



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

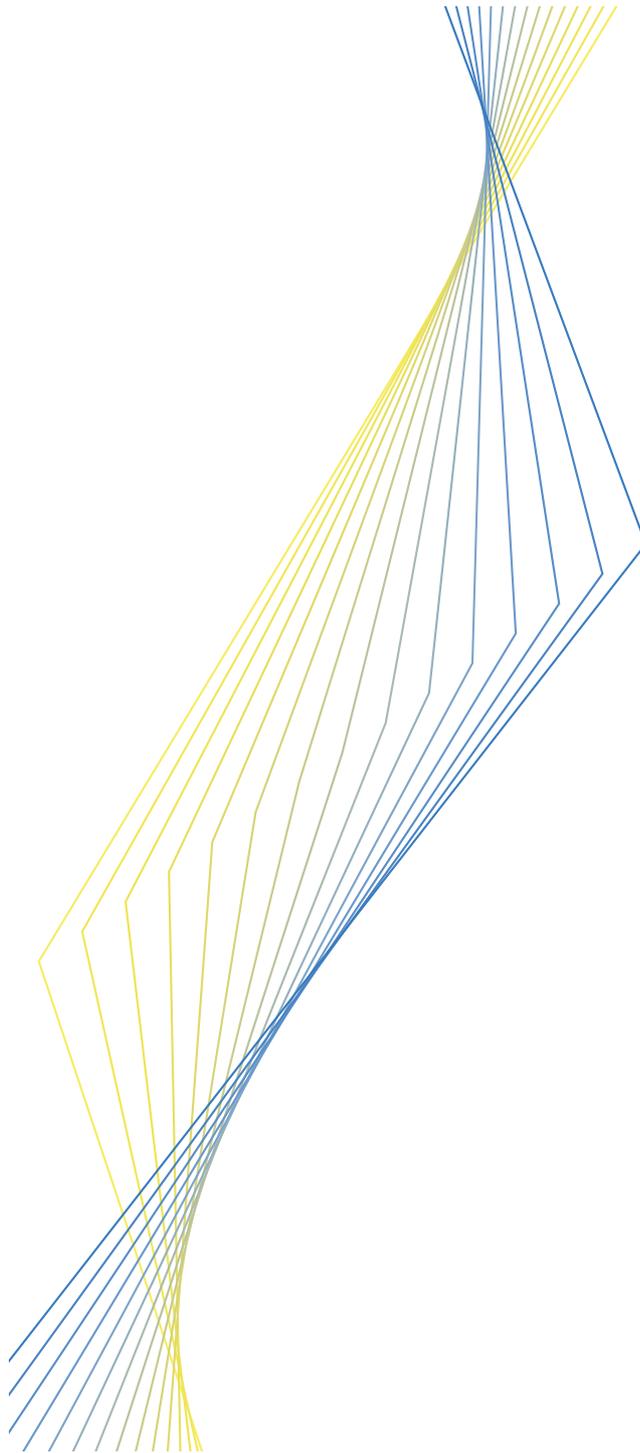
ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

Februar 2001



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**Februar 2001**

© Europäische Zentralbank, 2001

<b>Anschrift</b>	<b>Kaiserstraße 29</b> <b>D-60311 Frankfurt am Main</b>
<b>Postanschrift</b>	<b>Postfach 16 03 19</b> <b>D-60066 Frankfurt am Main</b>
<b>Telefon</b>	<b>+49 69 1344 0</b>
<b>Internet</b>	<b><a href="http://www.ecb.int">http://www.ecb.int</a></b>
<b>Fax</b>	<b>+49 69 1344 6000</b>
<b>Telex</b>	<b>411 144 ecb d</b>

*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 Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.*

*Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 31. Januar 2000.*

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	24
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	30
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	36
Kästen:	
1 Die Ableitung und Verwendung von Daten zu Bestands- veränderungen in der monetären Statistik	8
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Januar 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	17
3 Jüngste Entwicklungen bei den Arbeitskostenindikatoren im Euro-Währungsgebiet	27
Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet	41
Auf dem Weg zu einem einheitlichen Leistungsniveau für Massenzahlungen im Euro-Währungsgebiet	57
Die externe Kommunikation der Europäischen Zentralbank	67
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	75*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	79*

## 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
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
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

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

Auf seinen Sitzungen am 18. Januar und 1. Februar 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei 4,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert, und zwar bei 5,75 % bzw. 3,75 %.

Die Beschlüsse zur Beibehaltung der Zinssätze spiegeln die Einschätzung des EZB-Rats wider, dass sich die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht gegenwärtig ausgeglichener darstellen als gegen Ende des vergangenen Jahres. In diesem Zusammenhang bestehen weiterhin Faktoren, die mittelfristig Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bedeuten könnten und daher auch in Zukunft aufmerksam beobachtet werden.

Diese Einschätzung beruht auf der Analyse von Informationen im Zusammenhang mit den beiden Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB. Was die erste Säule betrifft, so bestätigten die monetären Daten für Dezember 2000 die seit dem vergangenen Frühjahr zu beobachtende allmähliche Abschwächung des Wachstums der Geldmengenaggregate. Den jüngsten Daten zufolge betrug der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von Oktober bis Dezember 2000 5 % und lag damit etwas unter dem im Zeitraum von September bis November 2000 verzeichneten Durchschnitt von 5,1 %. Die Veränderungsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor im Vergleich zum Vorjahr blieb auf hohem Niveau, teilweise beeinflusst durch die Finanzierung der Zahlungen der UMTS-Lizenzen. Insgesamt stellen sich die monetär bedingten Risiken für die Preisstabilität nach der jüngsten Verlangsamung des Geldmengenwachstums zunehmend ausgeglichen dar, obwohl weiterhin Vorsicht geboten ist.

Im Hinblick auf die zweite Säule lassen sich weitgehend ähnliche Anzeichen hinsichtlich der Risiken für die Preisstabilität erkennen. Die von der in der Vergangenheit beobachteten früheren Entwicklung der Ölpreise und des Außenwerts des Euro ausgehenden infla-

tionären Impulse nehmen allmählich ab. Darüber hinaus haben sich die Aussichten für das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets eingetrübt, und die Ungewissheit bezüglich der Perspektiven für das Weltwirtschaftswachstum hat sich erhöht, vor allem im Zusammenhang mit Anzeichen, dass die Abschwächung des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten bedeutender ist als zuvor erwartet. Der Rückgang des Wachstums in den Vereinigten Staaten und die verzögerte Erholung in Japan werden voraussichtlich – direkt sowie mittels eines Übergreifens auf andere Wirtschaftsräume – zu einer gewissen Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums führen. Das weltweite reale BIP-Wachstum, das 2000 den höchsten Wert seit vielen Jahren erreichte, könnte sich daher 2001 verlangsamen, dürfte jedoch kräftig bleiben.

Diese Verlangsamung wird sich zwar dämpfend auf den Außenbeitrag des Euroraums auswirken, jedoch handelt es sich beim Euro-Währungsgebiet um einen großen Wirtschaftsraum, in dem die wirtschaftliche Entwicklung vorrangig von inländischen Faktoren bestimmt wird. Insgesamt gesehen bleiben die Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets weitgehend günstig. Zwar dürfte das reale BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2000 etwas zurückgegangen sein, doch das Vertrauen von Unternehmen und privaten Haushalten blieb auf hohem Niveau, unter anderem gestützt von einer hohen Kapazitätsauslastung, einem bemerkenswerten Beschäftigungswachstum und einem anhaltenden Rückgang der Arbeitslosigkeit. Darüber hinaus werden sich unter anderem die Senkungen der direkten Steuern im Jahr 2001 positiv auf die real verfügbaren Einkommen des privaten Sektors auswirken. Obwohl sich das Wachstum des realen BIP im Jahr 2001 etwas abschwächen könnte, dürfte es doch weiterhin recht kräftig bleiben.

Die Entwicklungen an den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets stehen im Einklang mit diesen Aussichten für die Konjunktur im Euroraum. Zudem bestätigen die in den Anleiherenditen enthaltenen Inflationserwartun-

gen, dass die Finanzmärkte das derzeitige Niveau der Verbraucherpreis-inflation als vorübergehend einstufen und die Preisstabilität auf mittlere Sicht gewährleistet sehen. Diese positiven Aussichten könnten auch durch einen leichten Rückgang der Ölpreise und den Kursanstieg des Euro seit dem Herbst 2000 verstärkt worden sein.

Im Hinblick auf die Verbraucherpreisentwicklung haben sich die beiden letztgenannten Faktoren in gewissem Umfang bereits auf die Energiekomponente des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ausgewirkt. Im Dezember 2000 ging die jährliche Steigerungsrate des HVPI von 2,9 % im November 2000 auf 2,6 % zurück. Dagegen zog die Teuerungsrate bei Industriegütern (außer Energie) im Dezember 2000 leicht an.

Der Rückgang der Ölpreise und der Kursanstieg des Euro dürften, wenn sie sich als dauerhaft erweisen, im Jahresverlauf zu einem weiteren Rückgang der Teuerungsrate des HVPI insgesamt beitragen. Kurzfristig gesehen könnte sich dieser Prozess jedoch durch die verzögerte Auswirkung früherer Importpreissteigerungen auf die HVPI-Komponenten (außer Energie) sowie durch andere Faktoren verlangsamen. Letztere könnten die Auswirkung der Änderungen bei der indirekten Besteuerung und den administrierten Preisen umfassen wie auch Anstiege der Lebensmittelpreise, die ihre Ursache in den gegenwärtigen gesundheitlichen Bedenken im Zusammenhang mit dem Verzehr von Rindfleisch haben. Daher kann es einige Zeit dauern, ehe die jährliche Steigerungsrate nach dem HVPI wieder unter 2 % fällt.

Trotz der Einschätzung, dass sich die mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität nun ausgeglichener darstellen, bestehen weiterhin Faktoren, die Aufwärtsrisiken darstellen und eine fortlaufende Beobachtung erfordern. Diese Faktoren beziehen sich vornehmlich auf mögliche Zweitrundeneffekte für Löhne, die von früheren Anstiegen der Importpreise ausgehen. Außerdem muss in einem Umfeld an-

haltenden Wachstums die Möglichkeit von Engpässen auf den Arbeitsmärkten berücksichtigt werden. In diesem Zusammenhang ist der Anstieg einiger Arbeitskostenindikatoren im Jahr 2000 genau zu prüfen. Zur Gewährleistung der Preisstabilität im Euroraum ist es von größter Bedeutung, dass die Lohnentwicklung moderat bleibt.

Ebenfalls entscheidend ist, dass die Struktur-reformen weitergeführt werden. Dies erfordert anhaltende Reformen der Arbeitsmärkte und eine kontinuierliche Liberalisierung der Gütermärkte wie auch die weitere Integration des Sektors der Finanzdienstleistungen, die alle zu einer Ausweitung der wirtschaftlichen Aktivität und einer Erhöhung der Beschäftigung führen. Es ist ebenso wichtig, dass auf dem Gebiet der finanzpolitischen Reformen weitere Fortschritte erzielt werden. In dieser Hinsicht kann eine Begrenzung der öffentlichen Ausgaben sowohl den Abbau noch bestehender Haushaltsdefizite als auch eine Verringerung der Steuerlast für Unternehmen und private Haushalte ermöglichen.

Mit ihrer Konzentration auf die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht leistet die EZB einen wichtigen Beitrag zur Verwirklichung eines anhaltenden nicht-inflationären Wirtschaftswachstums im Euroraum und der Weltwirtschaft. Gleichzeitig sollten andere wirtschaftspolitische Bereiche zur Steigerung des Wachstumspotenzials des Euro-Währungsgebiets beitragen und dadurch auch das globale Wirtschaftswachstum fördern.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Artikel. Der erste Artikel untersucht die Entwicklung der Nutzung der Außenfinanzierungsquellen der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet. Der zweite Artikel erläutert die Maßnahmen, die nötig sind, um die Effizienz und Zuverlässigkeit der grenzüberschreitenden Massenzahlungen im Euroraum zu verbessern. Der dritte Artikel gibt einen Überblick über die externe Kommunikation der Europäischen Zentralbank.

# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Am 1. Januar 2001 führte Griechenland als zwölfter Mitgliedstaat der EU den Euro ein. Generell sind im Abschnitt „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ des Monatsberichts Angaben zu Griechenland in Aggregaten des Euro-Währungsgebiets berücksichtigt, die sich auf den Zeitraum ab Januar 2001 beziehen. Die Handhabung der Angaben, die sich auf die Zeit vor Januar 2001 beziehen, ist je nach Zeitreihe unterschiedlich.

In den Abschnitten „Monetäre und finanzielle Entwicklung“ und „Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung“ sind die griechischen Daten nicht in den Angaben für den Euroraum enthalten, die sich auf die Zeit vor Januar 2001 beziehen. In den Abschnitten „Preisentwicklung“ und „Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung“ sind die griechischen Daten jedoch, soweit verfügbar, in den Aggregaten des Euro-Währungsgebiets, die sich auf die Zeit vor Januar 2001 beziehen, berücksichtigt.

Nähere Informationen sind dem Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts zu entnehmen.

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seinen Sitzungen am 18. Januar und 1. Februar 2001 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die als Zinstender durchgeführt werden) bei 4,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität blieben eben-

falls unverändert, und zwar bei 3,75 % bzw. 5,75 % (siehe Abbildung 1).

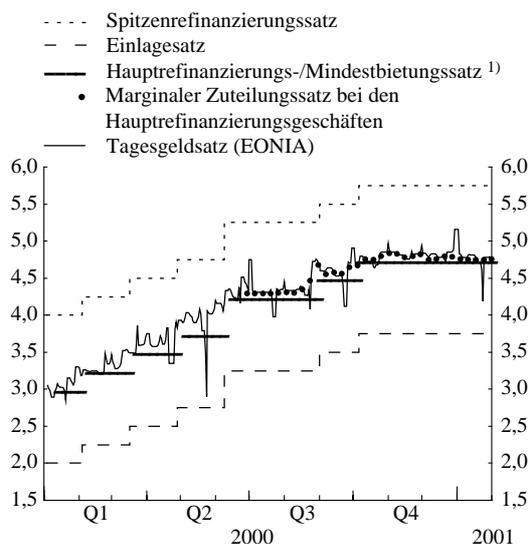
### Verlangsamung des M3-Wachstums im Dezember bestätigt

Die Geldmengendaten für Dezember 2000 bestätigen die seit dem zweiten Quartal 2000 zu beobachtende Mäßigung des Geldmengenwachstums (siehe Abbildung 2). Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 ging im Dezember 2000 auf 4,9 % zurück, nachdem sie im November 2000 auf 5,0 % betragen hatte (der Wert für November wurde von 4,9 % nach oben korrigiert). Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 für den Zeitraum von Oktober bis Dezember 2000 ging auf 5,0 % zurück, nachdem er im Zeitraum von September bis November 5,1 % betragen hatte. Eine detaillierte Beschreibung der Ableitung von Stromgrößen und Jahreswachstumsraten von monetären Angaben findet sich in Kasten I „Die Ableitung und Verwendung von Daten zu Veränderungswerten in der monetären Statistik“.

Die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate des M3-Wachstums lag im Dezember 2000 bei 4,7 %, verglichen mit 4,2 % im Vormonat (der letztge-

**Abbildung 1**  
**EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

1) Der Hauptrefinanzierungssatz bezieht sich, beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abgewickelten Geschäft, auf den auf Zinstender angewandten Mindestbietungssatz.

## Kasten I

### Die Ableitung und Verwendung von Daten zu Veränderungswerten in der monetären Statistik

Die monetären Statistiken des Euro-Währungsgebiets umfassen Daten zu den Beständen und Veränderungen der Aktiva und Passiva des Sektors der Monetären Finanzinstitute (MFIs) im Euroraum. Die Bestandsdaten geben die Bestände der Bilanzpositionen am Ende des Berichtszeitraums wieder. Die EZB errechnet Stromgrößenstatistiken, indem sie die monatlichen Bestandsveränderungen um den Effekt von „transaktionsunabhängigen“ Faktoren bereinigt. So spiegeln die von der EZB ermittelten Stromgrößen nur transaktionsbedingte Bestandsveränderungen wider, also Veränderungen auf Grund des Erwerbs von Finanzaktiva oder des Eingehens von finanziellen Verbindlichkeiten. Mit Hilfe der Daten zu den Veränderungswerten erstellt die EZB einen Index für fiktive Bestände der monetären Variablen. Dieser Index misst auf finanzielle Transaktionen zurückzuführende Veränderungen der Geldmenge. Der Index für fiktive Bestände wird dann für die Ableitung der Wachstumsraten der Geldmenge herangezogen. In diesem Kasten wird die statistische Verfahrensweise der EZB für die Ableitung der Statistik über Veränderungswerte und der damit verbundenen Wachstumsraten erläutert.<sup>1</sup> Ferner wird auf den konzeptionellen Hintergrund dieser Bereinigungen eingegangen.

#### Das statistische Verfahren

Die folgenden transaktionsunabhängigen Faktoren werden bei der Ableitung bereinigter Veränderungen der Geldmenge M3 berücksichtigt:

*1 Umgruppierungen und andere statistische Faktoren:* Diese umfassen Veränderungen des Bestands an Aktiva und Passiva in der Bilanz des MFI-Sektors, die auf die folgenden Faktoren zurückzuführen sind:

- Veränderungen des Kreises der berichtspflichtigen MFIs auf Grund von Änderungen der Sektorzuordnung (beispielsweise wird ein Institut erstmals als MFI eingestuft und somit nicht mehr zum Geld haltenden Sektor, sondern zum Sektor der MFIs gezählt),
- Umstrukturierungen (ein Kreditinstitut überträgt beispielsweise einen Teil seines Geschäfts auf eine nicht zum MFI-Sektor zählende Tochtergesellschaft),
- Umgruppierungen von Aktiva und Passiva (eine bestimmte Art der Spareinlagen wird beispielsweise nicht mehr als Einlage mit vereinbarter Kündigungsfrist, sondern als täglich fällige Einlage eingestuft) und
- Korrekturen von Meldefehlern, die sich aus technischen Gründen nicht aus den Bestandsgrößen des gesamten Berichtszeitraums herausrechnen lassen.

#### *2 Neubewertungen*

Unter Neubewertungen sind Bestandsveränderungen der Aktiva und Passiva des MFI-Sektors zu verstehen, die auf Bewertungsänderungen beruhen. Es werden zwei Arten der Neubewertung unterschieden:

##### *a) Neubewertungen wegen Wechselkursänderungen*

Die Geldmengenaggregate des Eurosystems folgen einem alle Währungen umfassenden Ansatz; das heißt, diese Aggregate beinhalten auch bei inländischen MFIs gehaltene Finanzinstrumente, die auf Fremdwährung lauten und deren Euro-Wert von Wechselkursänderungen beeinflusst wird. Diese Neubewertungen beruhen daher auf Änderungen des Euro-Werts von auf Fremdwährung lautenden Aktiva und Passiva, die auf Wechselkursschwankungen zurückgehen.

<sup>1</sup> Die Bestimmungen, die diesem Verfahren im Einzelnen zu Grunde liegen, sind in der „Guideline of the European Central Bank of 13 November 2000 concerning certain statistical reporting requirements of the European Central Bank and the procedures for reporting by the national central banks of statistical information in the fields of money and banking statistics (ECB/2000/13)“ enthalten. Ein „Technischer Hinweis“ am Ende des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts erläutert detailliert, wie die prozentualen Veränderungen im Vorjahrsvergleich von den Beständen und ihren Veränderungen abgeleitet werden. Diese Verfahren entsprechen den international üblichen statistischen Standards.

b) *Sonstige Neubewertungen*

Unter sonstigen Neubewertungen sind Änderungen in der Bilanz des MFI-Sektors auf Grund von nicht wechselkursbedingten Veränderungen des Buchwerts von Wertpapieren, die von MFIs gehalten werden oder emittiert wurden, zu verstehen (dies sind beispielsweise Änderungen des Werts von im Bestand gehaltenen Wertpapieren auf Grund von Veränderungen ihres Kurswerts).

**M3: Bestand am Ende des Berichtszeitraums, Ableitung der Veränderungen und Index der bereinigten Bestände**

(Mrd €; nicht saisonbereinigt; Index: Dezember 1998 = 100)

	Bestand	Bestands- verände- rungen	Bereinigungen			Verände- rungen <sup>1)</sup>	Index der bereinigten Bestände <sup>2)</sup>
			Umgrup- pierungen	Neubewer- tungen wegen Wechsel- kurs- änderungen	Sonstige Neubewer- tungen		
	1	2	3	4	5	6=2-3-4-5	7
1999							
Jan.	4 511,5	47,4	1,7	2,5	...	43,1	101,0
Febr.	4 496,7	-14,8	0,0	3,6	...	-18,4	100,6
März	4 513,1	16,4	-2,3	2,9	...	15,9	100,9
April	4 551,9	38,8	3,1	1,4	...	34,3	101,7
Mai	4 587,5	35,6	0,0	1,5	...	34,1	102,4
Juni	4 611,2	23,7	0,9	1,5	...	21,3	102,9
Juli	4 620,8	9,6	0,0	-3,5	...	13,1	103,2
Aug.	4 601,7	-19,0	0,1	2,3	...	-21,4	102,7
Sept.	4 627,5	25,7	11,7	-0,4	...	14,4	103,1
Okt.	4 649,3	21,9	1,8	2,7	...	17,4	103,4
Nov.	4 699,1	49,8	0,0	5,1	...	44,6	104,4
Dez.	4 791,0	91,9	11,3	0,6	...	79,9	106,2
2000							
Jan.	4 800,9	10,0	3,8	2,6	...	3,6	106,3
Febr.	4 822,4	21,5	-1,7	0,5	...	22,8	106,8
März	4 862,5	40,0	-0,1	4,1	...	36,1	107,6
April	4 954,4	92,0	43,7	6,4	...	41,9	108,5
Mai	4 951,8	-2,6	-3,7	-3,5	...	4,6	108,6
Juni	4 944,1	-7,8	2,3	-3,2	...	-6,9	108,5
Juli	4 953,7	9,6	-0,2	4,1	...	5,6	108,6
Aug.	4 957,6	4,0	-0,6	6,6	...	-2,0	108,5
Sept.	4 957,8	0,1	1,1	2,3	...	-3,4	108,5
Okt.	4 977,9	20,1	-0,2	6,8	...	13,5	108,8
Nov.	5 013,0	35,1	0,9	-6,1	...	40,3	109,6
Dez.	5 080,0	67,0	0,2	-13,5	...	80,4	111,4

Quelle: EZB.

1) Wegen des Rundens der Zahlen entspricht die Summe der bereinigten Positionen möglicherweise nicht dem angegebenen Gesamtbetrag.

2) Ausgehend vom (nicht saisonbereinigten) Bestand für Dezember 1998 (=100) zeigt der Index die kumulierten Veränderungen, die aus den Angaben in Spalte 6 berechnet sind.

Die obige Tabelle zeigt die Ableitung der Veränderungen des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 im Einzelnen. Die in Spalte 6 ausgewiesene Veränderung gegenüber dem Vormonat wird berechnet als die monatliche Bestandsveränderung (Spalte 2) abzüglich der Bereinigungen um Umgruppierungen und sonstige statische Faktoren (Spalte 3), Neubewertungen wegen Wechselkursänderungen (Spalte 4) und sonstige Neubewertungen (Spalte 5). Wie aus der Tabelle hervorgeht, waren die Umgruppierungen bisher die einflussreichste Größe. Auch kam es zu umfangreichen Neubewertungen wegen Wechselkursänderungen. Der Einfluss der sonstigen Neubewertungen war dagegen vernachlässigbar gering. In Kürze wird mit der regelmäßigen Veröffentlichung der Tabelle auf der Internetseite der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) begonnen.

### Konzeptioneller Hintergrund der Bereinigungen

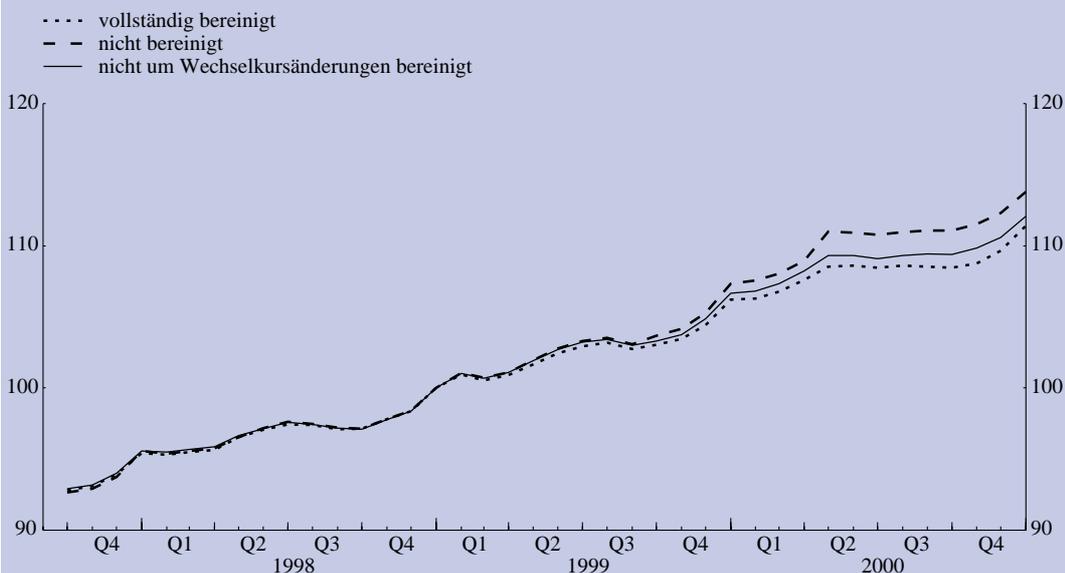
Die Statistiken zu Bestandsveränderungen müssen um *Umgruppierungen und sonstige statistische Faktoren* bereinigt werden, da anderenfalls leicht die Vergleichbarkeit darauf folgender Beobachtungswerte beeinträchtigt werden könnte. Dies lässt sich anhand eines Beispiels in Zusammenhang mit einer Veränderung des Berichtskreises der MFIs veranschaulichen. Infolge einer in einem EWU-Staat vorgenommenen Änderung des Gesetzes über die Definition von Geldmarktfonds werden einige Finanzinstitute, die zuvor unter „sonstige Finanzinstitute“ erfasst wurden und somit nicht zum Sektor der MFIs zählten, seit April 2000 als Geldmarktfonds eingestuft. In einem derartigen Fall wäre eine einfache Gegenüberstellung der Bestände an Geldmarktfondsanteilen vor und nach April 2000 irreführend. Die Einheitlichkeit wird durch eine für April 2000 vorgenommene Bereinigung um die erfolgte Umgruppierung gewahrt.

Die Bereinigungen um *Neubewertungen* beruhen auf einer etwas anders gearteten Grundlage. Es geht hier nicht nur um die statistische Einheitlichkeit, sondern auch um allgemeine Überlegungen, wie der Informationsgehalt der Geldmengenaggregate gesichert werden kann, wenn diese Komponenten enthalten, die Bewertungsänderungen unterliegen. Die Notwendigkeit der Bereinigung um *Neubewertungen außer Neubewertungen wegen Wechselkursänderungen* entsteht durch die Einbeziehung marktfähiger Wertpapiere, deren Kurswert sich ändern kann, in die Geldmengenaggregate. Wegen der kurzen Laufzeit dieser Wertpapiere sind die Bewertungsänderungen in der Regel recht gering. Deshalb und auf Grund der Transaktionskosten, die mit einem häufigen Kauf und Verkauf dieser Wertpapiere verbunden sind, dürften vorübergehende Schwankungen des Kurswerts kurzfristiger Wertpapiere von Angehörigen des Geld haltenden Sektors nicht als eine ihr Portefeuille beeinflussende Größe aufgefasst werden, die sich nennenswert auf ihre Fähigkeit, Ausgaben zu tätigen, auswirkt.

Wie zuvor erwähnt, stellt sich die Frage der Bestandsbereinigung um *Wechselkursänderungen* auf Grund der Tatsache, dass die Geldmengenaggregate des Eurosystems einem alle Währungen umfassenden Ansatz folgen. Dies entspricht der zuvor von den meisten nationalen Zentralbanken im heutigen Euroraum angewandten Methode. Sie beruht auf der Annahme, dass für die Angehörigen des Geld haltenden Sektors liquide, auf

### Indizes für fiktive Bestände verschiedener Varianten der Geldmenge M3

(Index: Dezember 1998 = 100)



Quelle: EZB.

Fremdwährung lautende Aktiva recht enge Substitute für Bestände an entsprechenden in Euro denominierten Aktiva sind oder sein können, die in der Geldmenge M3 erfasst werden.

Die Argumente für und gegen eine Bereinigung der Wachstumsraten der Geldmenge um Wechselkursänderungen unterscheiden sich je nach dem Zeithorizont der Analyse. Es gibt verschiedene Argumente, die bei kurzfristigen Analysen für eine Bereinigung der monetären Entwicklung um Wechselkursänderungen sprechen. Ein wichtiges Argument ist, dass Wechselkurse recht volatil sein können. Würden die Effekte von Wechselkursänderungen in die monatliche Berechnung der Wachstumsraten der Geldmenge einfließen, bestünde die Gefahr, dass die echten transaktionsbezogenen Effekte durch die Bewertungseffekte überlagert würden. Darüber hinaus kann von den Wirtschaftsakteuren nicht erwartet werden, dass sie auf kurzfristige Wechselkursschwankungen mit einer deutlichen Änderung ihres Ausgabeverhaltens reagieren würden.

Bei längerfristigen Analysen hingegen kann es aufschlussreich sein, nicht um Wechselkursänderungen bereinigte Bestände zu betrachten. Da die Wechselkurse über einen längeren Zeitraum hinweg einen bestimmten Trend verfolgen können, kann man dahingehend argumentieren, dass eine wechselkursbedingte Zunahme oder Verringerung des in Euro ausgedrückten Werts von auf Fremdwährung lautenden Komponenten der Geldmenge M3, die über einen längeren Zeitraum anhält, Vermögenseffekte und Änderungen der Ausgabenentscheidungen der im Euroraum Ansässigen zur Folge haben können. In diesem Fall würde die Bewertung der Fremdwährungskomponenten zu Marktkursen die Fähigkeit der Wirtschaftsakteure, Ausgaben zu tätigen, langfristig angemessen widerspiegeln. Deshalb könnte es insbesondere bei länger anhaltenden ausgeprägten Wechselkursbewegungen sinnvoll sein, nicht um Wechselkursänderungen bereinigte Abgrenzungen von M3 zu betrachten.

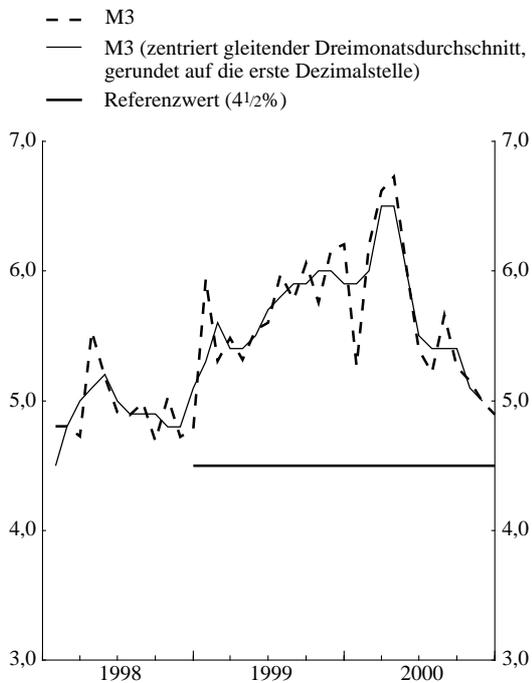
Die Abbildung zeigt drei Indexreihen: die nicht bereinigte Zeitreihe von M3, die vollständig bereinigte Zeitreihe von M3 und eine nicht um Wechselkursänderungen bereinigte Zeitreihe. Wie aus der Abbildung hervorgeht, ist auf Grund des Kursverlusts des Euro von Januar 1999 bis Ende Oktober 2000 etwa ab der Jahresmitte 1999 eine gewisse Divergenz der beiden letztgenannten Zeitreihen zu beobachten.

Diese Divergenz mag angesichts des relativ geringen Anteils (4 %) der Fremdwährungskomponenten in M3 zum Jahresende 2000 überraschen; sie spiegelt die großen Kursbewegungen des Euro wider. Allerdings können sich die potenziellen Vermögenseffekte aus den oben erwähnten Gründen in Grenzen halten, und die Wechselkursgewinne aus Fremdwährungsbeständen kehrten sich durch den Kursanstieg des Euro im November und Dezember 2000 teilweise wieder um. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass die Fremdwährungs- und Euro-Komponenten von M3 im Euroraum nicht vollkommen substituierbar sind. Die Merkmale der auf Euro bzw. auf Fremdwährung lautenden Komponenten unterscheiden sich auf Grund der Wechselkursanfälligkeit der Fremdwährungskomponente voneinander. Ferner werden diese Komponenten zu unterschiedlichen Zwecken gehalten. So wird ein Teil der auf Fremdwährung lautenden Einlagen für die Bezahlung von Importen in Fremdwährung gehalten und weist demzufolge nur einen recht geringen Grad der Substituierbarkeit durch die entsprechenden Euro-Einlagen auf. Insgesamt wird daher davon ausgegangen, dass der Einfluss von Wechselkursschwankungen auf das Ausgabeverhalten Gebietsansässiger viel geringer ist, als die in der Abbildung zu beobachtende Divergenz nahe legt.

In diesem Kasten wurde aufgezeigt, warum die EZB Wachstumsraten auf der Grundlage von Veränderungswerten berechnet. Dennoch wird sie die etwaigen Auswirkungen auf das Ausgabeverhalten, die sich langfristig aus den Neubewertungen der Fremdwährungskomponenten von M3 auf Grund von Wechselkursänderungen insgesamt ergeben, genau beobachten und gegebenenfalls bei ihrer umfassenden geldpolitischen Beurteilung berücksichtigen. Auf Grund der Tatsache, dass die Fremdwährungskomponenten nur einen kleinen Anteil von M3 ausmachen, und angesichts der zuvor dargelegten konzeptionellen Erwägungen dürften derartige Effekte jedoch nur eine begrenzte Bedeutung haben.

## Abbildung 2 M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

nannte Wert wurde von 3,7% nach oben korrigiert). Der Anstieg im Dezember war in erster Linie darauf zurückzuführen, dass der saisonbereinigte Rückgang im Juni in der Sechsmonatsrate nicht mehr berücksichtigt wurde, während das ausgleichende starke Wachstum im Juli noch darin enthalten war (die in den beiden Monaten beobachteten Entwicklungen hängen auf Grund von Sonderfaktoren in einigen Ländern zum Teil miteinander zusammen).

Das M1-Wachstum beschleunigte sich im Dezember 2000 im Vorjahresvergleich auf 5,5 %, verglichen mit 5,0 % im Vormonat. Dieser Anstieg hing jedoch weitgehend mit Kalender- oder Handelstag-Effekten zusammen. Kalender- oder Handelstag-Effekte entstehen, wenn sich die Angaben zum Monatsende für einige M3-Komponenten systematisch mit dem Wochentag verändern, an dem der jeweilige Monat endet. Besonders M1 wird von den nationalen Gepflogenheiten bei Zahlungen des privaten Sektors an Zentralstaaten, z. B. Steuerzahlungen, beeinflusst. Fällt der

letzte Tag des Monats auf einen Sonntag, wie es beispielsweise im Dezember 2000 der Fall war, so können Zahlungen auf den Beginn der folgenden Woche (und des folgenden Monats) verschoben werden. Fällt der letzte Tag eines Monats auf einen Freitag, wie im Dezember 1999, sind Zahlungen oftmals vor Monatsende zu leisten. Daher hielt der private Sektor Ende 2000 mehr Liquidität als Ende 1999. Auf Grund der Tatsache, dass die Geldhaltung der Zentralstaaten nicht in der Geldmenge berücksichtigt ist, wirkt sich dies auf M1 aus.

Die Jahresrate des Bargeldumlaufs wurde im Dezember negativ (-0,7 %, verglichen mit 2,0 % im Vormonat), während bei der Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen eine Zunahme (auf 6,9 %, verglichen mit 5,6 % im November) zu verzeichnen war (siehe Abbildung 3). Diese gegenläufigen Entwicklungen waren teilweise auf Basiseffekte zurückzuführen, die mit einer deutlichen Verlagerung von den täglich fälligen Einlagen hin zum Bargeldumlauf zusammenhängen, die Ende 1999 im Vorfeld der Umstellung auf das Jahr 2000 zu beobachten war.

Der Zuwachs der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) verlangsamte sich im Dezember 2000 im Vorjahresvergleich auf 1,9 %, gegenüber 2,5 % im Vormonat. Diese Entwicklung war auf einen Rückgang der jährlichen Veränderungsrate sowohl bei den Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (von 13,7 % im November auf 12,4 % im Dezember) als auch bei den Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (von -5,1 % im November auf -5,3 %) zurückzuführen. Die seit Anfang 2000 bestehende erhebliche Differenz zwischen den Wachstumsraten dieser beiden Finanzinstrumente scheint mit den gegenläufigen Entwicklungen bei der jeweiligen Verzinsung dieser Einlagen zusammenzuhängen (siehe Abbildung 5).

Das langsamere Wachstum der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) wurde weitgehend durch die Beschleunigung der jährlichen Wachstumsrate der Geldmenge M1

**Tabelle I****Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten***(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)*

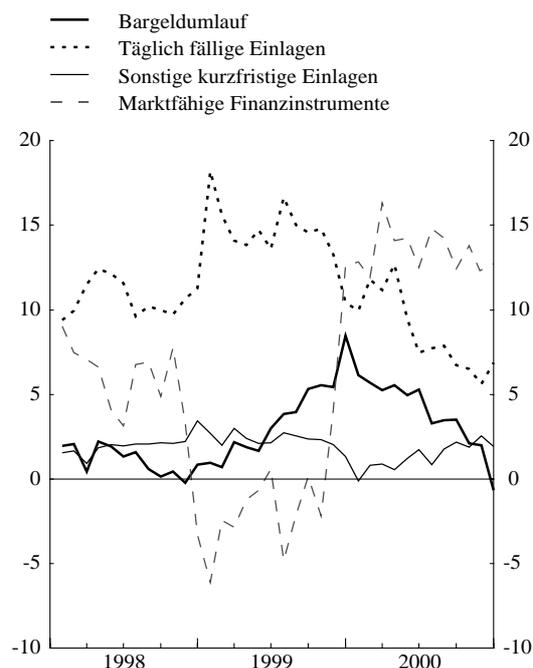
	Dez. 2000	Okt. 2000		Nov. 2000		Dez. 2000		Okt. 2000	
	Bestand	Veränderung		Veränderung		Veränderung		bis Dez. 2000	
	Mrd €	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
<b>M3</b>	5 080,0	25,4	0,5	21,7	0,4	3,6	0,1	16,9	0,3
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	2 074,3	3,6	0,2	4,1	0,2	2,1	0,1	3,3	0,2
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 212,8	5,9	0,3	10,2	0,5	-12,2	-0,6	1,3	0,1
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	792,8	15,8	2,0	7,4	0,9	13,7	1,7	12,3	1,5

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

im Dezember 2000 ausgeglichen. Folglich blieb die Jahreswachstumsrate des mittleren Geldmengenaggregats M2 im Dezember praktisch unverändert bei 3,6 % (nach 3,7 % im Vormonat).

Das jährliche Wachstum der in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente erhöhte

sich im Dezember 2000 von 12,3 % im Vormonat auf 12,7 %. Dies war in erster Linie auf den Anstieg der jährlichen Steigerungsrate der Repogeschäfte (von 9,3 % im November auf 21,5 %) zurückzuführen. Demgegenüber verlangsamten sich die Jahreswachstumsrate der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren und die der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere auf 23,9 % bzw. 7,7 %. Diese Verlangsamung war zumindest teilweise auf einen Basiseffekt zurückzuführen, da Ende 1999 in großem Umfang Geldmarktpapiere und kurzfristige Bankschuldverschreibungen begeben wurden, was zum Teil mit der damaligen Unsicherheit hinsichtlich der Jahr-2000-Umstellung zusammenhing. Die weiterhin relativ kräftige Zunahme der marktfähigen Finanzinstrumente dürfte insgesamt mit der Abflachung der Zinsstrukturkurve in den letzten Monaten zusammenhängen. Auch deutet einiges darauf hin, dass das Wachstum dieser Instrumente weiterhin durch die Nachfrage von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gefördert wird.

**Abbildung 3****Komponenten der Geldmenge M3***(Veränderung gegen Vorjahr in %)**Quelle: EZB.***Weiterhin kräftige Zunahme der Kreditgewährung an den privaten Sektor**

Bei den Gegenposten von M3 stieg die Jahresrate der gesamten Kreditvergabe an Nicht-

MFI's im Euro-Währungsgebiet im Dezember 2000 auf 6,3 % an, nachdem sie im November 5,9 % betragen hatte. Dieser Anstieg war ausschließlich auf einen weniger ausgeprägten jährlichen Rückgang der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte zurückzuführen (von -6,8 % im November auf -5,8 %), während die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin hoch war und unverändert bei 10,3 % lag.

Der langsamere jährliche Rückgang der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte ist auf die Entwicklung sowohl der Wertpapiere ohne Aktien als auch der Direktkredite zurückzuführen. Bei den Komponenten der Kreditgewährung an den privaten Sektor wurden im Dezember 2000 gegenläufige Entwicklungen verzeichnet. Die Zwölfmonatsrate der Direktkredite erhöhte sich auf 9,5 %, verglichen mit 9,3 % im Vormonat. Das relativ starke jährliche Wachstum der Kreditgewährung an den privaten Sektor hängt zum Teil mit der Finanzierung der UMTS-Lizenzkäufe durch Telekommunikationsunternehmen zusammen. Das Wachstum der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien verlangsamte sich im Vorjahresvergleich auf 16,7 %, verglichen mit 17,8 % im November. Die jährliche Wachstumsrate der MFI-Bestände an Aktien und

sonstigen Dividendenwerten belief sich auf 16,6 %, nachdem sie im Vormonat noch 19,4 % betragen hatte.

Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors verringerte sich im Dezember 2000 deutlich, und zwar von 6,2 % im November auf 4,5 %. Ausschlaggebend hierfür war jedoch in erster Linie ein beträchtlicher Rückgang der Zwölfmonatsrate von Kapital und Rücklagen. Demgegenüber blieb die Jahreswachstumsrate der sonstigen Hauptkomponenten dieser Position gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren blieben gegenüber Dezember 1999 unverändert, was mit einer Verringerung des Zinsabstands zu Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Zusammenhang stehen dürfte, die seit Herbst 1999 zu beobachten ist.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde erhöhten sich im Dezember 2000 in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 8 Mrd €. Im Laufe des gesamten Jahres 2000 nahmen sie um 108 Mrd € ab (siehe Tabelle 2), was bedeutend weniger war als 1999 (181 Mrd €).

**Tabelle 2**  
**Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten**

(Monatsendstände und Zwölfmonatsveränderungen; Mrd €)

	Bestände	Zwölfmonatsveränderungen					
		2000 Dez.	2000 Juli	2000 Aug.	2000 Sept.	2000 Okt.	2000 Nov.
1 Kredite an den privaten Sektor	6 821,9	585,5	603,5	651,6	656,8	628,3	634,4
2 Kredite an öffentliche Haushalte	1 921,3	-25,1	-48,9	-85,1	-130,2	-141,2	-119,2
3 Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	239,6	-140,2	-102,0	-141,5	-118,4	-107,0	-108,0
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 784,8	240,8	250,3	243,7	235,1	221,4	162,2
5 Sonstige Gegenposten (Nettoverbindlichkeiten)	118,0	-63,2	-59,7	-63,1	-67,3	-77,3	8,6
<b>M3 (=1+2+3-4-5)</b>	<b>5 080,0</b>	<b>242,6</b>	<b>262,0</b>	<b>244,2</b>	<b>240,3</b>	<b>236,0</b>	<b>236,4</b>

Quelle: EZB.

Anmerkung: Wegen des Rundens der Zahlen entsprechen die M3-Gegenposten möglicherweise nicht dem für M3 angegebenen Gesamtbetrag.

## Absatz von Schuldverschreibungen im November etwas verhaltener

Die Zwölfmonatsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euroraum ging im November 2000 leicht auf 7,8 % zurück, verglichen mit 8,2 % im Oktober (siehe Abbildung 4). Hinter dieser Entwicklung stand ein langsames Wachstum des Umlaufs an kurzfristigen wie auch langfristigen Schuldverschreibungen.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass die Jahresrate des Umlaufs an auf Euro lautenden Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euroraum begeben wurden, von 6,3 % im Oktober auf 6,0 % im November zurückging. Der Anteil der auf Euro lautenden Schuldverschreibungen am gesamten Bruttoabsatz durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet belief sich im November auf 92,2 %, gegenüber 93,3 % im Oktober.

Aus der Aufgliederung nach Emittentengruppen wird ersichtlich, dass der Absatz von Schuldverschreibungen durch den priva-

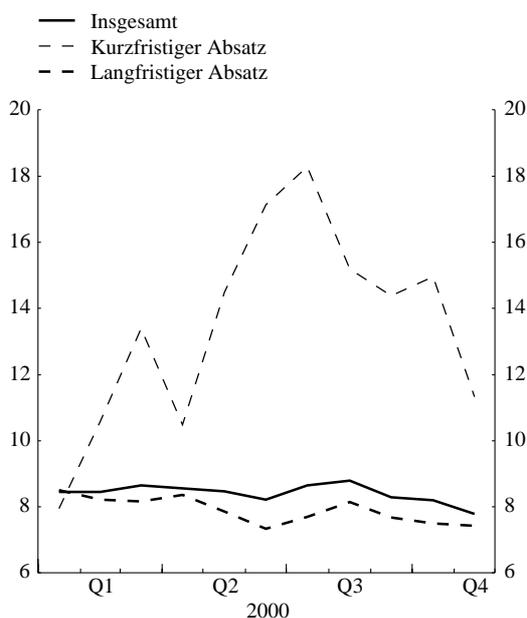
ten Sektor im November in den meisten Bereichen weiterhin hoch war. So blieb die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Euro-Schuldverschreibungen der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften mit 20,0 % im November weiter auf einem hohen Stand (verglichen mit 20,9 % im Oktober). Darüber hinaus stieg das Wachstum des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen im Vorjahresvergleich im November 2000 auf eine Rate von 16,1 % (Oktober: 14,3 %). Gleichzeitig ging die Zunahme des Umlaufs an Schuldverschreibungen der MFIs von 9,0 % im Oktober auf 7,2 % im November zurück. Diese Verlangsamung war hauptsächlich auf den niedrigen Nettoabsatz langfristiger Schuldverschreibungen durch MFIs im November zurückzuführen, als mit nur knapp einem Viertel des Nettoabsatzes des entsprechenden Vorjahreszeitraums der niedrigste Stand des Jahres 2000 erreicht wurde.

Der Absatz von Schuldverschreibungen durch den öffentlichen Sektor beschleunigte sich im November leicht, wengleich das Wachstum des Umlaufs weiterhin gedämpft blieb. Die Zwölfmonatsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen nahm leicht von 2,8 % im Oktober auf 3,2 % im November zu. Die Jahresrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich von 8,9 % im Oktober auf 9,6 % im November 2000.

### Abbildung 4

#### Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

## Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Dezember im längerfristigen Bereich rückläufig

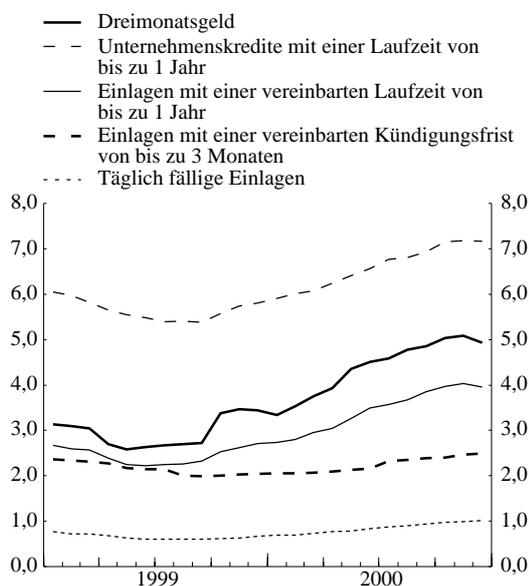
Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Eurogebiet wiesen im Dezember 2000 kein einheitliches Verlaufsmuster auf. Während sich die Zinsen für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten um einige Basispunkte erhöhten, gingen andere kurzfristige Zinssätze im Kundengeschäft der Banken leicht zurück (siehe Abbildung 5). Dieser Rückgang spiegelte ein relativ schnel-

les, wenn auch nur teilweise Durchschlagen des Rückgangs der Geldmarktsätze von Mitte November an wider; er bewegte sich zwischen 2 Basispunkten bei Unternehmenskrediten mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr und 8 Basispunkten bei Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr.

Die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken waren im Dezember vor dem Hintergrund des Rückgangs der mittelfristigen Renditen von Staatsanleihen im letzten Quartal 2000 allgemein rückläufig (siehe Abbildung 6). Der Rückgang bewegte sich zwischen 13 Basispunkten bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte und 19 Basispunkten bei Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren. Damit verringerten sich die längerfristigen Bankzinssätze im Jahr 2000 erstmals spürbar. Zum Vergleich: Die Durchschnittsrendite fünfjähriger Staatsanleihen verringerte sich zwischen August und Dezember um mehr als 50 Basispunkte.

### Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

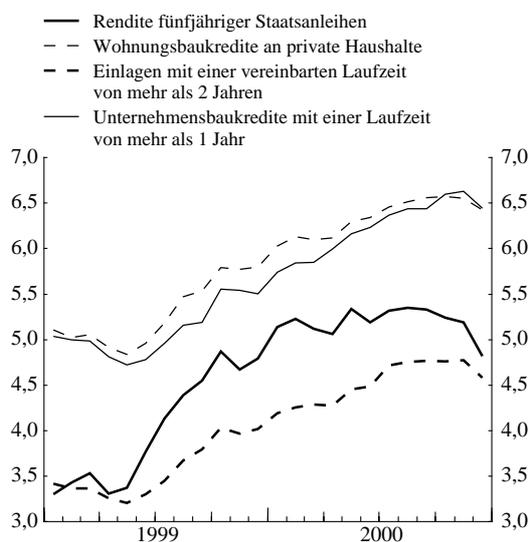
(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

### Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

### Geldmarktsätze im Januar leicht rückläufig

Nach dem deutlichen Rückgang Ende 2000 sanken die Geldmarktsätze Anfang Januar 2001 weiter, wiesen jedoch danach eine leichte Aufwärtstendenz auf. Die Volatilität am Geldmarkt war im Januar hoch.

Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, verharrte während des größten Teils der am 23. Januar endenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf einem Stand, der relativ nahe am Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB (4,75 %) lag. Allerdings war in den letzten Tagen der Erfüllungsperiode ein Rückgang zu verzeichnen, der darauf hindeutete, dass die Märkte die Liquiditätsausstattung als relativ reichlich beurteilten (siehe Kasten 2). An den ersten Handelstagen der am 24. Januar beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode normalisierte sich der EONIA wieder. Die Zweiwochen-Geldmarktsätze bewegten sich im Januar relativ nahe bei 4,75 %. Der marginale Zuteilungssatz betrug bei dem am 3. Januar

## Kasten 2

### Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Januar 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

#### Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Dezember 2000 bis zum 23. Januar 2001 wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft ab.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz in Höhe von 4,75 % durchgeführt. Das Zuteilungsvolumen lag zwischen 95 Mrd € und 102 Mrd €. Das Verhältnis des Bietungsaufkommens zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,01 und 1,36 und betrug im Durchschnitt 1,22. Der marginale Zuteilungssatz ermäßigte sich in der Periode; er betrug 4,79 % bei dem ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft und ging bis auf den Stand des Mindestbietungssatzes bei den beiden letzten Geschäften zurück. Der Spread zwischen dem gewichteten Durchschnittssatz und dem marginalen Zuteilungssatz war beim ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft mit 5 Basispunkten relativ weit und spiegelte einen Jahresende-Effekt wider; danach verringerte er sich jedoch auf zwischen 0 und 2 Basispunkte. An den Tendergeschäften nahmen zwischen 457 und 591 Bieter teil.

Am 28. Dezember 2000 führte das Eurosystem ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorab bekannt gegebenen Zuteilungsvolumen von 15 Mrd € durch. An dieser Transaktion nahmen insgesamt 165 Bieter teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 15,9 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz belief sich auf 4,75 %, und der gewichtete Durchschnittssatz lag 6 Basispunkte darüber, das heißt bei 4,81 %.

Am letzten Geschäftstag des Jahres, am Freitag, den 29. Dezember 2000, erreichte der EONIA 5,16 % und spiegelte den Jahresende-Effekt wider, nachdem er während der beiden vorangegangenen Tage geringfügig gestiegen war. Am 2. Januar ging er dann auf 4,83 % zurück. Ab dem 3. Januar zeigte der EONIA eine rückläufige Tendenz und betrug am 8. Januar 4,77 %. Bei dem am 9. Januar durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäft lagen der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz auf gleicher Höhe

#### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Dezember 2000 bis 23. Januar 2001

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>250,8</b>	<b>0,6</b>	<b>+250,2</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	205,3	-	+205,3
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+45,0
Ständige Fazilitäten	0,5	0,6	-0,1
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>	<b>383,7</b>	<b>514,7</b>	<b>-131,0</b>
Banknotenumlauf	-	368,3	-368,3
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	52,2	-52,2
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	383,7	-	+383,7
Sonstige Faktoren (netto)	-	94,2	-94,2
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>119,1</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>118,5</b>

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

wie der Mindestbietungssatz, und das Bietungsaufkommen war nur geringfügig höher als der Liquiditätsbedarf. An den darauf folgenden Tagen stieg der EONIA jedoch wieder leicht an. Am 19. Januar begann er wieder zu fallen, was auf eine reichhaltige Liquiditätsversorgung am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zurückzuführen war. Diese resultierte aus unerwartet aufgetretenen, vergleichsweise großen liquiditätszuführenden Auswirkungen autonomer Faktoren nach dem letzten Hauptrefinanzierungsgeschäft der Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Der EONIA betrug am Ende der Erfüllungsperiode 4,19 %.

### Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

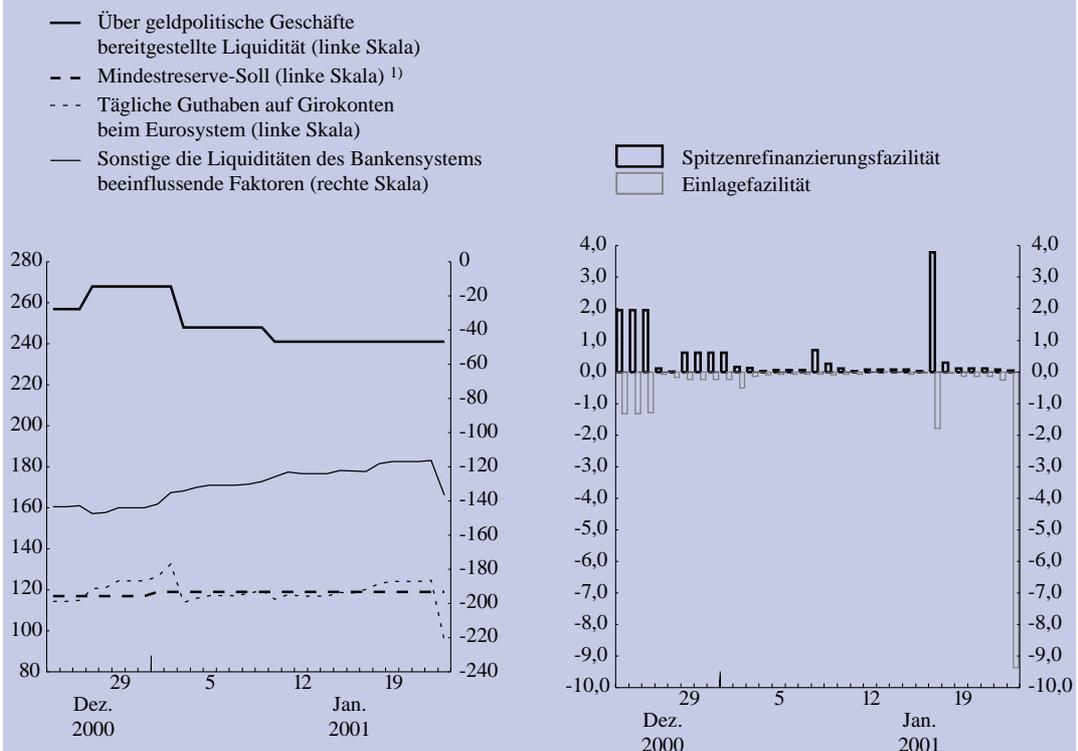
Gegenüber der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode stieg die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 0,4 Mrd € auf 0,5 Mrd € und die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität von 0,2 Mrd € auf 0,6 Mrd €.

### Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren, das heißt die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 131,0 Mrd € und somit 7,2 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode. Dieser Rückgang war in erster Linie das Ergebnis von im Vergleich zur vorherigen Erfüllungsperiode niedrigeren durchschnittlichen Einlagen der öffentlichen Haushalte (8,9 Mrd €). Im Tagesdurchschnitt bewegte sich die Summe der autonomen Faktoren zwischen 116,2 Mrd € und 147,4 Mrd €.

### Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. Januar 2001 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(Mrd €; Tageswerte)



Quelle: EZB.

1) Der Anstieg des Mindestreserve-Solls am 1. Januar 2001 ist auf die Einführung des Euro in Griechenland an diesem Tag zurückzuführen.

Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 121,8 Mrd € und 144,6 Mrd €. Die Abweichung von den Ist-Zahlen betrug zwischen -1,2 Mrd € und +0,6 Mrd €.

### Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Das durchschnittliche Mindestreserve-Soll betrug 118,5 Mrd €. Dabei handelt es sich um einen Durchschnittswert, der aus dem Stand bis zum 31. Dezember 2000 (116,9 Mrd €) und dem Stand ab dem 1. Januar 2001 (119,1 Mrd €), der zusätzlich Griechenland umfasst, errechnet wurde. Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 119,1 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreserve-Soll betrug 0,6 Mrd € und war damit 0,1 Mrd € niedriger als in der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode, was auf niedrigere Überschussreserven hindeutet. Wie bereits in der vorangegangenen Erfüllungsperiode dienten 0,2 Mrd € der Guthaben auf Girokonten nicht der Erfüllung des Mindestreserve-Solls.

abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft 4,76 %, bei den drei darauf folgenden Geschäften entsprach er dem Mindestbietungssatz von 4,75 % und bei dem am 31. Januar abgewickelten Geschäft lag er wieder bei 4,76 %.

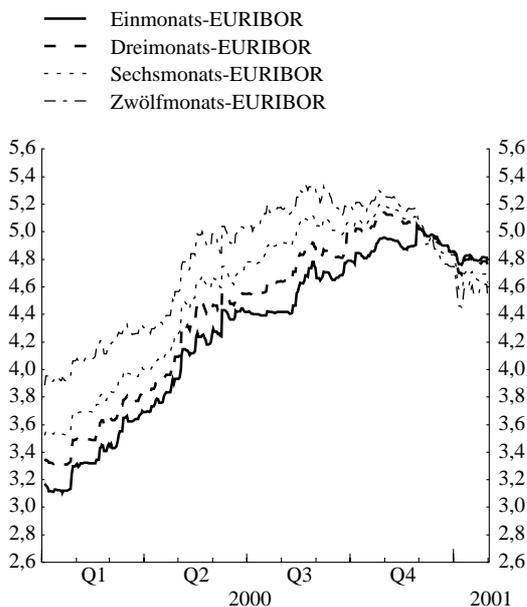
Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR beliefen sich am 31. Januar auf 4,79 % bzw. 4,74 %. Nachdem diese Zinssätze in den ersten Tagen des Monats zurückgegangen waren, stiegen sie wieder und blieben in der zweiten Januarhälfte relativ stabil (siehe Abbildung 7). Insgesamt fielen der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR zwischen Ende Dezember und dem 31. Januar um 7 bzw. 12 Basispunkte. Bei dem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 25. Januar abgewickelt wurde, beliefen sich der marginale Zuteilungssatz auf 4,66 % und der durchschnittliche Zuteilungssatz auf 4,69 %. Damit lagen diese Sätze um 11 bzw. 8 Basispunkte unter dem Dreimonats-EURIBOR am Abwicklungstag.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt fielen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR Anfang Januar ebenfalls, jedoch kehrte sich dieser Rückgang dann teilweise wieder um. Insgesamt fielen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR zwischen Ende Dezember und dem 31. Januar um 20 bzw. 22 Basispunkte und

lagen Ende Januar bei 4,63 % bzw. 4,53 %. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, fiel im Januar noch etwas negativer aus und betrug Ende dieses Monats -26 Basispunkte.

**Abbildung 7**  
**Kurzfristzinsen im Euro-**  
**Währungsgebiet**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

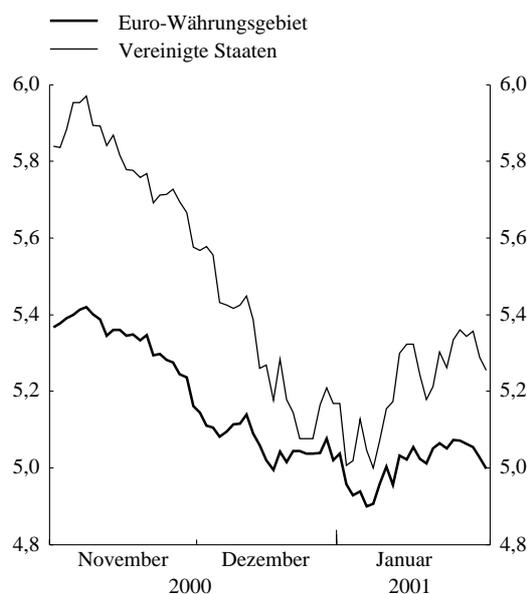
Die Erwartungen für den Dreimonats-EURIBOR im Jahr 2001, die aus den Terminkontrakten mit Fälligkeit in diesem Jahr abgeleitet werden können, gingen Anfang Januar ebenfalls merklich zurück und wiesen danach in einem hochvolatilen Umfeld eine leicht steigende Tendenz auf. Am 31. Januar 2001 belief sich der implizite Dreimonats-EURIBOR aus Terminkontrakten mit Fälligkeit im März, Juni und September 2001 auf 4,56 %, 4,32 % bzw. 4,21 %. Er war damit 17, 21 bzw. 18 Basispunkte niedriger als Ende Dezember, verglichen mit einem Rückgang von 50 bis 80 Basispunkten im Zeitraum zwischen Ende Oktober und Ende Dezember 2000.

#### Langfristige Anleiherenditen im Januar 2001 weitgehend unverändert

Nach dem Rückgang, der in den letzten beiden Monaten des Jahres 2000 zu verzeichnen war, waren die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet zwischen Ende Dezember 2000 und Ende Januar 2001 zwar volatil, blieben aber insgesamt nahezu unverändert (siehe Abbildung 8). Die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet lag am 31. Januar mit rund 5,0 % in etwa auf dem gleichen Stand wie Ende Dezember. In den Vereinigten Staaten legte dagegen die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen während dieses Zeitraums um rund 10 Basispunkte zu. Somit vergrößerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen US-Anleihen und vergleichbaren Anleihen im Euroraum bis zum 31. Januar dieses Jahres auf rund 25 Basispunkte.

In den Vereinigten Staaten waren die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Januar 2001 volatil, was die sich schnell ändernden Beurteilungen der voraussichtlichen Entwicklung des kurzfristigen Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten durch die Marktteilnehmer widerspiegelte. In diesem volatilen Umfeld lagen die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen Ende Januar bei rund 5,3 %. Während die schwachen Wirtschaftsdaten, die die Anzeichen einer Verlangsamung des

**Abbildung 8**  
**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.

Wirtschaftswachstums verstärkten, zum Rückgang der Renditen in den Vereinigten Staaten in den letzten Monaten des Jahres 2000 beigetragen hatten, schienen die im Januar 2001 veröffentlichten Daten Zweifel an den schwärzesten Szenarien für die Entwicklung der US-Wirtschaft zu wecken, wodurch sich der Abwärtstrend bei den Renditen umkehrte. Darüber hinaus dürften die am 3. und 31. Januar vom Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank gefassten Beschlüsse, den Zielzinssatz für Tagesgeld um insgesamt 100 Basispunkte herabzusetzen, einen Beitrag hierzu geleistet haben, indem sie sich mäßigend auf die Einschätzung der Marktteilnehmer, die Konjunktur in den Vereinigten Staaten werde sich deutlich abkühlen, auswirkten. Außerdem könnte eine weniger negative Bewertung der Aussichten für das US-Wachstum etwas höhere Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten zur Folge gehabt haben, die wiederum zum Anstieg der US-Anleiherenditen beigetragen haben könn-

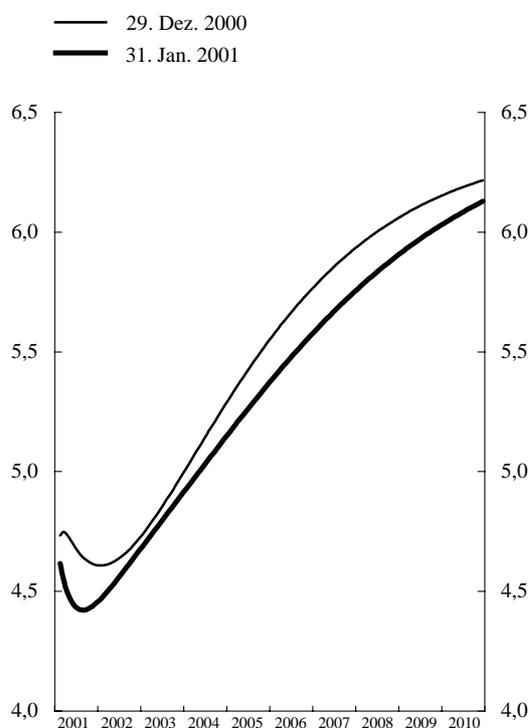
ten. Damit in Einklang steht, dass die amerikanische zehnjährige „Breakeven-Inflationsrate“, die sich aus den Renditen von Anleihen mit Nominalverzinsung und indexgebundenen Anleihen ergibt, im Laufe des Januars deutlich von rund 1,4 % auf über 1,8 % anstieg.

In Japan lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen am 31. Januar 2001 bei rund 1,5 % und war damit rund 15 Basispunkte niedriger als Ende Dezember. Dieser Rückgang, der die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen auf ihren niedrigsten Stand seit Mitte 1999 führte, schien ein Ausdruck für den wieder aufkeimenden Pessimismus bei den Anlegern bezüglich der Aussichten für die Konjunkturlage in Japan zu sein, nachdem weitere schwache Wirtschaftsdaten veröffentlicht worden waren. In Verbindung damit haben in jüngster Zeit stärkere Markterwartungen, dass die japanische Zentralbank die Leitzinsen senkt, wohl ebenfalls zu dem Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen beigetragen.

Wenngleich die Veränderungen bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im Laufe des Januars insgesamt vernachlässigbar gering waren, war in diesem Zeitraum eine gewisse Volatilität zu beobachten, die hauptsächlich die Entwicklung an den US-Anleihemärkten widerspiegelte. Allerdings erwiesen sich diese Anstöße von außerhalb größtenteils als vorübergehend, was darauf hinweisen dürfte, dass die Märkte davon ausgingen, dass Veränderungen der Konjunkturlage in den Vereinigten Staaten nur relativ geringe Auswirkungen auf die Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euroraum haben dürften. Darüber hinaus schienen die im Januar veröffentlichten Daten den Anlegern kaum Grund gegeben zu haben, ihre Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums und der Inflationsaussichten im Eurogebiet grundlegend zu revidieren. Dies wiederum dürfte die im Euro-Währungsgebiet insgesamt zu beobachtenden geringen Veränderungen bei den langfristigen Anleiherenditen im Laufe des Monats erklären.

Weitere Anzeichen dafür, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der langfristigen durchschnittlichen Wachstumsraten des Euroraums nicht signifikant geändert hatten, lieferten die Entwicklungen am Markt für französische preisindexgebundene Staatsanleihen. Insbesondere die Realrendite der zehnjährigen indexgebundenen Anleihen verzeichnete im Januar 2001 insgesamt nur geringfügige Veränderungen. Die damit verbundene zehnjährige „Breakeven“-Inflationsrate ging im Laufe des Januars um etwa 15 Basispunkte zurück und lag am Monatsende bei rund 1,4 %. Die Entwicklung der Renditen indexierter Anleihen und der „Breakeven“-Inflationsraten sollte jedoch immer mit Vorsicht interpretiert werden, da eine Reihe wohl bekannter Einschränkungen deren Beurteilung komplizieren kann.

**Abbildung 9**  
**Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**



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

Die Steigung der Zinsstrukturkurve des Euroraums, gemessen an der Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und dem Dreimonats-EURIBOR, nahm im Januar 2001 etwas zu, was den Rückgang bei den kurzfristigen Geldmarktsätzen widerspiegelte. Die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet flachte bis zum 31. Januar leicht ab und verlief für die nähere Zukunft zunehmend invers, wohingegen sie in den mittel- und langfristigen Segmenten weiterhin steigend ist (siehe Abbildung 9).

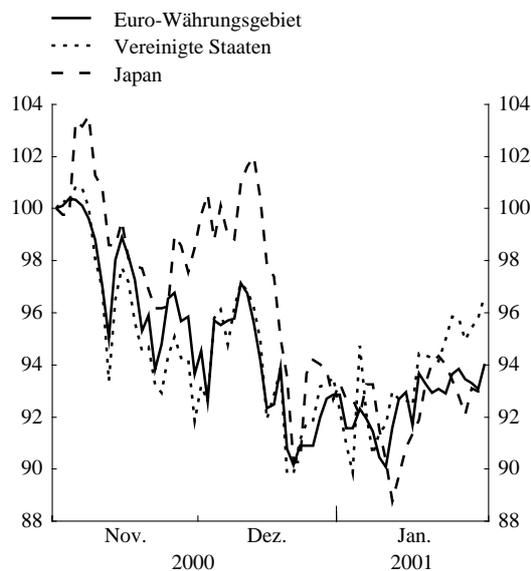
### Aktienmärkte im Januar etwas ruhiger

Nach den ziemlich heftigen Schwankungen im Dezember 2000 beruhigten sich die Aktienkursindizes der wichtigsten Börsen im Januar 2001 wieder etwas. Dies zeigte sich an einer zurückgehenden Volatilität – insbesondere in der zweiten Januarhälfte – sowie an begrenzten Veränderungen der Referenzindizes. Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet wiesen, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, zwischen Ende Dezember 2000 und dem 31. Januar kaum Veränderungen auf. Im selben Zeitraum stiegen die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten, gemessen am Standard-& Poor's-500-Index, um rund 3 %, während sich die Aktienkurse in Japan, gemessen am Nikkei 225, nur wenig veränderten (siehe Abbildung 10).

Auf den in den Vereinigten Staaten vom Offenmarktausschuss der amerikanischen Notenbank am 3. Januar gefassten Beschluss, die Leitzinsen zu senken, folgte unmittelbar der größte bislang registrierte Tagesanstieg des Nasdaq-Composite-Index und ein sich daran anschließender Rückgang der Volatilität, der sich bis in die zweite Monatshälfte fortsetzte. In anderen Sektoren des US-Aktienmarkts wirkten sich zudem im Januar veröffentlichte Wirtschaftsdaten, die wohl die Unsicherheit reduzierten und die am Markt bestehenden Erwartungen einer drastischen Abschwächung der US-Konjunktur verringerten, stabilisierend aus. Darüber hinaus trugen die Erwartung weiterhin rückläufiger Kurzfristzinsen in

**Abbildung 10**  
**Aktienkursindizes im Euro-**  
**Währungsgebiet, in den Vereinigten**  
**Staaten und in Japan**

(Index: 1. November 2000 = 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.

den Vereinigten Staaten und der nachfolgend am 31. Januar vom Offenmarktausschuss gefasste Beschluss, die Leitzinsen um weitere 50 Basispunkte zu senken, wohl auch zu einer Verstärkung des Aufwärtsdrucks auf die US-Aktienkurse bei.

In Japan dürfte die geringfügige Veränderung des Nikkei 225 im Januar in einem mit erheblicher Unsicherheit hinsichtlich des Zustands der japanischen Wirtschaft behafteten Umfeld teilweise durch die Vorschläge der Regierung zu erklären sein, japanischen Unternehmen den Erwerb ihrer eigenen Aktien zu erlauben. Dies schien dem von der wirtschaftlichen Unsicherheit ausgehenden Abwärtsdruck auf die Aktienkurse entgegenzuwirken.

Im Euro-Währungsgebiet veränderte sich der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index bei rückläufiger Volatilität im Januar 2001 nur geringfügig. Das Fehlen eines erkennbaren Trends der Aktienkurse im Januar deutet darauf hin,

dass sich die Beurteilung der Marktteilnehmer in Bezug auf die Wachstumsaussichten für den Euroraum wenig verändert hat. Gleichzeitig dürfte sich in der abnehmenden Volatilität die Einschätzung des Markts widerspiegeln, dass starke Ausschläge der Aktienkurse im Euroraum angesichts der geringeren Volatilität der US-Aktienmärkte, insbesondere der Nasdaq, in Zukunft weniger wahrscheinlich sind. In diesem Zusammenhang ist es erwähnenswert, dass sich der Index des Telekommunikationssektors im Euroraum zwischen Ende Dezember und dem 31. Januar um rund 14 % erhöhte und somit

den kräftigen Anstieg an der Nasdaq widerspiegelte. In anderen Aktienmarkt Bereichen des Euroraums waren im Januar gegenläufige Entwicklungen zu beobachten. Die Veränderungen schwankten zwischen einem Rückgang um 7 % im Gesundheitswesen und einem Zuwachs von 6 % im konjunktur reagiblen Konsumgüterbereich. Dies lässt darauf schließen, dass die Markterwartungen hinsichtlich des Konjunkturverlaufs im Euro-Währungsgebiet insgesamt weitgehend unverändert blieben, obwohl sich die Einschätzungen der Gewinnaussichten in einzelnen Industriezweigen im Januar möglicherweise verändert haben.

## 2 Preisentwicklung

### Rückgang der Teuerung nach dem HVPI im Dezember

Die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt für das Euro-Währungsgebiet einschließlich Griechenlands ging von 2,9 % im November auf 2,6 % im Dezember 2000 zurück (siehe Tabelle 3). Dieser Rückgang spiegelte in erster Linie einen deutlich geringeren Energiepreisbeitrag infolge der jüngsten Ölpreisentwicklung wider. Die jährliche Steigerungsrate des HVPI (ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie) lag im gleichen Zeitraum bei 1,5 % und blieb somit unverändert.

Der jüngste Rückgang der Teuerung nach dem HVPI insgesamt war hauptsächlich auf die Energiepreise zurückzuführen, bei denen die Jahresänderungsrate im Dezember 2000 auf 11,3 % zurückging; das bedeutete im Vergleich zum November einen Rückgang um 4,0 Prozentpunkte (siehe Abbildung 11). Dieser Rückgang war auf das Sinken der Ölpreise von 37,7 € pro Barrel im November auf 28,9 € pro Barrel im Dezember 2000 zurückzuführen. Trotz dieses jüngsten Rückgangs trugen die Energiepreise, die ein Gewicht von 9,0 % im HVPI insgesamt haben, im Dezember 2000 über 1 Prozentpunkt zur jährlichen Inflationsrate bei.

Im Gegensatz zu der oben beschriebenen Entwicklung der Energiepreise stieg die Jahres-

**Tabelle 3**

### Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	2000	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2000 Aug.	2000 Sept.	2000 Okt.	2000 Nov.	2000 Dez.	2001 Jan.
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex	1,2	1,1	2,4	2,1	2,1	2,5	2,7	2,4	2,8	2,7	2,9	2,6	.
<i>darunter:</i>													
Waren	0,7	0,9	2,7	2,3	2,3	2,9	3,2	2,7	3,3	3,3	3,5	3,0	.
Nahrungsmittel	1,7	0,6	1,4	0,5	0,9	1,9	2,2	2,0	2,1	2,0	2,2	2,4	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,5	1,0	1,2	1,1	1,0	1,2	1,4	1,2	1,3	1,3	1,5	1,4	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,0	0,1	1,7	-0,4	0,7	3,1	3,5	3,4	3,3	3,2	3,4	3,8	.
Industrieerzeugnisse	0,2	1,0	3,4	3,3	3,0	3,4	3,8	3,0	4,0	3,9	4,1	3,3	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7	1,0	0,6	0,8	0,9	1,0	1,1	.
Energie	-2,6	2,3	13,4	13,7	12,3	13,7	13,8	12,0	15,6	14,7	15,3	11,3	.
Dienstleistungen	2,0	1,6	1,7	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8	1,8	1,9	1,9	1,8	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise <sup>1)</sup>	-0,7	-0,4	.	4,4	5,2	5,8	.	5,6	6,3	6,5	6,3	.	.
Lohnstückkosten <sup>2)</sup>	0,3	1,3	.	0,6	0,5	1,1	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität <sup>2)</sup>	1,2	0,7	.	1,8	1,4	1,1	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>2)</sup>	1,5	2,0	.	2,4	1,9	2,2	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde <sup>3)</sup>	1,8	2,2	.	3,6	3,8	3,9	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) <sup>4)</sup>	12,0	17,1	31,0	26,9	28,9	33,6	34,5	33,3	37,2	36,8	37,7	28,9	27,4
Rohstoffpreise <sup>5)</sup>	-12,5	-3,1	18,1	19,9	18,3	18,0	16,4	18,3	21,4	23,1	18,2	8,6	3,1

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

3) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen).

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

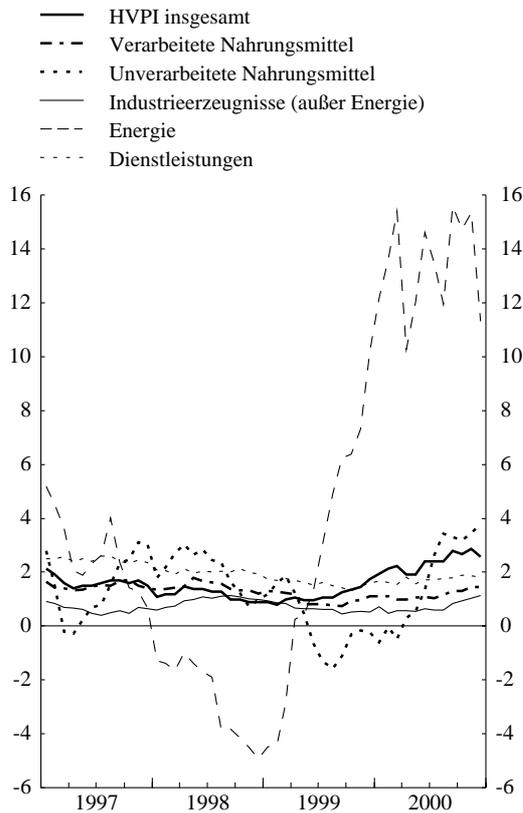
5) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Ende Dezember 1998.

wachstumsrate der Nahrungsmittelpreise von November bis Dezember 2000 auf Grund der Preisentwicklung für unverarbeitete Nahrungsmittel um 0,2 Prozentpunkte. Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel erhöhte sich um 0,4 Prozentpunkte und lag im Dezember 2000 bei 3,8 %; damit erreichte sie ihren höchsten Stand für das Jahr 2000. Während darüber hinaus die kurzfristige Dynamik (gemessen in saisonbereinigten, auf Jahresrate hochgerechneten Dreimonatsraten) von August bis November 2000 auf eine Abnahme des Aufwärtsdrucks bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel hingedeutet hatte, ließen die Angaben für Dezember auf einen starken Anstieg schließen (weitere Informationen über saisonbereinigte HVPI-Daten sind dem Kasten 2 im Abschnitt „Preisentwicklung“ im Monatsbericht vom Januar 2001 zu entnehmen). Der jüngste Anstieg der jährlichen Steigerungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel war teilweise auf höhere Fleischpreise zurückzuführen, deren jährliche Steigerungsrate sich von 3,1 % im November 2000 auf 3,8 % erhöhte. Da bei den Fleischpreisen jedoch schon seit Mitte 1999 ein Aufwärtstrend zu verzeichnen war, ist noch unklar, in welchem Maße der jüngste Anstieg auf die aktuellen Bedenken hinsichtlich der Lebensmittelsicherheit zurückzuführen ist. Obwohl ein weiterer Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel in den kommenden Monaten nicht ausgeschlossen werden kann, ist zu berücksichtigen, dass diese HVPI-Komponente aus sehr volatilen Posten besteht. Daher ist bei der Interpretation der Preisentwicklung für unverarbeitete Nahrungsmittel Vorsicht geboten. Im Gegensatz zu den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel ging die jährliche Steigerungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel im Dezember 2000 geringfügig um 0,1 Prozentpunkte auf 1,4 % zurück.

Bei den übrigen HVPI-Komponenten war ein geringer Anstieg der Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) zu verzeichnen (um 0,1 Prozentpunkte auf 1,1 % im Dezember 2000); damit setzte sich der in den letzten Monaten verzeichnete

## Abbildung 1 I Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Aufwärtstrend fort. Obwohl dieser jüngste Anstieg noch relativ gemäßigt ausfiel, bestätigt er doch den Eindruck, dass die Steigerungen der industriellen Erzeugerpreise in der Vergangenheit, die wegen der steigenden Ölpreise und der Abwertung des Euro fast das ganze Jahr 2000 hindurch zu verzeichnen waren, allmählich auf die Preise für Nicht-Energie-Erzeugnisse auf der Verbraucherstufe durchschlagen. Im Gegensatz zu der Entwicklung der Industrieerzeugnisse (außer Energie) ging die jährliche Steigerungsrate der Dienstleistungspreise von November bis Dezember 2000 geringfügig um 0,1 Prozentpunkte auf 1,8 % zurück.

## Leichter Rückgang des Erzeugerpreisanstiegs im November

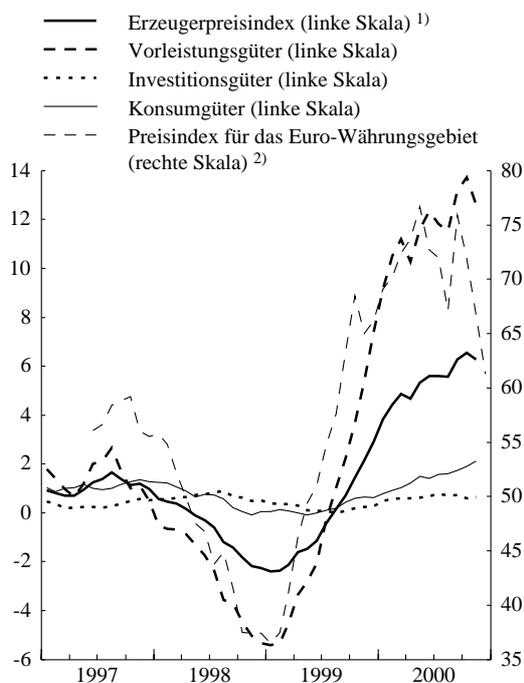
Die Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet einschließlich Griechenlands ging geringfügig zurück (von 6,5 % im Oktober auf 6,3 % im November 2000). Dieser jüngsten Entwicklung der Erzeugerpreissteigerung lag ein Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für Vorleistungsgüter von 13,7 % im Oktober auf 12,7 % im November 2000 zu Grunde. Die Jahresänderungsrate der Preise für Investitionsgüter blieb auf dem seit Beginn des Jahres 2000 beobachteten relativ gemäßigten Niveau. Dagegen erhöhte sich die Jahresänderungsrate der Preise für Konsumgüter im Vergleich zum Vormonat um 0,2 Prozentpunkte und lag im November 2000 bei 2,1 %. Der seit der ersten Hälfte des Jahres 1999 beobachtete Aufwärtstrend setzt sich somit fort. Der jüngste Anstieg verstärkt den Eindruck, dass sich die Entwicklung der Preise für Vorleistungsgüter weiterhin über die Produktionskette auf die Preise für Fertiggüter auswirkt.

Betrachtet man die Entwicklung der Erzeugerpreise in den auf November 2000 folgenden Monaten, so dürfte ein gewisser weiterer Rückgang der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise, insbesondere der Preise für Vorleistungsgüter, zu erwarten sein. Der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Price Index), der die von den Herstellern für ihre Zwischenprodukte gezahlten Preise misst, fiel drastisch von 66,7 im November auf 61,3 im Dezember 2000 und verzeichnete damit seinen dritten Rückgang in Folge (siehe Abbildung 12). Dies dürfte auf das Sinken des Durchschnittspreises für ein Barrel Öl im gleichen Zeitraum zurückzuführen sein. Andererseits dürften die indirekten Auswirkungen auf die Preise für Konsum- oder Investitionsgüter, die mit den andauernden Ölpreissteigerungen und dem Rückgang des Wechselkurses fast das ganze Jahr 2000 hindurch verbunden waren, diesen Faktoren teilweise entgegenwirken und weiterhin einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise insgesamt ausüben.

## Abbildung 12

### Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

1) Erzeugerpreisindex; Veränderung gegen Vorjahr in %; außer Baugewerbe.

2) Preisindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Price Index); Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang.

## Höheres Wachstum der Gesamtarbeitskosten pro Stunde und der Lohnstückkosten im dritten Quartal 2000

Die verfügbaren Arbeitskostenindikatoren weisen für das dritte Quartal 2000 eine geringfügige Zunahme aus. Die jährliche Veränderungsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde stieg im dritten Quartal 2000 leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 3,9 % an. Der in der ersten Jahreshälfte 2000 verzeichnete Anstieg des Wachstums der Gesamtarbeitskosten pro Stunde war im Wesentlichen auf bestimmte Einmalzahlungen in einigen Ländern des Euroraums sowie auf die Folgen der reduzierten Wochenarbeitszeit in Frankreich

### Kasten 3

#### Jüngste Entwicklungen bei den Arbeitskostenindikatoren im Euro-Währungsgebiet

Dieser Kasten befasst sich mit den jüngsten Entwicklungen bei den Arbeitskosten pro Stunde, wobei diese mit Angaben aus anderen verfügbaren Quellen verglichen werden, um so zu einer allgemeinen Einschätzung der Arbeitskosten im Jahr 2000 zu gelangen.

#### Für das Euro-Währungsgebiet verfügbare Arbeitskostenindikatoren

Die drei wichtigsten Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet sind das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, die Arbeitskosten pro Stunde und die monatlichen Bruttoverdienste. Außerdem werden Lohnstückkosten berechnet, und zwar als Verhältnis von Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer zur Leistung je Arbeitnehmer (Produktivität). Das zuletzt genannte Konzept ist allerdings mit den anderen Indikatoren nicht direkt vergleichbar, da es die Arbeitskosten für die Produktion einer Standardprodukteinheit misst. Die Hauptmerkmale der derzeit verwendeten Arbeitskostenindikatoren für den Euroraum werden in der folgenden Tabelle dargestellt.

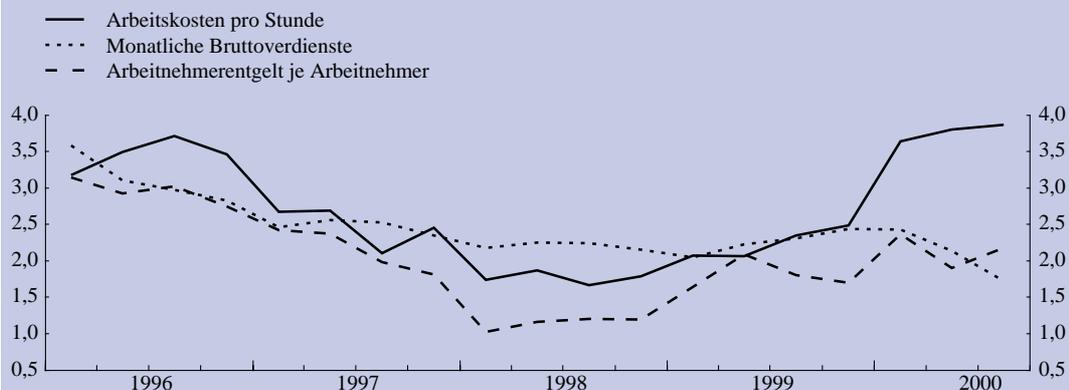
#### Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

	Definition von Eurostat	Erfassungsbereich
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>	Gesamtentgelt geteilt durch die Zahl aller Arbeitnehmer. Das Gesamtentgelt umfasst sämtliche Geld- und Sachleistungen, die von einem Arbeitgeber an einen Arbeitnehmer erbracht werden, und zwar als Entgelt für die von diesem im Darstellungszeitraum geleistete Arbeit. Es beinhaltet den direkten Verdienst (Bruttolöhne und -gehälter sowie Prämien) und indirekt gezahltes Entgelt (Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung).	Gesamtwirtschaft. Alle Länder außer Irland, Luxemburg und Portugal, d. h. 95 % des Euroraums.
<b>Arbeitskosten pro Stunde</b>	Gesamtarbeitskosten für alle Arbeitnehmer geteilt durch alle von diesen Arbeitnehmern geleisteten Arbeitsstunden (einschließlich Überstunden). Die Berechnung der Arbeitskosten beruht auf denselben Komponenten wie das Gesamtentgelt.	Gewerblicher Bereich (ohne Landwirtschaft). Alle Länder außer Griechenland. Unterschiedlicher Erfassungsgrad bei den Sektoren der einzelnen Länder.
<b>Monatliche Bruttoverdienste</b>	Gesamtwert der Verdienste geteilt durch die Zahl aller Arbeitnehmer. Die Verdienste entsprechen den Bruttolöhnen und -gehältern, einschließlich aller Zahlungen, die Arbeitnehmer als Entgelt für ihre Arbeit erhalten (Löhne und Gehälter in Geld oder Sachleistungen und Prämien jeglicher Art) sowie die Arbeitnehmerbeiträge zur Sozialversicherung, jedoch nicht die Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung.	Gewerblicher Bereich (ohne Landwirtschaft). Alle Länder außer Griechenland. Unterschiedlicher Erfassungsgrad bei den Sektoren der einzelnen Länder.

Unterschiede zwischen diesen Indikatoren können sich vor allem aus Abweichungen bei der sektoralen Erfassung und der jeweiligen Definition der Arbeitskosten ergeben. Was die sektorale Erfassung betrifft, so beziehen sich die Arbeitskosten pro Stunde und die monatlichen Bruttoverdienste – anders als das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, das sich auf die Gesamtwirtschaft bezieht – derzeit nur auf 65 % der Gesamtarbeitskräfte, nämlich den gewerblichen Bereich (ohne Landwirtschaft). Der Unterschied ist im Wesentlichen auf staatliche und staatsnahe Dienstleistungen, wie öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht und Gesundheitswesen, sowie auf die Landwirtschaft zurückzuführen. Allerdings haben sich diese Indikatoren trotz dieser Unterschiede in der Vergangenheit recht ähnlich entwickelt, mit Ausnahme der Arbeitskosten pro Stunde im Jahr 2000 (siehe Abbildung).

## Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Was die unterschiedlichen Definitionen der Arbeitskosten angeht, so kann die Differenz zwischen den Wachstumsraten der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer und der monatlichen Bruttoverdienste mit den Veränderungen der Arbeitgeberbeiträge zur Sozialversicherung zusammenhängen. Außerdem könnte der Unterschied zwischen dem Wachstum der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer und dem Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde auf die Veränderungen der Anzahl der Arbeitsstunden pro Arbeitnehmer zurückzuführen sein. Die Entwicklungen bei den Arbeitnehmerentgelten je Arbeitnehmer und den monatlichen Bruttoverdiensten waren bisher recht stabil; der Anstieg betrug in den ersten drei Quartalen 2000 durchschnittlich 2,2 % bzw. 2,1 %, gegenüber 2,0 % bzw. 2,3 % im Jahr 1999, was auf moderate jährliche Wachstumsraten hindeutet. Dies scheint im Wesentlichen mit den tariflichen Lohnsteigerungen im Jahr 2000 in Einklang zu stehen. Dagegen betrug, wie oben erwähnt, das Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde in den ersten drei Quartalen 2000 durchschnittlich rund 3,8 %, was nicht nur im Vergleich zu 1999 einen deutlichen Anstieg bedeutet, als die Wachstumsrate 2,2 % betrug, sondern auch gegenüber den Vorjahren auf eine erhebliche Ausweitung des Abstandes im Vergleich zu den beiden anderen Quellen hindeutet.

### Erklärungsfaktoren für die jüngsten Entwicklungen der Arbeitskosten pro Stunde

Unterschiedliche Entwicklungen bei den Arbeitskosten pro Stunde und den Arbeitnehmerentgelten je Arbeitnehmer können grundsätzlich infolge einer unterschiedlichen sektoralen Erfassung und einer Veränderung in der Anzahl der Arbeitsstunden entstehen. Hier könnte ein deutlicher Unterschied bei den Lohnentwicklungen in den nichtmarktbestimmten Sektoren im Vergleich zur übrigen Volkswirtschaft eine Erklärung liefern. Mäßige Lohnsteigerungen in den Sektoren öffentliche Verwaltung, Gesundheitswesen, Erziehung und Bildung sowie bei den sonstigen Dienstleistungen könnten bewirken, dass bei den Arbeitnehmerentgelten je Arbeitnehmer die Wachstumsraten niedriger sind als bei den Arbeitskosten pro Stunde. Allerdings scheint angesichts der Tatsache, dass sich die monatlichen Bruttoverdienste in der Regel auf die gleichen Sektoren beziehen wie die Arbeitskosten pro Stunde und sie zudem weniger schnell wachsen, dieser Faktor nicht für die sich ausweitenden Unterschiede im Euro-Währungsgebiet verantwortlich zu sein.

Was die Veränderungen bei den Arbeitsstunden betrifft, so bedeutet die Tatsache, dass die Teilzeitbeschäftigung im Euroraum schneller zunimmt als die Vollzeitbeschäftigung, normalerweise, dass das Lohnwachstum pro Stunde höher ist als das pro Arbeitnehmer. Tatsächlich konnte 1998 und 1999 der Abstand zwischen dem Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde und dem der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer (von rund 0,3 Prozentpunkten) auf einen deutlichen Anstieg der Teilzeitstellen gegenüber den Vollzeitstellen zurückgeführt werden. Im Vergleich zu den vorangehenden zwei Jahren weitete sich allerdings im Jahr 2000 der Abstand erheblich aus, und es gibt keinen Grund zu der Annahme, dass die Entwicklungen bei der

Teilzeitbeschäftigung sich so stark verändert haben, dass sie den Abstand von 1,5 Prozentpunkten im Jahr 2000 erklären.

Eine Reihe von Faktoren in einzelnen Ländern dürfte den deutlichen Anstieg der Arbeitskosten pro Stunde erklären. Insbesondere war der im ersten Quartal 2000 verzeichnete Anstieg der Arbeitskosten pro Stunde in Italien teilweise auf Einmalzahlungen in der Industrie und im Bankensektor zurückzuführen und in Spanien auf Indexierungsklauseln, die 1999 den Unterschied zwischen der erwarteten und der tatsächlich gemessenen Inflation *ex post* ausglich. Außerdem führte in Frankreich die Einführung der 35-Stunden-Woche in Unternehmen mit mehr als 20 Beschäftigten (zuvor: 39 Stunden pro Woche) zu einem Anstieg der Wachstumsrate der Arbeitskosten pro Stunde im Gesamtjahr 2000. Statistische Probleme können ebenfalls zu dem höheren Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde beigetragen haben. So gab es beispielsweise in Deutschland und den Niederlanden im Jahr 2000 weniger Arbeitstage als im Jahr 1999. Dieser Kalendereffekt übte 2000 zeitweilig einen Aufwärtsdruck auf den Anstieg der Arbeitskosten pro Stunde aus.

Wenn man die Entwicklungen der verschiedenen Indikatoren berücksichtigt, scheint das Jahr 2000 von Lohnzurückhaltung im gesamten Euroraum geprägt gewesen zu sein. Allerdings kann zwar der Anstieg der Arbeitskosten pro Stunde teilweise auf Sonderfaktoren zurückgeführt werden, aber andere Faktoren, die ebenfalls Ursachen für die jüngsten Anstiege waren, könnten doch auf Aufwärtsrisiken hindeuten. Zu diesen gehören Ex-post-Indexierungsklauseln, die Zweitrundeneffekte auslösen können, und die Reduzierung der Zahl der Arbeitsstunden. Außerdem besteht auch die Gefahr, dass die in einigen Ländern zu beobachtende Anspannung an den Arbeitsmärkten und der Anstieg der Inflation im Jahr 2000 die Lohnzurückhaltung im Jahr 2001 negativ beeinflussen können.

zurückzuführen. Ferner dürfte dieser Anstieg auch mit einigen statistischen Problemen im Zusammenhang mit der im letzten Jahr geringeren Anzahl der Arbeitstage in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets (z. B. in Deutschland und den Niederlanden) zusammenhängen. Bei der Interpretation dieser Entwicklung ist daher Vorsicht geboten. Eine ausführliche Erläuterung der Entwicklung der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im Jahr 2000 und ein Vergleich mit anderen Arbeitskostenindikatoren für den Euroraum ist Kasten 3 zu entnehmen.

Die Jahreswachstumsrate der Lohnstückkosten ist ebenfalls gestiegen, und zwar von 0,5 % im zweiten Quartal auf 1,1 % im dritten Quartal 2000. Diese Zunahme ist teilweise

auf eine Erhöhung des Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von 1,9 % im zweiten Quartal auf 2,2 % im dritten Quartal zurückzuführen. Zudem verlangsamte sich der Produktivitätszuwachs auf 1,1 % im dritten Quartal, verglichen mit 1,4 % im zweiten Quartal. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie die Jahreswachstumsrate des BIP, die im dritten Quartal 2000 um 0,4 Prozentpunkte auf 3,4 % zurückging. Insgesamt ändert die jüngste Entwicklung – trotz des im dritten Quartal 2000 bei allen Arbeitskostenindikatoren zu beobachtenden allgemeinen Aufwärtstrends – jedoch nichts an der Einschätzung, dass die ersten drei Quartale des letzten Jahres weitgehend von Lohnzurückhaltung geprägt waren.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Robustes Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal 2000

Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge nahm das reale BIP im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal des letzten Jahres um 0,7 % gegenüber dem Vorquartal zu. Damit verlangsamte sich das Wachstum verglichen mit den stabilen vierteljährlichen Wachstumsraten von jeweils 0,9 % in den vorangegangenen drei Quartalen. Die letztgenannten Angaben wurden, verglichen mit dem zuvor verzeichneten Wachstumsverlauf, der eine leichte Abschwächung erkennen ließ, teilweise nach oben korrigiert. Der Wachstumsbeitrag der inländischen Nachfrage sank von 0,9 Prozentpunkten im zweiten Quartal auf 0,6 Prozentpunkte im dritten Quartal letzten Jahres, was in erster Linie auf den Rückgang der vierteljährlichen Wachstumsrate der privaten

Konsumausgaben von jeweils 0,8 % in den beiden vorangegangenen Quartalen auf 0,3 % im dritten Quartal zurückzuführen war. Diese rückläufige Wachstumsrate dürfte mit der länger anhaltenden Ölpreissteigerung zusammenhängen, die sich auch in dem im September vorübergehend gesunkenen Verbrauchervertrauen niederschlug. Demgegenüber war bei den Anlageinvestitionen im dritten Quartal ein kräftiges Wachstum von 1,3 % gegenüber dem Vorquartal zu beobachten. Im vorangegangenen Vierteljahr hatte die Wachstumsrate 0,8 % betragen. Der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen blieb mit 0,1 Prozentpunkten gering. Im dritten Quartal leistete der Außenhandel zum zweiten Mal in Folge keinen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum, weil die starke Zunahme der Exporte durch einen ebenso kräftigen Anstieg der Importe ausgeglichen wurde.

**Tabelle 4**

#### Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Veränderung gegen Vorjahr <sup>1)</sup>								Veränderung gegen Vorquartal <sup>2)</sup>				
	1997	1998	1999	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,3	2,7	2,5	2,6	3,3	3,5	3,8	3,4	1,0	0,9	0,9	0,9	0,7
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	1,7	3,4	3,0	3,0	2,8	2,5	3,2	3,1	0,7	0,7	0,7	0,9	0,6
Private Konsumausgaben	1,5	3,0	2,7	2,6	2,6	2,6	3,1	2,5	0,8	0,6	0,8	0,8	0,3
Konsumausgaben des Staats	1,0	1,1	1,5	1,6	1,5	1,7	1,8	1,6	0,4	0,4	0,7	0,3	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	2,4	4,8	5,3	5,8	5,4	5,4	4,8	4,2	1,9	0,3	1,8	0,8	1,3
Vorratsveränderungen <sup>3)4)</sup>	0,1	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,4	-0,2	0,3	-0,3	0,2	0,1
Außenbeitrag <sup>3)</sup>	0,6	-0,6	-0,4	-0,3	0,5	1,0	0,7	0,4	0,3	0,2	0,2	0,0	0,0
Exporte <sup>5)</sup>	10,5	7,0	4,7	5,7	10,3	13,2	12,1	12,1	3,0	3,6	2,7	2,3	3,0
Importe <sup>5)</sup>	9,0	9,5	6,4	7,1	9,2	10,7	10,6	11,4	2,3	3,1	2,4	2,4	3,1
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei <sup>6)</sup>	0,6	1,9	2,4	3,5	3,8	1,8	0,8	0,9	1,3	0,7	-1,0	-0,1	1,4
Industrie	2,1	2,0	1,8	2,1	3,6	4,4	4,0	3,8	1,2	0,8	1,4	0,5	0,9
Dienstleistungen	2,5	3,2	2,7	2,6	2,9	3,4	3,7	3,7	0,8	0,9	1,1	0,8	0,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) 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.

6) Umfasst auch Forstwirtschaft.

Im Januar des laufenden Jahres ergänzte Eurostat erstmals die vierteljährlich veröffentlichten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zur Verwendungsseite um Zahlen zur Entstehungsseite (siehe Tabelle 4). Die Daten von Eurostat ersetzen damit die EZB-eigenen Schätzungen für das Euro-Währungsgebiet, die seit Mai 2000 im Monatsbericht veröffentlicht wurden. Die Daten zur Entstehungsseite liefern nützliche Informationen für eine Analyse der wirtschaftlichen Entwicklungen auf sektoraler Ebene und insbesondere im Dienstleistungssektor. Die Angaben zeigen eine stabile Jahreswachstumsrate der realen Bruttowertschöpfung im Dienstleistungssektor im dritten Quartal des vergangenen Jahres; sie betrug 3,7 %, verglichen mit 3,4 % im ersten und 3,7 % im zweiten Quartal 2000.

Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euroraum stieg im November 2000 um 0,6 % gegenüber dem Vormonat, nachdem im Oktober ein Nullwachstum verzeichnet worden war (siehe Tabelle 5). Im Zeitraum von September bis November 2000 nahm die Industrieproduktion verglichen mit dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum (von Juni bis August) um 1,4 % zu und erzielte damit die höchste Wachstumsrate seit dem Rekordstand von 2,1 %, der im Dreimonatszeitraum bis einschließlich Mai 2000 erreicht worden

war. Allerdings ist die Wachstumsrate des letzten gleitenden Dreimonatsdurchschnitts (für den Zeitraum bis November) nach oben verzerrt, weil die Produktion im Juni 2000 auf Grund von Kalendereffekten gesunken war. Um diesen Effekt vom Juni letzten Jahres bereinigt, ist eine allmähliche Wachstumsverlangsamung erkennbar. Dies wird bereits jetzt an den rückläufigen Wachstumsraten im Vorjahresvergleich deutlich. Das Produktionswachstum belief sich im Dreimonatszeitraum bis einschließlich November 2000 auf 4,7 % gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum und lag damit unter dem im Zeitraum von März bis Mai 2000 erreichten Höchststand von 6,6 % und der Wachstumsrate von 5,8 % im zweiten Quartal letzten Jahres. Die Jahreswachstumsraten im Verarbeitenden Gewerbe wiesen einen ähnlichen Verlauf auf.

### Vertrauensindikatoren deuten auf anhaltendes Wachstum hin

Obwohl die vorliegenden Umfrageergebnisse für das Verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet auf einen etwas anderen Wachstumsverlauf in diesem Sektor schließen lassen, deuten sie doch insgesamt auf eine Wachstumsabschwächung hin. Im Dezember 2000 blieb der auf der Branchenum-

**Tabelle 5**

### Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

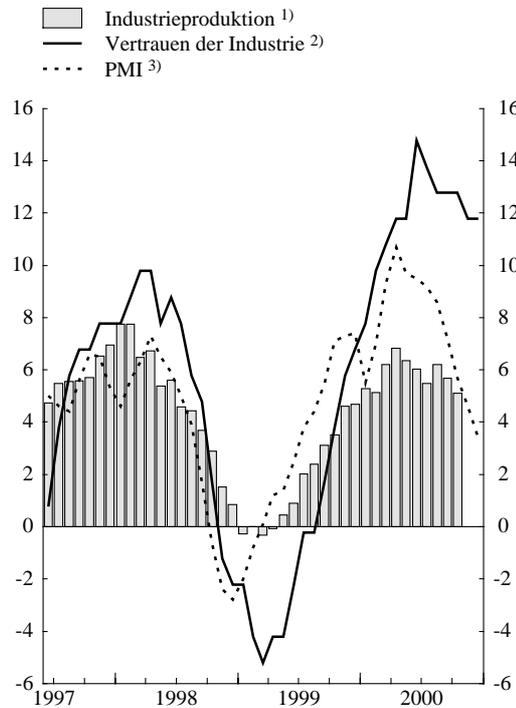
	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
			Sept.	Okt.	Nov.	Sept.	Okt.	Nov.	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	4,3	1,9	5,7	3,9	4,6	0,7	0,0	0,6	1,1	0,5	0,9	1,0	1,4
Verarbeitendes Gewerbe	4,7	1,9	6,2	4,2	5,0	-0,5	-0,5	1,0	1,2	0,9	1,5	1,4	0,9
<i>nach Hauptgruppen:</i>													
Vorleistungsgüter	4,1	2,3	4,4	3,3	3,5	0,2	-0,2	1,0	1,1	0,1	0,8	0,5	1,0
Investitionsgüter	6,5	1,5	10,4	9,0	9,7	0,7	-0,3	1,1	2,1	1,9	2,4	2,6	2,3
Konsumgüter	5,6	3,0	5,4	1,8	4,7	0,6	-0,7	1,7	1,0	0,3	0,7	0,5	1,1
Gebrauchsgüter	6,3	3,3	5,9	2,1	5,4	0,7	-0,9	1,9	0,9	0,1	0,7	0,5	1,2
Verbrauchsgüter	2,0	1,5	2,5	0,4	1,0	0,1	0,1	0,7	1,7	0,9	0,6	0,6	0,7

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 saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.

**Abbildung 13**  
**Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet**

(Monatswerte)



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

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

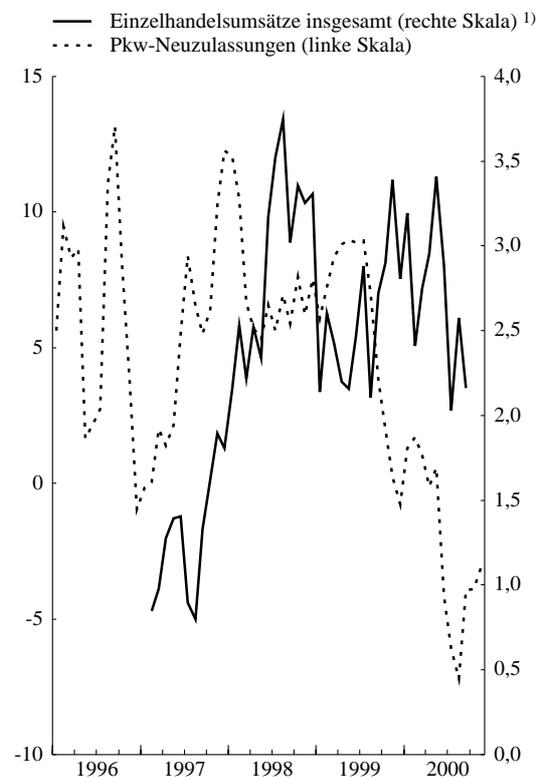
frage der Europäischen Kommission beruhende Vertrauensindikator für die Industrie gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Tabelle 6). Insgesamt zeigt dieser Indikator, dass die Zuversicht in der Industrie im vierten Quartal letzten Jahres gegenüber den beiden vorangegangenen Vierteljahren nur geringfügig gesunken ist, was darauf hinweist, dass sich die konjunkturelle Abschwächung im letzten Quartal 2000 im Rahmen gehalten haben könnte. Dagegen ging der Purchasing Managers' Index (PMI) von April bis Dezember letzten Jahres durchgängig zurück (siehe Abbildung 13). Da die Werte jedoch über der Referenzlinie von 50 Indexpunkten liegen, stand der Verlauf des Einkaufsmanager-Index weiterhin im Einklang mit den positiven

Wachstumsraten der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe.

Im Dezember 2000 stieg das Vertrauen der Verbraucher gegenüber dem Vormonat wieder an, nachdem es von September bis November unverändert geblieben war. Damit war eine partielle Erholung von dem im September beobachteten Vertrauensverlust zu verzeichnen. Die Zunahme im Dezember ist im Wesentlichen auf eine günstigere Beurteilung der derzeitigen und künftigen allgemeinen Wirtschaftslage seitens der privaten Haushalte zurückzuführen. Die Einschätzung ihrer eigenen gegenwärtigen und zukünftigen finanziellen Situation blieb weitgehend unverändert. Demgegenüber sanken die Vertrauensindikatoren für das Baugewerbe und den Einzelhandel im Dezember leicht ab,

**Abbildung 14**  
**Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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

- 1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

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

	1998	1999	2000	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Q4	2000 Juli	2000 Aug.	2000 Sept.	2000 Okt.	2000 Nov.	2000 Dez.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	2,9	0,0	1,5	1,0	0,2	-0,3	-0,8	0,1	-0,1	-0,9	-0,1	-0,2	0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	6	8	10	11	11	10	9	11	12	8	8	8	10
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	6	0	12	10	13	13	12	14	13	13	13	12	12
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	2	14	22	21	23	23	21	23	26	20	23	20	19
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	2	0	4	5	8	3	2	2	2	4	4	2	1
Geschäftsklimaindikator <sup>3)</sup>	0,7	-0,1	1,3	1,0	1,4	1,4	1,3	1,4	1,3	1,4	1,4	1,2	1,2
Kapazitätsauslastung (%) <sup>4)</sup>	82,9	82,0	.	83,4	83,8	84,3	.	83,9	-	-	84,7	-	-

Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie Europäische Kommission (GD ECFIN).

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

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

3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.

4) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinander folgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauf folgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.

wenngleich sie im historischen Vergleich immer noch auf hohem Niveau lagen.

Nach einem Umsatzwachstum von 0,4 % im September letzten Jahres verzeichnete der Einzelhandel im Oktober 2000 einen Umsatzrückgang um 0,3 % gegenüber dem Vormonat. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt belief sich die Zunahme der Einzelhandelsumsätze im Zeitraum von August bis Oktober 2000 auf 2,2 % gegenüber dem Vorjahr und lag damit geringfügig unter der im dritten Quartal des letzten Jahres verzeichneten Wachstumsrate von 2,6 % (siehe Abbildung 14). Somit ist ein leichter Rückgang des Umsatzwachstums im Einzelhandel erkennbar. Im Dezember letzten Jahres legten die Pkw-Neuzulassungen gegenüber dem Vormonat um 1,1 % zu. Im letzten Quartal 2000 lag die vierteljährliche Wachstumsrate bei 0,7 %, nachdem im dritten Quartal eine Abnahme um 5,6 % gegenüber dem Vorquartal zu verzeichnen war. Somit war gegen Jahresende eine gewisse Erholung bei den Pkw-Neuzulassungen zu beobachten. Im Gesamtjahr 2000 lagen sie allerdings 2,1 % unter ihrem Vorjahrsstand.

Insgesamt deuten die jüngsten Angaben für das dritte und vierte Quartal des letzten Jahres auf eine leichte Abschwächung des Produktions- und Nachfragewachstums hin, die mit den über einen längeren Zeitraum hinweg gestiegenen Ölpreisen zusammenhängen dürfte. Gleichzeitig legen diese Daten jedoch nahe, dass sich die Folgen für die Produktion und den Verbrauch wohl weiterhin in Grenzen gehalten haben. Hinzu kommt, dass die Vertrauensindikatoren im vierten Quartal letzten Jahres nach wie vor auf hohem Niveau lagen und auf ein robustes Wirtschaftswachstum hinweisen.

#### **Arbeitslosenquote im Dezember unverändert**

Im Dezember 2000 lag die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet einschließlich Griechenlands bei 8,8 % der Erwerbspersonen und blieb damit unverändert gegenüber der Quote für November (die um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert wurde). Dies ist die niedrigste Arbeitslosenquote seit Anfang 1992. Im Durchschnitt des

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

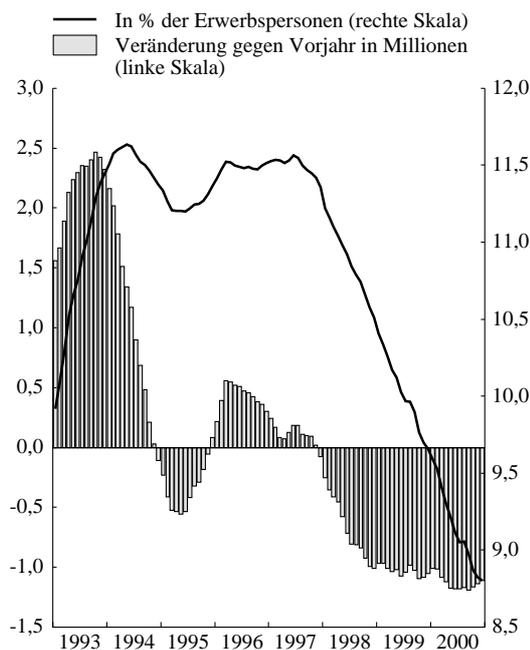
	1998	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				Q1	Q2	Q3	Q4	Jul	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Insgesamt	10,9	10,0	9,2	9,5	9,2	9,1	8,8	9,1	9,1	9,0	8,9	8,8	8,8
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	21,6	19,6	17,9	18,5	18,0	17,7	17,2	17,7	17,8	17,6	17,3	17,2	17,1
25 Jahre und älter <sup>2)</sup>	9,4	8,7	8,0	8,3	8,0	7,9	7,7	7,9	7,9	7,8	7,7	7,7	7,7

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.**1) Im Jahr 2000 entfielen auf diese Gruppe 23,4 % der Arbeitslosen insgesamt.**2) Im Jahr 2000 entfielen auf diese Gruppe 76,6 % der Arbeitslosen insgesamt.*

Jahres 2000 betrug sie 9,1 %, verglichen mit 10,0 % im Jahr 1999. Damit ging die durchschnittliche Arbeitslosenquote im Jahr 2000 weitgehend im gleichen Maße zurück wie im Jahr davor, nämlich um fast 1 Prozentpunkt (siehe Abbildung 15). Trotz eines weiterhin raschen Abbaus der Arbeitslosigkeit fiel der Rückgang in der zweiten Jahreshälfte 2000 geringer aus als in der ersten Jahreshälfte; im ersten Halbjahr ging die Arbeitslosenquote monatlich um durchschnittlich 0,1 Prozentpunkte zurück, im zweiten Halbjahr nur noch

um rund die Hälfte. In absoluter Rechnung sank die Zahl der Arbeitslosen im Dezember um 28 000 gegenüber dem Vormonat und um mehr als 1,1 Millionen gegenüber Dezember 1999.

Nach Altersgruppen betrachtet wurde die Arbeitslosenquote bei den Jugendlichen für den Zeitraum seit Juli 2000 nach unten korrigiert. Die Quote sank bei den unter 25-Jährigen um 0,1 Prozentpunkte auf 17,1 % im Dezember 2000 (siehe Tabelle 7). Bei den über 25-Jährigen blieb die Quote für Dezember mit 7,7 % gegenüber November unverändert. Dahinter verbirgt sich jedoch ein monatlicher Rückgang der Arbeitslosenzahl bei den über 25-Jährigen um 8 000.

**Abbildung 15****Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)**Quelle: Eurostat.***Anhaltendes Beschäftigungswachstum im dritten Quartal 2000**

Im Einklang mit dem etwas schwächeren Rückgang der Arbeitslosigkeit in der zweiten Jahreshälfte 2000 verringerte sich die vierteljährliche Wachstumsrate der Gesamtbeschäftigung im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal letzten Jahres auf 0,4 %, verglichen mit 0,6 % im zweiten Quartal und 0,5 % in den beiden vorangegangenen Quartalen (siehe Tabelle 8). Im Vorjahresvergleich nahm die Beschäftigung im dritten Quartal allerdings um 2,0 % zu; dies ist einer der stärksten Zuwächse seit Anfang der Neunzigerjahre. Die in Tabelle 8 ausgewiesenen Schätzungen zur Beschäftigung werden von der EZB inzwischen anhand nationaler Beschäftigungsdaten gemäß dem Europäischen

System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) erstellt, denen harmonisierte Definitionen zu Grunde liegen und deren Zuverlässigkeit sich im vergangenen Jahr erhöht hat. Die Umstellung auf Datenquellen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen hat verglichen mit den zuvor ausgewiesenen Daten, die aus verschiedenen nationalen Statistiken gewonnen wurden, keine signifikanten Auswirkungen auf das Gesamtbild der Beschäftigungsentwicklung.

Die auf der Grundlage der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ermittelten Daten zur Beschäftigung ermöglichen eine Aufgliederung der wichtigsten Sektoren (einschließlich Industrie, Baugewerbe und Dienstleistungssektor). Während die in Tabelle 8 ausgewiesenen vierteljährlichen Daten offensichtlich Schwankungen unterliegen, war das Beschäftigungswachstum im Vorjahrsvergleich bis zum dritten Quartal 2000 breit angelegt und betraf alle wichtigen Wirtschaftssektoren (wenngleich im Sektor Landwirtschaft und Fischerei weiterhin ein trendmäßiger Rückgang zu verzeichnen war). Der Beschäftigungszuwachs in der Industrie (ohne Baugewerbe) fiel im dritten Quartal mit

einer Jahresrate von 0,9 %, die bereits im Vierteljahr davor erreicht worden war, weiterhin kräftig aus. Das jährliche Beschäftigungswachstum im Baugewerbe blieb im dritten Quartal mit 1,2 % unverändert. Diese Entwicklungen führten im selben Zeitraum zu einem leichten Anstieg des jährlichen Beschäftigungswachstums in der Industrie insgesamt auf 1,0 %. Mit einer Jahreswachstumsrate von 2,7 % im dritten Quartal dürfte vor allem der Dienstleistungssektor, auf den mehr als 60 % der Beschäftigten insgesamt entfallen, der Motor der Schaffung neuer Stellen sein. Dieser Zuwachs lag jedoch 0,2 Prozentpunkte unter dem Spitzenwert von 2,9 %, der im zweiten Quartal verzeichnet wurde. Die Beschäftigungserwartungen in der Industrie und im Dienstleistungssektor, die aus den Branchenumfragen der Europäischen Kommission sowie den Umfragen zum Purchasing Managers' Index abzulesen sind, fallen zwar im Einklang mit der konjunkturellen Abschwächung im dritten Quartal weniger günstig aus als in der ersten Jahreshälfte 2000, deuten jedoch für das letzte Quartal 2000 nach wie vor auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum in beiden Sektoren hin.

**Tabelle 8**  
**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet**

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

	1997	1998	1999	1999	2000	2000	2000	1999	2000	2000	2000
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	Quartalsraten <sup>1)</sup>										
Gesamtwirtschaft	0,7	1,5	1,7	1,8	1,9	2,2	2,0	0,5	0,5	0,6	0,4
Landwirtschaft und Fischerei <sup>2)</sup>	-1,3	-1,5	-2,7	-2,1	-1,5	-1,6	-1,4	-0,6	-0,3	-0,1	-0,4
Industrie	-0,6	0,7	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	0,3	0,2	0,3	0,3
Ohne Baugewerbe <sup>3)</sup>	-0,4	1,1	0,1	0,0	0,2	0,9	0,9	0,2	0,0	0,4	0,3
Baugewerbe	-0,8	-0,3	1,6	2,1	2,6	1,2	1,2	0,5	0,6	-0,2	0,4
Dienstleistungen <sup>4)</sup>	1,4	2,1	2,6	2,5	2,6	2,9	2,7	0,6	0,6	0,9	0,5
Handel und Verkehr <sup>5)</sup>	0,9	1,6	2,1	2,4	2,6	2,9	2,3	0,6	0,5	0,7	0,4
Finanzierung und Unternehmensdienstleister <sup>6)</sup>	4,2	5,1	5,2	5,5	5,7	6,0	5,7	1,4	1,2	1,8	1,2
Öffentliche Verwaltung <sup>7)</sup>	0,8	1,2	1,7	1,2	1,1	1,5	1,6	0,2	0,4	0,6	0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

2) Umfasst auch Forstwirtschaft.

3) Umfasst Bergbau, Gewinnung von Steinen und Erden, Verarbeitendes Gewerbe, Energie- und Wasserversorgung.

4) Ohne extratoritoriale Organisationen und Körperschaften.

5) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.

6) Umfasst auch Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Vermietung beweglicher Sachen.

7) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen des Gesundheitswesens sowie sonstige Dienstleistungen.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

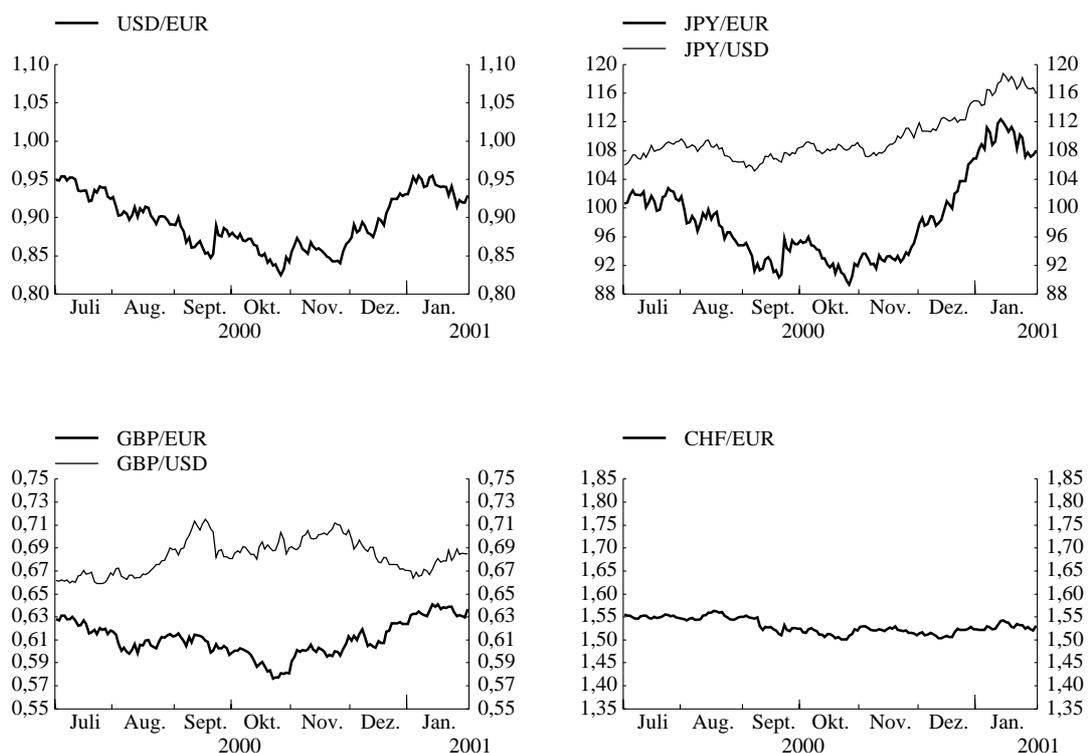
### Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro im Januar 2001 insgesamt weiterhin stabil

Im Januar 2001 stabilisierte sich der nominale effektive Wechselkurs des Euro in etwa auf dem Niveau, das er nach seiner breit fundierten Aufwertung im Dezember 2000 erreicht hatte. Anfang Januar 2001 zog der Euro vor dem Hintergrund von Befürchtungen am Markt, die sich insbesondere auf das Tempo der konjunkturellen Abschwächung in den Vereinigten Staaten bezogen, vorübergehend an. Danach befestigte sich der US-Dollar aber wieder gegenüber den meisten großen Währungen, da die Marktteilnehmer ihre Einschätzung des relativen Wirtschaftswachstums der großen Wirtschaftsräume offenbar revidierten und insbesondere die wirtschaftlichen Aussichten der Vereinigten Staaten weniger pessimistisch beurteilten.

Nachdem der Euro Anfang Januar 2001 mit 0,955 USD sein höchstes Niveau seit dem Sommer 2000 erreicht hatte, bewegte er sich im weiteren Verlauf des Monats zumeist zwischen 0,92 USD und 0,95 USD (siehe Abbildung 16). Anfang Januar beschloss die amerikanische Notenbank, ihre Leitzinsen um 50 Basispunkte zu senken, da nach ihrer Auffassung die Risiken für die US-Wirtschaft überwiegend so gelagert waren, dass es in absehbarer Zeit zu einer Konjunkturabkühlung kommen könnte. Diese Einschätzung wurde weitgehend durch die sinkende Zuversicht der Unternehmen zum Monatsbeginn und durch die in der Folge veröffentlichten Daten, die auf einen weiteren Rückgang der Industrieproduktion und der Kapazitätsauslastung hindeuteten, bestätigt. Als danach die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Dauer und des Ausmaßes der amerikanischen Konjunkturabschwächung we-

**Abbildung 16**  
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

niger pessimistisch ausfiel, verlor der Euro jedoch gegen Monatsende vorübergehend wieder an Boden. Kurz vor dem Beschluss der Federal Reserve vom 31. Januar, die Zinsen nochmals um 50 Basispunkte zu senken, notierte der Euro mit 0,93 USD insgesamt unverändert gegenüber seinem Stand von Ende Dezember 2000, lag damit aber um 7 % über seinem Niveau vom vierten Quartal 2000.

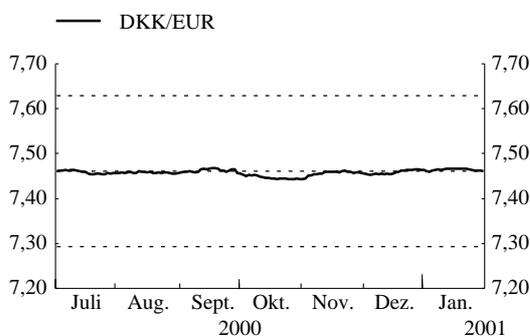
Im Januar 2001 stieg der Euro in den beiden ersten Wochen mit 112,4 JPY auf sein höchstes Niveau gegenüber dem japanischen Yen seit über einem Jahr. Danach fiel er wieder in etwa auf das Niveau von Ende Dezember 2000 zurück. Diese Wechselkursbewegungen scheinen in erster Linie mit der Unsicherheit über die japanischen Konjunkturaussichten zusammenzuhängen. Während die privaten Investitionsausgaben offenbar noch immer den größten Wachstumsbeitrag leisten, bleibt die Entwicklung der Konsumausgaben verhalten, und die Unsicherheit am Markt hinsichtlich der Stabilität des japanischen Finanzsystems hat zugenommen. Die Bank von Japan beschloss am 19. Januar, ihren Leitzins unverändert zu lassen. Am 31. Januar 2001 notierte der Euro bei 107,9 JPY, d. h. über 13 % höher als im vierten Quartal 2000.

Nachdem sich der Euro gegenüber dem Pfund Sterling seit Mitte Oktober vergangenen Jahres befestigt hatte, stabilisierte er sich Anfang Januar 2001 und schwankte im Monatsverlauf meist in einer recht engen Bandbreite von 0,63 GBP bis 0,64 GBP. Da die Märkte ihre Einschätzung in Bezug auf die konjunkturellen Aussichten in den USA etwas revidiert zu haben scheinen, hat die britische Währung gegenüber dem US-Dollar im Januar allerdings fast 2 ½ % eingebüßt. In seiner Sitzung am 11. Januar beschloss das für die Geldpolitik zuständige Gremium der Bank von England, die Zinsen unverändert zu lassen. Am 31. Januar lag der Euro mit 0,64 GBP rund 2 % über seinem Stand vom Dezember 2000 und 6 % höher als im vierten Quartal 2000.

Im WKM II blieb die dänische Krone gegenüber dem Euro im Januar insgesamt unverän-

## Abbildung 17 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

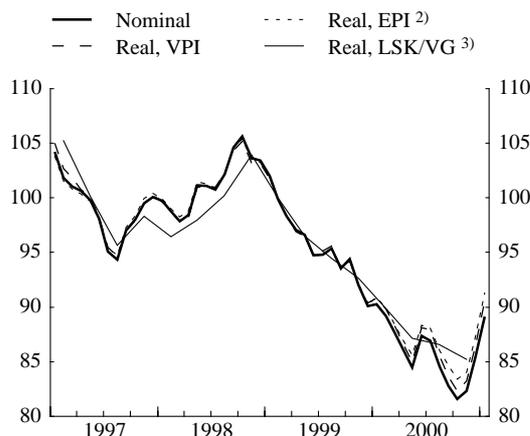
Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs (7,46 DKK) und die Bandbreite ( $\pm 2,25\%$ ) für die dänische Krone an.

dert (siehe Abbildung 17). Was andere Währungen betrifft, so hat sich der Kurs des Euro gegenüber dem Schweizer Franken und der schwedischen Krone praktisch ebenfalls nicht verändert.

Auf Grund dieser Entwicklungen blieb der nominale effektive Wechselkurs des Euro –

## Abbildung 18 Nominaler und realer effektiver Wechselkurs<sup>1)</sup>

(Monats-/Quartalsdurchschnitte; Index: 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe Artikel im Monatsbericht April 2000). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Januar 2001 und für den auf den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das 4. Quartal 2000.

2) Erzeugerpreisindex.

3) Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe.

gemessen an den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets – weitgehend stabil (siehe Abbildung 18). Am 31. Januar 2001 lag er in etwa auf dem Niveau von Ende Dezember 2000, d. h. fast wieder auf dem höchsten Niveau seit knapp einem Jahr. Die Entwicklung der realen effektiven Wechselkurse des Euro, die um Unterschiede in der Preisentwicklung zwischen dem Eurogebiet und dessen wichtigsten Handelspartnern bereinigt sind, folgt wie schon zuvor weitgehend dem nominalen Index.

### **Leichter Anstieg des Leistungsbilanzdefizits im November**

Im November 2000 erhöhte sich das Leistungsbilanzdefizit gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 0,8 Mrd € auf 2,9 Mrd € (siehe Tabelle 9). Dieser Anstieg resultierte in erster Linie aus einem Rückgang des Warenhandelsüberschusses (von 6,3 Mrd € im November 1999 auf 4,6 Mrd € im November 2000). Zusammen mit dem gestiegenen Defizit sowohl bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen als auch den laufenden Übertragungen wurde damit der Rückgang des Defizits bei den Dienstleistungen mehr als ausgeglichen.

In den ersten elf Monaten des Jahres 2000 ergab sich ein kumuliertes Leistungsbilanzdefizit von 23,6 Mrd €, verglichen mit einem Defizit von 1,9 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Ausschlaggebend für diesen Anstieg war vor allem der geringere Warenhandelsüberschuss, der von 77,9 Mrd € in den ersten elf Monaten des Jahres 1999 auf 54,6 Mrd € im entsprechenden Zeitraum des Jahres 2000 sank. Ein Rückgang des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 6,6 Mrd € wurde teilweise durch den Anstieg des Defizits bei den laufenden Übertragungen um 4,7 Mrd € ausgeglichen, während das Defizit bei den Dienstleistungen praktisch unverändert blieb. Die Abnahme des Warenhandelsüberschusses war darauf zurückzuführen, dass der Wert der Wareneinfuhr stärker anstieg (um 26,2 %) als der Wert der Warenausfuhr (20,3 %).

Die jüngsten Daten zu den Warenhandelsvolumen und Preisen (Indizes der Durchschnittswerte) zeigen, dass die saisonbereinigten Einfuhrvolumen im Warenhandel in dem Neunmonatszeitraum bis Ende September 2000 um gut 7 % ausgeweitet wurden, während die Ausfuhrvolumen im Warenhandel um rund 13 % zunahmen. Gleichzeitig erhöhten sich die Einfuhrpreise vor allem auf Grund der steigenden Ölpreise und des Kursrückgangs des Euro um rund 14 %, während die Ausfuhrpreise um fast 8 % stiegen, was darauf hindeutet, dass die Exporteure ihre Gewinnmargen ausgeweitet haben. Nach diesen Zahlen war der Anstieg der Einfuhrwerte anscheinend weitgehend das Resultat höherer Einfuhrpreise, während das Wachstum der Ausfuhrwerte in erster Linie auf höhere Ausfuhrvolumen auf Grund einer verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit und einer robusten Auslandsnachfrage zurückzuführen war.

### **Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen im November zurückgegangen**

Die wichtigste Entwicklung in der Kapitalbilanz im November stellte der deutliche Rückgang der Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen auf 9,5 Mrd € dar, den niedrigsten Wert seit Mai 2000. Im Dreimonatszeitraum von August bis Oktober 2000 waren dagegen per Saldo im Durchschnitt 28,5 Mrd € abgeflossen. Dieser Rückgang war hauptsächlich auf die relativ hohen Direktinvestitionen (16,3 Mrd €) zurückzuführen, die Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Euroraum tätigten; ein Großteil davon entfiel auf die „Sonstigen Anlagen“ (9,9 Mrd €), die vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen umfassen.

Die im November 2000 verzeichneten Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen in Höhe von 3,9 Mrd € spiegelten Nettoabflüsse sowohl bei den Dividendenwerten (13,4 Mrd €) als auch bei den Geldmarktpapieren (12,1 Mrd €) wider, die die Nettozuflüsse bei den Anleihen (21,6 Mrd €) mehr

**Tabelle 9****Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	1999 Jan. – Nov.	1999 Nov.	2000 Jan. – Nov.	2000 Sept.	2000 Okt.	2000 Nov.
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	-1,9	-2,1	-23,6	0,1	-0,1	-2,9
Einnahmen	1 212,5	117,9	1 418,0	136,1	140,7	138,5
Ausgaben	1 214,4	120,0	1 441,6	136,0	140,9	141,4
Saldo des Warenhandels	77,9	6,3	54,6	5,7	8,2	4,6
Ausfuhr	738,8	76,2	888,9	85,2	92,9	91,2
Einfuhr	660,9	70,0	834,2	79,4	84,7	86,6
Saldo der Dienstleistungen	-10,3	-2,3	-10,6	-1,9	-1,2	-0,2
Einnahmen	219,4	20,1	241,6	22,6	23,0	22,5
Ausgaben	229,7	22,5	252,2	24,5	24,2	22,8
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-29,7	-1,7	-23,1	-0,9	-1,2	-2,2
Saldo der Laufenden Übertragungen	-39,8	-4,4	-44,5	-2,9	-6,0	-5,0
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	10,6	1,2	7,8	0,9	0,1	0,9
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	26,4	1,5	15,1	-2,5	-6,8	-9,0
Direktinvestitionen	-100,3	-17,0	10,4	-28,6	-15,7	-9,5
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-190,2	-26,6	-303,8	-44,1	-24,8	-25,9
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-118,2	-15,9	-240,8	-27,7	-27,9	-23,3
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-72,0	-10,7	-63,0	-16,4	3,1	-2,6
Im Euro-Währungsgebiet	90,0	9,6	314,2	15,4	9,2	16,3
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	46,3	8,4	239,0	6,4	6,5	6,5
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	43,7	1,2	75,2	9,1	2,6	9,9
Wertpapiieranlagen	-42,5	11,2	-142,9	2,8	-1,7	-3,9
Dividendenwerte	-44,6	-2,8	-270,9	-3,7	-6,7	-13,4
Aktiva	-131,9	-18,6	-262,6	-9,5	-15,6	-19,8
Passiva	87,3	15,8	-8,3	5,8	8,9	6,4
Schuldverschreibungen	2,2	13,9	128,1	6,5	5,0	9,5
Aktiva	-143,9	-12,7	-126,4	-21,5	-10,9	-11,9
Passiva	146,1	26,6	254,5	27,9	15,9	21,4
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapiieranlagen zusammengenommen	-142,8	-5,9	-132,5	-25,8	-17,3	-13,5
Finanzderivate	8,3	1,9	1,2	1,8	-2,2	-4,2
Übriger Kapitalverkehr	149,8	5,4	130,7	17,8	11,8	0,9
Währungsreserven	11,1	-0,0	15,7	3,7	1,0	7,8
<b>Restposten</b>	-35,0	-0,6	0,8	1,6	6,8	11,0

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. 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.

als ausglichen. Im November 2000 erreichten die Anlagen Gebietsfremder in Anleihen des Euro-Währungsgebiets ihren bisherigen Jahreshöchststand, womit sich der seit Anfang 2000 zu beobachtende trendmäßige Anstieg fortsetzte (siehe Tabelle 8.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direkt-

investitionen und den Wertpapiieranlagen zusammengenommen gingen im November auf 13,4 Mrd € zurück, verglichen mit einem Durchschnittswert von 23,6 Mrd € in den Monaten August bis Oktober 2000.

In den ersten elf Monaten des Jahres 2000 waren die Nettoabflüsse bei den Direkt-

investitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen mit 132,5 Mrd € etwas niedriger als im entsprechenden Vorjahrszeitraum (142,8 Mrd €). Dies hängt vor allem damit zusammen, dass im Jahr 2000 bei den Anleihen und Direktinvestitionen ein Umschwung zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von

108,0 Mrd € bzw. 10,4 Mrd € – im Gegensatz zu Kapitalabflüssen von 37,0 Mrd € und 100,3 Mrd € im Jahr 1999 – zu verzeichnen war, wodurch die höheren Nettoabflüsse bei den Wertpapieranlagen in Dividendenwerte mehr als ausgeglichen wurden.

# Charakteristika der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet

Dieser Artikel untersucht die Entwicklung der Nutzung der Außenfinanzierungsquellen der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet. Das allgemeine Bild, das sich abzeichnet, zeigt, dass es in den vergangenen Jahren zu einer spürbaren Zunahme bei der Kreditaufnahme und der Emission von Unternehmensanleihen gekommen ist. Darüber hinaus kam es zu einem deutlichen Anstieg der Erstnotierungen von Unternehmen aus wachstumsträchtigen Branchen in speziellen Börsensegmenten und bei der Nutzung von Risikokapital. Dies deutet auf eine Weiterentwicklung und Diversifizierung des Unternehmenssektors im Euroraum bezüglich der Quellen der Außenfinanzierung hin. Trotz der starken Zunahme von Krediten und Schuldverschreibungen in den letzten Jahren hat der Anteil an Fremdkapital bei den gesamten Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zwischen 1997 und 1999 nicht zugenommen, da dieser durch den gestiegenen Wert von Aktien und sonstigen Anteilsrechten mehr als ausgeglichen wurde. Ein erhöhter Rückgriff auf Wertpapiere bei der Außenfinanzierung des Unternehmenssektors könnte Auswirkungen auf die Wirkungsweise der Geldpolitik haben.

## I Einleitung

Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften müssen regelmäßig darüber entscheiden, wie sie ihre Geschäfte finanzieren; dies bezeichnet man als Unternehmensfinanzierung. Unternehmen können sich die Mittel, die sie für die Finanzierung langfristiger Investitionen und kurzfristiger Ausgaben benötigen, auf verschiedene Weise beschaffen. Erstens müssen sie sich zwischen einer Innenfinanzierung (z. B. durch nicht ausgeschüttete Gewinne) und einer Außenfinanzierung entscheiden. Zweitens kann sich ein Unternehmen, wenn es beschließt, seine Geschäfte durch die Beschaffung von Mitteln aus Quellen außerhalb des Unternehmens zu finanzieren, zwischen der Fremd- und der Eigenfinanzierung entscheiden. Und drittens kann ein Unternehmen, wenn es darum geht, zwischen den unterschiedlichen Formen der Fremdfinanzierung zu entscheiden, entweder Schuldverschreibungen begeben oder einen Kredit bei Banken oder sonstigen Instituten aufnehmen (siehe Kasten I).

Entwicklungen in der gesamtwirtschaftlichen oder makroökonomischen Finanzstruktur haben einen starken Einfluss auf die Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung, die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zur Verfügung stehen. In Volkswirtschaften mit gut entwickelten Kapitalmärkten ist es für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verhältnismäßig einfach, auf andere Finanzierungsquellen als auf Bankkredite zurückzugreifen, indem

sie beispielsweise Wertpapiere begeben. Im Gegensatz dazu kann der Unternehmenssektor in Volkswirtschaften, in denen Finanzintermediäre eine herausragende Stellung im Finanzsystem einnehmen, bei der Außenfinanzierung hauptsächlich von Krediten abhängig sein. Bestimmte institutionelle Aspekte der Finanzstruktur einer Volkswirtschaft, wie etwa ein ausgereifter rechtlicher Rahmen, der externe Kapitalgeber schützt, sowie klare und transparente Rechnungslegungsgrundsätze, können in erheblichem Maße dazu beitragen, die Finanzierungsquellen, auf die nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückgreifen können, zu erweitern.

Die makroökonomische Finanzstruktur einer Volkswirtschaft kann das Wirtschaftswachstum stark beeinflussen. Im Allgemeinen sollte eine gut entwickelte Finanzstruktur die Effizienz von Finanzierungsentscheidungen erhöhen und dadurch eine bessere Ressourcenallokation begünstigen und das Wirtschaftswachstum fördern. Ferner kann das Wirtschaftswachstum von makroökonomischen Finanzstrukturen profitieren, die die Bereitstellung von Risikokapital, wie etwa Wagniskapital, durch Finanzintermediäre erlauben.

Im vorliegenden Artikel wird die Unternehmensfinanzierung von einem theoretischen Standpunkt aus betrachtet und die konkrete Nutzung der verschiedenen Quellen der Außenfinanzierung der Unternehmen

## **Kasten I**

### **Instrumente der Außenfinanzierung von Unternehmen**

Die wichtigsten Formen der Außenfinanzierung von Unternehmen sind Fremdkapital und Eigenkapital (in Form von Aktien und sonstigen Anteilsrechten). Fremdkapital sind finanzielle Forderungen von Dritten, die in bestimmten Beträgen zu einem vereinbarten Zinssatz durch das Unternehmen zurückgezahlt werden müssen. Aktien und sonstige Anteilsrechte stellen für die Kapitalgeber – die Anteilseigner – einen Anspruch auf die zukünftigen Gewinne des Unternehmens dar. Im Gegensatz zu Fremdkapital muss Eigenkapital nicht zurückgezahlt werden.

Die wichtigsten Formen von Fremdkapital sind Kredite – gewöhnlich von Banken – und Schuldverschreibungen. Schuldverschreibungen können privat oder öffentlich bei Anlegern platziert werden. Bei Privatplatzierungen können Schuldverschreibungen nicht ohne weiteres an den Finanzmärkten gehandelt werden, da sie sich fest im Besitz bestimmter Anleger befinden. Bei öffentlich begebenen Schuldverschreibungen bestehen wesentlich größere Möglichkeiten des Handels (marktfähige Schuldverschreibungen). Ein weiterer Unterschied hängt mit der Laufzeit der Instrumente zusammen. Öffentlich platzierte Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von weniger als einem Jahr werden in der Regel als Commercial Paper bezeichnet, während Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr als Industrieobligationen oder Unternehmensanleihen bekannt sind. Die Zinszahlungen auf Schuldverschreibungen spiegeln unter anderem die unterschiedliche Kreditwürdigkeit der jeweiligen Emittenten wider, die wiederum davon abhängt, inwieweit die Emittenten voraussichtlich in der Lage sein werden, für den Kapitalbetrag und die Zinszahlungen auf die begebenen Schuldtitel aufzukommen. Im Allgemeinen werden Schuldverschreibungen durch Rating-Agenturen nach ihrer Bonität eingestuft. Dabei wird gewöhnlich zwischen erstklassigen und niedriger eingestuften (hochrentierlichen) Schuldverschreibungen unterschieden. Die Bonität und die Bonitätseinstufung der Schuldverschreibungen sind unter anderem von den damit verbundenen Garantien abhängig. So erhalten zum Beispiel – unter sonst gleichen Umständen – Schuldtitel, die besichert sind, etwa durch Immobilien im Fall eines Hypothekenkredits, in der Regel ein besseres Rating als unbesicherte Schuldtitel. Schließlich finanzieren Unternehmen ihre Aktivitäten auch über Handelskredite und Anzahlungen, bei denen es sich um Finanzforderungen aus der direkten Gewährung von Krediten durch Lieferanten und Käufer von Waren und Dienstleistungen handelt.

Anteilsrechte können ebenfalls privat oder öffentlich begeben werden. Im ersteren Fall handelt es sich dabei um nicht börsennotierte Aktien oder um Risikokapital, im letzteren Fall sind die Aktien an einer Börse eingeführt (börsennotierte Aktien). Private Anteilsrechte sind Kapitalbeteiligungen an den nicht börsennotierten Wertpapieren privater und öffentlicher Unternehmen. Risikokapital wird häufig von Anlegern wie etwa spezialisierten Kapitalbeteiligungsgesellschaften als Startkapital für die Finanzierung neuer mit hohem Risiko behafteter Unternehmen (die sich zum Beispiel auf neue Technologien spezialisiert haben) gegen eine Beteiligung am Eigenkapital zur Verfügung gestellt. Um Einfluss auf die Entscheidungen des Managements nehmen zu können, haben Risikokapitalgeber häufig einen Sitz im Vorstand oder Aufsichtsrat der Unternehmen, in die sie investieren. Zur Steigerung ihres Ansehens und aus Finanzierungsgründen können Unternehmen ihre Aktien zu einem gegebenen Zeitpunkt an der Börse einführen. Die Notierung von Unternehmensaktien an einer Börse erleichtert den Zugang zu den Kapitalmärkten, da sich für die potenziellen Anleger auf Grund der für die Börsennotierung erforderlichen größeren Transparenz und Offenlegung von Unternehmensdaten die Informationsqualität erhöht. Darüber hinaus sind die Kosten für die Beschaffung dieser Informationen häufig eher gering, wodurch potenzielle Anleger ihre Investitionsentscheidungen leichter treffen können. Überdies müssen börsennotierte Unternehmen oftmals bestimmte Kriterien hinsichtlich ihrer Finanzkraft sowie Rechnungslegungsgrundsätze erfüllen, was das Vertrauen der Anleger in das Unternehmen steigern dürfte. Und schließlich können die Anleger, nachdem ein Unternehmen an der Börse notiert ist, dessen Aktienkurs verfolgen und so einen besseren Eindruck vom Anlagepotenzial des Unternehmens gewinnen. In den meisten Industrieländern wurden neben den etablierten Börsen Spezialbörsen für junge oder wachstumsträchtige Unternehmen gegründet. Diese neuen Börsen spielen eine wichtige Rolle bei der

Bereitstellung von haftendem Kapital für potenziell hocheffiziente Unternehmen, die es möglicherweise schwer haben, sich Gelder von Finanzintermediären wie etwa Banken zu beschaffen.

Es gibt auch Finanzinstrumente, die weder als Eigenkapital noch als Fremdkapital eingeordnet werden können, sondern Merkmale von beiden aufweisen. Diese werden als hybride Instrumente bezeichnet. Ihre Bedeutung hat in den letzten Jahrzehnten stark zugenommen, und einige von ihnen werden als Finanzinnovationen betrachtet, d. h. als neue Finanzinstrumente und finanztechnische Neuerungen, mit denen billigere Quellen der Unternehmensfinanzierung erschlossen werden sollen. Beispiele hierfür sind Wandelanleihen und Optionsscheine. Bei Wandelanleihen erhält der Eigentümer das Recht, diese in eine bestimmte Anzahl von Aktien des emittierenden Unternehmens umzuwandeln. Optionsscheine berechtigen die Inhaber zum Erwerb von Aktien eines Unternehmens zu einem bestimmten Kurs und sind häufig mit Anleihen verbunden. Derivate sind eine weitere Form der Finanzinnovation und spielen bei der Unternehmensfinanzierung seit neuestem eine wichtige Rolle. Im Allgemeinen werden sie von Unternehmen dazu genutzt, sich gegen Marktrisiken wie etwa Zins- und Fremdwährungsrisiken abzusichern oder die Merkmale ihrer Verschuldung an die spezifischen Bedürfnisse des Unternehmens anzupassen. Die wichtigsten Arten von Derivaten sind Optionen, Termin- und Futures-Kontrakte sowie Swaps.

im Euro-Währungsgebiet untersucht. Auch die Auswirkungen, die die spezielle Struktur der Außenfinanzierung des Unternehmens-

sektors im Euroraum auf die Geldpolitik hat, werden erörtert. Schließlich werden einige allgemeine Schlussfolgerungen gezogen.

## 2 Unternehmensfinanzierung und Finanzstruktur

### Unternehmensfinanzierung auf betrieblicher Ebene

Die Entscheidungen darüber, wie die Geschäfte von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften finanziert werden, haben Auswirkungen auf die „Kapitalstruktur“ eines Unternehmens. Diese Struktur stand sowohl bei theoretischen als auch bei empirischen Untersuchungen zur Unternehmensfinanzierung im Mittelpunkt. Die Grundlagen der modernen Theorie der Unternehmensfinanzierung legten 1958 Modigliani und Miller mit ihrer Hypothese der Irrelevanz der Kapitalstruktur. Dieses Theorem besagt, dass der Marktwert eines Unternehmens und seine Kapitalkosten bei „vollständiger“ Information, und wenn keine Transaktionskosten oder Steuern anfallen, von dessen Kapitalstruktur unabhängig sind. Mit anderen Worten: Jede Kombination von Fremd- und Eigenkapital (Verschuldungsgrad) ist genauso gut wie eine andere.

Im Anschluss an die Veröffentlichung dieser These untersuchten viele Studien die Folgen,

die eine Lockerung der Annahmen von Modigliani und Miller mit sich bringt. Dies führte zu der Erkenntnis, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften unter realistischeren Gegebenheiten einen bestimmten Verschuldungsgrad anstreben sollten. In einer Situation beispielsweise, in der die Kosten der Verschuldung bei der Ermittlung der Körperschaftsteuer abgezogen werden können, kann ein bestimmter höherer Verschuldungsgrad unter gewissen Umständen zu einem höheren Wert des Unternehmens führen. Allerdings gibt es auch Grenzen für die Höhe der Verschuldung eines Unternehmens. So müssen bei einer bestimmten Höhe der Verschuldung die möglichen Kosten, die durch einen Konkurs entstehen, berücksichtigt werden. Diese Theorien lassen also darauf schließen, dass es für jedes Unternehmen einen optimalen Verschuldungsgrad gibt.

Eine weitere wichtige Entwicklung bei der Theorie der Unternehmensfinanzierung war die Erkenntnis, dass – im Gegensatz zu den Annahmen von Modigliani und Miller – die

Finanzmärkte und die Entscheidungen in Bezug auf die Unternehmensfinanzierung durch so genannte Agency Costs und Informationsasymmetrien gekennzeichnet sind. Agency Costs entstehen auf Grund von Konflikten zwischen den verschiedenen Interessengruppen wie etwa der Geschäftsleitung, den Gläubigern und Aktionären, und beeinflussen die Kapitalstruktur des Unternehmens. Bei der asymmetrischen Information handelt es sich um den unterschiedlichen Wissensstand zweier Parteien (zum Beispiel von Kreditnehmern und Kreditgebern), der dazu führt, dass die eine Partei einen Informationsvorsprung gegenüber der anderen Partei hat. Die Konzepte der Agency Costs und der asymmetrisch verteilten Information beherrschen die Theorie der Unternehmensfinanzierung immer mehr und sind auch zu grundlegenden Aspekten des finanziellen Entscheidungsprozesses von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften geworden.

Asymmetrisch verteilte Information kann zu gravierenden Problemen führen, die in der einschlägigen Literatur als adverse Selektion und als so genannter Moral Hazard bezeichnet werden.

Die adverse Selektion entsteht aus Informationsasymmetrien, die mit der Natur des zwischen dem potenziellen Kreditgeber und Kreditnehmer zu unterzeichnenden Vertrags zusammenhängen. Ein Geld- oder Kreditgeber sieht sich einer großen Anzahl von unterschiedlichen Kreditnehmern gegenüber, von denen einige einen Anreiz haben können, den Kredit nicht zu bedienen. Da der Kreditgeber im Voraus nicht eindeutig zwischen den verschiedenen Arten von Kreditnehmern unterscheiden kann, kann sein Kreditvergabeverhalten von diesem Informationsdefizit beeinflusst werden. Er könnte es ablehnen, bestimmten Kreditnehmern überhaupt Gelder zur Verfügung zu stellen, obwohl diese den verlangten Preis zahlen möchten und auch absolut in der Lage sind, den Kredit zurückzuzahlen. Dieses Problem ist bei jungen und risikoreichen Unternehmen besonders gravierend. Diese Unternehmen konnten noch keine festen Beziehungen zu Geldgebern auf-

bauen und können nicht genau überwacht werden, da objektive Informationen über sie nur selten zur Verfügung stehen. Bei etablierten Firmen, deren Inanspruchnahme von Krediten und Rückzahlungsverhalten sich weit zurückverfolgen lassen und die langfristige Beziehungen zu Kreditgebern unterhalten, können Probleme im Zusammenhang mit der adversen Selektion bedeutungslos sein.

Ein Moral Hazard resultiert aus Informationsasymmetrien, die den Zeitraum nach der Vertragsunterzeichnung betreffen. Beispielsweise kann ein Kreditnehmer, nachdem er einen Kredit erhalten hat, damit beginnen, in riskante Geschäfte zu investieren, die zwar möglicherweise sehr profitabel sind, die aber auch die Wahrscheinlichkeit der Rückzahlung der Kredite an den Kreditgeber verringern. Unter diesen Umständen kann sich der Kreditgeber dazu entschließen, keine Mittel zur Verfügung zu stellen oder aber die zur Verfügung gestellten Kreditbeträge für bestimmte Kreditnehmer zu verringern.

Im Allgemeinen kann asymmetrische Information wie etwa adverse Selektion und Moral Hazard die Finanzierungsentscheidungen und damit die Kapitalstruktur nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften beeinflussen. Zum Beispiel können solche Asymmetrien zu einer besonderen Kapitalstruktur führen, die betriebsintern festgelegt wurde und externen Geldgebern Informationen über das Unternehmen liefert; diese kann den Wert des Unternehmens beeinflussen. Darüber hinaus gibt es bei den Finanzierungsquellen eine bestimmte Rangfolge: Zuerst kommt die Innenfinanzierung und dann erst die teurere Außenfinanzierung.

### **Die makroökonomische Finanzstruktur der Volkswirtschaft**

Die oben genannten Theorien über die Finanzierungsentscheidungen eines Unternehmens auf Betriebsebene oder mikroökonomischer Ebene wurden zunehmend auf die makroökonomische Finanzstruktur einer Volkswirtschaft übertragen. Die Finanzstruk-

tur kann definiert werden als die Gesamtheit aller Finanzmärkte, Finanzinstrumente und Finanzinstitute zu einem bestimmten Zeitpunkt. Die Finanzstrukturen sind von Land zu Land unterschiedlich und verändern sich auch im Laufe der Zeit je nach dem erreichten wirtschaftlichen Entwicklungsstand. Im Allgemeinen werden sie danach eingeteilt, welche Rolle die Finanzierung durch Finanzintermediäre, bei denen es sich hauptsächlich um Banken handelt, oder über die Finanzmärkte spielt. Eine Finanzstruktur, bei der die Banken als Finanzintermediäre die Hauptrolle spielen, indem sie Ersparnisse in Form von Einlagen hereinnehmen und dem nicht-finanziellen Sektor den Großteil der externen Mittel zur Verfügung stellen, nennt man eine „bankorientierte“ Struktur. Am anderen Ende der Skala steht die „marktorientierte oder wertpapierorientierte“ Finanzstruktur, bei der die Finanzierung über die Märkte eine der Hauptfinanzierungsquellen für nicht-finanzielle Unternehmen darstellt. In der Praxis ist eine Finanzstruktur nur selten rein bank- oder marktorientiert; vielmehr kommt es zu einer Kombination dieser beiden Typen, wobei sich deren relative Bedeutung von Volkswirtschaft zu Volkswirtschaft unterscheidet. Dies hängt mit einer großen Anzahl von Faktoren zusammen, wie etwa dem Regulierungsrahmen, technischen Innovationen, der Geld- und Fiskalpolitik, bestimmten rechtlichen Systemen und Rechnungslegungssystemen und sonstigen historisch bedingten Merkmalen, die sich von Land zu Land unterscheiden.

Der Zusammenhang zwischen den Theorien über die Unternehmensfinanzierung und die optimale Kapitalstruktur eines Unternehmens einerseits und Untersuchungen über die makroökonomische Finanzstruktur andererseits wurde über Finanzintermediationsmodelle hergestellt; diese beschreiben die Auswirkungen, die Informationsasymmetrien an Finanzmärkten auf die Mittelallokation und die Entscheidungen über die Unternehmensfinanzierung haben. In diesen Modellen wird die Behauptung aufgestellt, dass sich Informationsprobleme nachteilig auf die Finanzmärkte auswirken können, was wiederum re-

ale Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft hat und sich damit auch auf die für die Unternehmensfinanzierung gewählte Quelle auswirkt. So können beispielsweise Probleme der adversen Selektion dazu führen, dass Anleger das Risikoprofil von Unternehmen, die Aktien oder Schuldverschreibungen begeben, nicht beurteilen können und daher eher zögern, in diese Wertpapiere zu investieren. Folglich investieren nur Anleger, die weniger risikoscheu sind, wie etwa Wagniskapitalgesellschaften, in Wertpapiere neuer und risikoreicher Unternehmen.

Darüber hinaus stellen die Informationsprobleme im Zusammenhang mit der Finanzierung über Finanzmärkte einen wichtigen Faktor bei der Erklärung dar, wieso es Finanzintermediäre gibt. Finanzintermediäre haben das Know-how entwickelt, um zwischen Firmen, die ihre Kredite zurückzahlen, und solchen, die ihren Zahlungsverpflichtungen möglicherweise nicht nachkommen können, zu unterscheiden, und können damit die Mittel zielgerichtet und rentabel von Nettoparern zu Nettoinvestoren weiterleiten. Banken und sonstige Finanzinstitute haben Erfahrung bei der Einholung von Informationen über potenzielle Kreditnehmer sowie bei der Prüfung und Überwachung kostensenkender Investitionsvorhaben, vor allem jenen, die mit Problemen bezüglich der adversen Selektion zusammenhängen. Gleichzeitig können die Kosten bei einer Finanzierung über den Kapitalmarkt für Kreditnehmer mit guter Bonität niedriger sein, als wenn sie die Mittel bei Finanzintermediären aufnehmen, da Anleger bereit sind, einen höheren Preis für ihre Kreditwürdigkeit zu zahlen. Außerdem sind Finanzintermediäre möglicherweise weniger risikobereit als jene Anleger, die den Problemen der adversen Selektion weniger Bedeutung beimessen. Diese Finanzintermediäre können es daher ablehnen, bestimmten Kreditnehmern Kredite zur Verfügung zu stellen, und diese damit zwingen, sich Mittel über die Ausgabe von hochverzinslichen Anleihen zu verschaffen, die von weniger risikoscheuen Anlegern gekauft werden. Finanzintermediäre und Finanzmärkte erfüllen damit Finanzierungsfunktionen für unterschiedliche Typen

von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, welche von ihrer Beurteilung der Kosten abhängen, die sich neben anderen Faktoren aus den Problemen der adversen Selektion und des Moral Hazard ergeben.

Das Vorhandensein von Informationsasymmetrien auf der Ebene der makroökonomischen Finanzstruktur kann durch verschiedene Faktoren beeinflusst werden. Zum Beispiel kann ein gut entwickeltes Rechnungssystem zusammen mit einer relativ weit reichenden Publizitätspflicht die Finanzierung über den Markt begünstigen, da Informationen über Unternehmen für Anleger zu relativ geringen Kosten einfacher zugänglich sind. Unterschiede bei der Regulierung

des Finanzsektors und den rechtlichen Sanktionen können die Bereitstellung von Informationen für die Finanzmärkte beeinflussen und folglich dazu führen, dass sich die Finanzstruktur eher in Richtung der bankorientierten oder der marktorientierten Finanzierung entwickelt. Die spezifischen Formen der Unternehmensfinanzierung und die Art der Finanzstruktur werden also durch verschiedene institutionelle Merkmale einer bestimmten Wirtschaftsordnung beeinflusst. Dies bedeutet auch, dass die Finanzierungsentscheidungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften bis zu einem gewissen Grad durch staatliche Maßnahmen, die Auswirkungen auf diese Merkmale haben, beeinflusst werden können.

### **3 Finanzierungsquellen und Finanzierungsstruktur im Euro-Währungsgebiet**

#### **Unterschiede in der Struktur von Unternehmensverbindlichkeiten im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan**

Die statistischen Grundlagen für die Analyse der Unternehmensfinanzierung im Euroraum weisen nach wie vor Lücken auf. Die derzeit vorliegenden Informationen beziehen sich ausschließlich auf die Fremdfinanzierung. Tabelle I enthält Angaben aus den nationalen Finanzierungsrechnungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet und vergleicht diese mit den entsprechenden Angaben für die Vereinigten Staaten und Japan. Für das Eurogebiet wurden nationale Finanzierungsrechnungsdaten von acht Mitgliedstaaten aggregiert. Angaben zu Griechenland, Irland, Luxemburg und Portugal wurden dabei noch nicht berücksichtigt. Kasten 2 gibt einen Überblick über die statistischen Konzepte und die geplante Weiterentwicklung der statistischen Grundlagen.

Wie Tabelle I zu entnehmen ist, stellen Aktien und sonstige Anteilsrechte (zu Marktkursen) die wichtigsten Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet dar, gefolgt von Krediten.

Auch in den Vereinigten Staaten überwiegen Aktien bei den Passiva, während Schuldverschreibungen dort eine größere Rolle spielen als Kredite. In Japan stellen Kredite die wichtigsten Verbindlichkeiten dar. Die Entwicklung des prozentualen Anteils von Aktien und sonstigen Anteilsrechten an den Verbindlichkeiten ist stark von der Entwicklung der Aktienkurse abhängig. Die Entwicklung dieses Anteils wurde somit von dem starken Anstieg der Aktienkurse zwischen 1997 und 1999 im Euroraum und in den Vereinigten Staaten beeinflusst.

Wie bereits erwähnt, sind Kredite das wichtigste Instrument der Fremdfinanzierung von im Euro-Währungsgebiet ansässigen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Der Anteil der Kredite, einschließlich derer, die von Nicht-MFIs gewährt wurden, an den Verbindlichkeiten des Sektors der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet ist zwar weniger hoch als in Japan, jedoch bedeutend höher als in den Vereinigten Staaten. Bei den Krediten haben diejenigen, die von MFIs im Eurogebiet gewährt wurden, den größten Anteil. Was andere Arten der Fremdfinanzierung betrifft, so spielen im Euro-Währungsgebiet – ähnlich wie in Japan

## Kasten 2

### Unternehmensfinanzierung in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen

Unternehmensfinanzierung bezieht sich auf den im Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen definierten Sektor „nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“. Dieser umfasst alle institutionellen Einheiten mit eigener Rechtspersönlichkeit, die als Marktproduzenten in der Hauptfunktion Waren und nichtfinanzielle Dienstleistungen produzieren bzw. erbringen (Verordnung (EG) Nr. 2223/96 des Rates vom 25. Juni 1996 zum Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene in der Europäischen Gemeinschaft (ESVG 95)).

Das ESVG 95 weist Strom- und Bestandsgrößen in einem Kontensystem aus, das den Wirtschaftskreislauf von der Einkommensentstehung bis zu seiner Verteilung, Umverteilung und Vermögensänderung in Form von Aktiva und Passiva beschreibt. Die Stromgrößen der Aktiva und Passiva sind auch aus den Änderungen der Bilanzen ersichtlich, die die gesamten Aktiva, Passiva und das Reinvermögen erfassen; diese sind untergliedert in das Vermögensbildungskonto, das Finanzierungskonto, das Konto sonstiger realer Vermögensänderungen und das Umbewertungskonto.

### Veränderungen der Aktiva und Passiva in den Stromgrößenkonten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

Veränderung der Aktiva	Veränderung der Passiva	
<i>Vermögensbildungskonto</i>		
Sachvermögensbildung	<b>Interne Quellen der Unternehmensfinanzierung</b>	Sparen, netto Vermögenstransfers, netto (zu empfangende Transfers abzüglich zu leistender Transfers)
<i>Finanzierungskonto</i>		
Nettozugang von Forderungen	<b>Externe Quellen der Unternehmensfinanzierung</b> (nach Finanzinstrumenten)	Kredite Handelskredite und empfangene Anzahlungen Wertpapiere ohne Aktien Aktien und sonstige Anteilsrechte Sonstige Verbindlichkeiten (Einlagen, versicherungstechnische Rückstellungen und übrige)
<i>Konto sonstiger realer Vermögensänderungen und Umbewertungskonto</i>		

Alle Formen der Unternehmensfinanzierung werden in den Änderungen auf der Passivseite des Vermögensbildungskontos und des Finanzierungskontos der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ausgewiesen. Die **internen Quellen** der Unternehmensfinanzierung sind aus dem Konto der Reinvermögensänderung durch Sparen und Vermögenstransfers, das Teil des Vermögensbildungskontos ist, ersichtlich. Die **externen Quellen** der Unternehmensfinanzierung werden unter Nettozugang von Verbindlichkeiten des Finanzierungskontos ausgewiesen. Das Finanzierungskonto ist in der Regel nach Finanzinstrumenten untergliedert. Weitere Untergliederungen erfolgen nach den Ursprungslaufzeiten einiger Instrumente. Wichtige externe Finanzinstrumente nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften sind Kredite, Handelskredite und empfangene Anzahlungen, Wertpapiere ohne Aktien sowie Aktien und sonstige Anteilsrechte.

Während sowohl das Vermögensbildungskonto als auch das Finanzierungskonto Transaktionen umfassen, können sich sonstige Änderungen der Bilanz des Sektors Kapitalgesellschaften aus Fusionen und Übernahmen, Neuordnungen oder Umbewertungsgewinnen/-verlusten ergeben. Diese Änderungen werden im Konto sonstiger realer Vermögensänderungen und im Umbewertungskonto ausgewiesen.

Um die Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euro-Währungsgebiets angemessen darstellen zu können, werden nichtkonsolidierte Angaben zur Verfügung gestellt. Sie erfassen alle externen Finanzinstrumente, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften des Euro-Währungsgebiets genutzt werden – einschließlich der finanziellen Mittel, die von anderen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften innerhalb und außerhalb des Euroraums zur Verfügung gestellt werden.

Zurzeit stehen nur Angaben über die externe Finanzierung des Unternehmenssektors zur Verfügung. Angaben über die interne Finanzierung sowie finanzielle Bilanzangaben für den Unternehmenssektor dürften im Laufe des Jahres 2001 verfügbar werden.

und den Vereinigten Staaten – Handelskredite und Anzahlungen eine relativ wichtige Rolle. 1999 machte die Fremdfinanzierung in Form von Wertpapieren ohne Aktien nur einen kleinen Teil der gesamten ausstehenden Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum aus. Dagegen spielte diese Art der Finanzierung in den Vereinigten Staaten und Japan eine größere Rolle.

Schließlich ist im Hinblick auf die Laufzeitstrukturen anzumerken, dass es sich bei dem Großteil der von MFIs im Euroraum gewähr-

ten Unternehmenskredite um langfristige Kredite handelt (siehe Tabelle 3). Im September 2000 hatten mehr als 70 % der ausstehenden Kredite eine Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr, wobei über 50 % aller Kredite eine Laufzeit von mehr als fünf Jahren hatten. Ähnlich hoch ist der Anteil des Umlaufs an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr an ihren insgesamt im Umlauf befindlichen Schuldverschreibungen (siehe Tabelle 4).

**Tabelle 1**

### Finanzierungsstruktur nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(Stand am Ende des Berichtszeitraums; in % der Verbindlichkeiten insgesamt)

	Euro-Währungsgebiet			Vereinigte Staaten	Japan
	1997	1998	1999	1999	1999
Verbindlichkeiten	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Kredite	30,0	27,2	23,3	5,4	38,9
<i>darunter:</i>					
<i>von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	21,3	19,5	16,2	-	-
<i>von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	1,9	1,7	1,4	-	-
<i>von sonstigen Sektoren im Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt</i>	6,8	6,0	5,8	-	-
Handelskredite und empfangene Anzahlungen	10,7	9,8	8,3	7,8	12,4
Wertpapiere ohne Aktien	3,1	2,8	2,4	10,6	9,4
Aktien und sonstige Anteilsrechte	51,7	56,3	62,6	70,2	33,8
<i>darunter: börsennotierte Aktien</i>	19,6	22,0	26,3	-	-
Sonstige Verbindlichkeiten	4,5	3,9	3,3	6,1	5,5

Anmerkung: Nichtkonsolidierte Angaben, die alle Instrumente der Außenfinanzierung abdecken, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Anspruch genommen wurden und die von im Euro-Währungsgebiet ansässigen Sektoren einschließlich nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und aus dem Ausland gewährt wurden. Schuldverschreibungen und Aktien werden zu Marktkursen bewertet.

Quellen: EZB, amerikanische und japanische Zentralbank.

**Tabelle 2****Außenfinanzierung (Transaktionen) nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan***(Mrd Euro)*

	Euro-Währungsgebiet			Vereinigte Staaten	Japan
	1997	1998	1999	1999	1999
Verbindlichkeiten	339,3	489,2	625,0	767,0	-117,8
Kredite	145,0	230,2	329,3	149,7	-113,1
Handelskredite und empfangene Anzahlungen	58,8	63,6	68,6	165,7	-48,3
Wertpapiere ohne Aktien	12,1	18,1	37,3	255,3	-11,1
Aktien und sonstige Anteilsrechte	95,5	173,9	147,2	96,5	61,7
<i>darunter: börsennotierte Aktien</i>	62,2	85,8	89,3	-	-
Sonstige Verbindlichkeiten	27,9	3,4	42,7	99,8	-6,9

*Quelle: EZB, amerikanische und japanische Zentralbank.**Anmerkung: Nichtkonsolidierte Angaben (siehe Anmerkung zu Tabelle 1); Nettokreditaufnahme (+); Nettorückzahlungen (-).***Trends in den letzten Jahren von hohen Wachstumsraten bei Krediten und Schuldverschreibungen bestimmt**

Die in Tabelle 1 enthaltenen Bilanzangaben geben einen Überblick über die Finanzierungsstruktur nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften zu einem gegebenen Zeitpunkt. Insbesondere Aktien und Schuldverschreibungen werden von Bewertungsänderungen beeinflusst. Aus diesem Grund sollten Veränderungen am besten anhand von Transaktionsangaben betrachtet werden, in denen keine Bewertungseffekte enthalten sind (siehe Tabelle 2).

Wie aus Tabelle 2 hervorgeht, hat es in den vergangenen Jahren einige bemerkenswerte Veränderungen im Euroraum gegeben. Erstens sind die jährlichen Außenfinanzierungsströme insgesamt von 1997 bis 1999 bedeutend angestiegen. Zweitens waren diese Ströme bei der Fremdfinanzierung besonders ausgeprägt, wobei die Ströme bei Krediten diejenigen bei Aktien und sonstigen Anteilsrechten deutlich übertrafen. Drittens wurden im gleichen Zeitraum ein starker Anstieg bei der Emission neuer Schuldverschreibungen und die höchsten Wachstumsraten bei den ausstehenden Beträgen sämtlicher Finanzierungsarten verzeichnet. Die Stromgrößen in Tabelle 2 zeich-

nen somit ein anderes Bild als die Bilanzänderungen in Tabelle 1.

Betrachtet man diese Entwicklung in Verbindung mit den in Tabelle 1 enthaltenen Informationen, so wird deutlich, dass die stärkere Inanspruchnahme von Krediten und Schuldverschreibungen in den vergangenen Jahren keinen Anstieg des Anteils dieser Schulden an den Unternehmensverbindlichkeiten insgesamt nach sich gezogen hat. Wie bereits erwähnt, ist dies teilweise auf den starken Anstieg der Aktienkurse von 1997 bis 1999 zurückzuführen. Dieser zog eine wesentliche Steigerung des ausstehenden Betrags an Aktien und sonstigen Anteilsrechten, die in Tabelle 1 aufgeführt sind, nach sich. Dieser Bewertungseffekt führte – gemessen an den Marktwerten – zu einem Rückgang des Anteils von Krediten und Schuldverschreibungen an den gesamten Verbindlichkeiten des Unternehmenssektors. Das bedeutet, dass die Finanzierung über Kredite und Schuldverschreibungen in den letzten Jahren zwar zu einem höheren Anteil der Unternehmensverschuldung am BIP, jedoch nicht zu einem Anstieg des Verhältnisses zwischen Verschuldung und des zu Marktkursen bewerteten Eigenkapitals im Unternehmenssektor des Euro-Währungsgebiets geführt hat.

Im Folgenden werden diese Veränderungen näher erläutert.

## Fremdfinanzierung

Was die Fremdfinanzierung in Form von Krediten, die von MFIs gewährt wurden, anbelangt, so stieg die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 1998 und 1999 um zwischen 7 % und 8 % (siehe Tabelle 3). Im Jahr 2000 war eine weitere Zunahme des Kreditwachstums zu beobachten; im September 2000 betrug die Wachstumsrate 12,3 %. Der in diesem Zeitraum zu verzeichnende Trend einer zunehmenden Ausweitung der Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften spiegelte anfangs den Rückgang der Kreditzinsen der Banken wider, den die Zinsangleichung im Euro-Währungsgebiet im Vorfeld des Übergangs zur dritten Stufe der WWU mit sich gebracht hatte. Zudem hing die starke Zunahme der Kredite auch mit der Finanzierung von Fusionen und Übernahmen sowie nach Mitte 1999 mit der Konjunkturbelebung im Euro-Währungsgebiet zusammen. Zuletzt wurde diese Zunahme deutlich von der Finanzierung der UMTS-Lizenzen durch Telekommunikationsunternehmen beeinflusst.

Was die Wertpapierverschuldung betrifft, so sind die von der EZB erarbeiteten historischen Reihen zur Begebung von Schuldverschreibungen seit kurzem verfügbar (siehe Kasten 3). Wie aus Tabelle 4 hervorgeht, hat

die Einführung des Euro eine Katalysatorfunktion für die Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften über die Emission von Schuldverschreibungen. Die Jahreswachstumsraten der Emission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften legten 1999 und 2000 deutlich zu. Abgesehen vom Einfluss der Einführung des Euro wurde die Begebung von Schuldverschreibungen durch private nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vom Prozess der Umstrukturierung von Unternehmen und der damit verbundenen Fusions- und Übernahmeaktivität im Euro-Währungsgebiet, dem veränderten Anlageverhalten institutioneller Anleger (die zunehmend in höher rentierliche Anleihen investierten) und der robusten Konjunktur im Euro-Währungsgebiet vorangetrieben. Weitere Impulse wurden der Begebung von Schuldverschreibungen im Jahr 2000 durch die Finanzierung der UMTS-Lizenzen, teilweise durch nichtmonetäre finanzielle Tochterunternehmen von Telekommunikationsunternehmen, verliehen.

## Eigenfinanzierung

Im Hinblick auf die Eigenfinanzierung ist in Tabelle 5 der gesamte Nettobetrag, den die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften von 1997 bis 1999 aus Aktien und sonstigen An-

**Tabelle 3**  
**Kredite der MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet**

(Ursprungslaufzeit; Veränderung gegen Vorjahr in %)

		Bestand				Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>			
		Ins- gesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Ins- gesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
		Mrd €	In % des Gesamt- volumens	In % des Gesamt- volumens	In % des Gesamt- volumens				
1997	Dez.	2 135,1	35,8	14,5	57,4	-	-	-	-
1998	Dez.	2 286,8	35,6	13,8	57,6	7,6	6,6	2,4	9,9
1999	Dez.	2 419,1	35,4	15,4	57,4	7,8	7,0	11,2	7,4
2000	Sept.	2 628,6	35,9	16,1	56,5	12,3	14,3	16,3	9,6

Quelle: EZB.

1) Wachstumsraten werden, soweit verfügbar, anhand von Stromgrößen errechnet.

### **Kasten 3**

#### **Statistik zur Emission von Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet**

##### **Statistik zur Emission von Schuldverschreibungen**

Die monatliche EZB-Statistik über Wertpapieremissionen im Euroraum ist den Tabellen 3.5 und 3.6 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ zu entnehmen. Ferner veröffentlicht die EZB im Februar 2001 monatliche Angaben zur Begebung von Schuldverschreibungen, die bis Januar 1990 zurückreichen. In dieser vom Eurosystem erstellten Statistik werden Wertpapiere ohne Aktien (d. h. Schuldverschreibungen) ausgewiesen. Schuldverschreibungen sind marktfähige Papiere, die auf Sekundärmärkten gehandelt werden. Sie verleihen ihrem Inhaber keine Eigentumsrechte an der begebenden Stelle. Die Statistik zu den Schuldverschreibungen enthält Geldmarktpapiere und im Prinzip auch Privatplatzierungen. In der Wertpapierstatistik der EZB sind schätzungsweise etwa 95 % des Gesamtvolumens der von Ansässigen im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen erfasst.

Die Methodik zur Erstellung der EZB-Wertpapierstatistik entspricht, soweit möglich, den Richtlinien und Empfehlungen des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95).

In der Statistik über die Wertpapieremissionen des Euroraums wird unterschieden zwischen Emittenten, die im Euro-Währungsgebiet ansässig sind, und solchen, die es nicht sind. Emissionen von im Eurogebiet ansässigen Stellen, die im Besitz von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets sind, werden als Emissionen von Gebietsansässigen erfasst. Umgekehrt werden Emissionen von Stellen außerhalb des Euroraums, die im Besitz von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets sind, wie Emissionen von Gebietsfremden behandelt.

Die Wertpapierstatistik der EZB enthält auch eine Aufschlüsselung nach Emittentengruppen. Bezüglich der Ansässigen im Euroraum entspricht diese Aufgliederung dem ESVG 95 und unterscheidet vor allem fünf Emittentengruppen, zu denen unter anderem die in diesem Artikel behandelten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zählen.

In einer Aufgliederung nach den Ursprungslaufzeiten weist die Statistik über Wertpapieremissionen auch die kurz- und langfristigen Wertpapiere aus. Die kurzfristigen Wertpapiere haben in der Regel eine Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr. Alle anderen Emissionen, einschließlich der Papiere mit fakultativen oder beliebigen Laufzeiten, werden als langfristig eingestuft.

Die Emissionswährung ist die Währung, in der die Schuldverschreibung ausgedrückt ist. Die Statistik über Wertpapieremissionen im Euroraum umfasst sowohl Wertpapiere, die auf Euro (oder auf die verbliebenen nationalen Währungseinheiten des Euro) lauten, als auch Papiere, die auf andere Währungen lauten. Bei den Angaben aus der Zeit vor Januar 1999 wurden die in Euro angegebenen Emissionen aus den nationalen Währungen der ersten elf Länder, die den Euro eingeführt haben, oder aus der ECU umgerechnet.

Die Statistik über die Wertpapieremissionen im Euroraum erfasst sowohl die Bestandsgrößen (Umlauf) als auch die Stromgrößen (Bruttoabsatz, Tilgungen und Nettoabsatz). Unter „Umlauf“ versteht man das Wertpapiervolumen am Ende des Berichtszeitraums. Der „Bruttoabsatz“ umfasst alle neu gegen bar begebenen Papiere. Unter „Tilgungen“ werden die nach Ende der Laufzeit oder vorher geleisteten Rückzahlungen der Emittenten in bar erfasst. Der Nettoabsatz errechnet sich aus dem Bruttoabsatz abzüglich der Tilgungen innerhalb des gleichen Berichtszeitraums. Im Prinzip gibt der Nettoabsatz die Veränderung des Umlaufs zwischen zwei Erhebungszeiträumen wieder. Auf Grund von Bewertungsunterschieden, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen innerhalb dieser Zeiträume können sich allerdings Abweichungen ergeben.

**Tabelle 4****Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet begebene Schuldverschreibungen, nach Laufzeiten***(Ursprungslaufzeit; Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	Umlauf			Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>		
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr
	Mrd €	In % des Gesamtvolumens	In % des Gesamtvolumens			
1994	275,4	19,4	80,6	3,6	-11,2	7,9
1995	284,6	17,2	82,8	3,4	-8,4	6,3
1996	285,9	18,6	81,4	0,5	8,7	-1,2
1997	289,7	19,7	80,3	1,3	7,5	-0,1
1998	297,1	20,5	79,5	2,6	6,6	1,6
1999	331,8	22,1	77,9	11,6	20,5	9,4
2000 Sept.	401,9	24,0	73,4	16,9	25,7	14,3

*Quelle: EZB.**1) Wachstumsraten werden anhand von Bestandsgrößen errechnet.*

teilsrechten erzielten, aufgeführt. Dieser Betrag nahm von 95,5 Mrd € im Jahr 1997 auf 173,9 Mrd € im Jahr 1998 zu, ging anschließend jedoch bis auf 147,2 Mrd € (1999) zurück. Dieser Rückgang ist auf eine deutliche Abnahme des Nettoabsatzes nicht börsennotierter Aktien und sonstiger Anteilsrechte von 88,1 Mrd € (1998) auf 57,9 Mrd € (1999) zurückzuführen. Der Nettoabsatz von an Börsen eingeführten (d. h. börsennotierten) Aktien von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erhöhte sich dagegen von 85,8 Mrd € im

Jahr 1998 auf 89,3 Mrd € im Jahr 1999. Somit zeigen die Daten, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet 1999 zunehmend dazu übergingen, börsennotierte Aktien auszugeben. Wie in Tabelle 5 aus der Aktienemissionsstatistik des Internationalen Börsenverbands (FIBV) hervorgeht, hat der Bruttoabsatz börsennotierter Aktien aller Kapitalgesellschaften, d. h. einschließlich finanzieller Kapitalgesellschaften, im Euro-Währungsgebiet seit Mitte der Neunzigerjahre generell zugenommen.

**Tabelle 5****Aktienfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet***(Mrd €)*

Nettoabsatz von Aktien				Nachrichtlich: <sup>1)</sup> Bruttoabsatz börsennotierter Aktien aller Unternehmen		
Aktien und sonstige Anteilsrechte	darunter: börsennotierte Aktien	darunter: nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		Neu aufgenommene Mittel insgesamt	Bruttobetrag der von bereits notierten Unternehmen neu aufgenommenen Mittel	Bruttobetrag der von erstmals notierten Unternehmen neu aufgenommenen Mittel
1995	-	-	-	84,1	61,7	22,4
1996	-	-	-	72,0	42,6	29,4
1997	95,5	62,2	33,3	76,2	47,3	28,9
1998	173,9	85,8	88,1	146,8	96,3	50,5
1999	147,2	89,3	57,9	240,8	150,7	90,1

*Quelle: EZB.*

*1) Angaben des Internationalen Börsenverbands (FIBV). Die Aktienemissionsstatistik des FIBV deckt etwa 97 % der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung ab und berücksichtigt finanzielle Gesellschaften. Der FIBV erfragt die Anzahl inländischer und ausländischer Unternehmen, die an den nationalen Wertpapierbörsen notiert sind. Ist ein Unternehmen an mehr als einer nationalen Wertpapierbörse notiert, wird es einmal erfasst. Ist ein Unternehmen in mehreren Ländern notiert, kann es mehr als einmal erfasst werden.*

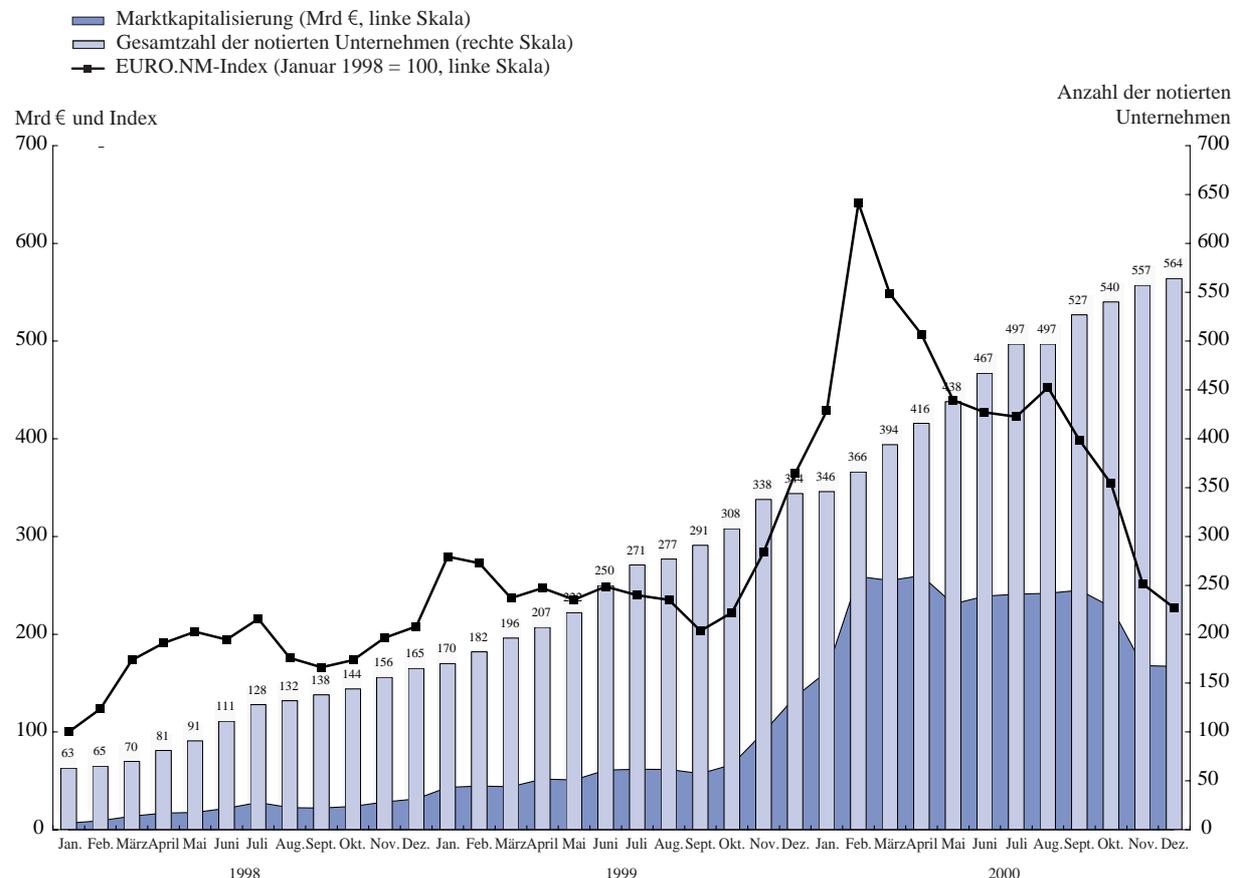
Im Laufe der vergangenen Jahre haben sich spezialisierte Aktienmärkte für „Wachstumsunternehmen“ zu einem wachsenden Marktsegment für die Begebung börsennotierter Aktien entwickelt. Die Eigenkapitalfinanzierung ist im Allgemeinen für die Finanzierung innovativer Firmen besonders vorteilhaft oder sogar wesentlich, da Banken auf Grund des Risikoprofils solcher Unternehmen von einer Kreditgewährung möglicherweise Abstand nehmen. Somit ist für diese jungen und risikoreichen Unternehmen eine Finanzierung über spezialisierte Wertpapierbörsen auf Grund bestehender Informationsasymmetrien und Agency Costs von besonderer Bedeutung.

Die Marktkapitalisierung und die Anzahl der am EURO.NM-Markt notierten Unter-

nehmen sind Abbildung I zu entnehmen. Der EURO.NM, eine Gruppe von fünf europäischen Börsen, die Beteiligungskapital für neue und risikoreiche Unternehmen bereitstellen, existiert zwar seit Dezember 2000 nicht mehr, doch die teilnehmenden nationalen Wachstumsbörsen stellen Start-up-Unternehmen weiterhin Aktienkapital zur Verfügung. Die Aktienfinanzierung ist im Segment des Neuen Markts besonders stark vertreten. Die Gesamtmarktkapitalisierung nahm an diesen neuen Märkten von 7 Mrd € Anfang 1998 auf 167 Mrd € im Dezember 2000 zu. Wenngleich dieser Anstieg teilweise auf den in diesem Zeitraum insgesamt verzeichneten Anstieg der Aktienkurse zurückgeführt werden kann (siehe die Entwicklung des EURO.NM-Index in Abbildung I), ist zu berücksichtigen, dass die Anzahl der dort notierten Unter-

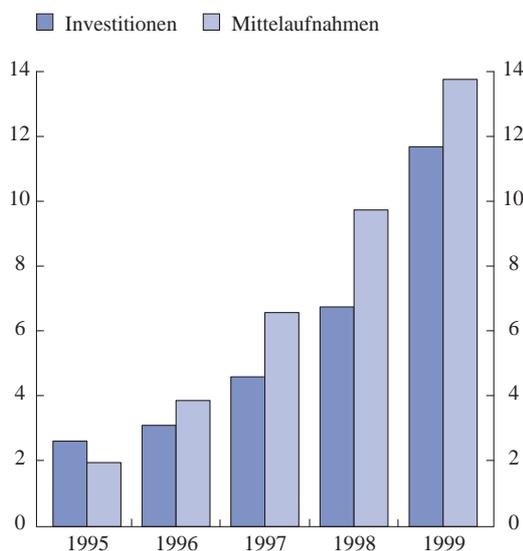
## Abbildung I

### Marktkapitalisierung und Anzahl der am EURO.NM-Markt notierten Unternehmen



Quelle: EURO.NM.

**Abbildung 2**  
**Risikokapital (Mittelaufnahmen und Investitionen) im Euro-Währungsgebiet**  
 (Mrd €)



Quelle: European Venture Capital Association (2000).

nehmen nahezu jeden Monat weiter zunahm. Die Gesamtzahl der am EURO.NM notierten Unternehmen, bei denen es sich hauptsächlich um nichtfinanzielle Unternehmen und Hochtechnologiefirmen handelte, erhöhte sich von Ende Januar 1998 bis Ende Dezember 2000 von 63 auf 564.

Zusätzlich zur herkömmlichen oder öffentlichen Aktienfinanzierung hat die Wagniskapitalfinanzierung in den vergangenen Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen, obgleich die Gesamtbeträge im Vergleich zu den Vereinigten Staaten nach wie vor relativ gering sind. Wie bereits erwähnt, sind Kapitalbeteiligungsgesellschaften ein wichtiges Mittel zur Lösung von Problemen im Zusammenhang mit Agency Costs sowie Informationsasymmetrien, die zwischen Kreditgebern und Kreditnehmern bestehen und für neue risikoreiche Unternehmen von besonderer Bedeutung sind. Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften können Informationen über neue Unternehmen relativ effektiv einholen und verarbeiten, indem sie verschiedene Kontrollmechanismen nutzen, z. B. Sitze in den Leitungs- und Aufsichtsgremien dieser Unter-

nehmen erlangen und sich umfangreiche Stimmrechte verschaffen. Zwar sind in den ausgewiesenen Daten auch finanzielle Kapitalgesellschaften berücksichtigt, doch machen die in diesen Sektor investierten Summen nur einen kleinen Teil des Gesamtbetrags aus. Wie aus Abbildung 2 hervorgeht, haben die von Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften getätigten Investitionen in Unternehmen des Euro-Währungsgebiets von 1995 bis 1999 um mehr als das Vierfache zugenommen, wobei 1999 ein besonders starker Anstieg (71 %) gegenüber 1998 zu verzeichnen war. Risikokapitalgeber beschaffen sich mehr Mittel als sie letztendlich investieren, wenngleich die Differenz zwischen aufgenommenen und investierten Mitteln 1999 im Vergleich zu 1998 abnahm.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass zwischen 1997 und 1999, trotz einer deutlichen Zunahme der Kreditgewährung in den vergangenen Jahren, ein Rückgang des Verschuldungsanteils an den gesamten Verbindlichkeiten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gemessen an den Marktkursen zu verzeichnen war, der hauptsächlich auf den deutlichen Anstieg der Aktienkurse zurückzuführen ist. Gleichzeitig beschafften sich die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet einen hohen Anteil ihrer Finanzierungsmittel durch die Begebung von Schuldverschreibungen. Darüber hinaus war 1999 eine stärkere Kapitalaufnahme über börsennotierte Aktien zu beobachten, und offensichtlich werden einige spezialisierte Arten öffentlicher und privater Eigenkapitalbeteiligungen als Quellen der Außenfinanzierung genutzt, insbesondere Aktien, die an auf Wachstumsunternehmen und Risikokapital spezialisierten Wertpapierbörsen notiert sind. Somit deutet vieles auf eine zunehmende Weiterentwicklung und Diversifizierung bei der Nutzung von Quellen der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet hin. Dieser Prozess befindet sich jedoch erst in einem frühen Stadium, und die Finanzierungsstruktur des Euroraums scheint nach wie vor von Bankkrediten und nicht börsennotierten Aktien dominiert zu sein.

## 4 Auswirkungen auf die Geldpolitik

Die dynamischen Entwicklungen der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet deuten darauf hin, dass Schuldverschreibungen – bei einem freilich niedrigen Ausgangsniveau im Vergleich zu den Vereinigten Staaten – für die Finanzierung eine zunehmend wichtige Rolle spielen. Bei den Anteilsrechten haben die börsennotierten Aktien im Jahr 1999 an Bedeutung gewonnen. Wenn sich der Trend zur verstärkten Finanzierung über Wertpapiere fortsetzt, könnte er sich auf die Art und Weise auswirken, wie geldpolitische Entscheidungen die Wirtschaft beeinflussen. Daher erscheint es angebracht, diese Auswirkungen auf die Geldpolitik im Euroraum zu analysieren. Dazu gehören: 1) eine stärkere Abhängigkeit der Unternehmen von der Volatilität der Finanzmärkte, 2) verstärkter Wettbewerb bei den Kreditkonditionen der Banken und 3) eine größere Bedeutung von Vermögenseffekten.

### **Stärkere Abhängigkeit der Unternehmen von der Volatilität der Finanzmärkte**

Die Preise für Finanzinstrumente wie etwa Unternehmensanleihen und -aktien werden mit Blick auf die künftige Entwicklung gebildet und enthalten unter anderem auch die Erwartungen der Wirtschaftsakteure zur zukünftigen Wirtschaftslage und verschiedene Risikoprämien. Eine Zunahme der Anfälligkeit von Unternehmen auf Grund eines höheren Anteils an Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien würde bedeuten, dass sich die Entwicklung an den Finanzmärkten schneller als bisher auf die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen auswirken würde.

### **Verstärkter Wettbewerb bei den Kreditkonditionen der Banken**

Bei geringem Wettbewerbsdruck spiegeln die Kreditkonditionen der Banken unter Umständen nicht die Marktverhältnisse wider. Dies

führt tendenziell dazu, dass die Transmission geldpolitischer Impulse über den Zinskanal verglichen mit einer vom Wertpapiergeschäft geprägten Volkswirtschaft schwächer ist.

Wenn sich ein liquider Markt für von Unternehmen begebene Wertpapiere entwickelt, können die Unternehmen sich direkt über den Markt – statt über die Banken – finanzieren. Dies dürfte zu einer wettbewerbsfähigeren Preisgestaltung der Banken führen. Im Euro-Währungsgebiet ist es einigen Großunternehmen mit direktem Zugang zum Kreditmarkt gelungen, von Banken Kredite mit geldmarktähnlichen Zinsen zu erhalten. Eine Finanzierungsstruktur, bei der Wertpapiere eine größere Rolle in der Außenfinanzierung spielen, dürfte also bewirken, dass sich Zinsschritte der EZB schneller in den Kreditzinsen der Banken niederschlagen.

### **Größere Bedeutung von Vermögenseffekten**

Zinsänderungen können sich auf die Preise für Vermögenswerte auswirken, ganz gleich, ob es sich dabei um Finanzinstrumente oder um Sachvermögen wie zum Beispiel Immobilien handelt. Damit beeinflussen sie auch das Vermögen der privaten Haushalte und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Die Bedeutung von Vermögenseffekten ist abhängig vom absoluten Wert und von der Zusammensetzung des Vermögens, den Auswirkungen der Geldpolitik und davon, wie Vermögensänderungen auf Konsum- und Investitionsentscheidungen durchschlagen. Wenn Wertpapiere an Bedeutung gewinnen, dürften die Unternehmen und Privathaushalte den Anteil ihrer Finanzaktiva in Form von Wertpapieren an ihren Vermögensanlagen vergrößern. Daher wird eine Verschiebung der Finanzierungsstruktur hin zu einer stärkeren Inanspruchnahme der Wertpapiermärkte die Bedeutung von Vermögenseffekten erhöhen, weil wahrscheinlich ein größerer Teil des Vermögens der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften aus Finanz-

instrumenten wie etwa Unternehmensanleihen oder -aktien bestehen wird. Dieser Wirkungszusammenhang könnte jedoch dadurch abgemildert werden, dass auch MFIs von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebene Schuldverschreibungen, Aktien und sonstige Anteilsrechte im Bestand haben, so dass die Abhängigkeit der anderen Bereiche

des privaten Sektors von der Volatilität dieser Instrumente nicht ganz proportional zur Entwicklung an diesen Märkten wächst. Zum jetzigen Zeitpunkt spielen die MFIs offensichtlich eine herausragende Rolle bei der Außenfinanzierung im Euro-Währungsgebiet. Daher muss der Entwicklung in diesem Sektor besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden.

## 5 Schlussbemerkungen

Die Beziehung zwischen Unternehmensfinanzierung, Finanzstruktur und Geldpolitik ist von großer Bedeutung für die Entwicklung der Finanzmärkte und das Wirtschaftswachstum und ist sowohl von wissenschaftlicher als auch von politischer Seite eingehend analysiert worden. Probleme auf Grund von unter Kreditnehmern und Kreditgebern asymmetrisch verteilten Informationen über die Finanzmärkte können manche Kreditnehmer dazu zwingen, bestimmte Finanzierungsformen zu bevorzugen und so ihre Kapitalstruktur und Kapitalkosten zu beeinflussen. In der Praxis hängen die Nutzung bestimmter Finanzierungsquellen durch die Unternehmen und die Entwicklung der Finanzstruktur einer Volkswirtschaft von diesen Informationsproblemen sowie einer Vielzahl von institutionellen, rechtlichen und historisch gewachsenen Gegebenheiten ab. Es ist zu betonen, dass eine von Bankkrediten geprägte Finanzierungsstruktur nicht mehr und nicht weniger effizient als die Finanzierung über Wertpapiermärkte ist. Vielmehr wird die Wirtschaftlichkeit dadurch gefördert, dass sich die unterschiedlichen Finanzierungsmöglichkeiten gegenseitig ergänzen.

Wie dieser Artikel gezeigt hat, gibt es Anzeichen dafür, dass sich die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zunehmend über Wertpa-

piere, wie etwa über die Begebung von Schuldverschreibungen oder börsennotierten Aktien sowohl an den traditionellen Börsen als auch den Wachstumsbörsen, finanzieren. Die Vorbereitung auf den Euro und seine Einführung waren, insbesondere im Hinblick auf die Emission von Schuldverschreibungen, ein wichtiger Motor dieser Entwicklung, der für mehr Effizienz an den Kapitalmärkten im Euroraum gesorgt und die asymmetrische Verteilung der Information zu einem gewissen Grad reduziert hat. Gleichwohl bleiben Kredite, vor allem die Kreditvergabe durch die MFIs, eine bedeutende Quelle der Nettoaußenfinanzierung für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet.

Die Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euroraum ist für die Geldpolitik von Bedeutung und wirkt sich auch auf die finanzielle Stabilität aus. Eine weitere Zunahme der Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften über die Begebung von Wertpapieren könnte dazu führen, dass die Unternehmen stärker von der Entwicklung an den Finanzmärkten abhängig sind, dass die Kreditkonditionen der Banken wettbewerbsfähiger werden und dass die Wirtschaft gegenüber Vermögenseffekten anfälliger wird. All diese Entwicklungen könnten den monetären Transmissionsmechanismus beeinflussen.

# Auf dem Weg zu einem einheitlichen Leistungsniveau für Massenzahlungen im Euro-Währungsgebiet

*Die effiziente und zuverlässige Abwicklung grenzüberschreitender Zahlungen im Euroraum ist für ein reibungsloses Funktionieren des Binnenmarkts unbedingt erforderlich. Die Vorteile, die aus der Anwendung der Grundsätze des freien Waren- und Dienstleistungsverkehrs, des freien Kapitalverkehrs und des freien Personenverkehrs gezogen werden können, hängen in der Tat teilweise von der Geschwindigkeit, der Sicherheit und den Kosten des Geldtransfers ab.*

*Die Einführung des Euro war ein wichtiger Schritt auf dem Weg zur Realisierung des Binnenmarkts. Währungsgrenzen gehören der Vergangenheit an, und alle Zahlungen innerhalb des Euroraums sind als „Inlandszahlungsverkehr“ zu betrachten. Auf dem Gebiet des Großzahlungsverkehrs sorgen grenzüberschreitende Systeme wie zum Beispiel das TARGET-System („Trans-European Automated Real-Time Gross settlement Express Transfer System“) und Euro 1 für eine effiziente Zahlungsabwicklung innerhalb der EU; sie haben somit zur Integration der Euro-Geldmärkte beigetragen. Von Beginn des nächsten Jahres an werden Euro-Banknoten und -Münzen gesetzliches Zahlungsmittel im gesamten Euroraum, sodass sie in gleicher Weise in einem nationalen und grenzüberschreitenden Kontext verwendet werden können. Auf dem Gebiet der unbaren Massenzahlungen gibt es aber nach wie vor erhebliche Effizienzlücken zwischen der Abwicklung von inländischen und grenzüberschreitenden Zahlungen.*

*Das Eurosystem hat Zielvorgaben für grenzüberschreitende Massenzahlungen definiert, die bis spätestens 2002 verwirklicht werden sollten. Es hat intensiv mit dem Bankensektor zusammengearbeitet, um die Hindernisse, die das Bankgewerbe für die Ineffizienz des grenzüberschreitenden Massenüberweisungsverkehrs im Euroraum verantwortlich macht, zu beseitigen. Es sind inzwischen zwar Fortschritte erzielt worden, aber die Ziele des Eurosystems wurden eindeutig noch nicht erreicht.*

*Das Eurosystem engagiert sich weiterhin stark dafür, den gesamten Euroraum zu einem einheitlichen Zahlungsgebiet zu machen. Es verfolgt die Entwicklung des grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehrs genau und wird die Situation Anfang 2002 erneut beurteilen. Falls notwendig, werden weitere Maßnahmen ergriffen werden müssen, um ein reibungsloses Funktionieren des Massenzahlungsverkehrs im Euroraum zu gewährleisten.*

## I Die Rolle der Zentralbanken im Massenzahlungsverkehr

Zentralbanken waren schon immer am Massenzahlungsverkehr beteiligt. Massenzahlungen sind auf einen bestimmten Betrag begrenzte Zahlungen zwischen Verbrauchern sowie zwischen Verbrauchern und Unternehmen. Im 19. Jahrhundert wurden viele Zentralbanken insbesondere mit dem Ziel gegründet, das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Banknoten zu sichern – ein Massenzahlungsinstrument, das (im Gegensatz zu Münzen) keinen Eigenwert besaß. Im Laufe des 20. Jahrhunderts kam es erstmals zu einer Verwendung von Geschäftsbankengeld (Einlagen bei Geschäftsbanken). Im Zuge dieser Entwicklung entstanden Instrumente, die den Transfer dieses Geldes ermöglichten (Schecks, Überweisungen, Lastschriften und

Kartenzahlungen), und Systeme, in denen diese Instrumente gehandelt und zwischen Banken verrechnet wurden. Um auch hier das Vertrauen der Öffentlichkeit in Zahlungsverkehrssysteme zu sichern, die auf dem Austausch von Geschäftsbankenverbindlichkeiten basieren, spielen alle Zentralbanken im Massenzahlungsverkehr bei der Bereitstellung der dem Zahlungsausgleich zu Grunde liegenden Vermögenswerte (Zentralbankverbindlichkeiten) eine Rolle. Außerdem blieben einige Zentralbanken auch direkt in die operative Abwicklung von Massenzahlungen eingeschaltet.

Auf Grund der geldpolitischen Funktion einer modernen Zentralbank ist die Überwachung

des Einflusses des Zahlungsverkehrs auf die Geldpolitik und die Systemstabilität ein weiteres Hauptelement ihrer grundlegenden Aufgabe, das reibungslose Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme zu gewährleisten, geworden. Diese Aufgabe wird zunehmend gesetzlich verankert. Für das Eurosystem ist sie in Artikel 105 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft und Artikel 3 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (Satzung des ESZB) festgelegt. Außerdem räumt Artikel 22 der Satzung des ESZB der EZB ausdrücklich Regulierungsbefugnisse ein und ermöglicht eine operative Beteiligung des Eurosystems an Zahlungsverkehrssystemen. Diese Bestimmungen gelten sowohl für Massen- als auch für Großzahlungssysteme.

Im letzten Jahrzehnt konzentrierte sich die Aufmerksamkeit der Zentralbanken weitgehend auf das aus dem Großzahlungsverkehr resultierende Systemrisiko. Nach der Verabschiedung des Berichts des Ausschusses für Interbank-Netting-Systeme der Zentralbanken der Zehnergruppe („Lamfalussy-Bericht“) im November 1990 intensivierten die Zentralbanken ihre Bemühungen zur Begrenzung des Systemrisikos, indem sie die Sicherheit und Zuverlässigkeit der Großbetragsnettosysteme verbesserten, Echtzeit-Bruttosysteme (RTGS-Systeme) entwickelten und die Banken dazu ermutigten, solche Systeme für Großbetragszahlungen zu nutzen. In Übereinstimmung mit dieser Politik hat das Eurosystem TARGET, das RTGS-System für den Euro, entwickelt.

Die Bemühungen der Zentralbanken hinsichtlich der Großzahlungssysteme mögen vielleicht den Eindruck erweckt haben, dass ihr Interesse ausschließlich diesen Systemen gelte. Dies ist jedoch eindeutig nicht der Fall, da Massenzahlungen weiterhin einen wichtigen Teil ihrer heutigen Aufgabe darstellen.

Da effiziente Massenzahlungsverkehrssysteme wichtig für die Volkswirtschaft sind, haben insbesondere große Zentralbanken Effizienzüberlegungen in ihre Zahlungsverkehrspolitik mit einbezogen. In den Vereinigten Staaten spiegelt sich die Rolle der Federal Reserve beim Massenzahlungsverkehr nicht nur im Gesetz über die Federal Reserve wider, sie wurde auch 1998 von einem Ausschuss unter dem Vorsitz von Alice Rivlin, der stellvertretenden Vorsitzenden des Board of Governors des Federal Reserve System, bestätigt. Der Ausschuss bekräftigte die operative Rolle der Federal Reserve bei der Bereitstellung von Dienstleistungen auf dem Gebiet des Scheckinzugs und als Automatisiertes Clearinghaus (ACH). Ferner empfahl er der Fed, eine aktivere Rolle zu spielen und eng mit Anbietern und Nutzern im Zahlungsverkehr zusammenzuarbeiten, um die Effizienz der Scheck- und ACH-Dienstleistungen zu verbessern und einen Beitrag zur Entwicklung von Strategien für den Übergang zur nächsten Generation von Zahlungsinstrumenten zu leisten.

Die Effizienz der Zahlungsverkehrssysteme ist auch für das Eurosystem äußerst wichtig. In einer marktwirtschaftlichen Ordnung sollten Effizienzprobleme vorwiegend durch die Marktkräfte gelöst werden. Der Staat einschließlich der Zentralbanken sollte nur dann eingreifen, wenn der Markt versagt. Effiziente Zahlungsverkehrssysteme setzen immer einen gewissen Grad an Kooperation zwischen den Geschäftsbanken voraus, und die Zentralbanken handeln in der Regel als Katalysatoren zur Förderung einer solchen Kooperation – eine Strategie, die sich in den meisten Ländern als effektiv erwiesen hat. Deshalb fordert das Eurosystem die Banken des Euroraums regelmäßig dazu auf, Meinungen auszutauschen und einen Konsens darüber zu erzielen, wie man die Zahlungsverkehrsdienstleistungen verbessern kann.

## 2 Derzeitige Situation im grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehr unbefriedigend

Gegenwärtig werden im Euroraum insgesamt etwa 100 Millionen inländische Massenzahlungen pro Tag abgewickelt. Die Zahl der grenzüberschreitenden Massenzahlungen ist deutlich niedriger und dürfte sich auf lediglich einige hunderttausend Stück pro Tag belaufen, wobei es sich vorwiegend um Kartenzahlungen handelt.

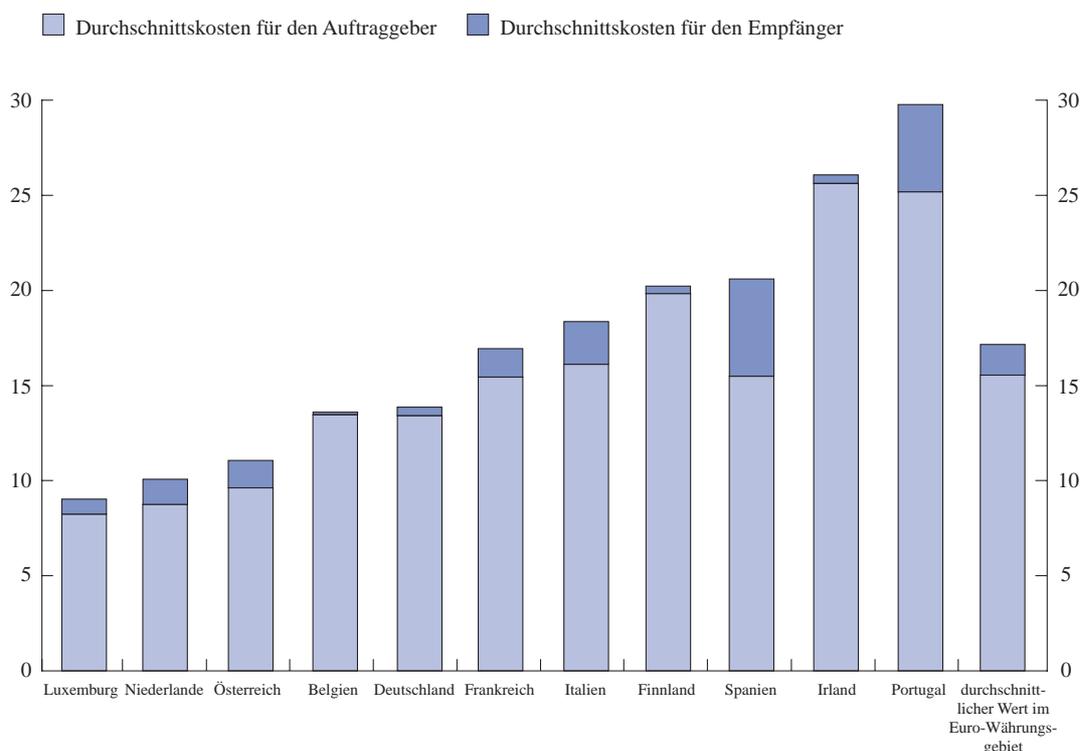
Bei Überweisungen, dem geeignetsten Instrument für Fernzahlungen (bei denen Zahlungsempfänger und Auftraggeber nicht persönlich zusammentreffen), ist die Effizienz im grenzüberschreitenden Verkehr verglichen mit dem Inlandsverkehr bemerkenswert gering. Bei grenzüberschreitenden Zahlungen sind die Entgelte wesentlich höher und die Abwicklungszeiten deutlich länger als im Inlandszahlungsverkehr.

In dem von der Europäischen Kommission herausgegebenen Bericht „Bank Charges in Europe“ (Bankentgelte in Europa) wurde festgestellt, dass für den Auftraggeber einer grenzüberschreitenden Überweisung über 100 € im November 1999 ein durchschnittliches Entgelt von 15,51 € anfiel. Berücksichtigt man, dass in 25 % der Fälle zusätzliche Entgelte auch beim Zahlungsempfänger erhoben wurden, beliefen sich die Gesamtkosten einer solchen Überweisung auf durchschnittlich 17,10 € (weitere Einzelheiten sowie eine Aufgliederung nach Ländern sind der unten stehenden Abbildung zu entnehmen). Dieses Entgelt ist zwar etwa 40 % niedriger als das Entgelt, das in einer Studie der Europäischen Kommission im Jahr 1994 ermittelt wurde, aber immer noch rund 100 Mal höher als die Kosten für Inlandsüberweisungen, die selten

### Abbildung

#### Durchschnittskosten für grenzüberschreitende Massenüberweisungen im Euro-Währungsgebiet

(in €)



Quelle: „Bank Charges in Europe“ (Bankentgelte in Europa), Bericht der Europäischen Kommission (Generaldirektion Gesundheit und Verbraucherschutz), B5-1000-99/074610, IEIC, April 2000.

## Tabelle

### Abwicklungszeit für eine Überweisung im Euro-Währungsgebiet

1 Tag	2 Tage	3 Tage	4 Tage	5 Tage	6 Tage	>= 7 Tage	Durchschnitt
6,04 %	28,70 %	25,68 %	16,62 %	13,60 %	4,23 %	5,14 %	3,41 Tage

Quelle: „Bank Charges in Europe“ (Bankentgelte in Europa), Bericht der Europäischen Kommission (Generaldirektion Gesundheit und Verbraucherschutz), B5-1000-99/074610, IEIC, April 2000.

mehr als 0,10 € bis 0,20 € betragen. Es liegt auf der Hand, dass solche Entgelte für einige Segmente des grenzüberschreitenden Handels und Dienstleistungsverkehrs untragbar sind.

Was die Abwicklungszeit für grenzüberschreitende Massenüberweisungen angeht, so sind einige Verbesserungen festzustellen. Die im oben genannten Bericht ausgewiesene durchschnittliche Abwicklungszeit betrug 3,41 Geschäftstage. In einigen Fällen war die Abwicklungszeit jedoch immer noch unzulässig lang (siehe Tabelle oben).

Die Hauptursachen für die derzeit unbefriedigende Situation liegen in der internen Organisation der Banken und der Kommunikationsschnittstelle mit den Kunden. Ein Großteil der Kosten ist auf nichtstandardisierte Kundenschnittstellen sowie einen geringen Automationsgrad bei den internen Systemen und Verfahren der Banken zurückzuführen. Selbst wenn der Auftraggeber seinen Auftrag elektronisch übermittelt, sind die gewählten Formate selten mit den von der Bank des Empfängers verwendeten Formaten kompatibel. Darüber hinaus müssen viele grenzüberschreitende Zahlungen von den Banken mit hohem Kostenaufwand „berichtigt“ werden, da den Kunden nicht immer alle für eine korrekte Überweisung erforderlichen Infor-

mationen zur Verfügung stehen. In diesem Zusammenhang können auch die Kunden selbst durch sorgfältiges Ausfüllen der Überweisungsaufträge zu mehr Effizienz bei den Zahlungsverkehrsdienstleistungen beitragen.

Ein weiterer wichtiger Grund liegt darin, dass überwiegend die Dienste von Korrespondenzbanken in Anspruch genommen werden, wobei häufig eine manuelle Abwicklung mit erheblichen Auswirkungen auf Kosten und Abwicklungsgeschwindigkeit erfolgt. Im inländischen Zahlungsverkehr wurden die Korrespondenzbankverfahren durch multilaterale Zahlungsverkehrsinfrastrukturen ersetzt. Gleiches gilt im Euro-Währungsgebiet für den Großzahlungsverkehr – zum Beispiel über TARGET oder das Euro I-System, ein von der Euro Banking Association (EBA) entwickeltes Großzahlungssystem. Die Entwicklung von Infrastrukturen für grenzüberschreitende Massenzahlungen im Euro-Währungsgebiet steckt noch in den Anfängen. Banken nutzen heutzutage Korrespondenzbankbeziehungen unter anderem, um auf diesem Wege Kundengeschäfte in Altwährungen abzuwickeln. Die Bargeldumstellung im Jahr 2002 dürfte zu einer Verringerung des Korrespondenzbankgeschäfts und zu einer verstärkten Nutzung fortschrittlicherer Massenzahlungsverkehrsinfrastrukturen im Euroraum beitragen.

### 3 Strategie und Ziele des Eurosystems: Grenzüberschreitende Massenzahlungen müssen den Stand inländischer Zahlungsverkehrsdienstleistungen erreichen

Um die ökonomische Funktion des Geldes in vollem Umfang zu wahren, müssen Euro-Forderungen in Geschäftsbankengeld uneingeschränkt austauschbar und mit Forderungen in Zentralbankgeld (d. h. Bargeld und Einlagen bei der Zentralbank) vollständig

substituierbar sein, wie dies bereits auf nationaler Ebene der Fall ist. Mit anderen Worten: Es darf bei allen Zahlungsarten EWU-weit nicht mehr zwischen Geschäftsbankengeld und Zentralbankgeld unterschieden werden.

## Kasten I

### Ziele des Eurosystems für den grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehr

- Ziel 1: Bis zum 1. Januar 2002 sollen verbesserte Systeme/Dienstleistungen zur Verfügung stehen.
- Ziel 2: Grenzüberschreitende Überweisungen sollen Vorrang haben.
- Ziel 3: Die Preise für grenzüberschreitende Überweisungen sollen sich erheblich verringern.
- Ziel 4: Die Abwicklungszeiten im inländischen und im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr sollen vergleichbar sein.
- Ziel 5: Bei grenzüberschreitenden Überweisungen soll als Standardregel gelten, dass die Entgelte ausschließlich vom Auftraggeber der Zahlung zu tragen sind.
- Ziel 6: Der Zugang zu grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehrssystemen soll offen sein.
- Ziel 7: Bestehende Standards sollen baldmöglichst umgesetzt werden.

Beim Zahlungsverkehr zwischen Banken in Zentralbankgeld ist durch TARGET bereits ein weitgehend einheitliches Zahlungsgebiet entstanden. Über TARGET werden grenzüberschreitende Überweisungen in Echtzeit und so mit ähnlicher Geschwindigkeit wie im Inlandszahlungsverkehr abgewickelt. Der durchschnittliche Preis für eine grenzüberschreitende TARGET-Überweisung ist etwa zweieinhalb Mal höher als der Preis für eine inländische Überweisung, was auf die Zielvorgabe der Kostendeckung zurückzuführen ist. Das Eurosystem ist jedoch bestrebt, das TARGET-System weiter zu verbessern und zu harmonisieren und es kostengünstiger zu gestalten.

Was den Zahlungsverkehr zwischen Privatpersonen in Zentralbankgeld (Barzahlungen) betrifft, unternehmen das Eurosystem und das Kreditgewerbe große Anstrengungen, die Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen zu Beginn des Jahres 2002 vorzubereiten. Der Euroraum wird sich dann im Hinblick auf den Barzahlungsverkehr zu einem echten „inländischen“ Zahlungsgebiet entwickelt haben, und der Begriff der „grenzüberschreitenden“ Zahlung wird seine Bedeutung verloren haben.

Im Hinblick auf grenzüberschreitende Massenzahlungen in Geschäftsbankgeld wurde dem wichtigen Aspekt der Umstellung auf den Euro seitens des Bankensektors nicht genügend Aufmerksamkeit gewidmet. Dies führte zu der gegenwärtig unbefriedigenden Situation im grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehr. Das Eurosystem hat 1999 damit begonnen, sich mit diesem Problem zu befassen.

Das Europäische Parlament, das ebenfalls über diese Situation sehr besorgt ist, hat die EZB dringend aufgefordert, sich an der operativen Abwicklung des grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehrs zu beteiligen und der Bevölkerung in Europa entsprechende Dienstleistungen direkt zur Verfügung zu stellen. Dabei wurde auch angeregt, TARGET für die Abwicklung grenzüberschreitender Massenzahlungen einzusetzen. In der Tat wickelt TARGET nicht nur Interbankzahlungen, sondern auch Kundenzahlungen ab. Die Zahl der grenzüberschreitenden Kundenzahlungen verdoppelte sich im Jahr 2000 auf 14 000 Stück pro Tag. Hierbei handelt es sich jedoch vorwiegend um Großbetragszahlungen von Unternehmen (mit einem durchschnittlichen Wert von 1,1 Millionen €), die in diesem Zusammenhang nicht als Massenzahlungen anzusehen sind. Für Massenzahlungen von geringerem Wert ist das derzeitige TARGET-System möglicherweise zu kostspielig, da die Zahlungsvorgänge transaktionsorientiert und nicht dateiorientiert abgewickelt werden.

Das Eurosystem hat die Möglichkeit nicht ausgeschlossen, sich stärker an der operativen Abwicklung zu beteiligen, als dies derzeit der Fall ist. In einer Marktwirtschaft sollte der Bankensektor allerdings in der Lage sein, die erforderlichen technischen Voraussetzungen für eine rasche und kostengünstige Überweisung von Geschäftsbankgeld zu schaffen. Das Eurosystem vertrat auf Grund der Erfahrungen auf nationaler Ebene die Auffassung, dass ein marktorientierter und kooperativer Ansatz gegenüber den Banken am ehesten

substanzielle Fortschritte ermöglichen und entschloss sich daher, als „Katalysator der Veränderung“ zu fungieren. Das Eurosystem unterstützte die Banken dabei, die Voraussetzungen für geeignete privatwirtschaftliche Lösungen zu schaffen, und veröffentlichte im

September 1999 seinen Bericht „Improving cross-border retail payment services in the euro area – the Eurosystem’s view“<sup>1</sup>. Der Bericht gab sieben Ziele vor, die die Banken bis zum Jahr 2002 erreichen sollten. Diese Ziele sind in Kasten I aufgeführt.

#### 4 Fortschritte bei der Beseitigung von Hindernissen und offene Fragen

Das Eurosystem arbeitet eng mit dem Bankgewerbe zusammen, um Hindernisse auf dem Weg zu einer Verbesserung der Leistungen im grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehr zu erkennen und möglichst zu beseitigen.

Erstens erklärten die Banken, dass sich eine Verbesserung des grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehrs im Euroraum *nicht rechnen*. Das Argument, die Preise seien hoch, weil das Geschäftsaufkommen so niedrig sei, lässt sich jedoch auch leicht umkehren: Das Geschäftsaufkommen ist niedrig, weil die Preise so hoch sind. Außerdem dürften sich auch Inlandszahlungen zwischen Dörfern in zwei weit entfernten Regionen des gleichen Landes kaum rechnen. Das Eurosystem hat nachdrücklich darauf hingewiesen, dass effiziente grenzüberschreitende Massenzahlungen ein unverzichtbarer Bestandteil des Übergangs zur gemeinsamen Währung sind, selbst wenn sie sich nicht rechnen. Die Kosten für die Verbesserung des Leistungsniveaus bei grenzüberschreitenden Massenzahlungen sollten daher unter dem Gesichtspunkt der Vorteile der gemeinsamen Währung insgesamt gesehen werden.

Zweitens war die *Interbanken-Infrastruktur* unzureichend. Um diesen Mangel zu beheben, entwickelte der Bankensektor eine neue Initiative namens STEP I, ein grenzüberschreitendes Kleinüberweisungssystem. Es hat am 20. November 2000 den Betrieb aufgenommen und nutzt die Infrastruktur des Euro I-Systems der EBA. Das Eurosystem begrüßte die STEP I-Initiative, die zu einer Verbesserung grenzüberschreitender Massenzahlungen beitragen kann. Inwieweit sie tatsächlich dazu beiträgt, die Ziele des Eurosystems zu errei-

chen, kann aber erst vollständig beurteilt werden, wenn STEP I längere Zeit in Betrieb ist.

Was drittens *einheitliche Standards* betrifft, so gibt es schon seit längerem international gültige Kontonummern und Zahlungsanweisungen.

Um grenzüberschreitende Massenzahlungen voll automatisiert durchführen zu können, fehlte nur noch ein geeignetes Format für die Übermittlung von Zahlungsnachrichten zwischen den beteiligten Banken. Das Eurosystem führte intensive Gespräche, die im Ergebnis zur Entwicklung einer Zahlungsnachricht führten, die eine durchgängig automatisierte Abwicklung („straight-through processing“ (STP)) aller Zahlungen im gesamten Euroraum ermöglicht. Diese Zahlungsnachricht wurde im November 2000 in das SWIFT-System, aber auch in TARGET sowie in Euro I und in STEP I der EBA übernommen. Dies bedeutet, dass alle technischen Voraussetzungen für eine voll automatisierte Abwicklung grenzüberschreitender Massenzahlungen im Euroraum nunmehr erfüllt sind. Die Banken scheinen jedoch nicht sehr geneigt, die Standards zügig umzusetzen, weil die Investitionen beträchtlich sind und sie davon erst in vollem Umfang profitieren werden, wenn die Standards auch von anderen Banken umgesetzt und allgemein genutzt werden.

Viertens verwiesen die Banken darauf, dass es für die Empfängerbank problematisch sei, das Ziel der Kostendeckung zu erreichen, wenn der Auftraggeber einer grenzüberschreitenden Überweisung alle Entgelte an die Bank des Auftraggebers zu zahlen habe. Deshalb erscheine es schwierig, die bisherige Pra-

<sup>1</sup> Dieser Bericht liegt nicht in deutscher Übersetzung vor.

## Kasten 2

### Punkte für ein Sofortprogramm der Banken

1. Die Anbieter von Zahlungsverkehrsinfrastrukturen sowie die Banken sollten sich bis Ende 2000 öffentlich zur Umsetzung der STP-Standards verpflichten und die Standards bis Mitte 2001 einführen.
2. Der Bankensektor sollte umgehend die unrechtmäßige „doppelte Entgeltbelastung“ aufgeben und eine praktikable Lösung für das zu Grunde liegende Problem finden. Falls sich der Bankensektor zu diesem Zweck für ein multilaterales Interbankenentgelt (MIF) entscheidet, sollte dieses bis Mitte 2001 eingeführt werden.
3. Der Bankensektor sollte ein standardisiertes Produkt für grenzüberschreitende Überweisungen mit einem gemeinsamen Namen definieren, das die Basisleistung im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr abdeckt, die Anforderungen des Eurosystems erfüllt und von den meisten Banken angeboten wird. Dieses Produkt sollte bis spätestens Mitte 2001 eingeführt und von einer Marketing-Kampagne begleitet werden.
4. Der Bankensektor sollte Informationskampagnen durchführen, die auf Privat- und Unternehmenskunden ausgerichtet sind und diese über die Standards und die Angaben informieren, die in Rechnungen und Zahlungsaufträgen enthalten sein sollten. Der Bankensektor sollte bis Ende 2000 einen praktischen Vorschlag für eine solche Kampagne ausarbeiten.

xis aufzugeben, bei der sowohl der Auftraggeber als auch der Empfänger einer Überweisung mit Entgelten belastet werde, selbst wenn sich der Auftraggeber zur Übernahme aller Kosten verpflichtet habe. Dieses Phänomen, die so genannte „doppelte Entgeltbelastung“, ist nach der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. Januar 1997 über grenzüberschreitende Überweisungen (97/5/EG) verboten. Der oben erwähnte Bericht über Bankentgelte in Europa zeigte jedoch, dass dies noch immer bei 25 % aller grenzüberschreitenden Überweisungen üblich ist. Das Eurosystem hat die Banken dringend aufgefordert, eine kurzfristige Lösung zu finden. In einem ersten Schritt versucht der Bankensektor, sich auf ein standardisiertes multilaterales Interbankenentgelt (default multilateral interbank exchange fee – MIF) zu einigen. Dieses einheitliche MIF würde die Kosten der Dienstleistung der Empfängerbank decken und dem Überweisungsbetrag hinzugerechnet. Mit dem MIF könnte das Problem der „doppelten Entgeltbelastung“ kurzfristig gelöst werden, sofern es niedrig ist und die von der Europäischen Kommission für die Befreiung von den Wettbewerbsregeln der Gemeinschaft festgelegten Kriterien erfüllt.

Schließlich wird von Banken zur Rechtfertigung der hohen Entgelte für grenzüberschreitende Massenüberweisungen häufig angeführt, dass sie solche Überweisungen für die *Zahlungsbilanzstatistik* melden müssen. Diese Meldepflicht erfordere häufig eine manuelle Bearbeitung und störe somit die voll automatisierte Abwicklung. Auf Anregung des Eurosystems fanden Gespräche mit dem Bankensektor und den Statistikbehörden statt, mit dem Ziel, die Kosten der Meldungen für die Zahlungsbilanzstatistik zu verringern. Das Ergebnis war, dass eine einheitliche Freigrenze von 12 500 € vereinbart wurde. Darunter liegende Beträge müssen ab 1. Januar 2002 nicht mehr gemeldet werden. Darüber hinaus werden harmonisierte Wirtschaftscodes für grenzüberschreitende Zahlungen die Automation der Meldung erleichtern. Dadurch wird nicht nur der Verwaltungsaufwand der Banken bei den meisten ihrer grenzüberschreitenden Massenzahlungen entfallen, sondern auch einer ihrer Hauptgründe für die Erhebung hoher Entgelte.

Dieser kurze Überblick zeigt, dass nunmehr die Voraussetzungen dafür geschaffen sein dürften, dass das Bankgewerbe die Unterschiede zwischen inländischen und grenzüberschreitenden Massenzahlungen in Bezug

auf die Preise und Abwicklungszeiten erheblich reduziert (und langfristig beseitigt). Das Eurosystem hat die seit 1999 erzielten Erfolge in dem im September 2000 veröffentlichten Fortschrittsbericht „Improving cross-border retail payment services“ beurteilt. Darin bestätigt das Eurosystem, dass zwar Fortschritte erzielt, die in dem Bericht von 1999 festgelegten Ziele indes noch keineswegs erreicht wurden. Das Eurosystem fordert daher den Bankensektor dringlich auf, seine Bemühungen nicht nur fortzusetzen, sondern zu verstärken und insbesondere vier Punkte eines Sofortprogramms umzusetzen (siehe Kasten 2).

## 5 Schlussbemerkungen

Anfang 2002 wird die Einführung von Euro-Banknoten und -Münzen den Euroraum in ein inländisches Zahlungsgebiet für den Barzahlungsverkehr verwandeln. Europäische Bürger können dann ohne weiteres und effizient Zahlungen mit Zentralbankgeld EWU-weit vornehmen. Sie erwarten zu Recht, dass dann alle Zahlungen von Privatkunden mit Geschäftsbankengeld EWU-weit zu den gleichen Kosten und innerhalb der gleichen Fristen abgewickelt werden können, das heißt, dass es keinen Unterschied mehr zwischen Geschäftsbanken- und Zentralbankgeld geben wird. Zurzeit ist der Bankensektor von diesem Ziel noch weit entfernt.

Das Eurosystem hat Ziele und Punkte für ein Sofortprogramm festgelegt, die sicherstellen sollen, dass bis 2002 wesentliche Verbesserungen erzielt werden können. Es hat Gespräche mit den betroffenen Parteien angeregt und dazu beigetragen, die Gründe für die hohen Preise und das niedrige Leistungsniveau bei grenzüberschreitenden Massenüberweisungen zu beseitigen. Folglich wird das derzeitige Effizienzgefälle zwischen inländischen und grenzüberschreitenden Überweisungen in Zukunft noch weniger zu rechtfertigen sein.

Es ist noch zu früh um abschätzen zu können, ob die gegenwärtigen Fortschritte der Ban-

ken ausreichen werden, um die Dienstleistungen im Zahlungsverkehr bis 1. Januar 2002 wesentlich zu verbessern. Die Banken müssen ihre Anstrengungen unbedingt verstärken. Im Verlauf dieses Jahres wird das Eurosystem die weiteren Fortschritte genau überwachen und die Banken weiter dabei unterstützen, das gemeinsame Ziel zu erreichen. Ein Bericht über das Leistungsniveau im grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehr wird Anfang 2002 veröffentlicht.

Diese Beurteilung wird ein entscheidender Test für das Kundengeschäft der Banken im Euroraum sein. Wenn für den Massenzahlungsverkehr im gesamten Euroraum nicht rechtzeitig eine Infrastruktur und ein Leistungsniveau erreicht werden, die den Standards im Inlandszahlungsverkehr näher kommen, haben die Banken ein wichtiges Ziel ihrer Vorbereitungen für die Umstellung auf die gemeinsame Währung verfehlt. Gelingt es den Banken bis 2002 nicht, Privatkunden effiziente grenzüberschreitende Zahlungsverkehrsdienstleistungen anzubieten, wäre das Eurosystem außerdem gezwungen, seine Haltung ernsthaft zu überdenken und sich letztlich doch stärker an der operativen Abwicklung zu beteiligen. Das Eurosystem ist jedoch nach wie vor zuversichtlich, dass die Banken entschlossen und in der Lage sind, bis 2002 EWU-weit wesentlich bessere Dienst-

leistungen im grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehr anzubieten. Dies ist als wichtiger Schritt auf dem Weg zum Endziel eines

wirklich einheitlichen „inländischen“ Zahlungsverkehrsgebiets für Euro-Massenzahlungen anzusehen.



# Die externe Kommunikation der Europäischen Zentralbank

*Die Kommunikation mit der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten hat seit der Gründung der Europäischen Zentralbank eine außerordentlich wichtige Rolle bei ihren geldpolitischen Entscheidungen und Maßnahmen gespielt. Schon beim Europäischen Währungsinstitut, dem Vorläufer der EZB, wurden Strategien zur Bewältigung der kommunikationspolitischen Herausforderungen, denen sich die neue Zentralbank in einem mehrsprachigen und multikulturellen Umfeld gegenübersehen würde, entwickelt. Infolgedessen betreibt die EZB eine aktivere Öffentlichkeitsarbeit als fast alle anderen Zentralbanken der Welt. Die externe Kommunikation der EZB geht über ihre rechtlichen Pflichten hinaus. Erfolgreiche Kommunikation und ein hohes Maß an Transparenz sind zwei Mittel, um das Vertrauen der Finanzmärkte und der Öffentlichkeit zu gewinnen. Sie ermöglichen den Beobachtern in den Medien und den demokratischen Institutionen eine Einschätzung der Maßnahmen der EZB vor dem Hintergrund ihres Mandats, die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten. Die nationalen Zentralbanken des Eurosystems sind unverzichtbare Partner bei diesen Maßnahmen der externen Kommunikation, insbesondere im Hinblick auf die engen Kontakte, die sie mit regionalen und nationalen Zielgruppen pflegen.*

## I Einleitung

Die Kommunikation mit der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten spielt aus zweierlei Gründen für jede Zentralbank eine Schlüsselrolle: Erstens kann erfolgreiche Kommunikation zum Gelingen der Maßnahmen und zur Erreichung der Ziele der Zentralbank beitragen. Zweitens kann man die Kommunikation als Teil der allgemeinen Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit ansehen. Denn in demokratischen Gesellschaften müssen die politikbestimmenden Institutionen – und unabhängige Zentralbanken insbesondere – ihre Entscheidungen gegenüber der Öffentlichkeit und ihren gewählten Vertretern begründen und die Verantwortung für ihre Folgen übernehmen.

Besonders für die Geldpolitik ist es unerlässlich, dass die Öffentlichkeit über Ziele und Leitprinzipien der Geldpolitik gut informiert ist. Wirkliches Verständnis seitens der Öffentlichkeit und dauerhafte Glaubwürdigkeit werden wohl am besten erreicht, wenn Informationspolitik und Leitprinzipien geldpolitischer Entscheidungen miteinander im Einklang stehen. Anders gesagt: Eine Zentralbank sollte sagen, was sie tut, und tun, was sie sagt.

Erfolgreiche Kommunikation dürfte die Glaubwürdigkeit der Zentralbank stärken, was wiederum dazu beitragen sollte, die Unsicherheit über die Gewährleistung der Preisstabilität

zu reduzieren. Dadurch bleiben die sich in den Anleiherenditen niederschlagenden Risikoprämien im Rahmen, und Wirtschaftswachstum und Wohlstand werden gefördert. Eine glaubwürdige Zentralbank wird sich auch positiv auf das Verhalten der Wirtschaftsakteure in anderen Bereichen auswirken. Wenn beispielsweise die Verhandlungsführer von Gewerkschaften und Arbeitgebern bei ihren Tarifverhandlungen von anhaltender Preisstabilität überzeugt sind, dürften die von ihnen abgeschlossenen Tarifvereinbarungen der Zentralbank die Erfüllung ihres stabilitätspolitischen Auftrags erleichtern. Alle Teile der Gesellschaft profitieren davon, wenn wirtschaftliche Entscheidungen auf der Basis einer glaubwürdigen, stabilitätsorientierten Geldpolitik getroffen werden.

Der Beschluss des EZB-Rats vom Oktober 1998, in dem eine quantitative Definition der Preisstabilität und eine Zwei-Säulen-Strategie als Orientierung für geldpolitische Entscheidungen vereinbart wurden, legte die Grundlage für eine erfolgreiche und einheitliche Kommunikationspolitik. Die geldpolitische Strategie dient als Rahmen für die in den Entscheidungsgremien geführte politische Debatte und gleichzeitig als Instrument, um der Öffentlichkeit die Geldpolitik zu erläutern.

Mit der geldpolitischen Strategie selbst haben sich bereits mehrere Artikel des Monats-

berichts befasst (siehe Ausgaben von Januar 1999 und November 2000). Der vorliegende Artikel beschäftigt sich schwerpunkt-

mäßig mit den allgemeinen Zielen der Kommunikationspolitik der EZB und den zu diesem Zweck eingesetzten Mitteln.

## 2 Ziele der Kommunikationspolitik der Europäischen Zentralbank

Die Festlegung einer erfolgreichen Kommunikationspolitik ist von besonderer Bedeutung für eine junge Institution wie die EZB. Die EZB kann sich zwar auf die Erfahrung und die Glaubwürdigkeit der nationalen Zentralbanken (NZBen) des Eurogebiets stützen, aber sie kann – im Gegensatz zu diesen – nicht auf eine lange Erfolgsgeschichte zurückblicken und agiert in einem mehrsprachigen und multikulturellen Umfeld.

Die Notwendigkeit von Transparenz und Kommunikation wurde in der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank festgehalten, die der EZB bestimmte Informationspflichten auferlegt. Die EZB muss mindestens vierteljährlich einen Bericht über die Tätigkeit des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) sowie einen Jahresbericht über diese Tätigkeit und die Geld- und Währungspolitik der EZB herausgeben. Ferner ist die EZB verpflichtet, wöchentlich einen konsolidierten Ausweis des Eurosystems zu veröffentlichen.

Bereits in einem frühen Stadium der Vorbereitungen auf die dritte Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) wurde beschlossen, dass die externe Kommunikation der EZB über diese rechtlichen Pflichten hinausgehen sollte. Es wurde deutlich, dass viele andere Informationsinstrumente genutzt werden mussten, damit die EZB ihre eigentlichen Kommunikationsziele erreichen würde. Diese Erkenntnis führte unter anderem zu der Entscheidung, einen Monatsbericht (und nicht nur einen Quartalsbericht) herauszugeben, sowie regelmäßige Pressekonferenzen zu geben.

Die EZB ist ferner sehr um eine größere Transparenz des rechtlichen Rahmens des ESZB bemüht. Diesem Ansatz entsprechend

werden die von den beschlussfassenden Organen der EZB verabschiedeten Rechtsakte und -instrumente der Öffentlichkeit zugänglich gemacht, obwohl die Satzung und der EG-Vertrag dies nicht vorschreiben.

Beim Europäischen Währungsinstitut, dem Vorläufer der EZB, entwickelte eine Arbeitsgruppe Strategien zur Bewältigung der kommunikationspolitischen Herausforderungen, denen sich die EZB in dem neuen Umfeld gegenübersehen würde. Seit September 1998 wird diese Aufgabe vom Ausschuss für Presse, Information und Öffentlichkeitsarbeit weitergeführt, in dem die Kommunikationsexperten der EZB und der nationalen Zentralbanken (NZBen) des ESZB vertreten sind. Dem dezentralen Aufbau des ESZB und des Eurosystems entsprechend kommt den NZBen bei der Erreichung der kommunikationspolitischen Ziele des Eurosystems eine wichtige Rolle zu.

Die allgemeinen Ziele der Kommunikationspolitik des Eurosystems bestehen darin,

- einen Beitrag zu einer wirksamen und erfolgreichen Geldpolitik zu leisten und
- das Vertrauen der Öffentlichkeit in das Eurosystem und seine Maßnahmen in den Teilnehmerländern und darüber hinaus zu stärken.

Zur Erreichung dieser Ziele wurden die folgenden Grundsätze vereinbart:

- Es wird als wünschenswert erachtet, „mit einer Stimme“ über die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet zu sprechen.
- Die Transparenz der geldpolitischen Ziele, Aufgaben und Maßnahmen des Euro-

systems sollte verbessert und das Vertrauen in und die Kenntnis der Funktionsweise des Eurosystems gefördert werden. Dies würde dem Eurosystem die Erfüllung seiner Rechenschaftspflichten erleichtern.

Damit ihre Kommunikationsstrategie erfolgreich sein kann, bemüht sich die EZB in Zusammenarbeit mit den NZBen um eine einheitliche externe Kommunikation im gesamten Euroraum, um die gleiche und nicht-diskriminierende Behandlung sowohl der einzelnen Länder als auch der verschiedenen Medien und die möglichst zeitgleiche Bereitstellung ihrer Informationen.

Diese allgemeinen Grundsätze kommen in den verschiedenen Tätigkeitsbereichen des Eurosystems zum Tragen, zu denen unter anderem die Festlegung und Ausführung der

Geldpolitik, die Ausgabe von Banknoten, die Erhebung statistischer Daten, die Beobachtung der Entwicklung im Finanzsektor und die Förderung des reibungslosen Funktionierens der Zahlungssysteme zählen. Nach Maßgabe der Ziele und Grundsätze verwendet das Eurosystem eine große Bandbreite unterschiedlicher Kommunikationsinstrumente. Die Mitglieder des EZB-Direktoriums, die NZB-Präsidenten und die Mitarbeiter des Eurosystems widmen der Kommunikation sehr viel Zeit und Einsatz. Die Fortschritte beim Erreichen der allgemeinen Ziele der Kommunikationspolitik des Eurosystems werden vom EZB-Rat, dem EZB-Direktorium und dem Ausschuss für Presse, Information und Öffentlichkeitsarbeit kontinuierlich überwacht. Im Folgenden beschäftigt sich der vorliegende Artikel näher mit den Informationsmaßnahmen der EZB.

### 3 Die Informationsmaßnahmen der Europäischen Zentralbank

#### Zielgruppen

Die Kommunikationsstrategie der EZB muss der Verschiedenartigkeit der jeweiligen Zielgruppen Rechnung tragen. So unterscheiden sich zum Beispiel die Erwartungen der Finanzmarktteilnehmer und Analysten über Umfang und Art der Informationen einer Zentralbank von denen der Öffentlichkeit. Darüber hinaus ist die EZB bestrebt, politische Gremien und Organisationen insbesondere auf Gemeinschaftsebene über die geldpolitische Strategie und die Beweggründe für einzelne geldpolitische Maßnahmen auf dem Laufenden zu halten. Neben der direkten Information durch die EZB spielen Multiplikatoren, und dabei vor allem die Medien, eine Schlüsselrolle für die Informationsverbreitung.

Die Notwendigkeit, Informationen in den elf Amtssprachen der Gemeinschaft bereitzustellen, stellt eine weitere Herausforderung dar. Dies ist nicht nur mit technischen Beschränkungen infolge der für die Übersetzung benötigten Zeit und Ressourcen verbunden, sondern auch mit der Schwierigkeit, exakt dieselbe Aussage in verschiedenen Sprachen und

Kulturen zu vermitteln. Dies ist insbesondere mit Blick auf das Bestreben, mit einer Stimme zu sprechen, kein leichtes Unterfangen. Um diese Herausforderung zu meistern, arbeitet die EZB eng mit den NZBen zusammen.

#### Kommunikationsinstrumente

Die EZB bedient sich der im Folgenden dargestellten Kommunikationsinstrumente, um die breite Öffentlichkeit und verschiedene spezielle Zielgruppen über ihre Politik und ihre Aktivitäten zu informieren sowie ihnen die nötigen Hintergrundinformationen zu liefern:

Der Präsident und der Vize-Präsident der EZB geben regelmäßig *Pressekonferenzen*. Diese finden normalerweise direkt im Anschluss an die erste EZB-Ratssitzung im Monat statt. Die Pressekonferenzen dienen dazu, die vom EZB-Rat getroffenen Entscheidungen zu erläutern. Medienvertreter haben dann in einer Art Fragestunde die Gelegenheit, ihre Fragen direkt an den Präsidenten oder den Vize-Präsidenten zu richten. Die „Einleitenden Bemerkun-

gen“ des Präsidenten zur Pressekonferenz werden unverzüglich auf der Internetseite der EZB veröffentlicht; nur wenige Stunden später wird auch die Niederschrift der Fragestunde ins Internet eingestellt. Die Pressekonferenzen werden von einer Reihe von privaten Fernsehsendern für ein Publikum von Finanzanalysten und sonstigen Fachleuten direkt übertragen; darüber hinaus wird im Euroraum und weltweit sowohl in den Printmedien als auch in den elektronischen Medien über die Pressekonferenzen ausführlich berichtet.

Neben den regelmäßig stattfindenden Pressekonferenzen geben sowohl der Präsident der EZB als auch andere Mitglieder des EZB-Direktoriums bei besonderen Anlässen Pressekonferenzen. In der Vergangenheit geschah dies im Zusammenhang mit Konferenzen über die Erweiterung der EU und nach bestimmten Treffen der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der Siebenergruppe.

Die *regelmäßig* von der EZB veröffentlichten *Pressemitteilungen* beziehen sich auf die geldpolitischen Beschlüsse, den konsolidierten Wochenausweis des Eurosystems, die Statistik über Wertpapieremissionen im Euro-Währungsgebiet, die Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets und die Geldmengenentwicklung im Euroraum. Ihrem Inhalt entsprechend werden sie wöchentlich, alle zwei Wochen oder einmal im Monat herausgegeben und von der EZB direkt an die Vertreter von rund 200 verschiedenen Medien versandt. *Ad-hoc-Pressemitteilungen* enthalten Informationen über bestimmte Fragen zur Tätigkeit der EZB; dazu gehören Ankündigungen neuer Publikationen, Informationen über wichtige neue Projekte oder Mitteilungen an die breite Öffentlichkeit.

Der *Monatsbericht der EZB* wird normalerweise eine Woche nach der ersten EZB-Ratsitzung im Monat veröffentlicht. Er enthält weitere Einzelheiten darüber, wie der EZB-Rat die wirtschaftliche Lage und die Aussichten für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet einschätzt sowie eine detaillierte Beschreibung der wirtschaftlichen Entwicklungen

im Euroraum. Um zur Transparenz der Geldpolitik beizutragen, enthält der Monatsbericht seit Dezember 2000 zweimal jährlich von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet.

Darüber hinaus enthält der Monatsbericht Artikel zu besonderen Themen, die mit der Tätigkeit der EZB zusammenhängen, sowie einen Statistikteil mit umfassenden Daten über die wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet. Der Monatsbericht richtet sich an ein breites Spektrum von Zielgruppen im gesamten Euroraum: an Finanzanalysten, Wissenschaftler, Medienvertreter sowie andere politische und wirtschaftspolitische Entscheidungsträger. Er wird auf Englisch verfasst und anschließend in die anderen Amtssprachen der Gemeinschaft übersetzt. Die Druckauflage des in diesen Sprachen vorliegenden Monatsberichts beläuft sich auf insgesamt rund 80 000 Exemplare. Darüber hinaus kann der Monatsbericht auf der Internetseite der EZB abgerufen werden.

Der *Jahresbericht der EZB* dient dazu, die Geld- und Währungspolitik der EZB im vergangenen und im laufenden Jahr darzustellen. Er befasst sich auch mit anderen Tätigkeiten des Eurosystems und des ESZB. Gemäß dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) wird er dem Europäischen Parlament, dem EU-Rat, der Europäischen Kommission und dem Europäischen Rat unterbreitet. Er wird in den elf Amtssprachen der Gemeinschaft veröffentlicht.

Der Präsident der EZB *steht* einmal im Vierteljahr *dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments Rede und Antwort*. Diese öffentlichen Anhörungen sind Teil der Berichterstattungspflicht, die der EZB durch den EG-Vertrag auferlegt wurde. Sie können als einer der wichtigsten Eckpfeiler der Rechenschaftspflicht der EZB angesehen werden. Über den Ablauf dieser Anhörungen wird in den Medien in ganz Europa ausführlich berichtet; sie stellen damit ein Kommunikationsinstrument im weiteren Sin-

ne dar. Die Protokolle dieser Anhörungen werden – genau wie die Mitschriften der Pressekonferenzen der EZB – auf der Internetseite der EZB veröffentlicht.

*Öffentliche Vorträge* der Mitglieder des Direktoriums sind ein wichtiges Mittel, um einflussreiche Zuhörergruppen innerhalb und außerhalb des Euroraums direkt zu erreichen. In den ersten beiden Jahren seit dem Beginn der dritten Stufe der WWU wurden besonders häufig Reden gehalten. Mit dieser Art von Kommunikation wird beabsichtigt, die Vertrautheit mit der EZB und ihrer Politik auf lokaler und regionaler Ebene zu fördern. Dies wird zum einen durch den „Multiplikatoreffekt“ erreicht, der sich daraus ergibt, dass die Reden vor Meinungsmachern gehalten werden. Zum anderen resultiert dies aus der Berichterstattung, die ein öffentlicher Auftritt von Mitgliedern des Direktoriums sowohl in den regionalen, als auch in den überregionalen und internationalen Medien mit sich bringt. Viele Reden können von der breiten Öffentlichkeit auf der Internetseite der EZB abgerufen werden, und die Texte dieser Vorträge werden häufig ebenfalls direkt an die Medien gesandt.

Der Zweck von *Interviews*, die Mitglieder des Direktoriums in Zeitungen, Zeitschriften und den elektronischen Medien geben, entspricht in etwa dem öffentlicher Vorträge. Sie ermöglichen es der EZB, die breite Öffentlichkeit in der Sprache oder den Sprachen der entsprechenden nationalen Medien zu informieren. Durch Interviews können die Entscheidungsträger der EZB sicherstellen, dass ihre politischen Anliegen in vielen verschiedenen Ländern bei einer großen Bevölkerungsschicht Gehör finden. Im vergangenen Jahr gaben die sechs Mitglieder des EZB-Direktoriums verschiedenen Medien fast 200 Interviews, die in allen Ländern der Europäischen Union und in vielen Ländern außerhalb der EU veröffentlicht oder ausgestrahlt wurden.

Die anderen *in Druckform vorliegenden Publikationen*, die neben dem Monatsbericht und dem Jahresbericht erscheinen, lassen sich in

mehrere Kategorien unterteilen. Die EZB hat eine Reihe von Berichten zu besonderen Themen, Diskussionspapieren und Broschüren herausgegeben, die sich an bestimmte Zielgruppen richten – angefangen von Experten unterschiedlicher Fachgebiete bis hin zur breiten Öffentlichkeit. Die allgemeine Broschüre „Die Europäische Zentralbank“ gibt einen ersten Überblick über den Aufbau der EZB, ihre Strategien und ihre Politik. Andere Publikationen beschäftigen sich mit dem TARGET-System, den Euro-Banknoten und -Münzen und dem Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB. Die Berichte zu besonderen Themen befassen sich unter anderem mit den Entwicklungen im Bankensektor, den Zahlungsverkehrssystemen, den Wertpapierabwicklungssystemen oder anderen Themen aus dem Tätigkeitsbereich der EZB. Die Diskussionspapiere stellen die Ergebnisse der volkswirtschaftlichen Forschung der EZB dar und wenden sich vor allem an Wissenschaftler. Eine Reihe von so genannten „Occasional Papers“ befasst sich mit politisch relevanten Themen und wendet sich an ein breites Publikum, zu dem auch andere politische Entscheidungsträger, Wissenschaftler, die Medien und die breite Öffentlichkeit gehören. Alle öffentlich zugänglichen Rechtsakte und -instrumente der EZB werden im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften publiziert. Darüber hinaus wurde 1999 die erste Ausgabe des „Compendiums“, einer Sammlung von veröffentlichten Rechtsinstrumenten der EZB, herausgegeben; dieses wird derzeit aktualisiert. Alle Broschüren und Berichte können kostenlos über die EZB oder die NZBen bezogen werden. Außerdem können sie in elektronischer Form auf der Internetseite der EZB heruntergeladen werden. Ein ausführliches Publikationsverzeichnis der EZB befindet sich auf den letzten Seiten des Monatsberichts.

Die *Verbreitung von Informationen über Nachrichtenagenturen* ist ein wichtiges Mittel der Echtzeit-Kommunikation mit Finanzmarktteilnehmern. Die EZB kündigt über das Netz von drei Agenturen ihre Tendergeschäfte an, informiert über Zuteilungsentscheidungen bei Tendergeschäften und veröffentlicht Devisen-Referenz-

kurse und andere für die Finanzmärkte wichtige Nachrichten.

An fast jedem Arbeitstag im Jahr werden *Besuchergruppen* in der EZB empfangen. Rund 10 000 Personen aus einer Vielzahl von Ländern besuchten die EZB im vergangenen Jahr und erhielten aus erster Hand Informationen über die Arbeit der EZB. Auch hier wird mit einem starken „Multiplikatoreffekt“ gerechnet, da sich die Gruppen häufig aus Lehrern, Vertretern des Bankensektors, Mitgliedern besonderer Interessengruppen und anderen Einrichtungen, die die öffentliche Meinung beeinflussen können, zusammensetzen.

Die EZB ist auch auf dem Gebiet *wissenschaftlicher Konferenzen* aktiv. Seit der Gründung der EZB sind drei derartige Konferenzen veranstaltet worden. Das Aushängeschild der EZB in diesem Bereich sind die Zentralbankkonferenzen, die im November 2000 begannen und alle zwei Jahre veranstaltet werden. Die Konferenzen bilden den Beitrag der EZB zur Unterstützung der Zusammenarbeit und des Gedankenaustauschs zwischen Wirtschaftsexperten, die sich für Zentralbankfragen interessieren. Informationen zu Programm und Ablauf der Konferenzen können auf der Internetseite der EZB abgerufen werden.

Die *Internetseite der EZB* ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) ist die gemeinsame Plattform für praktisch alle be-

schriebenen Kommunikationsinstrumente. Alle von der EZB veröffentlichten Dokumente können auf der Internetseite der EZB aufgerufen und heruntergeladen werden. Ein Teil der Internetseite der EZB ist speziell auf die Bedürfnisse von Finanzinstituten zugeschnitten, und ein anderer Teil bietet Zugang zu statistischen Informationen über die wirtschaftlichen, finanziellen und monetären Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet. Die EZB ist sich der außerordentlichen Bedeutung des Internets als Instrument zur Verbreitung von Informationen und zur Kommunikation mit Dritten bewusst. Mit Hilfe des Internets kann ein großer Teil der wachsenden Nachfrage nach Informationen auf elektronischem Weg befriedigt werden. Darüber hinaus wurden E-Mail-Hotlines eingerichtet, um die vielen unterschiedlichen Anfragen behandeln zu können. Dieser Dialog mit Internet-Nutzern ist von immer größerer Bedeutung. Die Internetseite der EZB bietet auch Links zu den Internetseiten aller 15 NZBen der EU.

In der Zeit bis zur Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen am 1. Januar 2002 ist eine umfassende und effektive Kommunikationspolitik besonders wichtig. Um diese Herausforderung zu meistern, wird zurzeit eine *Informationskampagne* vorbereitet, die sich an die breite Öffentlichkeit in den zwölf Ländern des Euroraums richtet (siehe Kasten).

## Kasten

### Die EURO-2002-Informationskampagne

Am 1. Januar 2002 werden die Euro-Banknoten und -Münzen für die Bevölkerung in den zwölf Ländern des Euroraums Bestandteil des täglichen Lebens. Voraussetzung für das Gelingen dieser tief greifenden Veränderung ist, dass die Bevölkerung mit den Euro-Banknoten und -Münzen vertraut gemacht wird. Um das Vertrauen in die neue Währung sicherzustellen, kommt es insbesondere darauf an, dass alle Benutzer in der Lage sind, echte Euro-Banknoten und -Münzen von gefälschten zu unterscheiden sowie deren Stückelungen und Wert zu kennen.

Als Teil der Vorbereitungen für die Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen führt die EZB (zusammen mit den nationalen Zentralbanken (NZBen) des Eurosystems) eine gezielte „EURO-2002-Informationskampagne“ durch, für die ein Budget von 80 Millionen Euro zur Verfügung steht. Nach einer öffentlichen Ausschreibung wurde die Werbeagentur Publicis damit beauftragt, die EZB bei der Durchführung der Kampagne zu unterstützen. Die Aktivitäten der Kampagne werden dezentral von den nationalen Zentralbanken

und in enger Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission und den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets durchgeführt.

Die Kampagne hat die folgenden vier Schwerpunkte:

- das Erscheinungsbild der Euro-Banknoten, einschließlich ihrer farblichen Gestaltung und Größe,
- die Sicherheitsmerkmale,
- die Stückelungen und
- die allgemeinen Umtauschmodalitäten.

Ein Element der EURO-2002-Informationskampagne ist das „Partnerschaftsprogramm“, das während des ganzen Jahres 2001 laufen wird und folgende Ziele hat:

- Förderung der Bereitstellung von Informationen durch Zusammenarbeit mit anderen Einrichtungen, die eine wichtige Rolle bei der Information der Öffentlichkeit über die Euro-Bargeldeinführung spielen;
- Maximierung des „Multiplikator-Effekts“ dieser Einrichtungen;
- Sicherstellung der effizienten Verteilung von Informationsmaterial, in dem das endgültige Aussehen der Banknoten und Münzen beschrieben wird, und
- Beitrag zur sachlichen Richtigkeit der Informationen, die von diesen Einrichtungen stammen.

Das öffentliche Interesse an den Euro-Banknoten und -Münzen wird deutlich zunehmen, je näher der Zeitpunkt ihrer Einführung (1. Januar 2002) rückt. Die Kampagne zielt darauf ab, dieses Interesse zu steigern und sicherzustellen, dass umfassende und gezielte Informationen zum Euro-Bargeld durch Werbe- und Presseaktivitäten für die breite Öffentlichkeit bereitgestellt werden. Außerdem werden diese Aktivitäten das Bewusstsein für die Umstellung erhöhen und die Akzeptanz der neuen Währung in der Öffentlichkeit fördern. Für das Jahr 2001 ist eine Reihe von Informationsveranstaltungen vorgesehen. Dieses Programm enthält ein „Euro Showcase“, das aus einer Reihe von in den EWU-Ländern stattfindenden Konferenzen besteht, sowie einen „Countdown zum Euro“, bei dem Stichtage auf dem Weg zur Einführung des Euro-Bargeldes hervorgehoben werden. Ein weiterer Bestandteil dieses Programms ist die Verteilung von Informationspaketen an Medien- und Pressevertreter, um das Veranstaltungsprogramm zu unterstützen.

Von Ende 2001 bis Anfang Januar 2002 wird die Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen durch eine Kampagne in den Massenmedien unterstützt, mit der die breite Öffentlichkeit über das Aussehen des Euro-Bargelds und über die Sicherheitsmerkmale informiert wird. Bei diesem Teil der Kampagne werden TV- und Radio-Spots sowie Zeitungsanzeigen in allen Mitgliedsländern des Euroraums eine Rolle spielen. Die Ausgestaltung und Details des Medienplans werden auf nationaler Ebene koordiniert, zum einen um die lokale Medienstruktur maximal zu nutzen, zum anderen um die Koordination mit anderen Kampagnen zur Bargeld-Umstellung sicherzustellen, insbesondere denjenigen der jeweiligen nationalen Behörden.

Die Monate vor und die Wochen nach der Einführung des Euro-Bargelds werden sicherlich den Höhepunkt der Kampagne bilden. Im Jahresverlauf 2001 werden jedoch eine Reihe von Veranstaltungen stattfinden, damit die Euro-2002-Informationskampagne an Schwung gewinnt. Die Bekanntgabe der Sicherheitsmerkmale im September wird in dieser Beziehung einen entscheidenden Meilenstein darstellen.

## 4 Schlussbemerkungen

Die Kommunikationspolitik der EZB spielt eine wichtige Rolle bei der Unterstützung ihrer Geldpolitik. Eine breite Palette von Kommunikationsinstrumenten wurde entwickelt, um die Herausforderungen zu bewälti-

gen, denen sich die neue Zentralbank in einem mehrsprachigen und multikulturellen Umfeld gegenüber sieht. Infolgedessen betreibt die EZB eine aktivere Öffentlichkeitsarbeit als fast alle anderen Zentralbanken der

Welt. Die NZBen des Euroraums sind unverzichtbare Partner bei diesen Maßnahmen der externen Kommunikation, insbesondere im Hinblick auf die engen Kontakte, die sie mit regionalen und nationalen Zielgruppen pflegen.

Eine erfolgreiche Kommunikation und ein hohes Maß an Transparenz sind zwei Mittel,

um das Vertrauen der Finanzmärkte und der Öffentlichkeit zu gewinnen. Sie ermöglichen den Beobachtern in den Medien und den demokratischen Institutionen eine Einschätzung der Maßnahmen der EZB vor dem Hintergrund ihres Mandats, nämlich die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten.