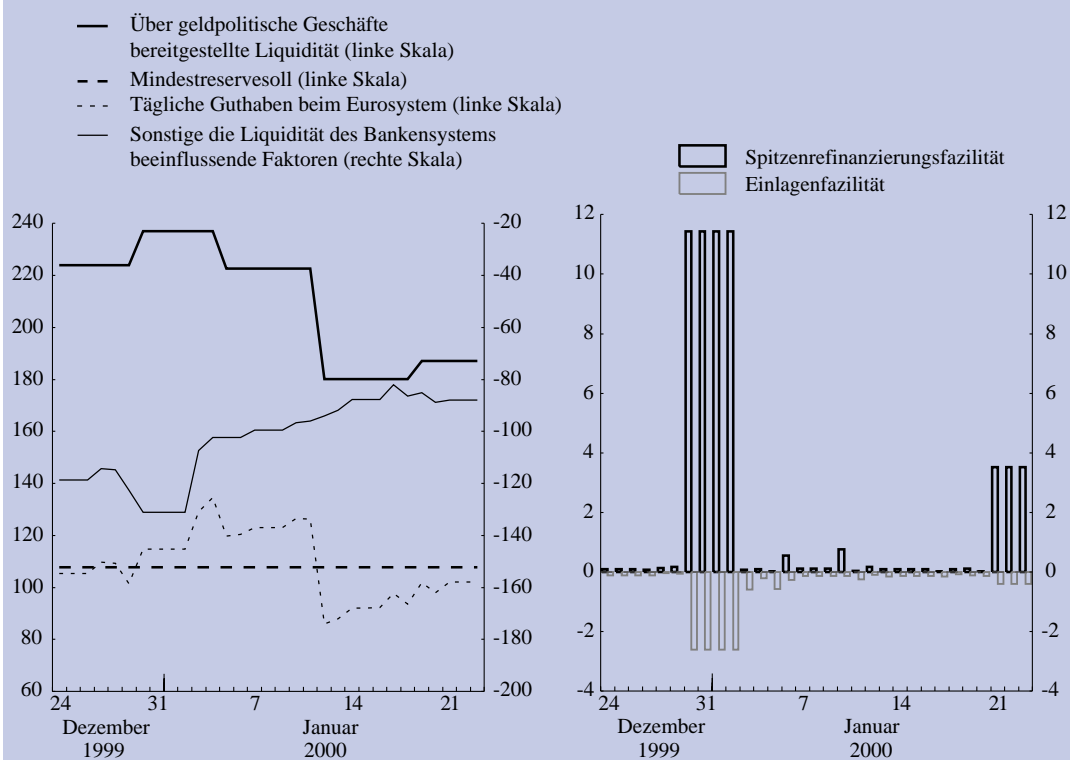
Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität belief sich auf 1,9 Mrd €, das heißt 1,6 Mrd € mehr als in der vorherigen Erfüllungsperiode. Die stärkste Inanspruchnahme dieser Fazilität war zum Jahresende zu verzeichnen. Hierin kommen vor allem die besonderen Umstände des Jahrtausendwechsels zum Ausdruck. Zudem war die Liquiditätsausstattung gegen Ende der Erfüllungsperiode knapper als erwartet, da die Überschußreserven ungewöhnlich hoch waren. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität betrug 0,5 Mrd €, also 0,5 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), das heißt die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Faktoren, entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 103 Mrd € und damit 6,1 Mrd € weniger als in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Dies war in erster Linie auf einen Rückgang der Nettoeinlagen der öffentlichen Haushalte um 18 Mrd € und einen Anstieg des Banknotenumlaufs, der im Durchschnitt um 8,7 Mrd € höher war als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode, zurückzuführen. Die Zunahme der Nettoposition in Fremdwährung um fast 11 Mrd €

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. Januar 2000 endenden Mindestreserveerfüllungsperiode

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

spiegelt vor allem die Neubewertung am Jahresende wider, die sich auch auf die „Sonstigen Faktoren“ auswirkte. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 82,1 Mrd € und 131,0 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 108,7 Mrd € und das Mindestreservesoll auf 107,7 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll betrug folglich 1,0 Mrd €, das heißt 0,3 Mrd € mehr als in der vorherigen Reserveerfüllungsperiode. Von dieser Differenz sind rund 0,2 Mrd € auf Girokontoguthaben zurückzuführen, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, während die Überschussreserven ungefähr 0,8 Mrd € ausmachten. Der ungewöhnlich hohe Stand der Überschussreserven hing teilweise damit zusammen, daß die Banken über den Jahreswechsel Liquidität horteten.

tete sich der Spread zwischen den zehnjährigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten und den entsprechenden Renditen im Eurogebiet im Januar um 10 Basispunkte aus und lag am 2. Februar 2000 bei 110 Basispunkten.

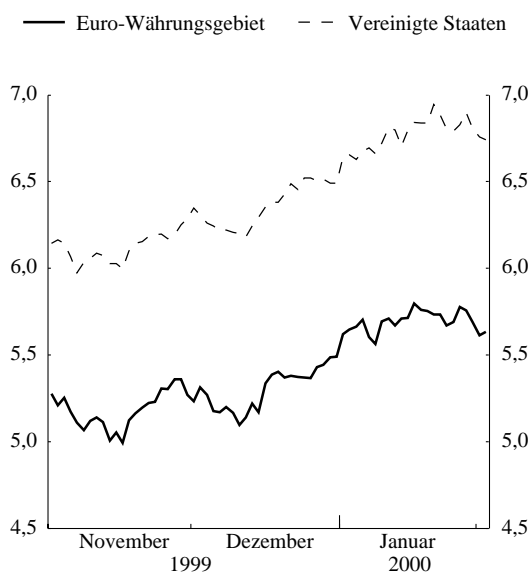
In den Vereinigten Staaten sind die zehnjährigen Anleiherenditen zwischen Ende Dezember 1999 und dem 2. Februar 2000 um 25 Basispunkte auf 6,74 % gestiegen. Damit erreich-

ten die US-Anleiherenditen im Zehnjahresbereich ihren höchsten Stand seit über zweieinhalb Jahren und lagen rund 200 Basispunkte über dem entsprechenden Vorjahrsniveau. Der Anstieg der US-Anleiherenditen ist vermutlich in erster Linie auf die Besorgnis der Finanzmarktteilnehmer zurückzuführen, daß sich angesichts des unverändert starken Wachstums der US-Wirtschaft ein inflationärer Druck aufbauen könnte. Zwar signalisierten nur wenige Indikatoren unmittelbare Preissteigerungstendenzen, doch dürften der anhaltende Fluß von Meldungen, die ein kräftiges Wachstum anzeigen, sowie das hohe Vertrauen bei den Verbrauchern und Herstellern zu wachsenden Zweifeln seitens der Marktteilnehmer bezüglich der Fähigkeit der US-Wirtschaft geführt haben, in einem Umfeld sehr hoher BIP-Wachstumsraten mittel- bis längerfristig die Preissteigerungsrate niedrig zu halten. Gegen Ende Januar hat sich der Aufwärtsdruck auf die langfristigen Anleiherenditen etwas verringert, als das amerikanische Finanzministerium Pläne bekanntgab, in der ersten Hälfte des Jahres 2000 mit dem Rückkauf langfristiger Anleihen zu beginnen, und aus Berichten hervorging, daß die größer als erwartet ausgefallenen Haushaltsüberschüsse es den Vereinigten Staaten ermöglichen würden, das Tempo der staatlichen Schuldentilgung zu beschleunigen.

Abbildung 7

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

In Japan sind die zehnjährigen Anleiherenditen im Januar um rund 20 Basispunkte gestiegen und beliefen sich am 2. Februar 2000 auf 1,84 %. Angesichts wachsender Erwartungen

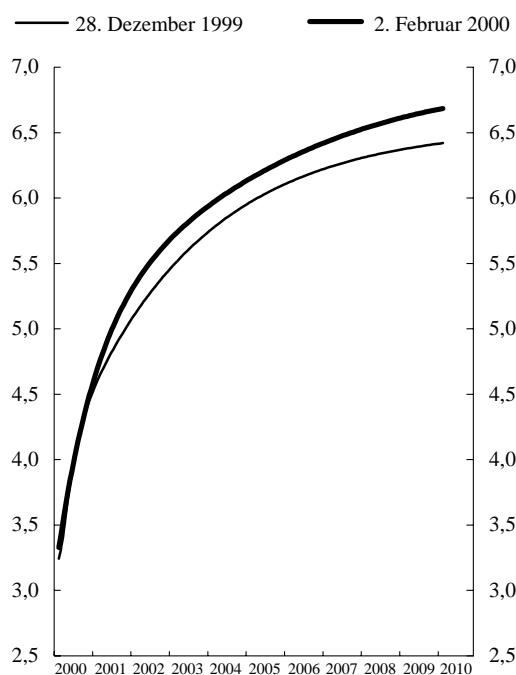
am Markt, daß sich die „Nullzins“-Geldpolitik in Japan dem Ende zuneigen werde, und möglicherweise auch angesichts technischer Faktoren im Zusammenhang mit der Emission von neuen fünfjährigen japanischen Staatsanleihen, war insbesondere in der ersten Januarhälfte bei den zehnjährigen Anleiherenditen eine Aufwärtsbewegung zu beobachten. Jedoch kehrten sich diese Renditebewegungen anschließend teilweise wieder um, als die japanische Zentralbank bekräftigte, daß sie die Nullzinspolitik zunächst beibehalten werde.

Im Eurogebiet fand der größte Teil des Anstiegs der langfristigen Anleiherenditen im Januar 2000 in der ersten Monatshälfte statt, während die Anleiherenditen in der zweiten Januarhälfte weitgehend stabil blieben. Ein erheblicher Teil des Anfang Januar verzeichneten Zuwachses dürfte auf ein Übergreifen des Aufwärtsdrucks auf die Renditen am US-Rentenmarkt auf die

EWU-Märkte zurückzuführen sein; eine derartige Entwicklung war bereits in der zweiten Dezemberhälfte 1999 zu beobachten. Darüber hinaus scheinen die jüngsten Konjunkturmeldungen und Datenveröffentlichungen, die tendenziell verbesserte Konjunkturperspektiven für den Euroraum und damit Preissteigerungserwartungen signalisierten, den Anstieg der Anleiherenditen im Euroraum verstärkt zu haben. Außerdem dürften die umfangreichen, für Anfang des Jahres 2000 geplanten Anleiheemissionen zum Aufwärtsdruck auf die EWU-Anleiherenditen im Januar beigetragen haben. Vor dem Hintergrund des zuvor erwähnten Aufwärtstrends bei den langfristigen Zinsen ist die Terminzinsstrukturkurve des Eurogebiets im Januar etwas steiler geworden (siehe Abbildung 8).

Zwischen Ende Dezember 1999 und dem 2. Februar 2000 ist die Realrendite französischer, indexgebundener Anleihen im Zehnjahresbereich um mehr als 35 Basispunkte auf 3,90 % gestiegen, während die „Break-even“-Inflationsrate, das heißt die Differenz zwischen nominalen und realen zehnjährigen Renditen, um rund 25 Basispunkte auf 1,70 % gesunken ist. Dies scheint zu signalisieren, daß der jüngste Anstieg der nominalen Anleiherenditen im Euroraum im Zusammenhang mit den Erwartungen am Markt bezüglich höherer kurzfristiger Realzinsen in Zukunft zu sehen ist und nicht Inflationserwartungen widerspiegelt. Dies könnte wiederum als ein Anzeichen dafür interpretiert werden, daß der Markt davon ausging, daß das Eurosystem den inflationären Druck unterhalb der von ihm festgesetzten Inflationsobergrenze hält. Jedoch ist – wie bereits in vorherigen Monatsberichten erwähnt wurde – angesichts bestimmter Einschränkungen gewisse Vorsicht bei der Analyse von Inflationserwartungen geboten, die auf französischen, an Preisindizes gebundenen Anleiherenditen beruhen.

Abbildung 8
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet
(in % p.a.; Tageswerte)



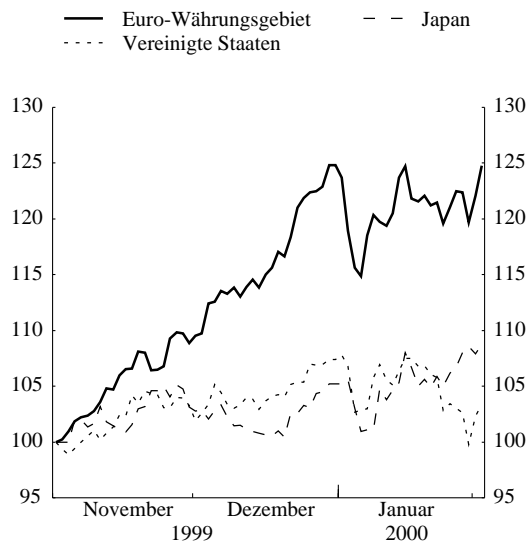
Quelle: EZB-Schätzung. Die implizite, aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur abgeleitete Termin-Zinsstrukturkurve spiegelt die Markterwartung hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Termin-Zinsstrukturkurven wurde im Monatsbericht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

Rückgang der Aktienkurse im Januar in einem volatilen Umfeld

Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten war tendenziell die Aktienkursentwicklung im Euroraum im Januar 2000 relativ volatil (siehe Abbildung 9). Insgesamt war bei den Aktien-

Abbildung 9
Aktienkursindizes im Euro-
Währungsgebiet, in den Vereinigten
Staaten und in Japan

(1. November 1999 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

kursen im Eurogebiet, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex, zwischen Ende Dezember 1999 und dem 2. Februar 2000 im Gegensatz zu den erheblichen Kurssteigerungen gegen Ende des Jahres 1999 keine eindeutige Tendenz auszumachen.

Im Hinblick auf das internationale Börsengeschehen ist in den Vereinigten Staaten der Rückgang der Aktiennotierungen, gemessen am Standard-&-Poor's-500-Index, von 4 % zwischen Ende 1999 und dem 2. Februar 2000 zu nennen. Diese Gesamtentwicklung bei den amerikanischen Aktienkursen scheint das Ergebnis zweier gegensätzlicher Einflüsse gewesen zu sein. Erstens scheint sich der erhebliche Anstieg der langfristigen US-Anleiherenditen seit Dezember 1999 belastend auf die amerikanischen Aktienkurse ausgewirkt zu haben, da er den gegenwärtigen Wert der zukünftigen Unternehmensertragsströme reduziert. Dies wurde teilweise wieder durch Meldungen kompensiert, die ein weiterhin kräftiges Wachstum der Wirtschaft und, damit einhergehend, eine starke Zunahme der

Unternehmensgewinne signalisierten, die sich wohl günstig auf die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Unternehmenserträge ausgewirkt haben.

Im Gegensatz zur Entwicklung in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet sind die Aktienkurse in Japan, gemessen am Nikkei-225-Index, zwischen Ende 1999 und dem 2. Februar 2000 um mehr als 4 % gestiegen. Obwohl die japanischen Aktienkurse offenbar zeitweise durch die negativen Auswirkungen, die von der Volatilität am US-Aktienmarkt ausgingen, sowie die anhaltenden Unsicherheiten bezüglich der zukünftigen Konjunkturdynamik beeinträchtigt waren, erholten sie sich von den Anfang Januar erlittenen Rückschlägen. Vor dem Hintergrund des im Januar beobachteten Anstiegs der langfristigen Anleiherenditen in Japan scheint diese Kurssteigerung in erster Linie Erwartungen bezüglich einer Verbesserung der Unternehmensrentabilität auszudrücken.

Im Euroraum spiegelten in den ersten Wochen des Jahres die Aktienkursbewegungen die Kursentwicklung in den Vereinigten Staaten wider. Zwar scheint die Zuversicht bei den Marktteilnehmern hinsichtlich der Konjunkturperspektiven im Euroraum zugenommen zu haben, jedoch dürfte der Abwärtsdruck Anfang Januar in erster Linie auf die vom US-Aktienmarkt übergreifende Volatilität sowie die steigenden EWU-Anleiherenditen zurückzuführen zu sein. Wie aus einer Analyse der Entwicklung der einzelnen Branchen in diesem Monat hervorgeht, war der Finanzsektor wesentlich für den Rückgang an den EWU-Aktienmärkten Anfang Januar verantwortlich. Dieser Sektor, auf den gegenwärtig nahezu ein Viertel der Aktienmarktkapitalisierung des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index entfällt, ging zwischen Ende 1999 und dem 2. Februar 2000 um 8 % zurück. Demgegenüber stiegen die Aktienkurse in den Branchen Technologie und Versorgungsunternehmen (insbesondere Telekommunikation) im Januar angesichts günstiger Erwartungen bezüglich des Ertragswachstums.

2 Preisentwicklung

Verbraucherpreisauftrieb im Dezember energiepreisbedingt weiter verstärkt

Im Dezember 1999 stieg die Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet, gemessen am Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt im Vorjahrsvergleich, weiter auf 1,7 % gegenüber 1,5 % (revidiert) im November. Die Zunahme der Inflationsrate im Dezember war fast vollständig auf die Entwicklung bei den Energiepreisen zurückzuführen. Mit Ausnahme der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel, die sich leicht erhöhten, blieb die Teuerungsrate der anderen Hauptkomponenten des HVPI entweder unverändert oder ging leicht zurück. Aufgrund eines Anstiegs der Preise der nicht-saisonab-

hängigen Nahrungsmittel im Vorjahrsvergleich erhöhte sich die Jahresrate des HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie im Dezember um 0,1 Prozentpunkte auf 1,0.

Die jährliche Steigerungsrate der Energiekomponente nahm von 7,2 % im November um 3 Prozentpunkte auf 10,2 % im Dezember zu (siehe Tabelle 3). Diese Beschleunigung der Energiepreiserhöhung im Vorjahrsvergleich wurde sowohl durch einen starken Anstieg des Energiepreisindex von November 1999 bis Dezember 1999 verursacht als auch durch einen relativ starken Basiseffekt, der vom Rückgang des Energiepreisindex im Vorjahr ausgelöst wurde (siehe Abbildung 10). Aufgrund des kontinuierlichen Rückgangs der

Tabelle 3
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	2000
				Q1	Q2	Q3	Q4	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,6	1,1	1,1	0,8	1,0	1,1	1,5	1,2	1,2	1,4	1,5	1,7	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,1	0,6	0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	0,9	1,1	1,3	1,4	1,8	.
Nahrungsmittel	1,4	1,6	0,6	1,3	0,6	-0,1	0,5	-0,2	-0,1	0,4	0,5	0,5	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,4	0,9	1,2	0,9	0,7	0,9	0,7	0,7	0,9	0,9	1,0	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,4	2,0	0,0	1,5	0,3	-1,4	-0,3	-1,6	-1,2	-0,4	-0,2	-0,3	.
Industrieerzeugnisse	1,0	0,1	1,0	-0,2	0,6	1,5	2,1	1,5	1,7	1,8	2,0	2,6	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	0,5	0,9	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	.
Energie	2,8	-2,6	2,4	-3,8	0,8	4,9	7,9	5,0	6,4	6,4	7,2	10,2	.
Dienstleistungen	2,4	2,0	1,6	1,7	1,6	1,5	1,4	1,5	1,4	1,3	1,5	1,5	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	1,1	-0,8	.	-2,6	-1,3	0,6	.	0,6	1,3	2,1	3,0	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	0,7	0,0	.	1,7	1,7	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,7	1,5	.	0,1	0,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	2,4	1,5	.	1,8	2,0	.	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ³⁾	2,6	1,7	.	2,0	2,0	2,2	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (EUR je Barrel) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	10,3	15,0	19,7	23,0	19,2	21,8	20,8	23,5	24,8	24,9
Rohstoffpreise ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	-16,0	-8,2	1,1	14,0	-0,5	6,6	10,7	11,9	19,3	19,4

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

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

3) Gesamtwirtschaft (außer Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Bildungswesen, 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.

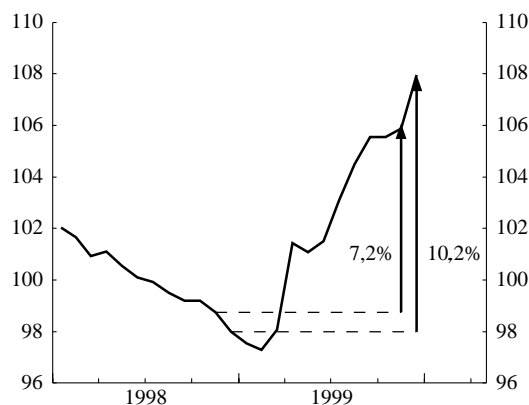
Energiepreise im Jahr 1998 haben derartige Basiseffekte die jährliche Steigerungsrate der Energiepreise im Laufe des Jahres 1999 in unterschiedlichem Maße beeinflusst. Wie aus Abbildung 10 hervorgeht, werden Basiseffekte auch Anfang des Jahres 2000 infolge des andauernden Rückgangs des Energiepreisindex im Januar und Februar 1999 einen Aufwärtsdruck auf die jährliche Steigerungsrate der Energiekomponente ausüben. Außerdem wird der Energiepreisindex des HVPI im Januar 2000 angesichts des Anstiegs der Ölpreise Ende 1999 (auf 24,8 € im Dezember) sowie der Erhöhung der Energiesteuer in einem großen Mitgliedstaat im Januar 2000 erneut steigen. Wenn die Ölpreise in den kommenden Monaten nicht weiter anziehen, dürften allerdings die Auswirkungen der Energiepreise auf die Teuerung des HVPI insgesamt nach dem ersten Quartal 2000 allmählich nachlassen. Die indirekten Auswirkungen auf die anderen Komponenten des HVPI dürften sich erst mit einer gewissen Verzögerung im späteren Verlauf des Jahres 2000 bemerkbar machen.

Die jährliche Steigerungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel erhöhte sich ge-

genüber November leicht (um 0,1 Prozentpunkte) auf 1,0 % im Dezember 1999 (siehe Abbildung 11) und trug damit ebenfalls, wenn auch in begrenztem Umfang, zu dem Anstieg der Teuerungsrate gemessen am HVPI insgesamt bei. Allerdings blieb aufgrund eines etwas stärkeren Rückgangs der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel in der gleichen Periode die jährliche Steigerungsrate der Nahrungsmittelpreise insgesamt im Dezember gegenüber November unverändert bei 0,5 %. Der stärkere Rückgang im Vorjahresvergleich der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel wurde durch Entwicklungen bei den saisonabhängigen Nahrungsmitteln verursacht. Die jährlichen Steigerungsraten der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und der Preise für Dienstleistungen verharren im Dezember gegenüber November unverändert bei 0,5 % bzw. 1,5 %.

Abbildung 10
Anstieg der Energiepreiskomponente des HVPI im Vorjahresvergleich im November und Dezember 1999¹⁾

(Index: 1996 = 100; Monatswerte)

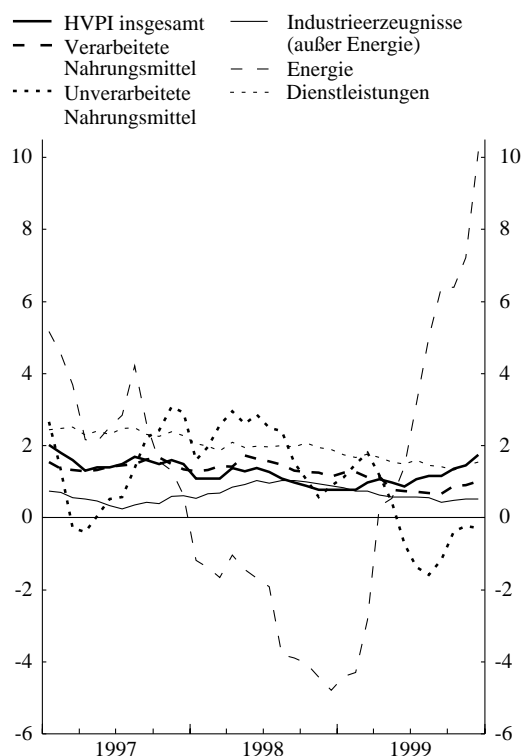


Quelle: Eurostat.

1) Die Länge der vertikalen Pfeile gibt den in Indexpunkten gemessenen Anstieg im Vorjahresvergleich wieder; die Veränderung gegen Vorjahr in % wird neben den Pfeilen angegeben. Der vertikale Abstand zwischen den beiden unterbrochenen Linien zeigt den sogenannten Basiseffekt an.

Abbildung 11
Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Abgesehen vom Basiseffekt, der von der Entwicklung der Energiepreise ausgeht, wird die Entwicklung des HVPI im Jahr 2000 auch durch eine weitere Harmonisierung der Methoden zur Berechnung der Indizes sowie durch eine Erweiterung des Erfassungsgrads des HVPI beeinflusst. In den HVPI werden jetzt auch zusätzliche gesundheitsbezogene Waren und Dienstleistungen, Sozialschutz- und zusätzliche Versicherungsdienstleistungen einbezogen. Diese Veränderungen werden die Daten ab Januar 2000 beeinflussen. Die nationalen statistischen Ämter der Mitgliedstaaten werden im allgemeinen keine zurückliegenden Daten zur Verfügung stellen, die diese Veränderungen erfassen. Obwohl die Veränderungen im HVPI insofern eine Verbesserung des Index darstellen, als sie ihn besser mit den tatsächlichen Ausgaben der privaten Haushalte in Einklang bringen und einen länderübergreifenden Vergleich erleichtern, bedeutet das Fehlen von zurückliegenden Daten, daß die jährliche Steigerungsrate des HVPI im Jahr 2000 bis zu einem gewissen Grad verzerrt sein wird. Es ist nicht möglich, den Effekt zum jetzigen Zeitpunkt genau zu quantifizieren. Allerdings dürfte, angesichts der zusätzlich zu erfassenden Positionen, im Januar 2000 nur ein geringer Effekt – wahrscheinlich eine Erhöhung – auf die Steigerungsrate des HVPI insgesamt zu verzeichnen sein.

Anstieg der industriellen Erzeugerpreise im Vorjahresvergleich weiter verstärkt

Im November 1999 erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise insgesamt im Euro-Währungsgebiet auf 3,0 % gegenüber 2,1 % im Oktober. Wie in den Vormonaten war dies zum großen Teil auf einen Anstieg der jährlichen Veränderungsrate der Preise für Vorleistungsgüter zurückzuführen, der wiederum auf steigenden Ölpreisen sowie höheren Vorleistungspreisen für Rohstoffe (außer Öl), gemessen in Euro, im Laufe des Jahres 1999 beruht. Im Gegensatz zu den Entwicklungen bei den Preisen für Vorleistungsgüter blieben die Auswirkungen sowohl der Investitionsgüter- als auch

der Konsumgüterpreise auf den Gesamtanstieg der Erzeugerpreise weiterhin relativ gering. Im Laufe der Zeit dürfte die Entwicklung bei den Preisen für Vorleistungsgüter auf andere Erzeugerpreise durchschlagen.

Was den Einfluß der oben genannten Entwicklungen auf den HVPI betrifft, so ist zu berücksichtigen, daß die Entwicklungen bei den Preisen für Rohstoffe und Vorleistungsgüter über die Produktionskette mit den Entwicklungen bei den Preisen für Fertiggüter und Konsumgüter zusammenhängen. Infolgedessen werden sich zusätzlich zu den direkten Effekten der Ölpreisentwicklungen (über die Energiepreiskomponente des HVPI) die Zuwächse bei den industriellen Erzeugerpreisen, die gegen Ende 1999 zu verzeichnen waren, mit einer gewissen Verzögerung indirekt auf den HVPI (insbesondere auf die Komponente für Industrieerzeugnisse (außer Energie)) auswirken. Während der Aufwärtsdruck, der von dem direkten Effekt der Energiepreise ausgeht, eine rückläufige Tendenz aufweisen würde, sofern die Ölpreise nicht weiter steigen und der Wechselkurs stabil bleibt, würden daher die indirekten Effekte dieser Entwicklung in gewissem Maße entgegenwirken.

Im dritten Quartal 1999 stiegen die Gesamtarbeitskosten pro Stunde im gesamten Euro-Währungsgebiet gegenüber der gleichen Periode im Vorjahr um 2,2 %. Dieser Wert lag 0,2 Prozentpunkte über der jährlichen Veränderungsrate, die in den ersten beiden Quartalen 1999 zu verzeichnen war, und spiegelt hauptsächlich eine Erhöhung der Lohnkostensteigerung wider, während die sonstigen Kosten weiterhin im wesentlichen im gleichen Tempo zunahmen. Inzwischen deuten die Daten zu den Lohnstückkosten, die zur Zeit für das erste Halbjahr 1999 vorliegen, auf einen Zuwachs gegenüber dem Vorjahr von 1,7 % sowohl im ersten als auch im zweiten Quartal 1999 hin, nachdem die Lohnstückkosten 1998 unverändert geblieben waren. Diese Entwicklungen sind sowohl auf eine Abschwächung der Produktivitätszuwächse in Verbindung mit einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit im industriellen Sektor als

auch auf eine stärkere Erhöhung der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer zurückzuführen. In den letzten Jahren wies die Erhöhung der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer und der Arbeitskosten pro Stunde einen ähnlichen Verlauf auf. Angesichts des verstärkten Anstiegs der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im dritten Quartal 1999 könnte die Erhöhung der Entgelte im Vorjahrsvergleich vom zweiten zum dritten Quartal um

0,2 oder 0,3 Prozentpunkte auf 2,2 % bis 2,3 % zugenommen haben. Gleichzeitig könnte der Produktivitätszuwachs in der gleichen Periode stärker angestiegen sein, und angesichts der Konjunkturerholung könnte er im vierten Quartal 1999 weiter zugenommen haben. Infolgedessen könnte sich herausstellen, daß die Lohnstückkosten im zweiten Halbjahr 1999 gedämpft geblieben sind.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Revidierte Ergebnisse bestätigen stärkeres Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 1999

Die revidierten Schätzungen von Eurostat zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Euroraums bestätigen weitgehend die im letzten Monatsbericht geäußerte Auffassung, daß das reale BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal 1999 weiter zugenommen hat. Gegenüber dem zweiten Quartal 1999 trugen sowohl der Außenbeitrag als auch die inländische Endnachfrage (d. h. die inländische Nachfrage ohne Vorratsveränderungen) stärker zum vierteljährlichen BIP-Wachstum bei. Dabei wurde insbesondere beim Exportwachstum eine weitere Verstärkung verzeichnet.

Gleichzeitig mit der Veröffentlichung der revidierten Schätzungen zum BIP für das dritte Quartal 1999 gab Eurostat auch Korrekturen an den Ergebnissen früherer Quartale im Jahr 1999 wie auch im Jahr 1998 bekannt. Sie betreffen in erster Linie die einzelnen BIP-Kom-

ponenten, aber nicht das BIP-Wachstum an sich. Der Wachstumsverlauf ändert sich daher insgesamt gesehen kaum. Die vierteljährlichen Wachstumsraten des BIP im zweiten und dritten Quartal 1999 wurden jeweils um 0,1 Prozentpunkte auf 0,5 % bzw. 0,9 % nach unten korrigiert. Die Wachstumszunahme zwischen diesen beiden Quartalen wird davon nicht berührt (siehe Tabelle 4). Das geringere Wachstum im dritten Quartal ist vorwiegend auf den niedrigeren Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen zurückzuführen, während die Beiträge der inländischen Endnachfrage und des Außenbeitrags unverändert blieben. Die für das zweite Quartal vorgenommene Korrektur nach unten spiegelt den etwas geringeren Außenbeitrag wider.

Auch die revidierten Schätzungen für das dritte Quartal 1999 deuten nach wie vor darauf hin, daß der jeweilige Wachstumsbeitrag der inländischen Nachfrage und des Außenbeitrags gegenüber dem zweiten Quartal gestiegen ist. Der Beitrag der inländischen Nachfrage stieg von 0,4 auf 0,5 Prozentpunkte, der

Tabelle 4
Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

des Außenbeitrags von 0,1 auf 0,4 Prozentpunkte. Insbesondere zeigen die revidierten Ergebnisse weiterhin eine deutliche Beschleunigung der vierteljährlichen Wachstumsrate bei den Waren- und Dienstleistungsexporten (einschließlich grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets) auf 3,0 % im dritten Quartal an, nachdem diese im ersten Vierteljahr bei 0,0 % und im zweiten bei 2,2 % gelegen hatte. Bei den Komponenten der inländischen Nachfrage wurden die höheren vierteljährlichen Wachstumsraten im dritten Quartal (0,7 % bei den privaten Konsumausgaben und 1,5 % bei den Anlageinvestitionen) teilweise durch den negativen Beitrag der Vorratsveränderungen (- 0,3 Prozentpunkte) ausgeglichen. Daraus ergibt sich, daß die inländische Endnachfrage (d. h. die inländische Nachfrage ohne Vorratsveränderungen) im dritten Quartal kräftig zunahm. Gegenüber 0,2 Prozentpunkten im zweiten Quartal trug sie im dritten Quartal mit 0,8 Prozentpunkten zum Wachstum bei. Da die Vorratsbestände unter anderem zur Abfederung kurzfristiger Schwankungen der Endnachfrage dienen, könnten die geringeren Vorratsinvestitionen auch eine Folge der stärker gestiegenen Endnachfrage im dritten Quartal sein (siehe Kasten 3 im Monatsbericht vom Januar 2000).

Anhaltendes Wachstum der Industrieproduktion

Die Angaben von Eurostat zur Industrieproduktion, die nun bis November 1999 vorliegen, zeigen ein weiteres – wenn auch etwas schwächeres – Wachstum der Industrieproduktion an. Gemessen als gleitende Dreimonatsdurchschnitte stieg die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Dreimonatszeitraum bis November 1999 verglichen mit dem Dreimonatszeitraum bis August um 1,0 % (siehe Tabelle 5). Das Wachstum liegt damit geringfügig unter den in den vorangegangenen Dreimonatszeiträumen bis September bzw. Oktober verzeichneten Raten. Diese etwas niedrigere Wachstumsrate ergibt sich für alle Hauptgruppen mit Ausnahme der Gebrauchsgüterproduktion, die rückläufig war.

Bei der Interpretation der Zahlen zur Industrieproduktion sollte berücksichtigt werden, daß die ersten Schätzungen von Eurostat zur Industrieproduktion in der Regel noch revidiert werden. Insbesondere nationale Statistiken lassen darauf schließen, daß die Korrekturen der jüngsten Schätzungen zumindest für Oktober und November etwas höhere Wachstumsraten der Industrieproduktion zur Folge haben werden.

Tabelle 5

Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saison- und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.

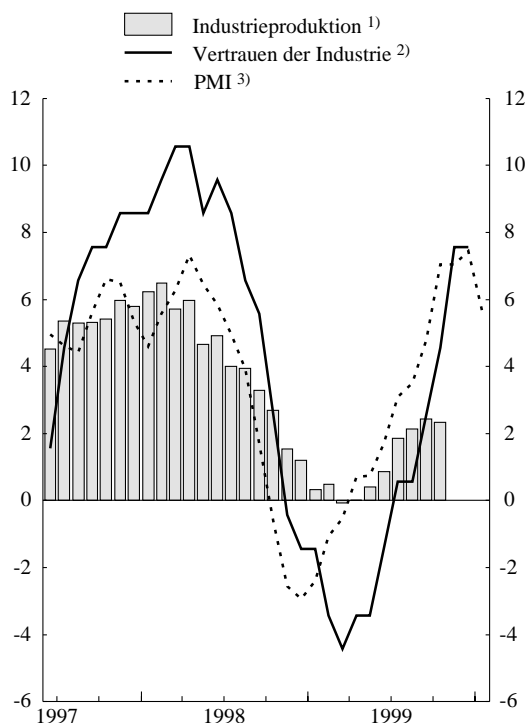
Vertrauen der Industrie und der Verbraucher im Dezember 1999 unverändert

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für Dezember 1999 zeigen, daß sowohl das Vertrauen der Industrie als auch das der Verbraucher groß blieb und sich gegenüber dem Vormonat nicht veränderte (siehe Tabelle 6). Die Zuversicht in der Industrie nahm im Sechsmonatszeitraum bis November 1999 deutlich zu. Ein leichter Rückgang des Verbrauchervertrauens in der ersten Jahreshälfte kehrte sich anschließend im Zeitraum bis November 1999 wieder um, so daß der Vertrauensindikator für die Verbraucher im Dezember erneut annähernd seinen historischen Höchststand erreichte.

Das günstige Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe wird auch durch die Ergebnisse des Purchasing Managers' Index (PMI) bestätigt. Dieser zusammengesetzte Index war im Januar leicht rückläufig, nachdem er im Jahresverlauf 1999 kontinuierlich gestiegen war (siehe Abbildung 12). Der Index deutet jedoch nach wie vor auf eine weitere Belebung der Industrieproduktion im Euroraum hin.

Die Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen im Eurogebiet, die nun den Zeitraum bis einschließlich November 1999 umfassen, lassen darauf schließen, daß die Zuwachsrate im Jahresverlauf 1999 weitgehend unverändert blieb. Die Einzelhandelsumsätze sind im letzten Dreimonatszeitraum gegenüber den vorangegangenen drei Monaten (d. h. zwischen

Abbildung 12
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet

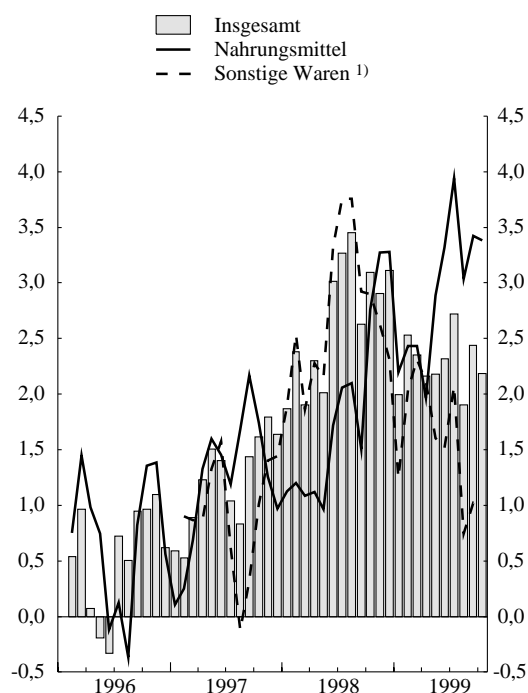


Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.

- 1) Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeitstäglich bereinigt.
- 2) Salden in %, Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichung von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Werte signalisieren eine Konjunkturbelebung.

Abbildung 13
Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Einzelhandelsumsätze insgesamt in konstanten Preisen; ohne Kraftfahrzeuge und Instandhaltungs- und Reparaturarbeiten an Gebrauchsgütern. Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.

- 1) Da einige nationale Daten nicht verfügbar sind, beginnt die Datenreihe erst ab Januar 1996.

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

	1997	1998	1999	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.	1999 Dez.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,4	3,1	0,2	0,5	-0,4	0,1	1,1	0,5	-0,5	0,2	0,6	0,8	0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-4	6	9	11	7	7	10	8	7	7	9	10	10
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	4	7	1	-3	-2	2	7	1	1	3	5	8	8
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-11	3	15	13	15	15	19	17	13	14	16	22	18
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-3	3	1	3	2	-1	-1	0	-1	-1	-3	-3	4
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	81,4	82,9	.	81,9	81,7	81,8	.	81,6	-	-	81,9	-	-

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Veränderung gegen Vorperiode in %.

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.

September und November 1999 verglichen mit dem Zeitraum von Juni bis August 1999) schätzungsweise um rund 0,5 % gestiegen. Dies entspricht insgesamt der Entwicklung der privaten Konsumausgaben, mit der die Einzelhandelsumsätze in einem engen Zusammenhang stehen dürften. Eine Aufschlüsselung nach Produktgruppen zeigt, daß die Umsatzsteigerung bei den Nahrungsmitteln stabil war, während sich der Absatz der sonstigen Waren verlangsamte (siehe Abbildung 13). Die von Eurostat veröffentlichten Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen werden in Kasten 4 näher erläutert. Die Pkw-Zulassungen gingen Ende vergangenen Jahres drastisch zu-

rück. Im letzten Quartal 1999 wurden über 4 % weniger Pkws zugelassen als im Vorquartal.

Arbeitslosigkeit im Dezember weiter gesunken

Im Dezember 1999 lag die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet bei 9,6 % und war damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als im Vormonat (siehe Tabelle 7). Dies bestätigt die Erwartung, daß die Arbeitslosenquote gegen Ende des Jahres 1999 wieder zu ihrem im Jahr 1998 und im ersten

Tabelle 7**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

	1997	1998	1999	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.	1999 Dez.
Insgesamt	11,6	10,9	10,0	10,3	10,1	10,0	9,7	10,0	10,0	9,9	9,8	9,8	9,6
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,2	21,3	19,1	20,1	19,3	19,0	18,3	19,1	19,1	18,8	18,5	18,3	18,0
25 Jahre und älter ²⁾	9,9	9,4	8,8	9,0	8,9	8,7	8,6	8,8	8,8	8,7	8,6	8,6	8,5

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.

1) 1999 entfielen auf diese Gruppe 23,0 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) 1999 entfielen auf diese Gruppe 77,0 % der Arbeitslosen insgesamt.

Kasten 4

Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

Bei der Beobachtung der Entwicklung der inländischen Endnachfrage im Euro-Währungsgebiet kommt der Analyse der Einzelhandelsumsätze eine wichtige Rolle zu. Zusammen mit anderen Indikatoren wie zum Beispiel den Pkw-Neuzulassungen stellen die monatlichen Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen einen aussagekräftigen Indikator für die privaten Konsumausgaben dar.

Seit September 1999 veröffentlicht die EZB in Tabelle 5.2 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts regelmäßig die Eurostat-Daten zu den Einzelhandelsumsätzen im Euroraum. Neben den Einzelhandelsumsätzen insgesamt sind diese Statistiken aufgeschlüsselt nach Umsätzen mit Nahrungsmitteln, Getränken und Tabakwaren sowie mit sonstigen Waren (im einzelnen Bekleidung, Möbel, Haushaltsausstattung, Bücher, Zeitschriften und Zeitungen und medizinische Artikel). Diese Klassifizierung entspricht dem Statistischen System der Wirtschaftszweige der Europäischen Gemeinschaft (NACE Rev. 1, Abteilung 52). Die einzelnen Kategorien der Einzelhandelsumsätze beruhen auf den von den berichtenden Unternehmen jeweils *vorwiegend* geführten Sortimenten. Die Produktgruppen sind daher nicht völlig homogen.

Einzelhandelsumsätze fallen wie viele weitere wichtige monatliche und vierteljährliche Indikatoren unter die Verordnung des EU-Rats vom Mai 1998 über Konjunkturstatistiken. Diese Ratsverordnung schafft einen einheitlichen Rahmen für Einzelhandelsstatistiken in allen EU-Ländern und sieht vor, daß alle Länder monatliche Angaben in jeweiligen und in konstanten Preisen innerhalb von zwei Monaten (bzw. innerhalb von drei Monaten für Länder, deren Wertschöpfung im Einzelhandel unter 3 % des Gesamtwerts der Europäischen Union liegt, und für aufgegliederte Einzelhandelsumsätze) nach Ablauf des Bezugsmonats übermitteln müssen. Bislang sind noch nicht alle Länder in der Lage, diese Vorgaben zu erfüllen. Außerdem sind noch nicht alle von der Ratsverordnung vorgesehenen Teilkomponenten verfügbar. Die Ratsverordnung über Konjunkturstatistiken wird mit der Zeit zu harmonisierten Einzelhandelsdaten für das Eurogebiet führen. Derzeit weichen die Methoden der einzelnen Länder in einigen wichtigen Punkten jedoch noch voneinander ab. So wird die Mehrwertsteuer zum Beispiel in einigen Ländern in die Einzelhandelsumsätze einbezogen, in anderen hingegen nicht. Ebenso bleibt eine Reihe unterschiedlicher Teilbereiche des Einzelhandels in manchen nationalen Statistiken unberücksichtigt. Kürzlich begannen auf europäischer Ebene die Vorbereitungen für eine Harmonisierung der methodischen Grundlagen für die Erstellung von Einzelhandelsstatistiken.

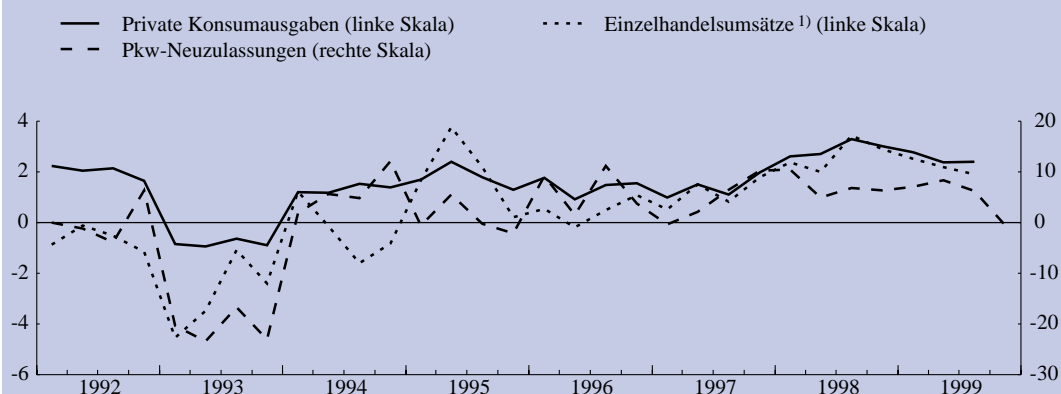
Die Zahlen für das gesamte Euro-Währungsgebiet werden von Eurostat durch Aggregation der nationalen Daten, gewichtet mit den Gesamtumsätzen in ECU im Jahr 1995, berechnet. Schätzungen für das Eurogebiet werden vorgelegt, sobald ein ausreichend hoher Erfassungsgrad für den Euroraum gegeben ist. Erste Schätzungen, die in der Regel 70 % des Eurogebiets abdecken, werden momentan innerhalb von zwei bis drei Monaten nach Ablauf des Bezugsmonats veröffentlicht. Die Zahlen für die Länder, für die noch keine Angaben vorliegen, werden mit Hilfe zeitreihenanalytischer Verfahren (ARIMA-Modellen) prognostiziert. Die Daten werden normalerweise revidiert, sobald Angaben für weitere Länder vorliegen. Außerdem führen auch Korrekturen der nationalen Daten durch die Statistikämter der Mitgliedstaaten zu einer Revision der aggregierten Angaben für das Eurogebiet. Die Saisonbereinigung der Reihen für den Euroraum wird von Eurostat direkt anhand der unbereinigten Daten vorgenommen; es werden also nicht etwa die von den einzelnen Mitgliedstaaten erstellten saisonbereinigten Reihen aggregiert.

In den Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen im Euroraum ist weder der Absatz von Kraftfahrzeugen noch von Kraftstoffen enthalten. Hierüber geben die monatlichen Statistiken über Pkw-Zulassungen der European Automobile Manufacturers' Association (ACEA) einen gewissen Aufschluß. Die Statistiken zu den Pkw-Zulassungen, die sich dem Wert und dem Volumen nach zwar nicht vollständig mit den Autoverkäufen decken (und zudem die Zulassung gewerblich genutzter Personenwagen mit einschließen), liegen für alle EWU-Länder zeitnah vor.

Obwohl der Einzelhandel nur etwa zwei Fünftel der gesamten privaten Konsumausgaben ausmacht, besteht dennoch ein relativ enger Zusammenhang zwischen dem Wachstum der Einzelhandelsumsätze und der privaten Konsumausgaben insgesamt, wie aus der Abbildung unten hervorgeht. (Die seit 1995 verfügbaren Eurostat-Daten wurden um frühere aggregierte nationale Daten zu den Einzelhandelsumsätzen ergänzt, um eine längere Zeitreihe zu erhalten.) Obgleich auf Pkw-Verkäufe in der Aufschlüsselung der privaten Konsumausgaben insgesamt lediglich rund 5 % des Gesamtwerts entfallen, scheinen auch die Pkw-Zulassungen dem Verlauf der privaten Konsumausgaben im selben Zeitraum recht genau zu entsprechen. Beide Kurven weisen eine höhere Volatilität auf als die privaten Konsumausgaben, selbst wenn – wie in der Abbildung – vierteljährliche Durchschnittswerte herangezogen werden. Dies gilt besonders für Pkw-Zulassungen, was unter anderem darauf zurückzuführen ist, daß die privaten Konsumausgaben in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen auch andere Ausgaben – insbesondere Mietzahlungen einschließlich der kalkulatorischen Mieten für selbstgenutzte Wohnungen – enthalten, die in der Regel einen wesentlich glatteren Verlauf aufweisen als die Einzelhandelsumsätze. 1993 gingen sowohl die Einzelhandelsumsätze als auch die Pkw-Zulassungen stärker zurück als die privaten Konsumausgaben insgesamt. In den letzten beiden Jahren entsprach die Wachstumsrate der Einzelhandelsumsätze weitgehend der Wachstumsrate der privaten Konsumausgaben.

Private Konsumausgaben, Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und ACEA/A.A.A. (European Automobile Manufacturers' Association).

1) Einzelhandelsumsätze insgesamt in konstanten Preisen. Bis Ende 1995: von der EZB aggregierte nationale Daten; ab 1996: Angaben von Eurostat.

Halbjahr 1999 verzeichneten rückläufigen Trend zurückkehren würde. Im Gesamtjahr 1999 verringerte sich die Arbeitslosigkeit um 0,8 Prozentpunkte, was in etwa dem Rückgang vom Vorjahr entspricht.

Sowohl bei der Altersgruppe der unter 25jährigen als auch bei den über 25jährigen fiel der Rückgang der Arbeitslosigkeit im Dezember höher aus als im November 1999. In der ersten Gruppe sank die Arbeitslosenquote im Dezember um 0,3 Prozentpunkte und betrug Ende des Jahres 18,0 %, während sie in der zweiten Altersgruppe um 0,1 Prozentpunkte auf 8,5 % zurückging. 1999 nahm die Arbeitslosenquote bei den unter 25jährigen

stärker als im Vorjahr ab, während der Rückgang bei den über 25jährigen etwas geringer ausfiel. Auf nationaler Ebene war allgemein ein rückläufiger Trend der Arbeitslosenquote zu beobachten. Die Anzahl der freien Stellen in manchen Ländern hat den höchsten Stand seit einigen Jahren erreicht, was auf einen Arbeitskräftemangel zumindest in einigen Sektoren des jeweiligen Arbeitsmarkts hinweist.

Nachhaltiges Beschäftigungswachstum im dritten Quartal 1999

Die vorliegenden nationalen Statistiken lassen auf einen vierteljährlichen Beschäftigungs-

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

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

*Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Kurzfristige Unternehmensstatistik).**1) Quartalsraten; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.**2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.*

zuwachs von 0,3 % im dritten Quartal 1999 schließen. Die Zuwachsrates blieb damit gegenüber dem Vorquartal unverändert (siehe

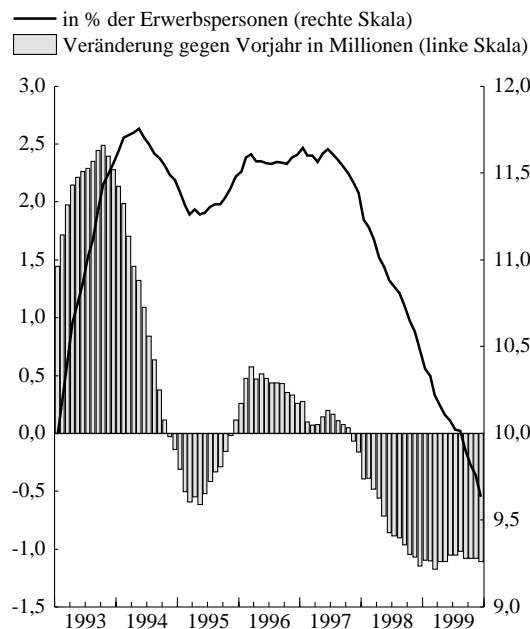
Abbildung 14**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)**Quelle: Eurostat.*

Tabelle 8). Diesen Schätzungen zufolge hatte die konjunkturelle Abkühlung zur Jahreswende 1998/1999 nur wenig Einfluß auf das Beschäftigungswachstum. Es ist davon auszugehen, daß die jüngste wirtschaftliche Belebung sich – wenn auch mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung – in einem beschleunigten Nettozuwachs an Arbeitsplätzen niederschlägt, wie es auch Mitte der neunziger Jahre der Fall war.

Eine sektorale Aufschlüsselung des vierteljährlichen Beschäftigungswachstums im Euro-Raum deutet auf eine allmählich Verbesserung der Beschäftigungslage in der Industrie hin. Nach den kürzlich von Eurostat veröffentlichten Angaben blieben die Beschäftigungszahlen in der Industrie im dritten Quartal 1999 unverändert, nachdem sie in den vorangegangenen beiden Quartalen gesunken waren. Ferner lassen die Angaben aus verschiedenen Quellen wie z. B. den Branchenumfragen der Europäischen Kommission und der PMI-Umfrage darauf schließen, daß das Beschäftigungswachstum im Verarbeitenden Gewerbe Ende 1999 positiv ausgefallen sein könnte. Der Zuwachs an Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor dürfte im dritten Quartal stabil geblieben sein.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Schwächerer Euro und stärkerer US-Dollar

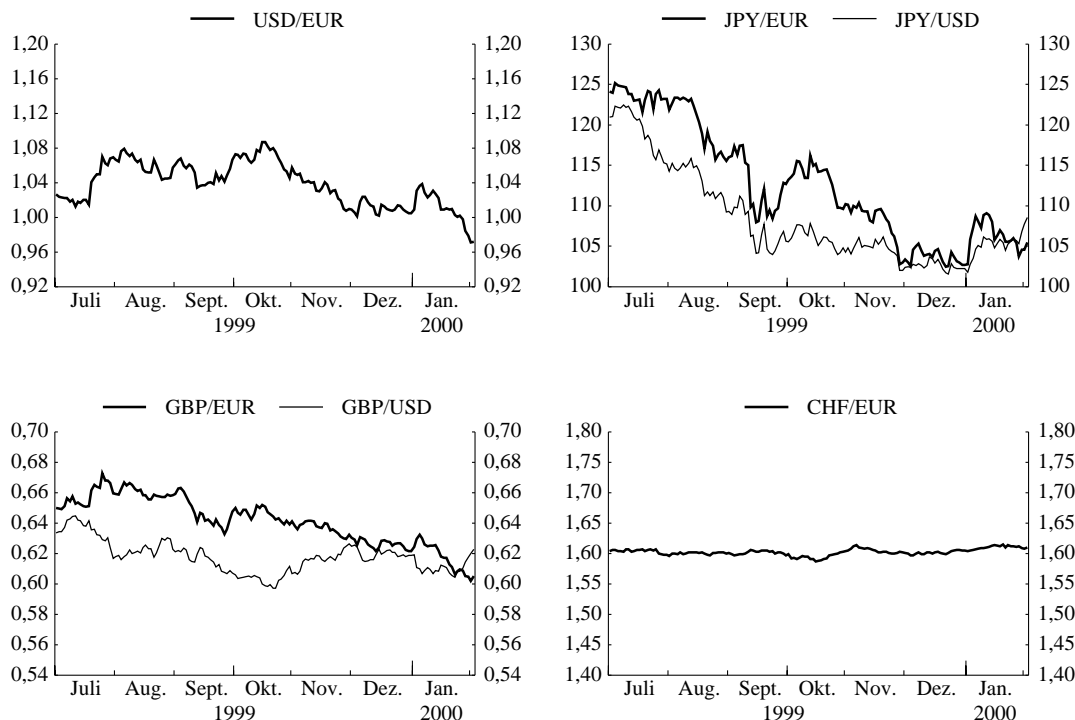
Der Kursrückgang des Euro und der entsprechende Kursanstieg des US-Dollar und des Pfund Sterling kennzeichneten zusammen mit einer Abschwächung des japanischen Yen, der im Dezember Höchststände erreicht hatte, die Devisenmärkte im Januar und Anfang Februar 2000. Insgesamt ging der nominale effektive Wechselkurs des Euro von Anfang des Jahres bis zum 2. Februar 2000 um 1,7 % zurück. Die Hauptfaktoren für diese Entwicklung schienen das ungebrochene Vertrauen in ein weiterhin starkes Wachstum in den Vereinigten Staaten sowie die Tatsache zu sein, daß jüngste Berichte über das Tempo der Konjunkturerholung in Japan unterschiedlich ausgefallen waren. Während das Pfund Sterling gegenüber dem Euro an Wert gewann und andere europäische Währungen im Januar und Anfang Februar 2000 meist unverändert notierten, war bei den wichtigen asiati-

schen Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets eine Festigung der Währungen aufgrund der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung der gesamten Region zu verzeichnen.

In der ersten Januarwoche legte der Euro gegenüber dem US-Dollar zunächst um rund 2 % zu; Grund hierfür waren Anzeichen für eine konjunkturelle Beschleunigung im Euro-Währungsgebiet in diesem Jahr (siehe Abbildung 15). Allerdings erhöhten nachfolgende Veröffentlichungen über eine günstige Inflationsentwicklung sowie andere Daten zur US-Wirtschaft die Erwartungen eines weiterhin starken Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten und führten ab Mitte Januar zu einem Anstieg des Dollarkurses, der die vorangegangene Festigung des Euro mehr als ausglich. Die Entscheidung der amerikanischen Notenbank vom 2. Februar 2000, die Zinsen um 25 Basispunkte anzuheben, hatte kaum Einfluß auf die Devisenmärkte. Am 2. Februar 2000 notierte der Euro bei 0,972 USD.

Abbildung 15
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Der Kurs des japanischen Yen ging im Januar 2000 im Vergleich zu den Höchstständen, die er im Dezember 1999 gegenüber den übrigen Weltwährungen erreicht hatte, etwas zurück. Dies war bedingt durch uneinheitliche Signale über das Tempo der Erholung der japanischen Wirtschaft. Der Yen verlor in den ersten zwei Januarwochen gegenüber dem Euro rund 5 % an Wert, legte jedoch anschließend mit der Abschwächung des Euro gegenüber dem US-Dollar wieder zu. Am 2. Februar notierte der Euro bei 105,51 JPY.

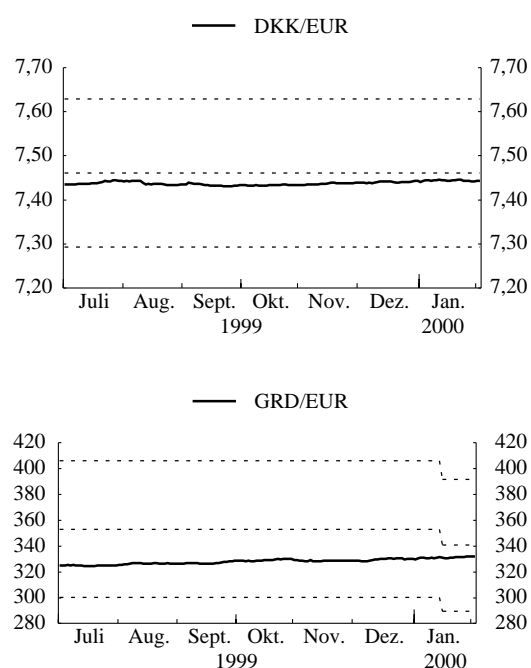
Das Pfund Sterling gewann im Januar dieses Jahres bedingt durch die günstigen Konjunkturdaten im Vereinigten Königreich rund 3 % an Wert und erreichte damit einen neuen Höchststand gegenüber dem Euro. Dieser Kursanstieg schien auch auf die restriktivere Geldpolitik der Bank of England zurückzuführen zu sein, die am 13. Januar ihren Reposatz von 5,5 % auf 5,75 % erhöhte. Diese Entscheidung war begründet durch die Aussicht auf eine starke Binnennachfrage sowie hohe Verbrauchsausgaben, verursacht durch den Anstieg des Privatvermögens, der Erwerbseinkommen und der Kreditaufnahme der privaten Haushalte in der letzten Zeit. Es ist anzunehmen, daß es hierdurch trotz einer Aufwertung des Pfund Sterling in Zukunft zu einem Inflationsdruck kommen wird. Am 2. Februar 2000 notierte der Euro bei 0,605 GBP.

Der Leitkurs der griechischen Drachme im WKM II wurde mit Wirkung vom 17. Januar 2000 um 3,5 % angehoben; er beträgt nun 340,75 GRD gegenüber zuvor 353,11 GRD (siehe Abbildung 16). Diese Entscheidung wurde auf Ersuchen der griechischen Behörden im gegenseitigen Einvernehmen von den Ministern der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, den Ministern und Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten, die nicht zum Euro-Währungsgebiet gehören, aber am WKM II teilnehmen, und der EZB getroffen. Die Entscheidung soll dazu beitragen, die griechische Wirtschaft dauerhaft auf Wachstumskurs zu halten und gleichzeitig Preisstabilität zu gewährleisten. Der Wechselkurs am Devisenmarkt blieb von dieser Entscheidung weit-

gehend unberührt und lag im Januar weiterhin bei rund 331 GRD. Am 26. Januar senkte die griechische Zentralbank die Zinssätze ihrer wichtigsten geldpolitischen Instrumente. Der Interventionsatz am Interbank-Geldmarkt wurde um 100 Basispunkte auf 9,75 % und der Lombardsatz um 50 Basispunkte auf 11,00 % herabgesetzt. Die dänische Krone lag wie in den vorangegangenen Monaten im Januar und Anfang Februar 2000 nah bei ihrem Leitkurs von 7,46 DKK.

Wie bereits in den Vormonaten blieb der Kurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro weitgehend unverändert; so notierte der Euro bei rund 1,61 CHF. Der Wechselkurs blieb damit unberührt von wichtigen Änderungen des geldpolitischen Rahmens der Schweizer Zentralbank, die zu Beginn dieses Jahres in Kraft traten. Die Schweizer Zentralbank hat nun formal festgelegt, daß ihr vorrangiges Ziel darin besteht, die jährliche Inflation bei unter 2 % zu halten, wohingegen

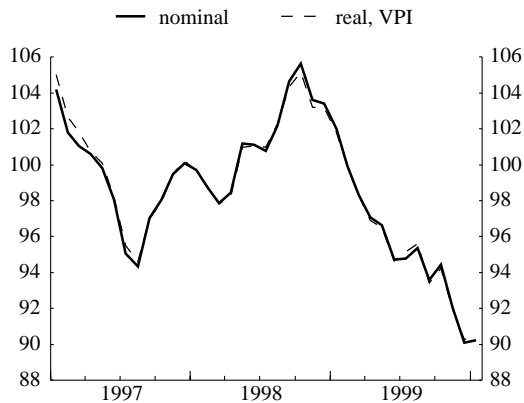
Abbildung 16
Wechselkursentwicklung im WKM II
(Tageswerte)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die horizontalen Linien geben die Leitkurse (DKK 7,46, GRD 340,75 (letzterer änderte sich mit Wirkung vom 17. Januar 2000 von zuvor GRD 353,11)) und die jeweilige Bandbreite ($\pm 2,25\%$ für die dänische Krone und $\pm 15\%$ für die griechische Drachme) an.

Abbildung 17 Nominale und reale effektive Wechselkurse¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe Kasten 5 im Monatsbericht Oktober 1999). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Januar 2000.

sie die Praxis, Zielvorgaben für die Wachstumsraten der monetären Basis bekanntzugeben, nicht weiterverfolgt.

Was den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gemessen an den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets anbelangt, so war der Kursrückgang des Euro um 1,7 % im Januar und Anfang Februar 2000 hauptsächlich auf die Abwertung gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling zurückzuführen; beides führte zu einem Rückgang um fast einen Prozentpunkt beim effektiven Wechselkursindex. Die geringe positive Auswirkung auf den Index, die aus der Aufwertung des Euro gegenüber dem japanischen Yen resultierte, wurde jedoch größtenteils durch den Kursrückgang des Euro gegenüber anderen asiatischen Währungen ausgeglichen. Aufgrund des Kursanstiegs des Euro Anfang Januar blieb das durchschnittliche Niveau des effektiven Wechselkursindex im Januar im Vergleich zum Dezember 1999 jedoch weitgehend unverändert und lag 9,8 % unter dem für das erste Quartal 1999 verzeichneten Stand (siehe Abbildung 17). Der Kursrückgang seit Anfang letzten Jahres scheint ebenso wie die steigenden Ölpreise (siehe Kasten 5) einen bedeu-

tenden Einfluß auf die Importpreise des Euro-Währungsgebiets gehabt zu haben.

Kräftiger Anstieg der Ausfuhren und Einfuhren im November 1999

Die Warenausfuhren sind aufgrund der zunehmenden Auslandsnachfrage sowie der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets im November 1999 weiter stark gestiegen und erhöhten sich gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 9,2 Mrd € (von 64,4 Mrd ECU auf 73,6 Mrd €). Die Einfuhren nahmen im November gegenüber dem gleichen Vorjahrsmonat um 11 Mrd € (von 54,2 Mrd ECU auf 65,2 Mrd €) zu, was mit dazu beitrug, daß sich der Warenhandelsüberschuß in den ersten elf Monaten des Jahres 1999 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um insgesamt 17 Mrd € verringerte (siehe Tabelle 9). Die anhaltende Zunahme der Wareneinfuhren dürfte größtenteils den durch höhere Ölpreise und die Veränderung des Euro-Wechselkurses verursachten starken Anstieg der Einfuhrpreise im Jahr 1999 widerspiegeln. Dagegen scheint die Erholung der Ausfuhrwerte auf den allgemein kräftigen Anstieg des Exportvolumens zurückzuführen sein (siehe Kasten 5).

Vor diesem Hintergrund ging der Leistungsbilanzüberschuß des Eurogebiets im November 1999 auf 2,4 Mrd € (von 4,4 Mrd ECU im November 1998) zurück. Wie in den vorangegangenen Monaten war der Rückgang vor allem auf einen niedrigeren Warenhandelsüberschuß (8,3 Mrd €, verglichen mit 10,2 Mrd € im November 1998) zurückzuführen, nachdem sich die Veränderungen in den Salden der Dienstleistungen und der Erwerbs- und Vermögenseinkommen weitgehend ausglich und das Defizit bei den Laufenden Übertragungen nahezu unverändert blieb.

In den ersten elf Monaten des Jahres 1999 belief sich der Leistungsbilanzüberschuß auf 40,6 Mrd € und war damit um 13,6 Mrd € niedriger als im gleichen Vorjahrszeitraum, was sowohl den Rückgang des Überschusses

Tabelle 9**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ¹⁾***(Mrd EUR, Veränderungen gegenüber Mrd ECU im Jahr 1998, nicht saisonbereinigt)*

	1998 Jan. – Nov.	1998 Nov.	1999 Jan. – Nov.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.
Saldo der Leistungsbilanz	54,2	4,4	40,6	-2,0	3,6	2,4
Einnahmen	1 154,5	101,5	1 170,0	108,7	111,2	113,1
Ausgaben	1 100,3	97,1	1 129,4	110,7	107,6	110,7
Saldo des Warenhandels	108,5	10,2	91,5	5,6	10,2	8,3
Ausfuhr	708,1	64,4	717,9	68,2	71,7	73,6
Einfuhr	599,6	54,2	626,4	62,7	61,6	65,2
Saldo der Dienstleistungen	-0,9	-0,3	-6,0	-0,6	-0,6	-1,1
Einnahmen	211,1	17,9	211,3	20,6	19,7	19,1
Ausgaben	212,1	18,1	217,2	21,2	20,4	20,3
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-11,5	-1,0	-7,0	-1,8	-1,9	-0,3
Saldo der Laufenden Übertragungen	-41,9	-4,6	-37,9	-5,2	-4,0	-4,5
Saldo der Vermögensübertragungen	10,6	0,9	10,2	0,4	1,6	0,8
Saldo der Kapitalbilanz ²⁾	-35,3	7,4	-56,6	-9,5	12,0	-0,6
Direktinvestitionen	-99,4	-35,3	-120,6	-6,3	-11,6	-17,5
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-168,8	-42,7	-178,6	-10,5	-18,5	-19,9
Im Euro-Währungsgebiet	69,4	7,4	58,0	4,3	6,9	2,4
Wertpapieranlagen ²⁾	-73,2	3,1	-28,3	20,9	-14,4	18,0
Aktiva	-282,3	-32,0	-261,6	-19,5	-15,3	-31,1
Passiva	209,1	35,0	233,3	40,4	0,8	49,1
Finanzderivate ²⁾	-8,1	-2,3	-0,4	-1,2	-1,4	1,6
Übriger Kapitalverkehr ^{2) 3)}	152,4	47,8	78,5	-24,6	39,4	-3,2
Währungsreserven ²⁾	-7,0	-5,8	14,2	1,7	0,1	0,6
Restposten ²⁾	-29,5	-12,6	5,8	11,1	-17,2	-2,6

*Quelle: EZB.**Anmerkung: In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluß und ein negatives Vorzeichen einen Abfluß an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere Tabellen finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“, Abschnitt 8.**1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.**2) Die Angaben bis Ende 1998 sind nicht vollständig mit den Angaben für spätere Berichtszeiträume vergleichbar.**3) Die Veränderungen vor Januar 1999 sind teilweise geschätzt.*

im Warenhandel als auch ein höheres Defizit bei den Dienstleistungen widerspiegelt. Die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die Laufenden Übertragungen wiesen dagegen in den ersten elf Monaten des Jahres 1999 geringere Defizite als im gleichen Vorjahrszeitraum auf.

Starke Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im November 1999

Die wichtigste Entwicklung in der Kapitalbilanz im November 1999 war der vergleichsweise starke Netto-Kapitalzufluß durch Wertpapiertransaktionen in Höhe von 18,0 Mrd €

(verglichen mit Netto-Kapitalabflüssen von 14,4 Mrd € im Oktober 1999); dies ist der zweithöchste Mittelzufluß, der bislang für das Euro-Währungsgebiet ausgewiesen wurde. Ausschlaggebend hierfür war die lebhafte Nachfrage gebietsfremder Anleger nach EWU-Schuldverschreibungen (34,3 Mrd €), die sowohl Anleihen als auch Geldmarktpapiere betraf und mit höheren Kurzfristzinsen und stabileren Zinserwartungen nach der von der EZB am 4. November 1999 angekündigten Zinserhöhung einherging.

In den ersten elf Monaten des Jahres 1999 fielen die Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen erheblich niedriger aus als im

Kasten 5

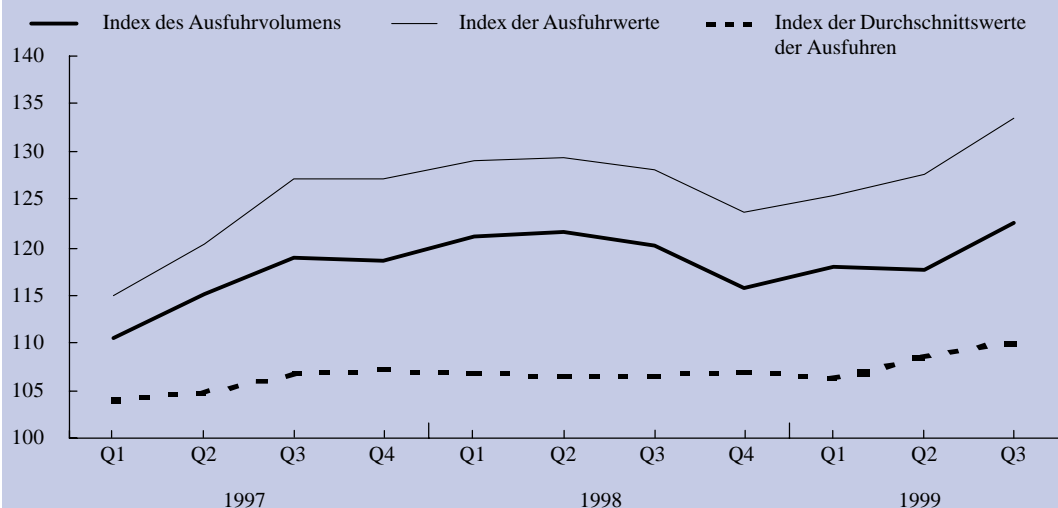
Deutliche Erholung beim Ausfuhrvolumen

Ausführlichere Daten über das Handelsvolumen und die Durchschnittswerte für die ersten acht Monate des Jahres 1999 lassen auf eine deutliche und anhaltende Erholung beim Warenausfuhrvolumen schließen. Trotz dieser Verbesserung ging der Leistungsbilanzüberschuß im Euro-Währungsgebiet in den ersten elf Monaten des Jahres 1999 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um ein Viertel zurück; dies ist hauptsächlich auf einen Rückgang um 17 Mrd € beim Warenhandelsüberschuß zurückzuführen. Zwei Hauptfaktoren sind für den Rückgang des Warenhandelsüberschusses verantwortlich: erstens das niedrige Niveau der Exportwerte im ersten Halbjahr 1999, das vor allem aus den „Überhangseffekten“ des starken Rückgangs der Auslandsnachfrage 1998 resultiert, und zweitens der kräftige Anstieg der Importpreise, der auf höhere Ölpreise und die Veränderung des Wechselkurses des Euro zurückzuführen ist.

Nach einer deutlichen Zunahme im Jahr 1997 sanken die Exporte des Euro-Währungsgebiets im zweiten Halbjahr 1998 sowohl aufgrund einer rückläufigen Auslandsnachfrage als auch eines durch den Kursanstieg des Euro bedingten Rückgangs der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Zu Beginn des Jahres 1999 begannen die Exporte sich zu erholen und erreichten im dritten Quartal des Jahres ihren früheren Höchststand; dies war auf das erneute Wachstum der Auslandsnachfrage und eine verbesserte Wettbewerbsfähigkeit bei den Ausfuhrpreisen aufgrund der Veränderung des Euro-Wechselkurses zurückzuführen. Wie die nachfolgende Abbildung zeigt, ist der Rückgang und die anschließende Erholung der Ausfuhrwerte vor allem auf die Veränderung des Exportvolumens zurückzuführen, obwohl höhere Exportpreise im Laufe des Jahres 1999, die darauf schließen lassen, daß die Exporteure des Euro-Währungsgebiets ihre Gewinnspannen etwas erhöhten, ebenfalls eine Rolle spielten.

Ausfuhrvolumen, Ausfuhrwerte und Durchschnittswerte der Ausfuhr des Euro-Währungsgebiets

(Index: 1995 = 100; saisonbereinigt)



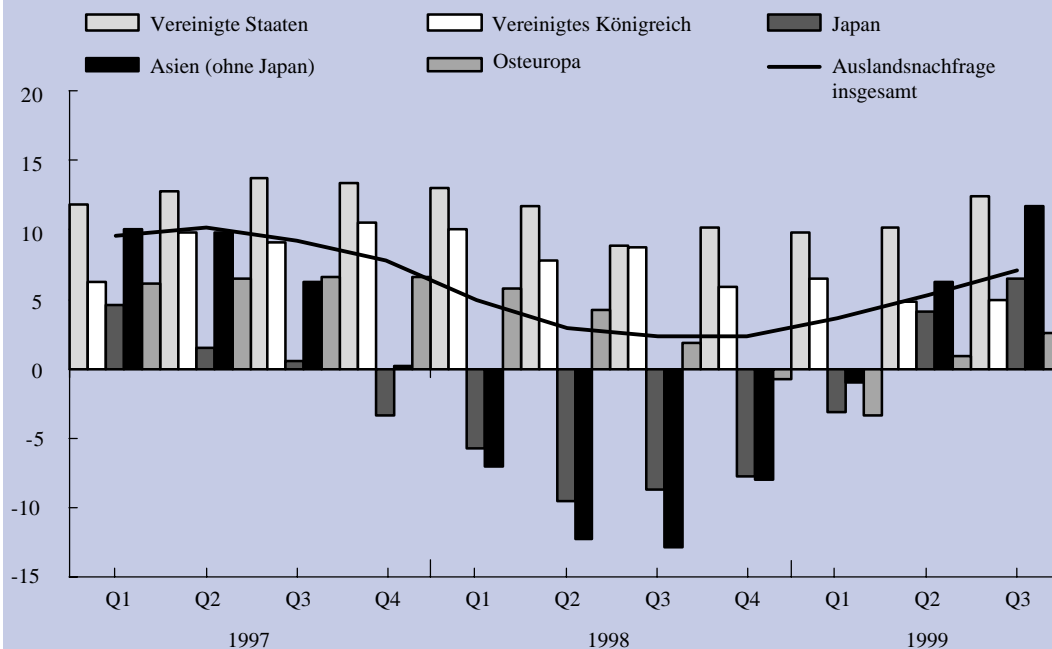
Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Die Indizes beruhen auf Daten internationaler Handelsstatistiken, die von den Zahlungsbilanzstatistiken der EZB abweichen. Die Daten für das dritte Quartal 1999 basieren auf Daten für Juli und August.

Die Entwicklung der Auslandsnachfrage, ermittelt als gewogener Durchschnitt des Einfuhrvolumens der wichtigsten Exportmärkte des Eurogebiets, ist in der nachfolgenden Abbildung dargestellt. Aus diesen Angaben geht hervor, daß der im Jahr 1998 verzeichnete Rückgang der Auslandsnachfrage zu einem großen Teil durch die stark negativen Veränderungsrate der Einfuhrnachfrage in Japan und den übrigen asiatischen Ländern

Jahreswachstumsrate des Einfuhrvolumens der wichtigsten Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets ¹⁾

(Wachstumsrate im Vorjahrsvergleich)



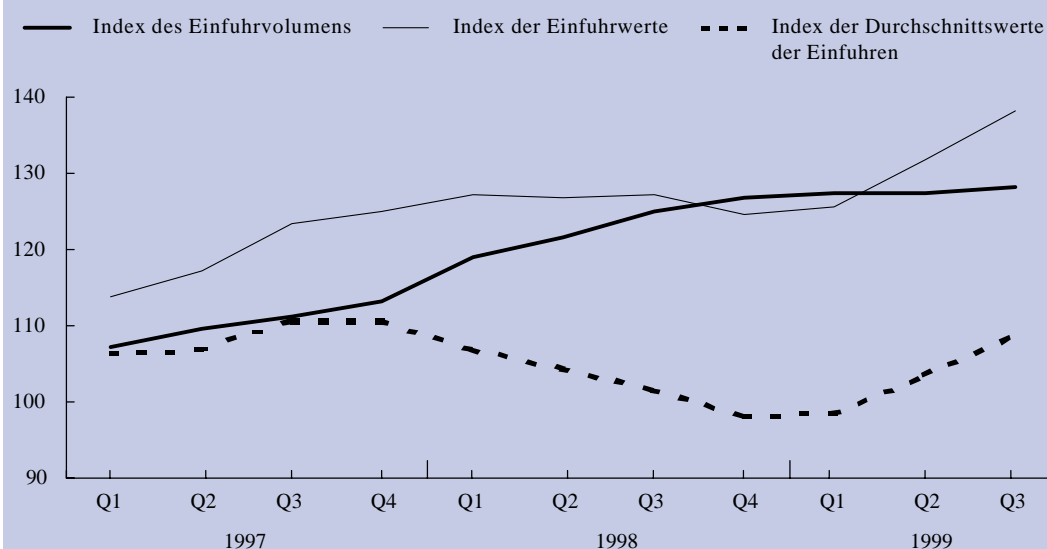
Quellen: OECD und IWF (Angaben für das dritte Quartal 1999 geschätzt).

1) Veränderung gegen Vorjahr in %.

sowie durch eine Abschwächung des Importwachstums im Vereinigten Königreich, in den Vereinigten Staaten und in Osteuropa zu erklären sein dürfte. Gleichmaßen scheint sowohl die Wiederbelebung der Nachfrage in den meisten dieser Regionen, insbesondere in Asien einschließlich Japans, als auch das anhaltend robuste Einfuhrwachstum in den Vereinigten Staaten im Zusammenhang mit der 1999 verzeichneten Erholung

Einfuhrvolumen, Einfuhrwerte und Durchschnittswerte der Einfuhren des Euro-Währungsgebiets

(Index: 1995 = 100; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB.

Anmerkung: Die Indizes beruhen auf Daten internationaler Handelsstatistiken, die von den Zahlungsbilanzstatistiken der EZB abweichen. Die Angaben für das dritte Quartal 1999 basieren auf Daten für Juli und August.

der Ausfuhren des Eurogebiets zu stehen. Das Vereinigte Königreich, das 19,3 % der Exporte der EWU-Länder aufnimmt, ist zwar der größte Absatzmarkt des Eurogebiets, doch entfällt auf Asien einschließlich Japans immerhin ein Anteil von 18,3 %, gefolgt von den Vereinigten Staaten (14 %) und den osteuropäischen Reformländern (13,5 %).

Auf der Importseite war der 1998 nahezu konstante Wert der Einfuhren dem Zusammenwirken von wesentlich höheren Einfuhrvolumina und stark rückläufigen Einfuhrpreisen zuzuschreiben (siehe Abbildung oben). Dagegen läßt sich der hohe Wert der Einfuhren in den ersten drei Quartalen von 1999 – bei gleichzeitig stagnierenden Einfuhrvolumina – durch den anhaltenden Anstieg der Einfuhrpreise infolge höherer Ölpreise und der Veränderung des Euro-Wechselkurses erklären.

gleichen Zeitraum 1998 (28,3 Mrd € gegenüber 73,2 Mrd ECU). Dies war auf eine Umkehrung bei den Schuldverschreibungen von Netto-Kapitalabflüssen im Jahr 1998 (73,8 Mrd ECU) hin zu Netto-Kapitalzuflüssen im Jahr 1999 (24,2 Mrd €) zurückzuführen, die sowohl durch geringere Anlagen von Ansässigen des Eurogebiets in außerhalb des Euroraums begebenen Schuldverschreibungen als auch durch die stärkere Nachfrage gebietsfremder Anleger nach Schuldtiteln des Eurogebiets, insbesondere nach Geldmarktpapieren, ausgelöst wurde. Die Käufe von EWU-Schuldverschreibungen durch gebietsfremde Anleger haben sich im Laufe des Jahres 1999 tendenziell verstärkt und erreichten im November ihr bislang höchstes Niveau.

Den Netto-Kapitalzuflüssen durch den Erwerb von Schuldverschreibungen standen jedoch hohe Nettoabflüsse bei den Anlagen in Dividendenwerten gegenüber, die sich in den ersten elf Monaten von 1999 auf 52,5 Mrd € beliefen, verglichen mit einem Nettozufluß von 0,5 Mrd ECU im gleichen Zeitraum 1998.

Darüber hinaus bewegten sich die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen im November weiter auf hohem Niveau (17,5 Mrd €). Von Januar bis November 1999 betragen sie insgesamt 120,6 Mrd €, verglichen mit 99,4 Mrd ECU im selben Zeitraum des Jahres 1998. Zu diesem Ergebnis haben sowohl höhere Direktinvestitionen von Ansässigen des Eurogebiets außerhalb des Euroraums als auch geringere Direktinvestitionen von Gebietsfremden im Eurogebiet beigetragen.

Erwähnenswert in diesem Zusammenhang ist, daß die Nettoabflüsse bei den Wertpapieranlagen und Direktinvestitionen zusammengefaßt in den ersten elf Monaten des Jahres 1999 jedoch deutlich niedriger ausfielen als im selben Zeitraum 1998 (148,9 Mrd € im Jahr 1999, gegenüber 172,6 Mrd ECU im Jahr 1998), da höhere Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen durch niedrigere Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen mehr als ausgeglichen wurden.

Die EZB hat nunmehr ausführlichere Zahlungsbilanzdaten für das dritte Quartal 1999 veröffentlicht und außerdem die monatlichen Schlüsselaggregate (siehe Tabelle 8 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“) revidiert, die auch eine Aufschlüsselung der Erwerbs- und Vermögenseinkommen der Leistungsbilanz sowie eine zusätzliche Aufgliederung der Kapitalbilanz nach Sektoren und Instrumenten enthalten. Die Korrekturen für das dritte Quartal 1999 führten zu keiner nennenswerten Veränderung des Leistungsbilanzüberschusses. Der Minussaldo der Kapitalbilanz wurde aufgrund relativ geringer Korrekturen in den meisten Teilbilanzen von 3,4 Mrd € auf 6,7 Mrd € revidiert.

Außerdem veröffentlicht die EZB nun Angaben zur Leistungsbilanz sowie die Salden der Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen im Jahr 1997 (siehe Tabelle 8 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“; Monatswerte für das Jahr 1997 sind gegen Ende Februar 2000 auf der Internetseite der EZB abrufbar). (Weitere Informationen zu den Daten für das Jahr 1997 – einschließlich

Einzelheiten zu den Einschränkungen hinsichtlich ihrer Vergleichbarkeit mit späteren Zeiträumen – sind in den methodischen Erläuterungen zu den Zahlungsbilanzdaten auf der Internetseite der EZB abrufbar.) Nach diesen Angaben verzeichnete die Leistungsbilanz im Jahr 1997 infolge eines höheren Warenhandelsüberschusses sowie beträchtlicher Zuflüsse bei den Dienstleistungen und Erwerbs- und Vermögenseinkommen und eines relativ nied-

rigen Defizits bei den Laufenden Übertragungen einen beträchtlich höheren Überschuß als im Jahr 1998 (94,7 Mrd ECU, gegenüber 60,3 Mrd ECU im Jahr 1998). Die Netto-Kapitalabflüsse waren bedeutend geringer als 1998; die Nettoabflüsse durch Direktinvestitionen beliefen sich 1997 auf 48,1 Mrd ECU (1998: 102,6 Mrd ECU), und die Nettoabflüsse bei den Wertpapieranlagen betrugen 1997 22,8 Mrd ECU (1998: 85,3 Mrd ECU).

Das Eurosystem und die EU-Erweiterung

Derzeit gibt es in Mittel- und Osteuropa und im Mittelmeerraum 13 beitrittswillige Länder, die von der Europäischen Union (EU) als offizielle Beitrittskandidaten anerkannt sind; mit 12 von ihnen wurden bereits formelle Beitrittsverhandlungen aufgenommen. Die neue Erweiterungsrunde umfaßt zum Großteil mittel- und osteuropäische Länder, was nicht zuletzt auf die Auflösung des Sowjet-Blocks und den Fall der Berliner Mauer vor 11 Jahren zurückzuführen ist. Bei den meisten dieser Länder handelt es sich um kleine offene Volkswirtschaften, die durch einen aktiven Aufholprozeß reale und nominale Konvergenz mit der EU anstreben. Der Beitritt zur EU wird für die neuen Mitgliedstaaten gleichzeitig die Aufnahme in die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) mit dem Status von Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, bedeuten; d. h. die Beitrittsländer gehen eine klare Verpflichtung ein, zu einem späteren Zeitpunkt am Euro-Währungsgebiet teilzunehmen. Dieser letzte Schritt im Beitrittsprozeß setzt die Erfüllung der Konvergenzkriterien gemäß dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) voraus.

Der angestrebte Beitritt hat bereits heute für diese Länder währungspolitische Implikationen. Im Hinblick darauf verfolgt der Großteil der Länder, mit denen Beitrittsverhandlungen geführt werden, eine Wechselkurspolitik, in deren Rahmen ihre Währungen mehr oder weniger eng an den Euro angebunden sind. Ferner sind die Beitrittsländer im Begriff bzw. planen sie, Gesetzesvorschriften mit WWU-Bezug abzuändern, um die Einhaltung der Bestimmungen des EG-Vertrags sicherzustellen.

Vor diesem Hintergrund hat das Eurosystem ein eindeutiges Interesse am Aufbau von Beziehungen mit den Bewerberländern und daran, in Bereichen, in denen es allein- oder mitverantwortlich ist, in den Beitrittsprozeß eingebunden zu sein, der schließlich in der Einführung des Euro in diesen Ländern münden wird. In Erfüllung seines Auftrags und angesichts seiner Verpflichtung zur glaubwürdigen und dauerhaften Sicherung der Preisstabilität im Euroraum – auch nach der Erweiterung – wird das Eurosystem diesen Prozeß unterstützen.

I Einleitung

Die Beziehungen zwischen dem Eurosystem und den derzeit von der EU offiziell anerkannten Beitrittskandidaten können innerhalb des größeren Rahmens der Beziehungen der Union zu europäischen Ländern außerhalb der EU, Ländern des Mittelmeerraums und afrikanischen Ländern gesehen werden. So besteht zwischen der EU und dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR), Mittel- und Osteuropa, dem Balkan, dem Mittelmeerraum und den Staaten in Afrika, im karibischen Raum und im Pazifischen Ozean (den AKP-Staaten) gegenwärtig zumindest jeweils ein institutionelles Abkommen. Der Beitritt zur EU eröffnet zweifelsohne eine neue Dimension der Zusammenarbeit, die weit über die traditionellen Formen der internationalen Kooperation hinausgeht.

Wie im Vertrag über die Europäische Union (EU-Vertrag) verankert, können sich Länder in Europa um die Mitgliedschaft in der EU

und somit in der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) bewerben. Zur Zeit sind 13 Länder in Mittel- und Osteuropa und im Mittelmeerraum als offizielle EU-Beitrittskandidaten anerkannt. 12 Länder führen bereits Beitrittsverhandlungen mit der EU: Bulgarien, Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, Rumänien, die Slowakische Republik, Slowenien, die Tschechische Republik, Ungarn und Zypern. Ferner gilt die Türkei nach einem Beschluß des Europäischen Rats im Dezember 1999 als offizieller Beitrittskandidat; die Beitrittsverhandlungen können jedoch erst aufgenommen werden, wenn die Türkei die erforderlichen Bedingungen erfüllt. Dieser Sonderaufsatz befaßt sich mit den 12 Ländern („Beitrittsländern“), für die ein Beschluß des Europäischen Rats zur Aufnahme formeller Beitrittsverhandlungen vorliegt.

Die bevorstehende Erweiterungsrunde – die fünfte seit der Gründung der Gemeinschaft –

ist letztlich auf die Auflösung des Sowjet-Blocks und den Fall der Berliner Mauer zurückzuführen. Mittlerweile haben die EU und die Beitrittsländer enorme Fortschritte bei der wirtschaftlichen Integration und im politischen Dialog erzielt. Der Übergangsprozess in den Beitrittsländern stellt einen Wachstums- und Stabilitätsfaktor für die gesamte

Region dar. So konnten bereits in manchen Gebieten erhebliche Verbesserungen, wenn auch unterschiedlichen Ausmaßes und unterschiedlicher Art, erreicht werden. Da die Aufnahme in die EU in weiterer Folge die volle Teilnahme an der WWU bedeutet, werden diese Entwicklungen vom Eurosystem aufmerksam verfolgt.

2 Wirtschaftlicher Hintergrund

Tabelle I gibt einen Überblick über die wichtigsten Strukturdaten der Beitrittsländer. Ende 1998 entsprach die Gesamteinwohnerzahl in diesen Ländern zwar etwa 36 % der Bevölkerung im Euro-Währungsgebiet, ihr BIP machte zusammengenommen aber nur etwa 6 % des Euroraum-BIP aus, wobei 40 % des gemeinsamen BIP-Anteils auf Polen entfielen. Die anderen Beitrittsländer verzeichneten ein BIP von jeweils weniger als 1 % des BIP im Eurogebiet. Gemessen am BIP pro Kopf kamen die Beitrittsländer je nach Land auf knapp 7 % bis 61 % der Vergleichszahl im Euroraum. Das Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftparitäten betrug zwischen 23 % und 79 % des Pro-Kopf-BIP im Euro-Währungsgebiet; in Zypern, Slowenien und der Tschechischen Republik war

das Pro-Kopf-BIP zu Kaufkraftparitäten 1998 ähnlich hoch wie in manchen EU-Ländern. Insgesamt veranschaulichen die angeführten statistischen Daten die erhebliche Diskrepanz zwischen dem Euroraum und den Beitrittsländern in bezug auf die Größe der Volkswirtschaft und den Lebensstandard.

Die meisten der Beitrittsländer weisen einen hohen außenwirtschaftlichen Öffnungsgrad auf. Der Grad der Offenheit – definiert als der Durchschnitt von Aus- und Einfuhren von Waren und Dienstleistungen in Prozent des BIP – lag 1998 in diesen Ländern, ausgenommen Polen und Rumänien, über 40 % und in kleinen Ländern wie Estland und Malta sogar über 80 % (siehe Tabelle I). Diese Werte

Tabelle I
Beitrittsländer: Strukturelle Indikatoren

(1998)

	Einwohner (Mio; Jahres- durchschnitt)	BIP in ECU (in % des BIP des Eurogebiets)	BIP zu Kaufkraft- paritäten (in % des BIP des Eurogebiets)	Pro-Kopf- BIP in ECU (in % des Pro-Kopf- BIP des Eurogebiets)	Pro-Kopf- BIP zu Kaufkraft- paritäten (in % des Pro- Kopf-BIP des Eurogebiets)	Anteil der Industrie am BIP ¹⁾ (in %)	Anteil der Landwirtschaft am BIP ²⁾ (in %)	Grad der Offenheit ³⁾	Ausfuhren in das Eurogebiet (in % der Ausfuhren insgesamt)
Bulgarien	8,3	0,2	0,6	6,6	22,8	22,2	18,7	45,7	38,7
Estland	1,5	0,1	0,2	16,0	36,4	18,2	5,6	85,3	30,4
Lettland	2,4	0,1	0,2	11,6	27,2	21,1	4,1	54,3	27,6
Litauen	3,7	0,2	0,4	12,9	30,5	21,1	9,1	53,2	27,8
Malta	0,4	0,1	.	40,4	.	.	.	90,7	34,1
Polen	38,7	2,4	4,7	18,1	35,9	24,4	4,2	26,2	58,8
Rumänien	22,5	0,6	2,1	7,5	27,0	31,7	16,0	29,9	57,7
Slowakische Republik	5,4	0,3	0,8	16,8	45,8	26,7	4,4	69,3	52,9
Slowenien	2,0	0,3	0,5	43,9	67,8	28,1	3,4	57,4	61,9
Tschechische Republik	10,3	0,9	2,1	24,3	60,1	32,2	4,2	60,7	58,5
Ungarn	10,1	0,7	1,7	20,6	47,7	24,9	5,2	45,7	67,7
Zypern	0,7	0,1	0,2	60,8	78,8	13,4	4,4	47,3	13,1

Quellen: Eurostat; IWF (Warenausfuhren in das Eurogebiet sowie sämtliche Daten zu Malta).

1) Industrie einschließlich Energie und ohne Baugewerbe. Daten zu Ungarn: 1997.

2) Land- und Forstwirtschaft; Fischerei und Fischzucht. Daten zu Ungarn: 1997.

3) Aus- und Einfuhren von Waren und Dienstleistungen im Durchschnitt in Prozent des BIP. Daten zu Ungarn: 1997.

Tabelle 2**Beitrittsländer: Makroökonomische Indikatoren***(1997–1999; soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	Reales Bruttoinlandsprodukt			Inflation (VPI)			Haushaltssaldo des Gesamtstaates ¹⁾ (in % des BIP)	
	1997	1998	1999 Jan.–Juni	1997	1998	1999 Jan.–Juni	1997	1998
Bulgarien	-7,0	3,5	0,5	1 082,0	22,3	.	-0,3	1,3
Estland	10,6	4,0	-3,9	11,2	10,5	4,0	2,6	-0,2
Lettland	8,6	3,6	-2,0	8,4	4,7	2,1	1,8	0,1
Litauen	7,3	5,1	-4,8	8,9	5,1	1,2	-0,7	-3,4
Malta	4,9	4,1	.	3,1	2,4	1,6	-9,8	-11,1
Polen	6,8	5,0	2,3	14,9	11,8	6,1	-2,6	-2,1
Rumänien	-6,9	-7,3	-3,9	161,7	59,1	39,5	-4,4	.
Slowak. Republik	6,5	4,4	2,4	6,1	6,7	6,9	-3,6	-4,8
Slowenien	4,6	3,9	4,5	8,4	7,9	4,9	-1,5	-0,8
Tschech. Republik	0,3	-2,3	-1,8	8,5	10,7	2,7	-2,1	-2,4
Ungarn	4,6	4,9	3,5	18,3	14,3	9,3	-5,4	-7,1
Zypern	2,5	5,0	.	3,6	2,2	1,3	-5,3	.

*Quellen: Eurostat, ausgenommen Inflation 1999 zu Zypern (IWF) und sämtliche Daten zu Malta (IWF und nationale Quellen).**1) Zypern ohne Gemeinden.*

liegen erheblich über den Vergleichszahlen für den Euroraum aus dem Jahr 1998. Die Integration mit der EU zeigt sich bisher am deutlichsten am Grad der Handelsverflechtung. Nach der Auflösung des Rats für Gegenseitige Wirtschaftshilfe (RGW) im Jahr 1991 erfolgte in den meisten Beitrittsländern, die dem RGW angehört hatten, eine grundlegende Neuorientierung im Handel. So wickeln heute nur mehr die baltischen Staaten einen beträchtlichen Prozentsatz ihres Handels mit Rußland und der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) ab. 1998 entfielen aufgrund der Handelsverflechtung mit Westeuropa etwa 50 % bis 70 % der Exporte Polens, Rumäniens, der Slowakischen Republik, Sloweniens, der Tschechischen Republik und Ungarns auf das Eurogebiet.

Die meisten Beitrittsländer können erhebliche Fortschritte in Richtung makroökonomischer Stabilität vorweisen. Insbesondere konnten in den vergangenen drei Jahren die Inflationsraten wesentlich gesenkt werden, wobei die Teuerungsrate in einer Reihe von Ländern auf unter 5 % zurückging (siehe Tabelle 2). Diese Entwicklung spiegelt die zunehmende Bedeutung der Preisstabilität als satzungsgemäßes Ziel der Zentralbanken der Beitrittsländer wider (siehe Tabelle 3). Zudem fand dieser Prozeß in einer Zeit statt,

die von internationalen Finanzkrisen geprägt war. Insbesondere die Rußland-Krise könnte eine mögliche Ursache für die verminderte Wachstumsleistung in der ersten Jahreshälfte 1999 gewesen sein. Es gibt jedoch Anzeichen dafür, daß sich das Wachstum seither wieder erholt hat. Für 1999 liegen zwar noch keine endgültigen Zahlen für die Haushaltssalden des Gesamtstaates vor, jedoch dürften sich die Defizitquoten gegenüber den in Tabelle 2 für 1998 aufgeführten Daten verschlechtert haben. Um eine stärkere Angleichung der öffentlichen Finanzierungssalden an die Vorgaben im Euroraum zu erzielen, sind in den meisten Beitrittsländern weitere Anstrengungen erforderlich.

Die wirtschaftliche Konvergenz der Beitrittsländer beinhaltet sowohl realwirtschaftliche als auch nominale Gesichtspunkte von strategischer Bedeutung, die auf dem Weg zu dauerhaftem Wirtschaftswachstum und Stabilität gleichermaßen berücksichtigt werden müssen.

Realwirtschaftliche Konvergenz setzt insbesondere für die mittel- und osteuropäischen Beitrittsländer den Abschluß des Übergangsprozesses zu einer wettbewerbsfähigen, funktionsfähigen Marktwirtschaft voraus. Strukturereformen – z. B. Privatisierung, Verbesserung des rechtlichen und institutionellen

Tabelle 3**Währungs- und Wechselkurspolitiken der Beitrittsländer**

	Währungspolitik
Land	Ziele der Zentralbank laut Satzung *
Bulgarien	Die Hauptaufgabe der bulgarischen Nationalbank (Bulgarska Narodna Banka) besteht darin, durch die Umsetzung der im Nationalbankgesetz verankerten Geld- und Kreditpolitik zur Gewährleistung der Stabilität der Landeswährung beizutragen und die Errichtung und Funktionsfähigkeit effizienter Zahlungsmechanismen zu unterstützen.
Estland	Die Hauptziele der estnischen Zentralbank (Eesti Pank) sind: 1. Erhaltung und Sicherstellung der Geldwertstabilität der Landeswährung (Kroon) zur Erfüllung sämtlicher Geldfunktionen; 2. Steigerung der Sicherheit und Stabilität des estnischen Bankensystems; 3. Stärkung der Effizienz und Entwicklung des estnischen Finanzsystems, insbesondere der Zahlungs- und Abwicklungssysteme; 4. Sicherstellung der Bargeldversorgung.
Lettland	Die Hauptaufgabe der lettischen Zentralbank (Latvijas Banka) besteht in der Umsetzung der Geldpolitik durch die Regulierung des Geldumlaufs mit dem Ziel, Preisstabilität in Lettland zu gewährleisten. Die lettische Zentralbank unterstützt freien Wettbewerb, die wirksame Allokation und den Umlauf von Vermögenswerten sowie die Stabilität, Koordination und Überwachung des Finanzsystems.
Litauen	Die Hauptaufgabe der litauischen Zentralbank (Lietuvos Bankas) besteht darin, eine stabile Währung in der Republik Litauen zu gewährleisten. Bei der Umsetzung dieser Aufgabe muß die Zentralbank: 1. sicherstellen, daß Geld- und Devisenmarkt und Kredit- und Abwicklungssysteme verläßlich funktionieren; 2. die Wirtschaftspolitik der Regierung der Republik Litauen unterstützen, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Hauptziels der Bank möglich ist.
Malta	Es ist [u.a.] Aufgabe der maltesischen Zentralbank (Central Bank of Malta), externe Reserven zu halten, um den Außenwert der Währung zu sichern; Einfluß auf Kreditvolumen und -bedingungen zu nehmen, um zu einer ordnungsgemäßen und ausgewogenen wirtschaftlichen Entwicklung Maltas sowie zu Beschäftigungs- und Einkommenszuwächsen im Einklang mit der Gewährleistung der Währungsstabilität in Malta und des Außenwerts der Währung beizutragen sowie eine stabile Struktur des Finanzsektors und einen geregelten Kapitalmarkt in Malta zu fördern.
Polen	Das Hauptziel der polnischen Nationalbank (Narodowy Bank Polski) ist die Gewährleistung der Preisstabilität, und die NBP unterstützt gleichzeitig in ihrer Tätigkeit die Wirtschaftspolitik der Regierung, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Hauptziels der Bank möglich ist.
Rumänien	Das Hauptziel der rumänischen Nationalbank (Banca Nationala a Romaniei) ist es, die Stabilität der Landeswährung zur Gewährleistung der allgemeinen Preisstabilität sicherzustellen.
Slowakische Republik	Die Hauptaufgabe der slowakischen Nationalbank (Národná banka Slovenska) besteht darin, die Stabilität der slowakischen Währung sicherzustellen.
Slowenien	Die slowenische Zentralbank (Banka Slovenije) sorgt für die Stabilität der Landeswährung und die allgemeine Zahlungsfähigkeit innerhalb des Staates und gegenüber anderen Staaten.
Tschechische Republik	Das vorrangige Ziel der tschechischen Nationalbank (Česká národní banka) ist es, die Stabilität der tschechischen Landeswährung sicherzustellen.
Ungarn	Die Hauptaufgabe der ungarischen Nationalbank (Magyar Nemzeti Bank) besteht in der Wahrung der Kaufkraft der Landeswährung im In- und Ausland. Die ungarische Zentralbank unterstützt die Umsetzung des wirtschaftspolitischen Programms der Regierung durch die ihr zur Verfügung stehenden währungspolitischen (geld- und kreditpolitischen) Instrumente.
Zypern	Die Hauptaufgabe der zypriotischen Zentralbank (Kentrike Trapeza tis Kyprou) ist es, für die Stabilität der Währung und für Kredit- und Zahlungsbilanzbedingungen zu sorgen, die für die ordnungsgemäße Entwicklung der Volkswirtschaft der Republik förderlich sind.

* Quellen: Zitate aus den Zentralbankgesetzen, übersetzt ins Deutsche auf Grundlage der von der jeweiligen Zentralbank veröffentlichten englischen Fassung.

Wechselkursregime

Merkmale	Anmerkungen	Land
Currency Board, Bindung an EUR/DEM.	Am 1. Juli 1997 offiziell eingeführt. Laut nationaler Gesetzgebung ersetzt der Euro spätestens mit der Euro-Bargeldeinführung 2002 die Deutsche Mark.	Bulgarien
Currency Board, Bindung an EUR/DEM.	Im Juni 1992 eingeführt.	Estland
Bindung an SZR.	De-facto-Bindung an das Sonderziehungsrecht seit Februar 1994, seit 1997 formalisiert.	Lettland
Currency Board, Bindung an USD.	Im April 1994 eingeführt. Die litauische Zentralbank hat ihre Absicht bekundet, die Litas in der zweiten Jahreshälfte 2001 an den Euro zu binden.	Litauen
Bindung an einen Währungskorb: EUR (56,8 %) USD (21,6 %) GBP (21,6 %) Schwankungsbandbreite: ± 0,25 %.	Bindung an einen Währungskorb seit 1971. Der Euro hat mit Wirkung vom 1. Januar 1999 die ECU ersetzt.	Malta
Wechselkursanbindung mit gleitender Abwertung, Bindung an einen Währungskorb: USD (45 %) EUR (55 %) Schwankungsbandbreite ± 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 eine Schwankungsbandbreite mit vorangekündigter monatlicher Abwertung eingeführt. Der Abwertungssatz wurde schrittweise reduziert und die Bandbreite erweitert. Seit 1. Januar 1999 umfaßt der Währungskorb nur mehr Euro und US-Dollar.	Polen
Managed Floating (informelle Referenzwährung: EUR).	Im August 1992 eingeführt. Während der letzten Monate ist die Währungspolitik vorrangig am Wechselkurs ausgerichtet. Eine Strategieänderung wurde jedoch nicht bekanntgegeben.	Rumänien
Managed Floating (informelle Referenzwährung: EUR).	Vom 14. Juli 1994 bis zum 1. Oktober 1998 war die Slowakische Krone an einen Korb mit zwei Währungen gebunden (60 % DEM und 40 % USD). 1996 wurde die Schwankungsbandbreite von ± 1,5 % auf ± 7 % erweitert. Am 2. Oktober 1998 wurde die Bindung aufgegeben und ein Managed-Floating-Regime eingeführt. Am 1. Januar 1999 übernahm der Euro die Rolle der Deutschen Mark als Referenzwährung.	Slowakische Republik
Managed Floating (informelle Referenzwährung: EUR).	Seit 1992 blieb der Wechselkurs innerhalb einer nicht veröffentlichten engen Bandbreite gegenüber der Deutschen Mark (seit 1. Januar 1999 gegenüber dem Euro).	Slowenien
Managed Floating (informelle Referenzwährung: EUR).	Im Mai 1997 wurde die zuletzt im Februar 1996 angepaßte Bindung an einen Währungskorb (65 % DEM und 35 % USD) mit einer Schwankungsbreite von ± 7,5 % aufgegeben; zuvor hatte seit 1991 eine Bindung an einen Währungskorb bestanden.	Tschechische Republik
Wechselkursanbindung mit gleitender Abwertung, Bindung an EUR, Schwankungsbandbreite: ± 2,25 %, vorangekündigte monatliche Abwertung: 0,4 %.	Im März 1995 eingeführt. Der monatliche Abwertungssatz des Leitkurses und damit auch jener der Schwankungsbandbreite wurden im Lauf der Jahre mehrfach reduziert.	Ungarn
Bindung an EUR, Schwankungsbandbreite: ± 2,25 %.	Das Zypern-Pfund war von Juni 1992 bis Dezember 1998 an die ECU gebunden. Seit 1. Januar 1999 ist es mit dem gleichen Leitkurs, der zuvor der ECU gegenüber gegolten hatte, an den Euro gebunden.	Zypern

Rahmens als Grundlage für eine funktionsfähige Marktwirtschaft, Stärkung des Bankensystems und der heimischen Finanzmärkte – sind für eine effizientere Allokation von Arbeit und Kapital und zur Förderung des privaten Sektors notwendig. Diese Strukturreformen sind zwar langfristiger Natur, werden allerdings durch die fortschreitende Integration mit der EU beschleunigt werden. Außerdem sollte sich der Abbau von Strukturschwächen günstig auf Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen durch ausländische Investoren auswirken, wodurch die positive Wechselwirkung zwischen regionaler Integration und realwirtschaftlicher Konvergenz weiter verstärkt wird.

Obwohl die Erfüllung der Konvergenzkriterien von Maastricht (diese umfassen Preisstabilität, nachhaltige Haushaltskonsolidierung, Wechselkursstabilität im Rahmen der Teilnahme am Wechselkursmechanismus und Konvergenz der langfristigen Zinssätze) keine zwingende Vorgabe für den Beitritt zur EU ist, sollten doch die mittelfristigen wirtschaftspolitischen Zielsetzungen in den Wirtschaftsprogrammen der Beitrittsländer mit denen im Euro-Währungsgebiet übereinstimmen. Vor allem ist zu betonen, daß die Preisstabilität einen positiven Impuls für die Realwirtschaft setzt, insbesondere für die Produktions- und Beschäftigungsaussichten, und zwar erstens durch die erhöhte Transparenz der Entwicklung der relativen Preise, welche eine Voraussetzung für die effiziente Allokation von Ressourcen durch die Märkte darstellt; zweitens durch die Vermeidung signifikanter und willkürlicher Vermögens- und Einkommensumverteilungen; drittens durch den Abbau von Unsicherheit, was sich in einer allgemeinen Senkung der langfristigen Zinssätze widerspiegelt.

Aus Tabelle 3 geht hervor, wie stark sich die Währungs- und Wechselkurspolitik von Beitrittsland zu Beitrittsland unterscheidet. Die

Wechselkursregime umfassen eine breite Palette von Festkurssystemen bis hin zu flexiblen Regimen. Drei Länder haben ein Currency Board eingeführt: Bulgarien und Estland mit einer Bindung an den Euro bzw. die Deutsche Mark und Litauen mit einer Bindung an den US-Dollar. Andere Länder haben ein Festkursregime (Lettland: Bindung an das Sonderziehungsrecht – SZR), eine Wechselkursanbindung mit gleitender Abwertung und unterschiedlichen Schwankungsbandbreiten (Polen: Bindung an einen Währungskorb; Ungarn: Bindung an den Euro) bzw. eine anpaßbare Wechselkursanbindung (Malta: Bindung an einen Währungskorb; Zypern: Bindung an den Euro). Sowohl Malta als auch Polen haben in ihrem Währungskorb den Euro mit über 50 % gewichtet. Rumänien, die Slowakische Republik, Slowenien und die Tschechische Republik betreiben ein Managed-Floating-System, bei dem der Euro als inoffizielle Referenzwährung dient.

Unabhängig vom jeweiligen Wechselkurssystem, das die Beitrittsländer gewählt haben, sollten sie für ein stabiles wirtschaftliches Umfeld sorgen, u. a. durch die Vermeidung von realen Wechselkursverzerrungen sowie von übermäßigen nominalen Wechselkursschwankungen. Ferner müssen die Beitrittsländer in ihrer Wechselkurs- und Währungspolitik die Herausforderungen im Zusammenhang mit dem Aufholprozeß bewältigen, etwa hohe Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen, zu denen breit angelegte Privatisierungsprogramme und das Potential für eine reale Aufwertung infolge von Produktivitätszuwächsen beitragen. Da der Wechselkurs gegenüber dem Euro für diese Länder im allgemeinen eine grundlegende Rolle spielt, gewinnt das Argument für nominale Wechselkursstabilität gegenüber dem Euro zunehmend an Bedeutung, je weiter der Integrationsprozeß in Richtung Binnenmarkt und die wirtschaftliche Konvergenz mit der EU bzw. dem Eurogebiet fortschreiten.

Kasten I

Die Kopenhagener Kriterien

Die vom Europäischen Rat im Juni 1993 in Kopenhagen beschlossenen „Kopenhagener Kriterien“ müssen von den Beitrittskandidaten erfüllt werden, damit diese als Mitglieder in die Europäische Union (EU) aufgenommen werden können. Voraussetzung für die Mitgliedschaft sind:

- institutionelle Stabilität als Garantie für demokratische und rechtsstaatliche Ordnung, für die Wahrung der Menschenrechte sowie die Achtung und den Schutz von Minderheiten,
- eine funktionsfähige Marktwirtschaft sowie die Fähigkeit, dem Wettbewerbsdruck und den Marktkräften innerhalb der Union standzuhalten, und
- die Fähigkeit, die aus einer Mitgliedschaft erwachsenden Verpflichtungen zu übernehmen und sich die Ziele der politischen Union sowie der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) zu eigen zu machen.

3 Institutioneller Hintergrund

Der Europäische Rat von Kopenhagen im Juni 1993 bildete den politischen Auftakt für den Beginn dieser Erweiterungsrunde. Auf seiner Tagung traf der Rat die grundsätzliche Entscheidung über die künftige Erweiterung und legte die Kriterien für die Mitgliedschaft (kurz Kopenhagener Kriterien, siehe Kasten I) fest. Der Europäische Rat von Luxemburg setzte dann im Dezember 1997 den Erweiterungsprozeß formal in Gang, indem er die im Aktionsprogramm „Agenda 2000“ vorgestellte Erweiterungsstrategie auf breiter Ebene bestätigte (dieses Dokument enthält detaillierte Angaben zur Reform der Gemeinschaftspolitik im Vorfeld der Erweiterung). Nach diesem Beschluß wurden am 30. März 1998 mit sechs der damals 11 Kandidatenländer Beitrittsverhandlungen eröffnet, nämlich mit Estland, Polen, Slowenien, der Tschechischen Republik, Ungarn und Zypern. Auf derselben Ratstagung wurden die fünf anderen Länder – Bulgarien, Lettland, Litauen, Rumänien und die Slowakische Republik – aufgefordert, weitere Fortschritte bei der Erfüllung der für die Aufnahme von Beitrittsverhandlungen festgelegten Kriterien zu machen. Auf der Ratstagung von Helsinki am 10. und 11. Dezember 1999 erfuhr der Erweiterungsprozeß einen weiteren Impuls: Im Februar 2000 sollen Beitrittsverhandlungen mit den fünf anderen mittel- und osteuropäischen Ländern und Malta

eröffnet werden; Malta war im Februar 1999 in die Liste der Beitrittsländer aufgenommen worden.

Auf ihrem Weg zur EU-Mitgliedschaft werden alle 12 Länder durch eine auf Gemeinschaftsebene formulierte Heranführungsstrategie unterstützt, die sich aus den Assoziationsabkommen (den Europa-Abkommen), Vorbeitrittschilfen im Rahmen des Phare-Programms und den Beitrittspartnerschaften zusammensetzt. So gelten für die Beitrittsländer in manchen Bereichen bereits Schlüsselbestimmungen des EU-Rechtsbestands (z. B. die weitgehende Liberalisierung des Handels und die Wettbewerbsbestimmungen). Die Beitrittspartnerschaften stellen auch ein Forum dar, innerhalb dessen die Europäische Kommission und die Regierungen der einzelnen Beitrittsländer eine gemeinsame Bewertung der mittelfristigen wirtschaftspolitischen Prioritäten durchführen.

Darüber hinaus gab der Europäische Rat in Helsinki ein politisches Bekenntnis zur Durchführung der institutionellen Reformen ab, welche die Fähigkeit der EU gewährleisten sollen, ab Ende 2002 neue Mitgliedstaaten aufzunehmen. Zu diesem Zweck wurde eine Regierungskonferenz mit dem Ziel einberufen, die nach dem Vertrag von Amsterdam

noch ungelösten institutionellen Fragen zu klären. Bis Jahresende soll die Regierungskonferenz einen Vertrag über eine neue Europäische Union, welche die Beitrittsländer in der Folge aufnehmen kann, hervorbringen. Diese institutionellen Fragen betreffen die „Größe und Zusammensetzung der Europäischen Kommission, die Stimmenwägung im Rat, die Frage der möglichen Ausweitung der Abstimmungen mit qualifizierter Mehrheit im Rat sowie weitere notwendige Vertragsänderungen [...], soweit sie sich in bezug auf die europäischen Organe im Zusammenhang mit den vorgenannten Fragestellungen und im Zuge der Umsetzung des Vertrags von Amsterdam ergeben“ (Schlußfolgerungen des Vorsitzes des Europäischen Rats in Helsinki). Der Erweiterungsprozeß „muß weiterhin effizient und glaubhaft bleiben“, wie dies in Helsinki bestätigt und vor kurzem vom portugiesischen Ratsvorsitz erneut bekräftigt wurde.

Es gibt weder einen genauen Zeitplan für den Beitritt der neuen Mitgliedstaaten, noch muß der Zeitplan für jedes Beitrittsland identisch sein. Manche der Beitrittsländer haben ihre Absicht signalisiert, die Vorbereitungen für den Beitritt bis 2002 oder 2003 abgeschlossen zu haben. Die EU führt mit jedem der 12 Beitrittsländer bilaterale Beitrittsverhandlungen und schließt am Ende der Verhandlungen mit jedem Land ein Beitrittsabkommen ab; diese Abkommen können auch Übergangsbestimmungen enthalten. Bevor ein Beitrittsland von Rechts wegen EU-Mitglied wird, ist das jeweilige Beitrittsabkommen durch den Beitrittskandidaten und durch die EU-Mitgliedstaaten zu ratifizieren.

Fest steht bereits, daß es für die neuen Mitgliedstaaten keine Opting-Out-Klausel (die Möglichkeit, nicht an der dritten Stufe der Währungsunion teilzunehmen), wie sie etwa dem Vereinigten Königreich und Dänemark eingeräumt wurde, geben wird. Damit verpflichten sich die neuen Mitgliedstaaten durch ihren EU-Beitritt zur Einführung des Euro zu einem späteren Zeitpunkt. Der EU-Beitritt bedeutet für die Beitrittsländer nicht die unmittelbare Aufgabe ihrer monetären Souveränität; sie werden in die WWU als Mitglied-

staat aufgenommen, für den eine Ausnahmeregelung gilt, und können daher ihre Landeswährung vorerst behalten. Allerdings müssen sie sich nach wie vor auf die volle Teilnahme an der WWU vorbereiten. Der EU-Beitritt zieht somit die Integration der jeweiligen Zentralbank in das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) nach sich.

Die Erfüllung der im Vertrag von Maastricht festgelegten Konvergenzkriterien stellt keine Vorbedingung für den EU-Beitritt dar. Die Kopenhagener Kriterien wiederum nehmen lediglich Bezug auf die Fähigkeit der Bewerberländer zum Zeitpunkt des Beitritts, sich die Ziele der WWU zu eigen zu machen, nicht aber auf die Erfüllung der Kriterien für die Einführung des Euro. Bis sie letztendlich den Euro einführen, durchlaufen die neuen Mitgliedstaaten einen kontinuierlichen Prozeß, der aus drei Stufen besteht: der Phase vor dem Beitritt zur EU, der Teilnahme an der WWU unter Inanspruchnahme einer Ausnahmeregelung und schließlich der uneingeschränkten Teilnahme an der WWU. Der EU-Beitritt und die Einführung des Euro sind demnach zwei getrennte Schritte im Beitrittsprozeß. Wie für den EU-Beitritt gibt es weder einen vorab festgelegten Zeitplan für die Einführung der gemeinsamen Währung, noch müssen alle Länder gleichzeitig dem Euroraum beitreten. Der EG-Vertrag sieht diesbezüglich vor, daß zumindest alle zwei Jahre oder auf Antrag des jeweiligen Mitgliedstaats, für den eine Ausnahmeregelung gilt, eine Konvergenzprüfung durchgeführt wird.

Ab ihrem Beitritt zur EU sind die neuen Mitgliedstaaten verpflichtet, ihre „Wechselkurspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ (Artikel 124 des EG-Vertrags, zuvor Artikel 109m) zu behandeln. Auf ihrem Weg zur Einführung des Euro wird von ihnen erwartet, daß sie am Wechselkursmechanismus (WKM II) teilnehmen, der so flexibel angelegt ist, daß die Beitrittsländer die strukturelle Entwicklung ihrer Volkswirtschaften mit Preis- und Wechselkursstabilität in Einklang bringen und somit ihren jeweils unterschiedlichen Bedürfnissen gerecht werden können. Dabei wird das Eurosystem stets auf

der Grundlage des in der Satzung verankerten Ziels handeln, Preisstabilität im Euroraum zu gewährleisten.

Darüber hinaus werden die neuen Mitgliedstaaten „ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ (Artikel 99 des EG-Vertrags, zuvor Artikel 103) betrachten und an der wirtschaftspolitischen Koordination und den Überwachungsmechanismen der EU teilnehmen. Hierbei gelten für sie die gleichen Bedingungen wie für die Mitgliedstaaten, für welche derzeit eine Ausnahmeregelung in Kraft ist. Dies betrifft insbesondere die relevanten Bestimmungen des

Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit und des Stabilitäts- und Wachstumspakts.

Die erwähnten Mechanismen sollen die neuen Mitgliedstaaten bei der Verfolgung der Stabilitätspolitik unterstützen, mit der die wirtschaftliche Konvergenz vorangetrieben und die Integration der Volkswirtschaften mit dem Euroraum erreicht werden soll, mit dem späteren Ziel, gleichberechtigt an der WWU teilzunehmen und in den Euroraum aufgenommen zu werden, sobald die Maastricht-Kriterien erfüllt sind. Mit der Einführung des Euro wird die Zentralbank eines neuen Mitgliedstaats Bestandteil des Eurosystems.

4 Das Eurosystem und der EU-Beitrittsprozeß

Das Eurosystem erklärt seine Bereitschaft, den wirtschaftlichen und währungspolitischen Integrationsprozeß zwischen den Beitrittsländern und dem Euroraum auf der Grundlage der im EG-Vertrag festgehaltenen Prinzipien zu unterstützen. Die fortschreitende wirtschaftliche Integration zwischen den Beitrittsländern und dem Euroraum, die wachsende Bedeutung des Euro in den Wechselkursstrategien der Beitrittsländer im Vorfeld ihrer Aufnahme in die EU und die mit dem EU-Beitritt entstehende Verpflichtung dieser Länder, den Euro zu einem späteren Zeitpunkt einzuführen, sprechen deutlich dafür, daß das Eurosystem den Beitrittsprozeß aufmerksam verfolgen muß. Zudem liegt es im Hinblick auf die Gewährleistung des in der ESZB-Satzung verankerten Ziels der Preisstabilität – auch in einem erweiterten Euroraum – im eigenen Interesse des Eurosystems, die Ausrichtung der Währungs-, Wirtschafts- und Fiskalpolitik der Beitrittsländer auf Stabilität und wirtschaftliche Konvergenz bereits in diesem Stadium zu fördern.

Obwohl das Eurosystem nicht direkt in die Beitrittsverhandlungen eingebunden ist, wird sichergestellt, daß die Einschätzung des Eurosystems zu Themen aus seinem Kompetenzbereich entsprechend berücksichtigt wird. Dies gilt insbesondere für die Übernahme und Umsetzung der WWU-bezogenen Teile des gemeinschaftlichen Besitzstands, der den neu-

en Mitgliedstaaten die nötige Grundlage zur Verfolgung eines stabilitätsorientierten Kurses bietet.

Die Umsetzung der WWU-bezogenen Teile des gemeinschaftlichen Besitzstands

Aus der Perspektive des Eurosystems ist die Übernahme und Umsetzung der WWU-bezogenen Teile des gemeinschaftlichen Besitzstands („acquis communautaire“) durch das jeweilige Beitrittsland unerlässlich, um geeignete Bedingungen für eine stabilitätsorientierte Geldpolitik, ein gesundes Bankensystem und eine reibungslos funktionierende Marktwirtschaft zu schaffen. Dies trifft vor allem auf die folgenden drei Bereiche zu:

- Zentralbankgesetzgebung: die nationalen Gesetze dürfen nicht im Widerspruch zur Unabhängigkeit des ESZB stehen, und alle weiteren aus dem EG-Vertrag und der Satzung des ESZB entspringenden Anforderungen müssen erfüllt werden;
- Kapitalverkehrsgesetzgebung sowie
- Gesetze zur Schaffung der Rahmenbedingungen für stabile Bankensysteme und Finanzmärkte.

Mit Ausnahme der Zentralbankgesetzgebung, bei der es zulässig sein wird, manche Bereiche in der Gesetzgebung erst mit der Teilnahme am Euro-Währungsgebiet anzupassen, werden die neuen Mitgliedstaaten schon bei ihrem EU-Beitritt alle im gemeinschaftlichen Besitzstand definierten Anforderungen zu erfüllen haben, sofern in den Verhandlungen keine Übergangsregelungen beschlossen werden.

Im Rahmen der Zentralbankgesetzgebung sollten gemäß Artikel 109 (zuvor Artikel 108) des EG-Vertrags alle Aspekte der Zentralbankunabhängigkeit zur Zeit des EU-Beitritts bereits umgesetzt sein. Das bedeutet, daß die Beitrittsländer die Rechtsgrundlagen für die institutionelle, personelle und finanzielle Unabhängigkeit schaffen müssen, wie sie im EG-Vertrag und in der Satzung des ESZB festgeschrieben sind und im Konvergenzbericht („Nach Artikel 109j des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft vorgeschriebener Bericht“, März 1998) des Europäischen Währungsinstituts (EWI) weiter ausgeführt werden. Überdies sollten im Sinne einer Stärkung der funktionellen Unabhängigkeit die satzungsgemäßen Ziele der Zentralbanken, wie im EG-Vertrag festgeschrieben, auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität abgestimmt werden. Diese Rechtsanpassungen erfordern keine vollständige Harmonisierung, setzen aber voraus, daß die relevanten Rechtsvorschriften auf nationaler Ebene mit dem EG-Vertrag und der Satzung des ESZB in Einklang gebracht werden.

Zusätzlich werden eine Reihe von Bestimmungen des EG-Vertrags in den neuen Mitgliedstaaten zum Zeitpunkt ihres EU-Beitritts unmittelbar wirksam. Dies betrifft z. B. die Rechtsvorschriften zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Zentralbanken, darunter das Verbot von Kreditfazilitäten für öffentliche Einrichtungen (Artikel 101 des EG-Vertrags, zuvor Artikel 104) und des bevorrechtigten Zugangs öffentlicher Einrichtungen zu Finanzinstituten (Artikel 102 des EG-Vertrags, zuvor Artikel 104a).

In einem weiteren wesentlichen Schritt müssen spätestens vor der Einführung des Euro die Satzungen der Zentralbanken in den Beitrittsländern so angepaßt werden, daß eine reibungslose Integration in das Eurosystem gewährleistet ist. Vor allem muß sichergestellt sein, daß die nationalen Zentralbanken (NZBen) ihre Aufgaben als Teilnehmer am Eurosystem und im Einklang mit den Beschlüssen der EZB erfüllen. Das Hauptaugenmerk liegt hierbei auf Bestimmungen, welche die Befugnisse der EZB verletzen bzw. eine NZB daran hindern könnten, den Erfordernissen des Eurosystems nachzukommen.

Im Rahmen der Umsetzung der WWU-bezogenen Teile des gemeinschaftlichen Besitzstands müssen die Länder noch weitere Rechtsakte zur Geldpolitik, die Auswirkungen auf die Geschäfte des Eurosystems haben könnten, unter besonderer Berücksichtigung der langen Vorlaufzeiten rechtzeitig vor ihrer Teilnahme am Euroraum verabschieden. Die Währungsbehörden der neuen Mitgliedstaaten werden ihre besondere Aufmerksamkeit daher Rechtsvorschriften widmen müssen, welche die Abwicklung der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems direkt oder indirekt beeinträchtigen könnten. Folglich werden die Zentralbanken der neuen Mitgliedstaaten die seit der Errichtung des Eurosystems verabschiedeten relevanten Rechtsinstrumente berücksichtigen müssen; zudem sind allgemeine zivilrechtliche und handelsrechtliche Bestimmungen in diesen Ländern entsprechend anzupassen. So wird z. B. die Qualität der Rechtsvorschriften zu Verpfändung und zu Pensionsgeschäften Auswirkungen auf die Verwendung von Sicherheiten haben. Zuletzt dürfen auch gesetzliche Regelungen zu Zahlungsverkehrssystemen, Wertpapierabwicklungssystemen und Börsen nicht außer Acht gelassen werden.

Zweitens werden die Beitrittsländer den Kapitalverkehr noch vor ihrem EU-Beitritt liberalisieren müssen. Das ist nicht nur im Hinblick auf die zentrale Bedeutung des freien Kapitalverkehrs für den Binnenmarkt und die WWU wichtig, sondern auch weil sich u. a. anhand des Liberalisierungsgrads beurteilen

läßt, ob ein Beitrittsland in der Lage ist, dem Wettbewerbsdruck und den Kräften des freien Markts in der EU standzuhalten.

Zur Schaffung adäquater Rahmenbedingungen für stabile Bankensysteme und Finanzmärkte werden die Beitrittsländer die Richtlinien der EU zu Bank- und Finanzwesen vor ihrem EU-Beitritt umsetzen müssen. Hierzu zählen insbesondere die Forderung nach angemessenen Rechtsvorschriften zur Eigenkapitalausstattung und zur Insolvenz sowie nach der Einführung von Bilanzierungsstandards, einer funktionierenden Banken- und Finanzaufsicht,

der Endgültigkeit der Abrechnung und der Vermeidung der Gefahr des sorglosen Verhaltens („moral hazard“).

Aufbau eines Dialogs zwischen dem Eurosystem und den Zentralbanken der Beitrittsländer

Um in seinem Zuständigkeitsbereich in einen fruchtbaren Dialog mit den Zentralbanken der Beitrittsländer einzutreten, hat das Eurosystem seine bilateralen Beziehungen intensiviert; zudem wird zur Zeit eine Grundlage für eine Zu-

Kasten 2

Zentrale Schlußfolgerungen aus dem Helsinki-Seminar

- Die Zentralbanken haben ein entscheidendes Interesse an einer frühzeitigen Übernahme und Umsetzung des gemeinschaftlichen Besitzstands (acquis communautaire) in ihrem Zuständigkeitsbereich. Obwohl sie nicht direkt in die Beitrittsverhandlungen einbezogen sind, werden sie den Prozeß genau verfolgen und ihre Ansichten zum Ausdruck bringen. Dies bezieht sich insbesondere auf den Unabhängigkeitsstatus der Zentralbanken, auf andere Rechtsvorschriften im Bereich der Geldpolitik sowie auf Bankwesen und Finanzmärkte.
- **Nominale und reale Konvergenz** sollten parallel verfolgt werden. Durch die Anpassung ihrer Wirtschaftsstrukturen an die der EU und durch die Umsetzung entsprechender Strukturreformen werden Beitrittsländer den ökonomischen Aufholprozeß beschleunigen. Infolgedessen werden sich ihre Lebensstandards zunehmend dem Niveau in der EU annähern (reale Konvergenz). Die Erfahrung der Vergangenheit hat gezeigt, daß dieser Prozeß mit Preisstabilität und gesunden öffentlichen Finanzen (nominale Konvergenz) einhergehen sollte. Fortschritte bei der Erfüllung der Maastricht-Kriterien als Bedingung für die Einführung des Euro sind daher vollständig mit Strukturreformen vereinbar.
- Die Beitrittsländer müssen somit weiterhin ihre Geldpolitik auf die Erreichung und Gewährleistung von **Preisstabilität** ausrichten und diesen Prozeß durch eine angemessene Fiskalpolitik und entsprechende Strukturreformen unterstützen.
- Für die Ausrichtung ihrer **Wechselkurspolitik** vor dem Beitritt, für die Teilnahme ihrer Währungen am WKM II bzw. für eine spätere Einführung des Euro sollte den Beitrittsländern keine einheitliche Vorgehensweise vorgeschrieben werden. Ohne den Grundsatz der Gleichbehandlung in Frage zu stellen, sollte eine Vielzahl von Ansätzen möglich sein und somit der jeweils unterschiedlichen Ausgangssituation beim wirtschaftlichen Reformprozeß und der Schwierigkeit Rechnung getragen werden, den für die Erzielung weiterer Fortschritte in Richtung nominaler und realer Konvergenz erforderlichen Zeitrahmen einzuschätzen.
- Die erfolgreiche Integration der Beitrittsländer in den Binnenmarkt und zu einem späteren Zeitpunkt in den Euroraum setzt reibungslos funktionierende Bankensysteme und Finanzmärkte voraus. Der **Finanzsektor** in den Beitrittsländern war ähnlich jenem im Euroraum in den letzten Jahren von intensiven Umstrukturierungsmaßnahmen (Fusionen, Übernahmen und Privatisierungen) geprägt. Die Zentralbanken werden entscheidend dazu beitragen, daß diese Entwicklung unter stabilen Rahmenbedingungen stattfindet.

Kasten 3

Der Erweiterte Rat der EZB

Wie in Artikel 45 der Satzung des ESZB dargelegt, „wird der Erweiterte Rat als drittes Beschlußorgan der EZB eingesetzt“.

Zusammensetzung: Der Erweiterte Rat besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der nationalen Zentralbanken sämtlicher Mitgliedstaaten (einschließlich der vier gegenwärtig nicht an der WWU teilnehmenden Mitgliedstaaten). Die weiteren Mitglieder des Direktoriums können an den Sitzungen des Erweiterten Rats teilnehmen, besitzen aber kein Stimmrecht.

Verantwortlichkeiten: Der Erweiterte Rat nimmt die „vorübergehenden Aufgaben“ wahr, nämlich diejenigen Aufgaben des Europäischen Währungsinstituts (EWI), die infolge der für einen oder mehrere Mitgliedstaaten geltenden Ausnahmeregelungen in der dritten Stufe der WWU noch erfüllt werden müssen. Es geht hierbei hauptsächlich darum, die Zusammenarbeit zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, zu verstärken, das Funktionieren des Wechselkursmechanismus zu überwachen und regelmäßig Konsultationen über die Ausrichtung der Geldpolitiken durchzuführen.

Darüber hinaus nimmt der Erweiterte Rat bei der Vorbereitung der Aufhebung der Ausnahmeregelungen eine beratende Funktion wahr, und sofern der EU-Rat beschließt, daß ein Mitgliedstaat, für den eine Ausnahmeregelung gilt, die erforderlichen Bedingungen für die Einführung des Euro erfüllt, trägt der Erweiterte Rat zu den Vorarbeiten bei, die erforderlich sind, um für die Währung dieses Mitgliedstaats den Wechselkurs gegenüber dem Euro unwiderruflich festzulegen.

Der Erweiterte Rat wirkt auch bei einer Reihe von Beratungsfunktionen mit (z. B. im Zusammenhang mit Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft oder von nationalen Behörden im Zuständigkeitsbereich der EZB, einschließlich Banken- und Finanzmarktaufsicht) sowie bei weiteren Aufgaben (Erhebung von statistischen Daten, Berichtstätigkeiten der EZB).

sammenarbeit auf multilateraler Ebene erarbeitet. Als erster Schritt wurde am 11. und 12. November 1999 ein hochrangig besetztes Seminar in Helsinki abgehalten, das gemeinsam von der EZB und Suomen Pankki, der nationalen Zentralbank Finnlands, organisiert wurde. Bei dieser Gelegenheit trafen Vertreter des Eurosystems mit den Präsidenten und Vize-Präsidenten der Zentralbanken der 12 Beitrittsländer zusammen, um für das Zentralbankwesen im Beitrittsprozeß relevante Themen zu erörtern und diejenigen Bereiche zu identifizieren, in denen die Zusammenarbeit in Zukunft verstärkt werden könnte. Die wichtigsten Ergebnisse des Helsinki-Seminars sind in Kasten 2 zusammengefaßt.

Seit dem Helsinki-Seminar haben auf multilateraler Ebene Treffen mit Experten aus ver-

schiedenen Fachrichtungen, insbesondere aus den Bereichen Statistik und Recht, stattgefunden. Derartige Treffen sollen schrittweise auf alle Bereiche des Zentralbankwesens ausgedehnt und zu einer regelmäßigen Einrichtung gemacht werden.

Die Zentralbanken der Beitrittsländer nutzen bereits verschiedene Formen der Zusammenarbeit auf Expertenebene und nehmen auf zahlreichen Gebieten technische Hilfe in Anspruch. Im Hinblick auf den EU-Beitrittsprozeß und die spätere Einführung des Euro werden allerdings noch umfangreiche zusätzliche Vorbereitungsarbeiten zu leisten sein, um die Zentralbanken der Beitrittsländer in das ESZB und in weiterer Folge in das Eurosystem integrieren zu können. Tatsächlich ist noch eine Vielzahl von Bereichen abzudecken. Dazu zäh-

len u. a. die Übernahme und Umsetzung des *acquis communautaire* (vor allem die Anpassung der Satzungen der Zentralbanken und anderer Rechtsinstrumente), die Weiterentwicklung von Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssystemen, Vorbereitungen zur Erfüllung der Anforderungen auf dem Gebiet der Statistik, die technischen Vorkehrungen für den Anschluß der Zentralbanken an die IT-Infrastruktur des Eurosystems, Anstrengungen zur Gewährleistung der vollständigen Erfüllung der Anforderungen des Bilanzierungs- und Berichtswesens im Eurosystem sowie Maßnahmen im Bereich des Banknotendrucks, des Geldservice für im Umlauf befindliche Euro-Banknoten und Schritte zur Bekämpfung der Geldfälschung.

Die Bereitstellung technischer Hilfe wird beträchtlicher Mittel und entsprechender Koordination innerhalb des Eurosystems bedürfen. Um sich dieser großen Herausforderung stellen zu können, muß das Eurosystem für eine fundierte Planung und die Schaffung geeigneter Instrumente sorgen. Diese Instrumente werden erstens die Expertise und Kapazitäten der verschiedenen Teile des Eurosystems – besonders der NZBen – nutzen müssen, die auf diesem Gebiet schon seit geraumer Zeit aktiv sind. Zweitens werden sie darauf abzielen müssen, jedem Beitritts-

land die nötige Unterstützung zukommen zu lassen. Drittens werden sie einen einheitlichen Ansatz, nicht nur für die Behandlung der Zentralbanken der Beitrittsländer, sondern auch zur Vorgehensweise im Eurosystem sicherstellen müssen.

Das Eurosystem wird den Zentralbanken der Beitrittsländer unter der Koordination der EZB die notwendige technische Hilfe in den oben genannten Bereichen zukommen lassen. Grundsätzlich zielt dieser Dialog darauf ab, eine enge und produktive Zusammenarbeit in den für die Zentralbanken wesentlichen Bereichen aufzubauen.

Mit ihrem EU-Beitritt werden die Zentralbanken der Beitrittsländer zu Teilnehmern am ESZB; somit werden ihre Präsidenten in den Erweiterten Rat der EZB aufgenommen, der als drittes Beschlußorgan des ESZB für die Durchführung von Aufgaben im Zusammenhang mit den Zentralbanken der Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, zuständig ist (siehe Kasten 3 zur Zusammensetzung und zu den Verantwortlichkeiten des Erweiterten Rats). Der Erweiterte Rat wird ab diesem Zeitpunkt zum zentralen Forum für die Zusammenarbeit des Eurosystems mit den Zentralbanken der neuen Mitgliedstaaten.

5 Schlußbemerkungen

Die zunehmende Verflechtung der Handelsströme ist ein deutliches Zeichen dafür, daß sich die wirtschaftlichen Beziehungen zwischen der EU und den 12 Beitrittsländern vertiefen. Dies unterstreicht die wirtschaftliche Bedeutung der EU-Erweiterung. Der dreistufige Beitrittsprozeß – bestehend aus der Phase vor dem Beitritt, der Teilnahme an der WWU als Mitgliedstaat, für den eine Ausnahmeregelung gilt, und schließlich der vollen Teilnahme an der WWU – stellt ein Kontinuum dar, das bereits heute die mittelfristige wirtschafts- und währungspolitische Strategie dieser Länder prägt.

Das Eurosystem hat ein substantielles Interesse an den währungspolitischen Aspekten des EU-Erweiterungsprozesses. Obwohl das Eurosystem nicht offiziell in die Beitrittsverhandlungen eingebunden ist, muß sichergestellt werden, daß die Einschätzung des Eurosystems zu Themen aus seinem Kompetenzbereich entsprechend berücksichtigt wird.

Das Eurosystem legt besonderen Wert auf die Übernahme und Umsetzung des gemeinschaftlichen Besitzstands mit WWU-Bezug. Vor dem EU-Beitritt müssen die Kandidatenländer die Unabhängigkeit ihrer Zentralbank sicherstellen, den Kapitalverkehr liberalisie-

ren und ihre Gesetzgebung dahingehend anpassen, daß die Bedingungen für stabile Bankensysteme und Finanzmärkte gewährleistet sind.

Mit ihrem Beitritt zur EU werden die Zentralbanken der neuen Mitgliedstaaten Teil des ESZB, und ihre Präsidenten werden in den Erweiterten Rat der EZB aufgenommen. Der Erweiterte Rat wird daher eine Schlüsselrolle in der Zusammenarbeit zwischen dem Euro-

system und den Zentralbanken der neuen Mitgliedstaaten spielen.

In der Phase vor dem EU-Beitritt wird das Eurosystem die Zusammenarbeit mit den Zentralbanken der Beitrittsländer verstärken und auf alle Zuständigkeitsbereiche ausdehnen; so wird das Eurosystem die Zentralbanken der Beitrittsländer bei ihren Vorbereitungen auf die Integration in das ESZB und später in das Eurosystem unterstützen.

Konsolidierung im Bereich der Wertpapierabwicklung

Die Einführung des Euro hat den Konsolidierungsprozeß im Bereich der Wertpapierabwicklung innerhalb des Euro-Währungsgebiets beschleunigt: Die Anleger haben im Hinblick auf ihre Wertpapierbestände im Eurogebiet kein Währungsrisiko mehr zu tragen und diversifizieren zunehmend ihre Portefeuilles in Euro. Die technologische Entwicklung und die Harmonisierung der Rechtsgrundlagen in Europa unterstreichen ebenfalls die Notwendigkeit einer weiteren Konsolidierung. Dabei erhöhen der Wettbewerb sowie externe Netzwerkeffekte weiter den Druck in Richtung auf eine stärker integrierte und effizientere Infrastruktur auf EU-Ebene, d. h. den Zusammenschluß von Börsen, Handelsplätzen und elektronischen Netzwerken, die Vereinheitlichung von Marktusancen und Kontrakten sowie die Integration von Clearing- und Abwicklungssystemen. Dieser vierte potentielle Bereich der Integration – die Clearing- und Abwicklungssysteme – steht im Mittelpunkt dieses Artikels.

Die größere Homogenität der Wertpapiermärkte des Euroraums, insbesondere der Märkte für Schuldtitel, hat das Anlageverhalten globaler Anleger sukzessive in der Weise verändert, daß sie die Wertpapiermärkte des Eurogebiets zunehmend als einen einheitlichen Wertpapiermarkt begreifen. Um den Anlegerwünschen gerecht zu werden, werden am Markt Initiativen zur weiteren Integration der Wertpapierabwicklungsinfrastruktur innerhalb der EU entwickelt.

Das Eurosystem hat Maßnahmen ergriffen, um die Solidität und Effizienz der Wertpapierabwicklungssysteme in der EWU und die Gleichbehandlung der Institutionen im Eurogebiet bei der Verwendung von Sicherheiten zu gewährleisten. Diese Zielsetzung vor Augen ist der Kurs des Eurosystems darauf ausgerichtet, die notwendige Integration der Wertpapierabwicklungsinfrastruktur zu fördern.

I Die Wertpapierabwicklungsinfrastruktur im Euro-Währungsgebiet

Was sind Wertpapierabwicklungssysteme?

Wertpapierabwicklungssysteme leisten in erster Linie Depotdienste und sorgen für die endgültige Lieferung von Wertpapieren vom Verkäufer an den Käufer. Beim Handel von Wertpapieren gegen Zahlung gewährleisten die Wertpapierabwicklungssysteme zudem die reibungslose Übertragung der entsprechenden Gelder im jeweiligen Zahlungsverkehrssystem. Die Anleger am Markt nehmen mithin die Dienste von Wertpapierabwicklungssystemen in Anspruch, um ihre Verpflichtungen aus dem Kauf beziehungsweise Verkauf von Wertpapieren zu erfüllen. So gesehen stellen Wertpapierabwicklungssysteme eine der grundlegenden Infrastrukturen an den Finanzmärkten dar.

Die Übertragung von Wertpapieren war in der Vergangenheit mit einem physischen Transport von Zertifikaten verbunden. Der technische Fortschritt hat es den Wertpapierabwicklungssystemen jedoch ermöglicht,

Wertpapiere stückelos (durch Registrierung auf Konten) zu begeben und zu übertragen. Die aus Sicherheitsgründen veranlaßte Herstellung einer Verbindung zwischen der Lieferung von Wertpapieren und der Abwicklung der damit verbundenen Zahlung durch die Einrichtung spezieller Mechanismen (sogenannter Lieferung-gegen-Zahlung- oder DvP-Systeme) stellt einen weiteren wichtigen Fortschritt dar. DvP-Systeme ermöglichen die simultane Übertragung von Zahlungen und Wertpapieren in den entsprechenden Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssystemen.

Wer bietet Wertpapierabwicklungsdienste an?

Wertpapierabwicklungsdienste werden von drei Arten von Einrichtungen angeboten: nationalen Wertpapierverwahrstellen, internationalen Wertpapierverwahrstellen und Depotbanken. Der Begriff „Wertpapierabwicklungssystem“ bezieht sich sowohl auf

nationale als auch auf internationale Verwahrstellen.

Im Jahr 1997 gab es in den elf EWU-Ländern insgesamt 21 nationale Wertpapierverwahrstellen. Ursache hierfür waren unterschiedliche historische, institutionelle, technische und rechtliche Rahmenbedingungen sowie die verschiedenen Währungen. In den meisten EWU-Ländern stand ein einziger Zentralverwahrer für die Aktivitäten des gesamten Wertpapiersektors zur Verfügung, während in einigen anderen Ländern die Dienste der jeweiligen Verwahrer auf ein bestimmtes Marktsegment beschränkt waren (Abwicklung von staatlichen Schuldtiteln, Dividendenwerten, Industrieschuldverschreibungen). Die nationalen Zentralverwahrer genossen damit eine Monopolstellung, die in vielen Fällen gesetzlich geschützt und festgeschrieben war. Sie dienten allein den Bedürfnissen des jeweiligen nationalen Markts.

Diese nationale Ausrichtung der meisten inländischen Wertpapierverwahrstellen hat zu einer Zersplitterung im Bereich der Wertpapierabwicklung geführt, so daß diese Verwahrer den Bedürfnissen der Teilnehmer, die EU-weit an den Märkten tätig werden wollten, nicht in gebührender Weise Rechnung tragen konnten. Für grenzüberschreitende Wertpapierübertragungen in der EU mußten daher weitgehend alternative Kanäle – Depotbanken oder internationale Zentralverwahrer – in Anspruch genommen werden.

Depotbanken sind Mittler, die Depot- und Abwicklungsdienste für ausländische Anleger über ihre nationalen Verwahrstellen erbringen. Die Fähigkeit nationaler Depotbanken, die Kommunikation zwischen Auslandsbanken und nationalen Wertpapierverwahrstellen zu erleichtern und nationales Know-how einzubringen, hat erheblich zur Entwicklung des grenzüberschreitenden Wertpapierhandels in den letzten 20 Jahren beigetragen. Global operierende Verwahrer, d. h. Depotbanken, die ihr Leistungsangebot auf mehrere Märkte ausgeweitet haben, nutzen ein Netz von Zwischenverwahrern (lokale Stellen, darunter auch ihre örtlichen Zweigniederlassungen),

um institutionellen Anlegern für die Abwicklung ihres grenzüberschreitenden Wertpapierbestands in vielen Ländern eine einheitliche Schnittstelle zur Verfügung zu stellen. Zwar umfaßt die Tätigkeit der global operierenden Verwahrer auch die interne Abwicklung von Wertpapieren in ihren eigenen Büchern, doch liegt der Schwerpunkt eher im Bereich der Wertpapierverwahrung, und sie erzielen nicht den Umsatz von Wertpapierabwicklungssystemen.

Die beiden internationalen Zentralverwahrer im Euro-Währungsgebiet, Euroclear und Cedel, haben direkte und indirekte Verbindungen (vorwiegend über nationale Depotbanken) zu Wertpapierabwicklungssystemen in zahlreichen Ländern hergestellt. Sie erreichen eine „kritische Masse“ von Teilnehmern und Wertpapieren und sorgen für die Abwicklung international gehandelter Wertpapiere durch Umbuchung in ihren Büchern.

Zwar gibt es eine gewisse Überschneidung der Dienstleistungen (und somit einen Wettbewerb) zwischen global operierenden Verwahrern und internationalen Zentralverwahrern, doch ergänzen sich diese beiden Arten von Einrichtungen auch bis zu einem gewissen Grad gegenseitig. Einerseits leisten die global operierenden Verwahrer maßgebliche Dienste für die internationalen Zentralverwahrer. Vor allem ermöglichen sie es ihnen, Verbindungen zu nationalen Märkten und nationalen Wertpapierverwahrstellen herzustellen, und sie fungieren als Korrespondenzbanken der internationalen Verwahrstellen bei der Abwicklung von Zahlungen. Andererseits sind die global operierenden Verwahrer die größten Anteilseigner und wichtigsten Geschäftspartner der internationalen Wertpapierverwahrstellen.

So haben die drei wichtigsten Anbietergruppen im Bereich des Wertpapierclearings und der Wertpapierabwicklung (nationale Zentralverwahrer, internationale Zentralverwahrer und global operierende Verwahrer) bislang alle mehr oder weniger ihren eigenen speziellen Geschäftsbereich gepflegt. Nationale Wertpapierverwahrstellen bedienen den na-

tionalen Markt, internationale Wertpapierverwahrstellen leisteten Dienste für die Großanleger auf den internationalen Märkten (einschließlich der global operierenden Verwahrer), und global operierende Verwahrer betreuten Kleinanleger und fungierten als Mittler zwischen nationalen Verwahrstellen und globalen Anlegern (darunter auch den internationalen Zentralverwahrern).

Motive für die Integration im Bereich der Wertpapierabwicklung

Die Integration im Bereich der Anbieter von Wertpapierdienstleistungen und -produkten wird in der Regel durch Größen- (*economies of scale*) und Diversifikationsvorteile (*economies of scope*) vorangetrieben.

Die Größenvorteile entstehen daraus, daß die Anbieter der Wertpapierdienstleistungen eine „kritische Masse“ an Kunden aufbauen müssen, um ihre umfangreichen Investitionen, die im Bereich der Informationstechnologie und zum Aufbau effizienter Kommunikationsnetze notwendig sind, amortisieren zu können. Soweit es Wertpapierabwicklungssystemen gelingt, eine recht hohe Anzahl an Emittenten und Teilnehmern zu gewinnen, lassen sich diese Fixkosten auf eine größere Zahl von Transaktionen umlegen, so daß die Dienstleistungen kostengünstiger erbracht werden können. Durch ein stärkeres Zusammenwachsen der verschiedenen Systeme könnten die Anbieter der Dienstleistungen von weiteren Größenvorteilen profitieren und damit ihre Aufwendungen für Handels-, Abwicklungs- und Verwahrdienstleistungen reduzieren.

Die Diversifikationsvorteile entstehen aus der Nachfrage der Kunden nach einer großen Palette an Produkten und Dienstleistungen zu relativ geringen Kosten. Zwei integrierte Börsen oder Wertpapierabwicklungssysteme können neue Produkte und Dienstleistungen kostengünstiger entwickeln, als wenn sie unabhängig voneinander tätig sind. Der Integrationsprozeß würde die Bereitstellung einer großen Palette an Dienstleistungen ermöglichen, ohne daß die Kunden verschiedene

Schnittstellen installieren und unterschiedliche Verfahren anwenden müßten, um die einzelnen Märkte zu erreichen. Der einheitliche Zugang zu einem System ermöglicht es einem Teilnehmer, zu relativ geringen Kosten verschiedene Segmente der nationalen und internationalen Wertpapiermärkte zu erreichen.

Der gegenwärtig im Eurogebiet stattfindende Konsolidierungsprozeß unterscheidet sich durch eine Reihe neuer Faktoren, die Ende der neunziger Jahre in Europa kombiniert aufgetreten sind, von den bisherigen Konsolidierungsprozessen. Diese Faktoren sind: Die Einführung des Euro, die Umsetzung der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und – weltweit – der stärkere Einfluß der Technik.

Durch die Einführung des Euro ist die Segmentierung der Märkte nach Währungen und damit einer der Hauptgründe für die separate Handhabung von Wertpapierzulassung, -handel und -abwicklung in den einzelnen EWU-Ländern weggefallen. Der Einfluß des Euro auf die Nachfrageseite des Börsengeschäfts zeigt sich darin, daß ähnlich ausgestaltete Wertpapiere in Europa immer mehr zu nahezu identischen Substituten werden. Ferner haben sich durch den Euro die Risikoprämien für die einzelnen Länder verringert, und die Anleger werden die Risiken von Wertpapieranlagen anhand der Bonität – und nicht der Herkunftsländer – der Emittenten beurteilen, was eine umfangreiche Neuorganisation der Vermögensverwaltungsbranche mit sich bringen wird. Darüber hinaus hat die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) mit der Errichtung des TARGET-Systems bereits eine Fusionierung der Großbetragszahlungssysteme im Euroraum bewirkt und zum Entstehen eines integrierten, EWU-weiten Geldmarkts geführt (siehe den Artikel „TARGET und der Euro-Zahlungsverkehr“ im Monatsbericht vom November 1999). Ein weiterer Anreiz für die grenzüberschreitende Nutzung von Wertpapieren im Eurogebiet ergibt sich daraus, daß viele Geldmarktgeschäfte besichert sein müssen.

Diese größere Homogenität der Wertpapiermärkte des Euroraums, insbesondere der Märkte für Schuldtitel, hat das Anlageverhalten globaler Anleger sukzessive in der Weise verändert, daß sie die Wertpapiermärkte des Eurogebiets zunehmend als einen einheitlichen Wertpapiermarkt begreifen. Hierdurch wird sich die Liquidität einiger ausgewählter Wertpapiere erhöhen, so daß ehemals rein nationale Finanzierungsinstrumente eine Leitfunktion für das gesamte Eurogebiet erhalten. Dies wiederum wird Auswirkungen auf die größten Anbieter von Wertpapierdienstleistungen haben, die sich bemühen werden, Dienstleistungen im Bereich dieser Referenzpapiere anzubieten.

Die Einführung des Euro hat also den Wettbewerb zwischen den verschiedenen Anbietern von Wertpapierdienstleistungen im Eurogebiet verschärft und die Unterschiede zwischen inländischen und grenzüberschreitenden Transaktionen innerhalb des Euroraums aufgehoben. Daraus ist ein weiterer Anreiz für die nationalen Wertpapierabwicklungssysteme entstanden, Verbindungen untereinander zu schaffen, um im gesamten Eurogebiet dieselbe Palette an Dienstleistungen anbieten zu können.

Die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie stellt einen zweiten auslösenden Faktor für den Konsolidierungsprozeß im Bereich der Wertpapierabwicklung dar. Ihr Kernstück ist die Einführung einer Politik des „einheitlichen Passes“ für die Marktteilnehmer, dank derer sie Zugang zu elektronischen Handelssystemen erhalten. Das heißt, daß jeder Teilnehmer an den amtlichen oder geregelten Märkten eines Landes an den Märkten der übrigen EU-Staaten anerkannt wird. Ferner haben die Mitglieder dieser Märkte Fernzugang zu den amtlichen bzw. geregelten Märkten in anderen EU-Ländern, ohne daß sie die jeweiligen Aufsichtsregelungen des „Gastlandes“ erfüllen müssen.

Schließlich ermöglicht es der technologische Fortschritt den Börsen und Abwicklungssystemen, Entfernungen zwischen ihren Stand-

orten zu überbrücken und Finanzmittlern an allen Standorten in Europa Fernzugang anzubieten. Damit entfällt ein weiterer Grund für die Aufsplitterung der Börsenzulassung auf mehrere Börsen. Dank moderner Technik verringern sich auch die Kosten für die grenzüberschreitende Datenübermittlung, was den Aufbau von Verbindungen zwischen Börsen und Wertpapierabwicklungssystemen erleichtert.

Die genannten Faktoren haben also die Wettbewerbsposition der nationalen Anbieter von Wertpapierdienstleistungen, wie z. B. der Börsen und Wertpapierabwicklungssysteme, dergestalt verändert, daß diese von nationalen, geschützten Einrichtungen zu international tätigen Konkurrenten wurden. Bedingt durch den Druck der Märkte durchläuft der übermäßig zersplitterte Bereich der Wertpapierabwicklung in der EU gegenwärtig einen umfassenden Konsolidierungsprozeß, der in zwei parallelen Stufen stattfindet.

Die erste Stufe wird als *vertikale Integration* bezeichnet. Bei diesem Prozeß wachsen die für Wertpapierhandel, -verrechnung, -abwicklung und -verwahrung verantwortlichen Institute zunehmend zusammen. Dies geschieht häufig mit Hilfe einer Holdinggesellschaft, die ein einheitliches System für an den Kassa- und Derivatemärkten gehandelte festverzinsliche Wertpapiere und Dividendenpapiere verwaltet. Dieser Prozeß setzte bereits vor der Einführung des Euro ein und ist zum heutigen Zeitpunkt in Frankreich, Deutschland, den Niederlanden und Österreich bereits recht weit gediehen, während in den anderen Ländern etwas langsamere Fortschritte erzielt werden.

Die nächste Stufe, die zur Zeit durchlaufen wird, ist die *horizontale Integration*. Mit diesem Prozeß, der seit Beginn der dritten Stufe der WWU an Dynamik gewonnen hat, wird ein höherer Grad an grenzüberschreitender Integration und Zusammenarbeit zwischen Instituten, die ähnlich geartete Dienstleistungen und Produkte anbieten, erreicht.

2 Die Rolle des Eurosystems

Ziele des Eurosystems

Das Eurosystem verfolgt zwei Ziele im Bereich der Wertpapierabwicklungssysteme.

Das erste Ziel besteht darin, die Solidität und Effizienz der Wertpapierabwicklungssysteme im Euroraum zu steigern. Die Zentralbanken sind in erster Linie am reibungslosen Funktionieren dieser Systeme aufgrund der Verbindungen zu Zahlungsverkehrssystemen und zur Geldpolitik interessiert. Die Verbindung zu den Zahlungsverkehrssystemen beruht darauf, daß die meisten Wertpapiertransaktionen auch Zahlungsvorgänge beinhalten. Infolgedessen umfaßt die Innertagesliquiditätssteuerung der Banken auch die Zahlungsströme aus der Wertpapierabwicklung. Wenn diese Gelder nicht oder nicht rechtzeitig angeschafft werden, könnte dies bei den Zahlungsverkehrssystemen zu einer Infarktsituation führen. Die Entwicklung von DvP-Systemen hat einerseits das Kreditrisiko verringert, aber andererseits die Liquiditätsrisiken erhöht, die bei der Nichtlieferung von Wertpapieren entstehen können, insbesondere wenn die Abwicklung in Echtzeit-Bruttosystemen (RTGS-Systemen) stattfindet. Da die Liquidität im TARGET-System vom Innertageskredit abhängig ist, den das Eurosystem nur gegen Sicherheiten gewährt, wäre außerdem TARGET blockiert, wenn die Sicherheiten nicht rechtzeitig an das Eurosystem geliefert würden.

Die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems sind ebenfalls vollständig mit Sicherheiten unterlegt und daher auch stark von der reibungslosen Lieferung von Sicherheiten an das Eurosystem abhängig. Vor diesem Hintergrund ist es für das Erreichen der geldpolitischen Ziele des Eurosystems wichtig, daß die Wertpapierabwicklung effizient und sicher funktioniert.

Das zweite Ziel, das sich das Eurosystem gesetzt hat, besteht in der Gleichbehandlung von im Eurogebiet ansässigen Instituten bei der Inanspruchnahme von Zentralbankkredit.

Vor der dritten Stufe der WWU konnten die meisten Kreditinstitute nur auf ihren heimischen Wertpapierbestand zurückgreifen, um Zentralbankkredit zu erhalten. Nun stehen allen Marktteilnehmern sämtliche Sicherheiten zur Verfügung, die für geldpolitische Geschäfte oder die Inanspruchnahme von Innertagesliquidität in TARGET zugelassen sind, unabhängig davon, wo die Sicherheiten im Euro-Währungsgebiet hinterlegt oder die Teilnehmer ansässig sind. Im Rahmen dieses zweiten Ziels fördert das Eurosystem das notwendige Zusammenwachsen der Wertpapierabwicklungsinfrastruktur. Eine effiziente Infrastruktur verbessert die Markttiefe, führt zu liquideren Finanzmärkten im Euroraum und reduziert die technischen Risiken.

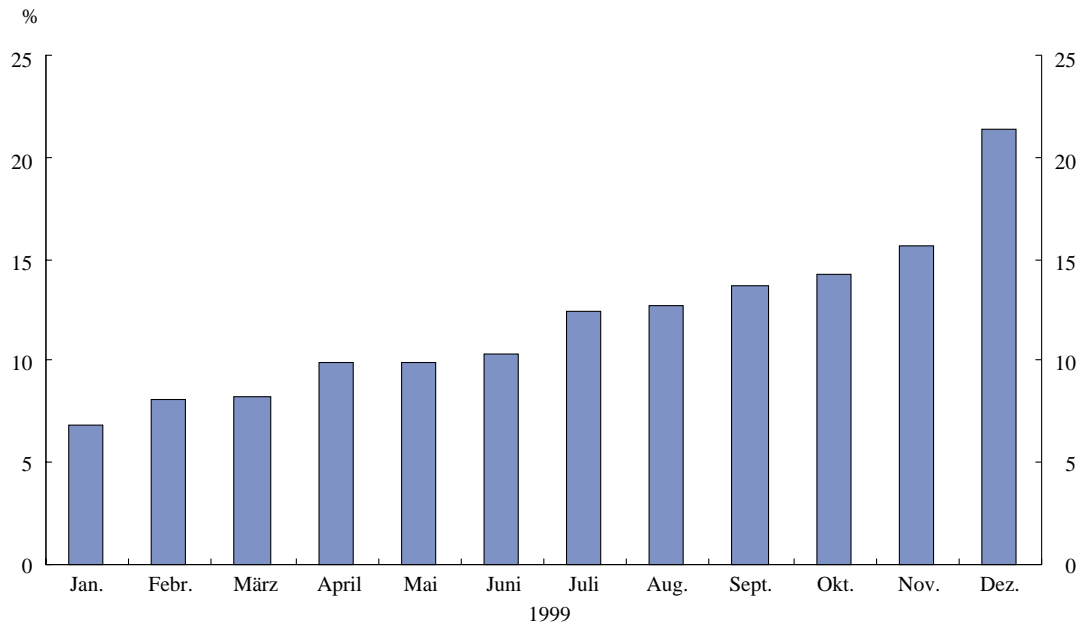
Vom Eurosystem ergriffene Maßnahmen

Um diese Ziele zu erreichen, hat das Eurosystem vor Beginn der dritten Stufe der WWU eine zweistufige Strategie verfolgt. Es wurden Standards für die Nutzung von Wertpapierabwicklungssystemen und deren gegenseitigen Verbindungen für die Kreditgeschäfte des Eurosystems festgelegt. Außerdem wurde das Korrespondenzzentralbank-Modell (correspondent central banking model = CCBM) geschaffen.

In der im Januar 1998 veröffentlichten Ausarbeitung des Europäischen Währungsinstituts mit dem Titel „Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations“ kommt zum Ausdruck, daß eindeutige rechtliche Regelungen, die Abwicklung in Zentralbankgeld, eine strikte Begrenzung des Depotrisikos und die Endgültigkeit von Übertragungen während des Tages mit Lieferung gegen Zahlung (DvP) unabdingbar sind. Die Anforderung, daß alle Systeme die selben hohen Sicherheits- und Effizienzstandards verwenden müssen, ist sowohl auf die Notwendigkeit, für die Geschäftspartner des Eurosystems gleiche Bedingungen zu schaffen, als auch auf die Notwendigkeit, das Eurosystem

Abbildung 1

Anteil der grenzüberschreitenden Sicherheiten an den gesamten im Eurosystem gehaltenen Sicherheiten (in %) ¹⁾



1) Die Daten von Januar bis Juni sind geschätzt.

gegen unangemessene Risiken zu schützen, zurückzuführen.

Das CCBM ist ein Mechanismus, bei dem die Zentralbanken gegenseitig als Wertpapierdepotbank fungieren. Es wurde als eine Zwischenlösung konzipiert, um jedem Geschäftspartner des Eurosystems die Verwendung aller refinanzierungsfähigen Sicherheiten zu ermöglichen, unabhängig davon, wo die Sicherheiten im Eurosystem hinterlegt oder die Teilnehmer ansässig sind. Mit dem CCBM wird ein Verfahren für die Verwendung von ausländischen Sicherheiten für Zentralbankkredit zur Verfügung gestellt, das für die Kreditinstitute die Möglichkeiten der Portfoliostrategie innerhalb des Eurogebiets verbessert. Es war niemals beabsichtigt, daß das CCBM mit Marktlösungen konkurriert. Es sollte daher nicht als eine dauerhafte Alternative angesehen werden. Es ist nicht die Absicht des Eurosystems, am CCBM festzuhalten, wenn der Markt andere Lösungen entwickelt hat, die das gesamte Eurogebiet abdecken und die zuvor erwähnten Standards des Eurosystems erfüllen.

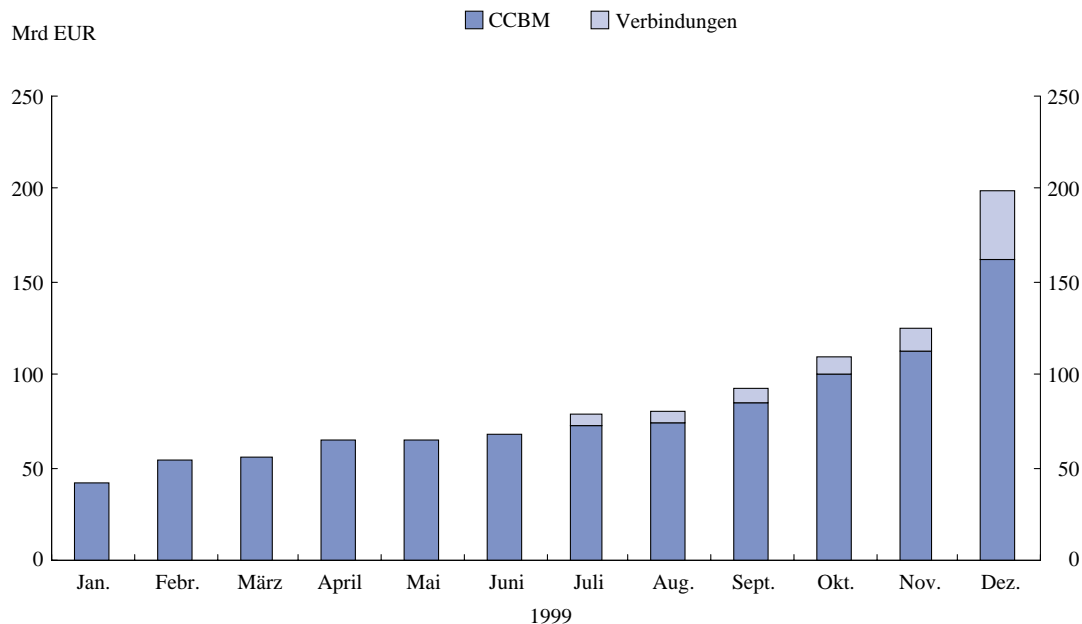
Den Statistiken zufolge waren im Dezember 1999 21,1 % der im Rahmen der geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems gehaltenen refinanzierungsfähigen Sicherheiten in einem anderen Land als in dem des Geschäftspartners begeben worden. In einigen Ländern entfällt mehr als die Hälfte der gestellten Sicherheiten auf ausländische Sicherheiten. Diese Zahl ist seit Beginn der dritten Stufe der WWU gestiegen (siehe Abbildung 1).

Die Geschäftspartner des Eurosystems (z. B. eine niederländische Bank, die belgische OLAs als Sicherheiten für ein geldpolitisches Geschäft verwendet) können auf zwei verschiedenen Wegen grenzüberschreitende Sicherheiten an ihre nationale Zentralbank liefern, entweder über das CCBM oder über geprüfte Verbindungen zwischen den Wertpapierabwicklungssystemen.

Im Dezember 1999 wurden Sicherheiten im Wert von 162,7 Mrd EUR im CCBM gehalten, während 35,8 Mrd EUR über Verbindungen zwischen Zentralverwahrern zur Verfügung gestellt wurden (siehe Abbildung 2). Die fortschreitende Konsolidierung im Bereich

Abbildung 2

Gesamte vom Europäischen System der Zentralbanken gehaltene grenzüberschreitende Sicherheiten



der Wertpapierabwicklungssysteme im Eurogebiet dürfte den Anteil der CCBM-Transaktionen zunehmend verringern.

Die Position des Eurosystems hinsichtlich der Konsolidierung in der Branche

Im Bereich der Wertpapierabwicklung findet derzeit eine Konsolidierung statt. Für den Bereich Zahlungsverkehrssysteme ermöglicht TARGET bereits die Echtzeit-Übertragung von Mitteln zwischen x-beliebigen der insgesamt 5 000 Teilnehmer innerhalb der EU. Aber selbst heute ist es für eine Bank im Euroraum nicht leichter, in Euro denominierte Geschäfte als auf andere Währungen lautende Geschäfte abzuwickeln. Die Marktteilnehmer erhoffen zwecks Kostenreduzierung eine weitere Konsolidierung im Bereich Wertpapierabwicklung. Sie haben bereits klargestellt, daß sie in der Lage sein möchten, all ihre Wertpapiertransaktionen in Euro über eine einheitliche Schnittstelle abzuwickeln. Das Eurosystem versteht dieses Interesse und ist sich ebenfalls bewußt, daß ein Währungssystem mit einer Wertpapierabwicklungsinfrastruktur notwendig ist, die ebenso ratio-

nell und effizient wie die anderer Währungsräume (z. B. der Vereinigten Staaten) arbeitet.

Im ersten Jahr der dritten Stufe der WWU wurde bereits eine erhöhte Dynamik hinsichtlich der Konsolidierungsprozesse beobachtet. Einige Projekte wurden bereits vorgeschlagen; ihre Entwicklung wird vom Eurosystem genau verfolgt. Es ist noch nicht abzusehen, welche Lösung sich durchsetzen oder wie lange die Konsolidierung dauern wird. In diesem Zusammenhang sind Neutralität und Effizienz die Leitprinzipien des Eurosystems.

Neutralität des Eurosystems bedeutet, daß nicht in den Wettbewerb zwischen den Systemen, den Finanzzentren und den Banken eingegriffen wird. Des weiteren wird es das Eurosystem vermeiden, eine Präferenz für eine bestimmte Integrationsform erkennen zu lassen. Die Neutralität des Eurosystems bedeutet nicht, daß „jeder ein Stück“ erhält; sie bedeutet auch nicht, daß ein bestimmtes, von den Wertpapierabwicklern vorgeschlagenes Modell (oder Netz) für die Verwaltung der grenzüberschreitenden Sicherheiten gewählt wird. Eine derartige Entscheidung sollte in

der Tat den Märkten überlassen werden. Die Neutralität des Eurosystems bedeutet jedoch, daß das Eurosystem eindeutig und offen die Standards festlegt, die es für ein Maximum an Effizienz und ein Minimum an Risiko für notwendig erachtet, und mögliche Hindernisse für den Konsolidierungsprozeß beseitigt.

Hinsichtlich der Effizienz wird das Eurosystem die Konsolidierung und den Wettbewerb im Wertpapiersektor und damit auch das Zusammenwachsen der Geld- und Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet fördern.