



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

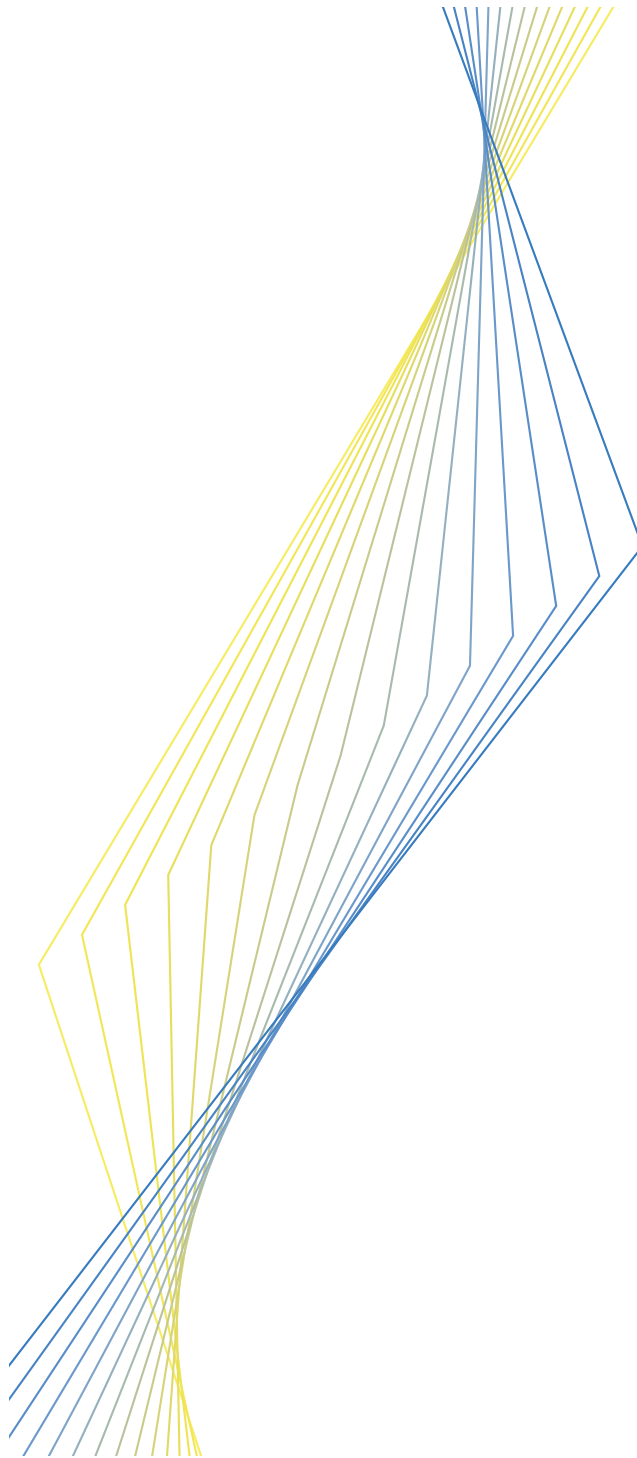
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Mai 2002



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Mai 2002

© Europäische Zentralbank, 2002

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

Für die Erstellung dieses Monatsberichts ist das EZB-Direktorium verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht (deutsche Fassung von der Deutschen Bundesbank und der Oesterreichischen Nationalbank). In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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 30. April 2002.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	24
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	31
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	37
Kästen:	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. April 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	12
2 Messgrößen der impliziten Volatilität aus Optionen auf Terminkontrakte auf kurzfristige Zinssätze	14
3 US-Aktienmärkte und Messgrößen der Unternehmensgewinne	20
4 Die Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF) vom zweiten Quartal 2002 und sonstige verfügbare Indikatoren	28
Die Liquiditätssteuerung der EZB	45
Internationale Zusammenarbeit im Bereich der Finanzmarktaufsicht	59
Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf den Bargeldumlauf	73
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	81*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	87*

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
EPI	Erzeugerpreisindex
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
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

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

Auf seiner Sitzung am 2. Mai 2002 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 %.

Auf dieser Sitzung nahm der EZB-Rat eine umfassende Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet vor und beurteilte, wie sich diese auf die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht ausgewirkt haben. Der EZB-Rat beschäftigte sich insbesondere mit den kumulierten Veränderungen der Wirtschaftsperspektiven seit seinem Zinssenkungsbeschluss vom November 2001. Der EZB-Rat kam zu dem Ergebnis, dass die Aussichten für die Preisstabilität wohl etwas ungünstiger sind als gegen Ende des letzten Jahres. Gleichzeitig berücksichtigte der EZB-Rat, dass die Wirtschaftsaussichten weiterhin mit Unsicherheiten behaftet sind und dass die Entwicklung des Verbraucherpreisanstiegs teilweise den Einfluss widerspiegelt, der von spezifischen Faktoren vorübergehender Natur ausgeht.

Was zunächst die Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so verringerte sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von Januar bis März 2002 auf 7,5 %, gegenüber 7,8 % im Zeitraum von Dezember 2001 bis Februar 2002. Die hohe Jahreswachstumsrate von M3 spiegelt noch immer Portfolioumschichtungen in geldnahe Anlageformen vom Herbst 2001 wider. Zwischenzeitlich hat bei der Entwicklung von M3 jedoch eine gewisse Normalisierung stattgefunden. Ein Anzeichen dafür ist die Verlangsamung der kurzfristigen Dynamik von M3 Anfang dieses Jahres. Die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor war im März ebenfalls weiter rückläufig. Allerdings geht das M3-Wachstum erst seit kurzem zurück, und die Umkehr der zuvor aufgebauten Liquidität kommt bislang nur zögerlich voran. Erste Anzeichen deuten auch darauf hin, dass der Rückgang der Wachstumsrate der Kreditver-

gabe an den privaten Sektor zum Stillstand gekommen sein könnte. Insgesamt gesehen muss den Informationen im Rahmen der ersten Säule weiterhin besondere Aufmerksamkeit gewidmet werden.

Was die zweite Säule anbelangt, so finden sich die Erwartungen der EZB hinsichtlich eines sich erneut beschleunigenden realen BIP-Wachstums im Euroraum im laufenden Jahr in den jüngst veröffentlichten Prognosen internationaler Organisationen wieder, die sämtlich ein ähnliches Bild ergeben. Während damit gerechnet wird, dass im Jahr 2002 zunächst eine allmähliche Erholung einsetzt, dürften die Zuwachsraten des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im weiteren Verlauf des Jahres wieder dem Potenzialwachstum entsprechen und ab 2003 respektable Wachstumsraten erreichbar sein. Die Zuversicht der Wirtschaft im Euroraum ist in den letzten Monaten deutlich gestiegen, und die Voraussetzungen für einen nachhaltigen Aufschwung der Inlandsnachfrage einschließlich günstiger Finanzierungsbedingungen sind weiterhin gegeben. Auch das günstigere internationale Umfeld dürfte zu höheren Ausfuhren des Eurogebiets beitragen und damit die gesamtwirtschaftliche Nachfrage im Euro-Währungsraum anregen. Schließlich erweisen sich auch die soliden Fundamentaldaten und die Tatsache, dass es keine größeren Ungleichgewichte gibt, als Stütze für die positiven wirtschaftlichen Aussichten im Eurogebiet. Allerdings gibt es bezüglich der Stärke des derzeitigen Aufschwungs nach wie vor eine Reihe von Unsicherheiten, die zum Teil mit der künftigen Entwicklung der Ölpreise und den Auswirkungen der andernorts in der Weltwirtschaft herrschenden Ungleichgewichte zusammenhängen.

Hinsichtlich der Preisentwicklung verlief der Verbraucherpreisanstieg in jüngster Zeit weniger günstig, als Ende letzten Jahres erwartet worden war. Dies ist teilweise auf die höheren Ölpreise zurückzuführen. Die jährliche HVPI-Teuerungsrate stieg im Januar 2002 sprunghaft auf 2,7 %, gegenüber 2,0 % im Dezember 2001, ehe sie im Februar und März 2002 auf 2,4 % bzw. 2,5 % zurückging.

Die von Eurostat veröffentlichte Vorausschätzung für April deutet eine Rate von 2,2 % an. Auf der Grundlage der aktuellen Informationen wird nach wie vor erwartet, dass der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise in den nächsten Monaten zurückgeht, was hauptsächlich auf starke Basiseffekte im Zusammenhang mit dem Preisanstieg bei den Nahrungsmitteln Anfang 2001 zurückzuführen ist. Diese Aussichten hängen jedoch maßgeblich von der Ölpreisentwicklung ab.

Wie bereits erwähnt, hat bei der Preisentwicklung in den Jahren 2000 und 2001 wie auch in den vergangenen Monaten eine außergewöhnliche Häufung spezifischer Preishocks eine wichtige Rolle gespielt. Grundsätzlich sollten die Auswirkungen solcher Schocks mit der Zeit nachlassen. Damit dies geschieht, ist es allerdings von wesentlicher Bedeutung, dass sich die Aufwärtstendenz der Preise nicht verfestigt. Kürzlich veröffentlichte Inflationsprognosen, die Entwicklung der Indikatoren für die Inflationserwartung sowie die jüngsten Trends bei den Tarifabschlüssen können das Risiko einer derartigen Verfestigung weder eindeutig bestätigen noch völlig ausschließen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist es daher besonders wichtig, mit Blick auf die weitere Entwicklung der Schlüsselfaktoren, die die Preisperspektiven bestimmen, wachsam zu bleiben. Der relativ lang anhaltende Preisauftrieb bei den Dienstleistungen ist ein nicht zu vernachlässigender Faktor. Die Prognosen zur Preisentwicklung im nächsten Jahr beruhen weitgehend auf der Annahme einer fortgesetzten Lohnzurückhaltung. Die Ergebnisse der derzeitigen Tarifverhandlungen in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets könnten zur Besorgnis Anlass geben. Übermäßige Lohnzuwächse können einen zusätzlichen Kostendruck verursachen, der sich möglicherweise nicht nur auf die Preise, sondern auch – in noch größerem Maße – auf die Schaffung von Arbeitsplätzen und das Wachstum des realen BIP auswirkt.

Was die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet betrifft, so ist es von entscheidender Bedeutung, dass diejenigen Mitgliedstaaten einen ausgeglichenen oder einen Überschuss

aufweisenden Haushalt erzielen, denen dies bisher noch nicht gelungen ist, damit der Stabilitäts- und Wachstumspakt künftig problemlos und effektiv wirken kann. Die betreffenden Länder müssen daher ihre Verpflichtung, bis 2003/04 ausgeglichene Haushalte zu erreichen, einhalten. In Ländern, die bereits eine tragfähige Haushaltslage erreicht haben, ist ein symmetrisches Wirken automatischer Stabilisatoren angebracht, und ein erneutes Entstehen struktureller Ungleichgewichte sollte vermieden werden.

Der EZB-Rat fordert die Regierungen der Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets auch zu rascheren Fortschritten bei der Durchführung umfassender Strukturreformen bei den öffentlichen Ausgaben und Einnahmen sowie an den Güter-, Arbeits- und Finanzmärkten auf. Die bevorstehende Festlegung der „Grundzüge der Wirtschaftspolitik 2002“ bietet die Gelegenheit zu einer Bestandsaufnahme der Vorhaben, die nach den vom Europäischen Rat auf den Gipfeltreffen in Lissabon und Barcelona getroffenen Vereinbarungen noch ausstehen, und insbesondere zur Beschleunigung der Umsetzung der Reformen. Diese Reformen sind notwendig, um das Wachstum des realen BIP und der Beschäftigung nachhaltig zu erhöhen. Die Erfahrung sowohl innerhalb als auch außerhalb der Europäischen Union zeigt, dass Maßnahmen zur Steigerung der Effizienz und des Zusammenwachsens der Märkte, zur Stärkung des Unternehmergeistes und zur Förderung einer wissensbasierten Volkswirtschaft eindeutig in diese Richtung wirken und damit im Interesse aller Mitgliedsländer sind.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Im ersten Aufsatz wird die Liquiditätssteuerung der EZB in den ersten drei Jahren nach Einführung des Euro erläutert. Im zweiten Aufsatz werden die Zusammensetzung, die Rolle sowie die Hauptinitiativen der Gremien, die sich auf internationaler und EU-Ebene mit aufsichtsrechtlichen Fragen befassen, dargestellt. Im dritten Aufsatz schließlich werden die Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf die Entwicklung des Bargeldumlaufs analysiert.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 2. Mai beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zins-tender durchgeführt werden, bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 % (siehe Abbildung 1).

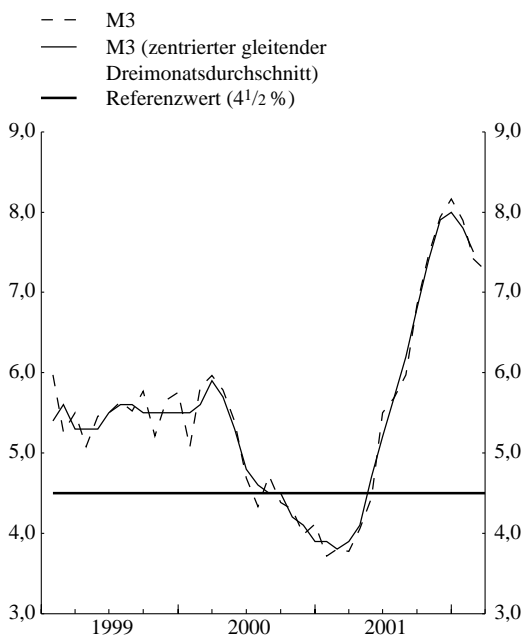
Weitere Verlangsamung des M3-Wachstums im März

Die Jahreswachstumsrate von M3 ging im März 2002 auf 7,3 % zurück, verglichen mit 7,4 % im Vormonat. Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 verringerte sich im Zeitraum von Januar bis März 2002 auf 7,5 %, gegenüber 7,8 % in der Zeit von Dezember 2001 bis Februar 2002 (siehe Abbildung 2). Die hohe Jahreswachstumsrate von M3 ist weiterhin auf den Liquiditätsaufbau im Herbst des vergangenen

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %; bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



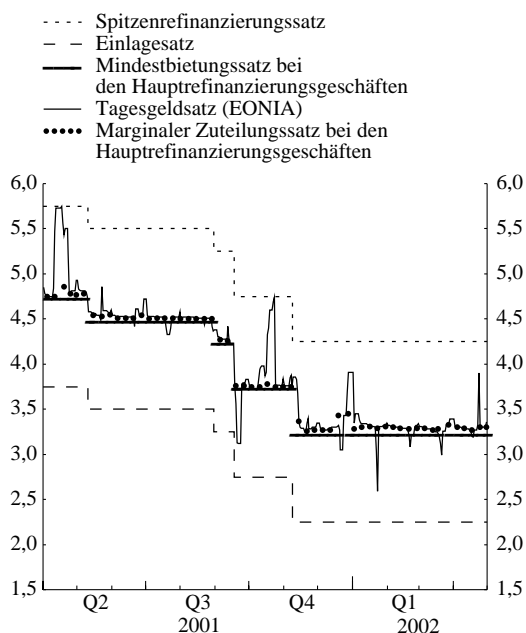
Quelle: EZB.

Jahres zurückzuführen, als das wirtschaftliche und finanzielle Umfeld von hoher Unsicherheit geprägt war.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

Trotz des hohen jährlichen M3-Wachstums liefert die kürzerfristige Dynamik von M3 einige Anzeichen für eine allmähliche Normalisierung der monetären Entwicklung im Eurogebiet in den vergangenen Monaten. Im März dieses Jahres belief sich die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate von M3 auf 5,9 % und lag damit deutlich unter dem im November 2001 verzeichneten Höchststand von 9,7 %. Die Normalisierung des M3-Wachstums spiegelt unter anderem den allmählichen Rückgang der Unsicherheit in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten wider, die im vergangenen Herbst sehr hoch gewesen war. Deutlichstes Anzeichen hierfür ist, dass die Volatilität an den Aktienmärkten wieder auf ein Niveau gesunken ist, das den historischen Durchschnittswerten entspricht. Gleichzeitig deutet die Geldmengenentwicklung der letzten Monate jedoch darauf hin, dass frühere Port-

foliounsicherungen nur sehr langsam wieder rückgängig gemacht werden. Daher ist im Euro-Währungsgebiet immer noch sehr viel Überschussliquidität vorhanden. Bei der Kreditvergabe war im März ein leichter Rückgang der Jahreswachstumsrate von Krediten an den privaten Sektor zu verzeichnen.

Insgesamt ist festzuhalten, dass sich aus der ersten Säule bisher keine Risiken für die Preisstabilität ergeben. Allerdings gibt die Überschussliquidität Anlass zu einigen Bedenken. Sollte diese weiter anhalten, könnte sie Gefahren für die Preisstabilität bergen, insbesondere wenn die Konjunktur wieder an Fahrt gewinnt.

Die im März verzeichnete Verlangsamung des M3-Wachstums resultierte aus einem gemäßigeren Anstieg von M1 und der marktfähigen Finanzinstrumente. Die jährliche Wachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 sank von 6,1 % im Februar auf 5,8 % im Berichtsmontat (siehe Tabelle I). Bei den Komponenten von M1 belief sich die Jahresänderungsrate des Bargeldumlaufs im

März auf -24,8 %, gegenüber -28,9 % im Vormonat. Gleichzeitig ging die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen im März auf 11,9 % zurück, verglichen mit 13,1 % im Februar. Der im Vorjahresvergleich weniger starke Rückgang des Bargeldumlaufs deutet auf eine Normalisierung nach der Umstellung auf die Euro-Banknoten und -Münzen hin. Der im März 2002 beobachtete starke Anstieg des Bargeldumlaufs gegenüber dem Vormonat war hauptsächlich auf eine Verringerung des Kassenbestands der MFIs zurückzuführen.

Bei den übrigen Komponenten von M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im März auf 6,6 %, gegenüber 6,4 % im Februar. Darin spiegelte sich eine Zunahme des jährlichen Wachstums der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten von 9,7 % im Vormonat auf 9,9 % wider, während die Jahreswachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren unverändert bei 2,3 % blieb.

Tabelle I
Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	3,8	5,5	6,1	5,5	6,5	6,1	5,8
<i>darunter:</i> Bargeldumlauf	-7,5	-18,5	-28,3	-32,5	-27,4	-28,9	-24,8
<i>darunter:</i> Täglich fällige Einlagen	6,1	10,4	13,0	13,2	13,3	13,1	11,9
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	4,9	5,8	6,7	7,1	6,8	6,4	6,6
M2	4,4	5,7	6,4	6,4	6,7	6,2	6,2
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	16,4	20,9	15,9	19,9	15,8	14,9	14,0
M3	5,9	7,6	7,7	8,2	7,9	7,4	7,3
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)							
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	2,2	2,8	3,1	3,4	2,9	3,0	3,5
Kredite an öffentliche Haushalte	5,6	5,2	5,1	5,2	5,2	5,1	4,9
<i>darunter:</i> Buchkredite an öffentliche Haushalte	-1,9	-0,5	1,8	0,1	1,7	2,1	3,0
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	-1,4	-0,7	-0,8	-1,0	-1,7	-0,4	0,2
<i>darunter:</i> Buchkredite an den privaten Sektor	7,8	6,9	6,1	6,7	6,2	6,0	5,4
	7,4	6,5	5,7	6,1	5,7	5,6	5,5

Quelle: EZB.

Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente ging weiter zurück, und zwar von 14,9 % im Februar auf 14,0 % im März. Im vierten Quartal 2001, als die Nachfrage nach marktfähigen Finanzinstrumenten durch Portfolioumschichtungen in liquide kurzfristige Anlageformen angeheizt worden war, hatte sie noch bei 20,9 % gelegen. Da marktfähige Finanzinstrumente besonders geeignet sind, um in Zeiten hoher Finanzmarktsunsicherheit Geld zu parken, ist der Rückgang im Jahr 2002 das bislang deutlichste Anzeichen dafür, dass die Wirtschaftsakteure allmählich damit begonnen haben, frühere Portfolioumschichtungen in M3 rückgängig zu machen.

Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin rückläufig

Die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet betrug im März 4,9 %, gegenüber 5,1 % im Vormonat. Dahinter verbargen sich gegenläufige Entwicklungen bei den beiden Hauptkomponenten dieser Position. Einerseits verlangsamte sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor von 6,0 % im Februar auf 5,4 % im Berichtsmonat. Andererseits stieg die jährliche Zuwachsrate der Kredite an die öffentlichen Haushalte weiter an, und zwar auf 3,0 %, verglichen mit 2,1 % im Vormonat. Dieser Anstieg dürfte auf einen größeren Finanzierungsbedarf dieses Sektors aufgrund der ungünstigeren Haushaltsentwicklungen im Euroraum zurückzuführen sein. Diese Annahme wird auch durch die vermehrte Emission von Schuldverschreibungen durch die öffentlichen Haushalte gestützt (siehe den folgenden Abschnitt).

Bei der Kreditvergabe an den privaten Sektor lag die Jahreswachstumsrate der Buchkredite im März bei 5,5 % und damit etwas unter dem Stand von Februar, als sie 5,6 % betragen hatte. In den letzten Monaten schwächte sich dieser rückläufige Trend etwas ab, was aus den Messgrößen der kurzfristigen Dynamik ersichtlich wird. So blieb etwa die auf Jahresrate hochgerechnete und saison-

bereinigte Sechsmonatsrate der Buchkredite an den privaten Sektor in den vier Monaten bis März 2002 unverändert bei rund 5,1 %. Dies dürfte sowohl auf Erwartungen einer positiveren Konjunktorentwicklung als auch auf die günstigen Finanzierungsbedingungen im Eurogebiet zurückzuführen sein.

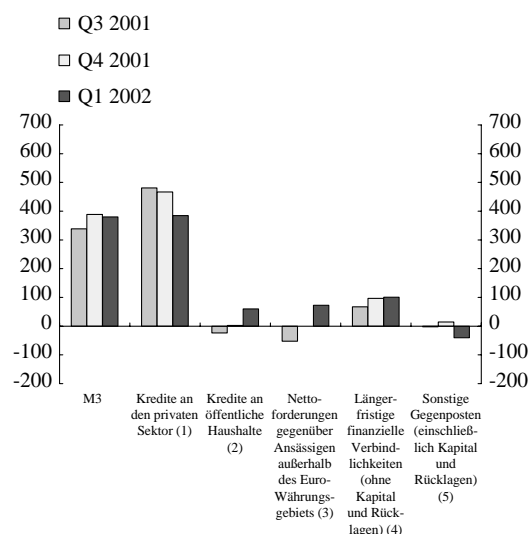
Die jährliche Zuwachsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) erhöhte sich im März auf 3,5 %, verglichen mit 3,0 % im Vormonat. Der allmähliche Anstieg dieser Verbindlichkeiten seit deren Tiefstand im August 2001 spiegelt teilweise die seitdem steilere Zinsstrukturkurve wider.

Die Netto-Forderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Gebietsfremden gingen im März nicht saisonbereinigt um 6 Mrd € zurück. Im Zwölfmonatszeitraum bis März stiegen diese Forderungen um 73 Mrd €, verglichen mit 43 Mrd € in den zwölf Monaten bis Februar (siehe Abbildung 3). Dieser starke Anstieg war hauptsächlich auf einen Basiseffekt zurückzuführen.

Abbildung 3

Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vorjahr; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Mrd €; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

$M3 = (1) + (2) + (3) - (4) + (5)$.

Im Februar rückläufiges Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen

Die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen verringerte sich im Februar 2002 auf 7,4 %, verglichen mit 8,1 % im Januar. Diese Entwicklung spiegelt einen Rückgang der Jahreswachstumsraten des Umlaufs an langfristigen und kurzfristigen Schuldverschreibungen im Februar wider, und zwar um 0,4 bzw. 2,9 Prozentpunkte auf 7,9 % bzw. 3,2 %. Die anhaltend rückläufige Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen steht mit der schwachen Konjunktur Ende 2001 sowie mit der geringen Anzahl von Fusionen und Übernahmen in den vergangenen Quartalen in Einklang.

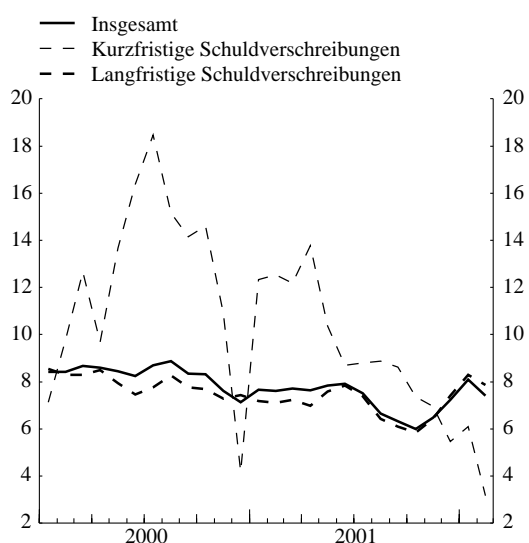
Eine Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass bei der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen ein Rückgang von 7,3 % im Januar 2002 auf 6,8 % im Februar zu verzeichnen war. Damit entfielen im Berichtsmonat, ebenso wie im Vormonat, etwa 94,5 % des Bruttoabsatzes von Gebietsansässigen auf diese Schuldverschreibungen.

Was die Aufschlüsselung der Emission von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen betrifft, so verringerte sich die jährliche Zuwachsrate des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen im Februar 2002 weiter auf 4,2 %, verglichen mit 5,0 % im Januar. Dies hing möglicherweise mit dem weiter rückläufigen Finanzierungsbedarf der MFIs zusammen, der durch eine starke Zunahme kurzfristiger Einlagen und eine gedämpfte Kreditnachfrage bedingt war. Das jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen war nach wie vor hoch, wenngleich es sich etwas verlangsamte, und zwar von 43,5 % im Januar 2002 auf 42,3 % im Februar. Die rege Emissionstätigkeit in diesem Sektor, wozu auch die Verbriefung von Kreditforderungen zählt, könnte zum Teil die von den MFIs ausgewiesene Verlangsamung des Jahreswachstums der Kreditvergabe erklären. Die Vor-

jahrsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen ging von 21,2 % im Januar dieses Jahres auf 18,9 % im Februar zurück. Die anhaltend starke Emissionstätigkeit dieses Sektors steht einer relativ niedrigen Nachfrage nach MFI-Krediten gegenüber und ist ein Indikator für die fortschreitenden Anpassungen der Finanzierungsstrukturen im Euroraum.

Im öffentlichen Sektor lag die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen im Februar 2002 unverändert bei 4,7 %. Gleichzeitig blieb die jährliche Zuwachsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen, die von sonstigen öffentlichen Haushalten begeben wurden, auf einem sehr hohen Stand; allerdings verringerte sie sich von 24,5 % im Januar 2002 auf 23,0 % im Berichtsmonat. Insgesamt war die Emissionstätigkeit des öffentlichen Sektors im Hinblick auf Schuldverschreibungen im Berichtsmonat stärker als im Jahr 2001, worin die ungünstigere Entwicklung der öffentlichen Haushalte im Euroraum zum Ausdruck kam.

Abbildung 4
Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



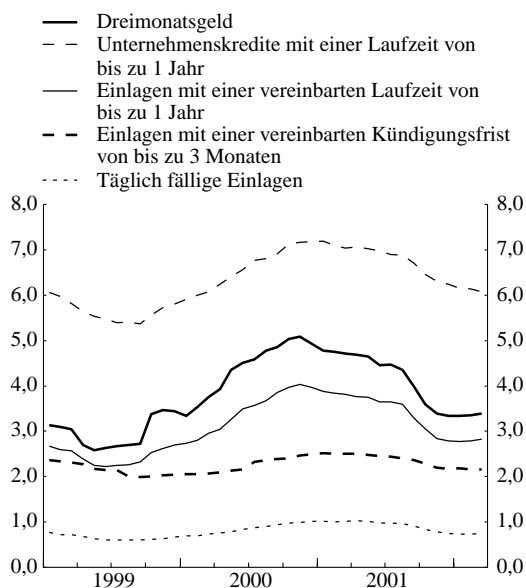
Quelle: EZB.
Anmerkung: Seit Januar 2001 sind Angaben zu Griechenland enthalten. Aus Gründen der Vergleichbarkeit beziehen sich auch die Jahreswachstumsraten für die Zeit vor Januar 2001 auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich Griechenlands.

Im März weitgehend stabile Kurzfristzinsen bei weiter steigenden Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken blieben im März dieses Jahres gegenüber dem Vormonat nahezu unverändert, was die weitgehend stabile Entwicklung der kurzfristigen Marktzinsen in den vorherigen Monaten widerspiegelte (siehe Abbildung 5). Blickt man etwas weiter zurück, ist festzustellen, dass die kurzfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im März 2002 deutlich unter dem Niveau von Anfang 2001 lagen. Der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr und jener für kurzfristige Unternehmenskredite gingen in diesem Zeitraum um rund 110 Basispunkte zurück. Dies stand weitgehend in Einklang mit der Entwicklung der Geldmarktsätze für Dreimonatsgeld, bei denen im selben Zeitraum ein Rückgang um

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)

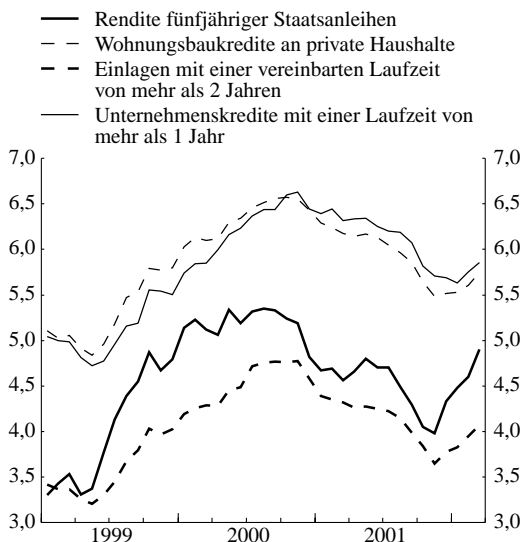


Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit dem 1. Januar 2001 sind auch Angaben zu Griechenland enthalten.

etwa 140 Basispunkte zu beobachten war. Demgegenüber sank die durchschnittliche Verzinsung der täglich fälligen Einlagen und der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im gleichen Zeitraum um lediglich rund 30 Basispunkte. In diesem relativ geringen Rückgang kam die für gewöhnlich schleppende Anpassung dieser Zinssätze an die Entwicklungen am Markt zum Ausdruck.

Die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken lagen im März dieses Jahres 10 bis 15 Basispunkte über ihrem Stand vom Februar, nachdem sich die Staatsanleiherenditen seit Ende 2001 erhöht hatten (siehe Abbildung 6). Von Anfang dieses Jahres bis März 2002 zogen die langfristigen Zinssätze im Kundengeschäft um ungefähr 20 Basispunkte an. Im gleichen Zeitraum wurde bei der durchschnittlichen Rendite fünfjähriger Staatsanleihen ein Anstieg um etwa 40 Basispunkte verzeichnet. Dies deutet darauf hin, dass sich die Entwicklung der Kapitalmarktsätze – wie in der Vergangenheit bereits festzustellen

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. April 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

In der genannten Mindestreserve-Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG) ab.

Regelmäßige geldpolitische Geschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungstag	Fälligkeits-tag	Bietungs-aufkommen	Zuteilungs-volumen	Verhältnis Summe der Gebote zum Zuteilungs-volumen	Teilnehmer-zahl	Mindest-bietungs-satz	Marginaler Zuteilungs-satz	Gewichteter Durchschnitts-satz
HRG	27.03.2002	10.04.2002	121,8	63,0	1,9	369	3,25	3,33	3,34
HRG	04.04.2002	17.04.2002	112,8	55,0	2,1	367	3,25	3,30	3,31
HRG	10.04.2002	24.04.2002	112,8	48,0	2,4	352	3,25	3,29	3,29
HRG	17.04.2002	30.04.2002	102,7	49,0	2,1	361	3,25	3,27	3,28
LRG	28.03.2002	27.06.2002	40,0	20,0	2,0	216	-	3,40	3,42

Quelle: EZB.

Im Lauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode sanken sowohl der marginale Zuteilungssatz als auch der gewichtete Durchschnittssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Die Differenz zwischen den beiden Sätzen betrug entweder null oder 1 Basispunkt. Das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,9 und 2,4.

Der EONIA lag zu Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zwischen 3,33 % und 3,34 % und stieg am Donnerstag, dem 28. März, dem letzten Geschäftstag des ersten Quartals 2002, auf 3,39 %. Danach ging er im Verlauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode jedoch zurück und sank nach der Zuteilung des letzten

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. März bis 23. April 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	173,1	0,2	+172,9
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	112,7	-	+112,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+60,0
Ständige Fazilitäten	0,4	0,2	+0,2
Sonstige Geschäfte	-	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	395,4	437,1	-41,7
Banknotenumlauf	-	285,9	-285,9
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	55,9	-55,9
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	395,4	-	+395,4
Sonstige Faktoren (netto)	-	95,3	-95,3
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			131,2
(d) Mindestreserve-Soll			130,6

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Hauptrefinanzierungsgeschäfts unter den Mindestbietungssatz; am 18. April lag er bei 3,19 %, was darauf zurückzuführen ist, dass die Liquiditätsbedingungen als reichlich eingeschätzt wurden. Gegen Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode waren die Liquiditätsbedingungen etwas angespannter und der EONIA stieg wieder an. Am letzten Geschäftstag der Erfüllungsperiode betrug er 3,90 %, und die Erfüllungsperiode endete mit einer Netto-Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 5,1 Mrd €. Die tagesdurchschnittlichen Überschussreserven (d. h. die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten in Höhe von 131,2 Mrd € und dem durchschnittlichen Mindestreserve-Soll in Höhe von 130,6 Mrd €) beliefen sich auf 0,65 Mrd €.

Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren, d. h. die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren, entzogen dem Bankensystem in der Erfüllungsperiode per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 41,7 Mrd € (Posten (b) in der oben stehenden Tabelle). Die zusammen mit den Tenderankündigungen veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 25,7 Mrd € und 56,9 Mrd €. Am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode wich die veröffentlichte Schätzung am stärksten von den Ist-Zahlen ab (1,6 Mrd €).

war – relativ rasch in diesen Zinsen im Kundengeschäft der Banken niederschlägt.

Leichter Rückgang der Geldmarktzinsen im April

Nachdem die Geldmarktzinsen bei Laufzeiten von über einem Monat im März 2002 gestiegen waren, sanken sie im April 2002. Dieser Rückgang war bei den längeren Laufzeiten am ausgeprägtesten, womit die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt eine geringere (positive) Steigung aufwies.

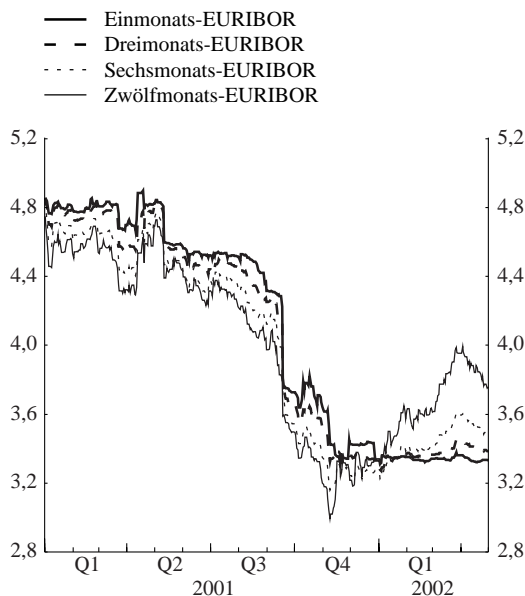
Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz bewegte sich im April 2002 meist um einen Stand, der leicht über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 3,25 % lag. Die größte Abweichung war am Ende der am 24. März begonnenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu beobachten, als sich der EONIA vor dem Hintergrund der angespannten Liquiditätssituation am 23. April auf 3,90 % erhöhte (siehe Kasten I). Auch die Zweiwochen-Geldmarktsätze verharrten im April auf einem Niveau, das geringfügig über dem Mindestbietungssatz des Eurosystems lag. Bei den im April dieses Jahres abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems lagen der marginale und der durch-

schnittliche Zuteilungssatz 2 bis 6 Basispunkte über dem Mindestbietungssatz.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR fielen im Berichtszeitraum um 3 bzw. 6 Basispunkte auf 3,33 % bzw. 3,39 % am 30. April (siehe Abbildung 7). Bei dem am 25. April abgewickelten längerfristigen Refi-

Abbildung 7 Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Kasten 2

Messgrößen der impliziten Volatilität aus Optionen auf Terminkontrakte auf kurzfristige Zinssätze

Messgrößen der erwarteten Volatilität kurzfristiger Zinssätze können wertvolle Hinweise auf die am Markt herrschende Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der Kurzfristzinsen liefern. Eine nützliche Messgröße der generellen Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der kurzfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet ist die aus Optionen auf Terminkontrakte auf den Dreimonats-EURIBOR abgeleitete implizite Volatilität.

Auf der Basis entsprechender Annahmen wird die implizite Volatilität für gewöhnlich anhand von Optionspreismodellen berechnet, um einen Schätzwert der erwarteten Streuung der zukünftigen prozentualen Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze zu erhalten. Wenn der implizite Volatilitätswert beispielsweise 20 % beträgt, heißt das, dass die beste Schätzung der am Markt erwarteten Streuung der impliziten prozentualen Veränderung des Zinssatzes für die Restlaufzeit des Terminkontrakts bei 20 % p. a. des aktuellen Niveaus des Zinssatzes liegt.¹

In diesem Kasten werden Fragen im Zusammenhang mit der üblichen prozentualen Messziffer der impliziten Volatilität und des „Restlaufzeit-Effekts“ („time-to-maturity effect“) untersucht. Dadurch ist es möglich, umfangreichere Informationen über die Marktunsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze zu erhalten.

Die erste Frage bezieht sich auf die Tatsache, dass es zuweilen von Interesse sein kann, eine Messgröße der Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Zinsentwicklung in Basispunkten (statt in Prozent) abzuleiten. Die in Prozent p. a. ausgedrückte implizite Volatilität misst die erwartete Volatilität zukünftiger prozentualer Veränderungen der Zinssätze. Hinter dem gleichen Niveau der impliziten Volatilität können sich somit sehr unterschiedliche Volatilitätsniveaus der in *Prozentpunkten* ausgedrückten Veränderungen der Zinssätze für Terminkontrakte verbergen, da diese vom Niveau des (impliziten) Zinssatzes selbst abhängen.

Eine mögliche Herangehensweise an dieses Problem ist es, die erwartete Streuung zukünftiger Zinssatzveränderungen gemessen in Basispunkten zu schätzen, indem die Volatilitätsmesszahl in Prozent p. a. mit dem Niveau des impliziten Zinssatzes multipliziert wird.² Eine implizite Volatilität von 20 % entspricht zum Beispiel einer auf Jahresrate hochgerechneten erwarteten Standardabweichung der Zinsänderungen von 80 Basispunkten, wenn der Zinssatz des Terminkontrakts 4 % beträgt, während sie eine erwartete Standardabweichung von lediglich 60 Basispunkten widerspiegelt, wenn der Zinssatz des Terminkontrakts bei 3 % liegt. Die Analyse der in Prozent ausgedrückten impliziten Volatilität liefert daher ein nur unvollständiges Bild der Entwicklung der Unsicherheit hinsichtlich der Veränderungen der Zinssätze.

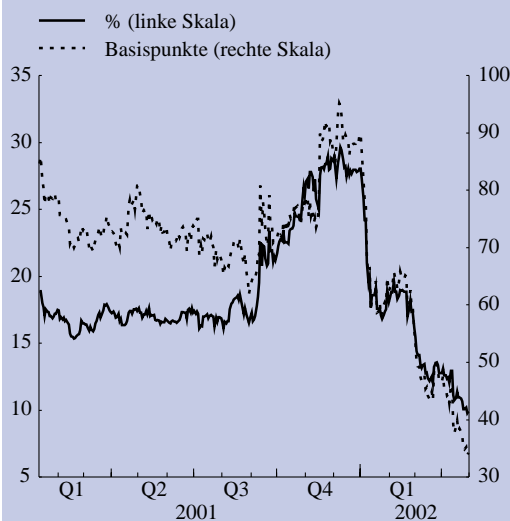
Abbildung A stellt den Unterschied zwischen den beiden Messgrößen dar. Die implizite Volatilität in Prozent blieb im Jahr 2001 bis zu den Terroranschlägen im September weitgehend stabil. In Basispunkten gemessen tendierte sie während desselben Zeitraums jedoch nach unten. Hinter diesem rückläufigen Trend verbarg sich die Erwartung sinkender Zinsen, die in den Zinssätzen der Terminkontrakte zum Ausdruck kam. Nach den Terroranschlägen nahm die in Prozent p. a. gemessene implizite Volatilität dramatisch zu. Dies war auch bei der Messung in Basispunkten der Fall, wenn auch in einem geringeren Maß, da auch die in den Preisen für Terminkontrakte implizierten Zinssätze signifikant zurückgingen. Durch die Beobachtung der in Prozent p. a. ausgedrückten impliziten Volatilität lassen sich über einen längeren Zeitraum Schwankungen bei der Einschätzung der vorherrschenden Unsicherheit aufzeigen. Dagegen ist die Messung in Basispunkten,

¹ Eine Erläuterung der Ableitung der impliziten Volatilität und der zugrunde liegenden Annahmen findet sich im Aufsatz „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“ im Monatsbericht vom Mai 2000 (sowie in Kasten 4 auf Seite 22 des Monatsberichts vom Dezember 1999).

² Eine Untersuchung der Ableitung von Messgrößen der Unsicherheit aus Optionskontrakten findet sich z. B. bei J. Hull, *Options, Futures and Other Derivatives*, (Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 4. Aufl., 2000) Kapitel 11 und 20.

Abbildung A: Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni 2002

(in % p.a.; Basispunkte; Tageswerte)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

B dargestellten verketteten Zeitreihe die aus dem nächstfälligen Terminkontrakt errechnete implizite Volatilität zwei Wochen vor Fälligkeit (wenn die Liquidität des Kontrakts aufgrund des nahen Verfallsdatums vergleichsweise niedrig wird) durch die aus dem Kontrakt mit dem nächstfolgenden Fälligkeitstermin ersetzt.

Ein sich bei der Verwendung verketteter Zeitreihen ergebendes Problem sind die starken Ausschläge beim Übergang zu der auf der nächsten Restlaufzeit basierenden Volatilität – angedeutet durch die senkrechten

Abbildung B: Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die verketteten Zeitreihen stellen die implizite Volatilität aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt dar, der zwei Wochen vor Fälligkeit ersetzt wird. Die senkrechten Linien zeigen diese Übergänge an.

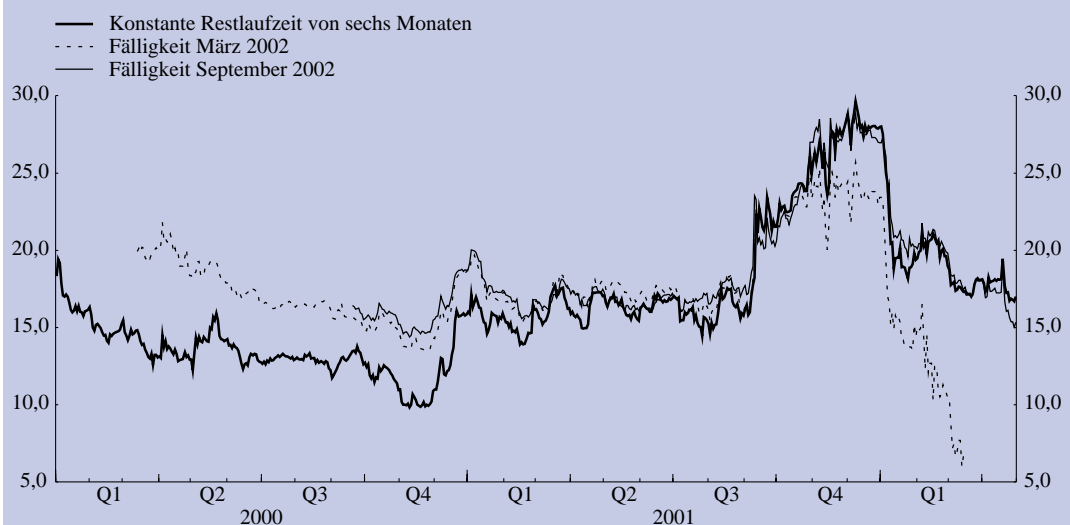
ausgedrückt in marktüblichen Einheiten, für die Analyse der Streuung der Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Veränderungen der Geldmarktsätze nützlich.

Die zweite Frage betrifft den so genannten Restlaufzeit-Effekt. Es ist ein weithin anerkanntes empirisches Phänomen, dass die implizite Volatilität im Zeitverlauf mit herannahender Fälligkeit der Option tendenziell zurückgeht, insbesondere während der letzten Wochen der Laufzeit des Optionskontrakts; dies hängt damit zusammen, dass die Unsicherheit mit dem kürzer werdenden Zeithorizont abnimmt. Bei der Analyse der längerfristigen Entwicklung der impliziten Volatilität könnte das zu falschen Schlussfolgerungen führen, da die Beobachtung der aus Kontrakten mit fester Laufzeit abgeleiteten Volatilität das „wahre“ Ausmaß der Unsicherheit im Zeitverlauf unterzeichnet. Um dies bei der Untersuchung längerfristiger Zeitreihen zu korrigieren, werden bisweilen verkettete Zeitreihen der aus dem nächstfälligen Terminkontrakt abgeleiteten impliziten Volatilität verwendet. So wird zum Beispiel in der in Abbildung

Linien in Abbildung B. Hinzu kommt, dass der Restlaufzeit-Effekt nicht vollständig zu eliminieren ist. Eine alternative Methode ist die Ableitung einer Messgröße konstanter Laufzeiten, die man aus der Interpolation einer impliziten Volatilitätsstrukturkurve erhält. Dies geschieht in zwei Schritten. Zunächst wird die Kurve der impliziten Volatilität mit bei unterschiedlichen Laufzeiten beobachteten Werten der impliziten Volatilität interpoliert. Nach der Interpolation bereitet es dann keine Schwierigkeiten mehr, eine Zeitreihe für die implizite Volatilität bei einer konstanten Restlaufzeit von beispielsweise sechs Monaten zu erstellen. Diese Volatilitätsreihe folgt eng dem Verlaufsmuster anderer Zeitreihen impliziter Volatilitäten bei vergleichbaren Laufzeiten und zeigt keinen mit der Restlaufzeit abnehmenden Trend. In Abbildung C wird diese Volatilitätsmessgröße der impliziten Volatilität der Kontrakte mit Fälligkeit im März bzw. September 2002 gegenübergestellt. Die Volatilität bei konstanter Restlaufzeit liegt bis Anfang 2001 unter dem Niveau der aus den im März bzw. September 2002 fälligen Kontrakten abgeleiteten impliziten Volatilität. Danach bleibt sie auf einem ähnlichen Niveau, solange die Fälligkeitstermine der beiden Kontrakte noch weit entfernt sind. Ab Ende 2001 liegt die Volatilitätszeitreihe bei konstanter Restlaufzeit dann über der des Kontrakts mit Fälligkeit im März 2002, da dieser sich dem Verfalltag nähert; sie bleibt jedoch nahe bei dem impliziten Volatilitätsniveau des September-Kontrakts. Die Volatilität des im März 2002 fälligen Kontrakts geht kurz vor dem Verfalltag deutlich zurück.

Abbildung C: Implizite Volatilität bei konstanter Restlaufzeit

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Die Abbildungen B und C zeigen insgesamt, dass der Restlaufzeit-Effekt recht ausgeprägt sein und die Analyse selbst bei Verwendung verketteter Zeitreihen verzerren kann. Eine lediglich geringe Verzerrung ist festzustellen, wenn das Fälligkeitsdatum des Kontrakts noch weit entfernt ist. Um dem Problem des Restlaufzeit-Effekts Rechnung zu tragen, können sich Messgrößen der impliziten Volatilität bei konstanten Restlaufzeiten als hilfreich erweisen, vor allem wenn sich die Analyse auf Zeiträume von mehr als einigen Monaten erstreckt.

finanzierungsgeschäft des Eurosystems entsprachen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz mit 3,35 % bzw. 3,36 % weitgehend dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR. Damit lagen sie 5 bzw. 6 Basispunkte unter den entsprechenden Sätzen bei dem am 28. März abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft.

Die Zinssätze am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt waren etwas stärker rückläufig. Der Sechsmo- und der Zwölfmonats-EURIBOR nahmen im April um 10 bzw. 19 Basispunkte ab und beliefen sich am 30. April auf 3,49 % bzw. 3,76 %. Aufgrund dieser Entwicklung verringerte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, im Berichtszeitraum von 59 auf 43 Basispunkte.

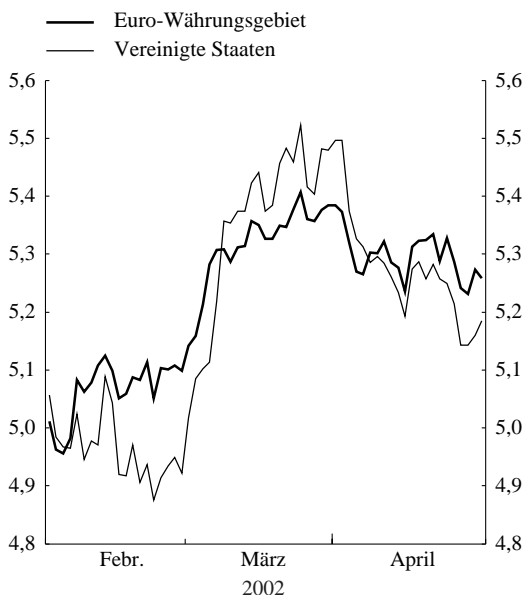
Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 zum Ausdruck kommen, nahmen im Verlauf des April ebenfalls ab. Die Zinssätze, die aus den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2002 abgeleitet werden, fielen in diesem Zeitraum um 17, 33 bzw. 40 Basispunkte und lagen am 30. April bei 3,47 %, 3,68 % bzw. 3,99 %.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im April leicht rückläufig

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet fielen zwischen Ende März und dem 30. April um rund 10 Basispunkte auf zuletzt 5,3 % (siehe Abbildung 8). In den Vereinigten Staaten gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im selben Zeitraum um 30 Basispunkte zurück und erreichten am 30. April einen Stand von etwa 5,2 %. Damit verringerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum in diesem Zeitraum um 15 Basispunkte und betrug am 30. April -5 Basispunkte.

Abbildung 8
Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

In den Vereinigten Staaten wurden die Staatsanleiherenditen offenbar hauptsächlich von den Veröffentlichungen gesamtwirtschaftlicher Daten beeinflusst, die tendenziell weniger positiv als zunächst erwartet ausfielen, sowie von den anhaltenden Spannungen im Nahen Osten, die die Unsicherheit über das Ausmaß der wirtschaftlichen Erholung erhöhten. Diese Faktoren waren für die Marktteilnehmer wohl der Anlass, ihre Wachstumserwartungen nach unten zu schrauben. Diese Interpretation der Entwicklung der Anleiherenditen im April wurde von einem Rückgang der (realen) Rendite indexgebundener Anleihen um 25 Basispunkte zwischen Ende März und dem 30. April gestützt. Die Marktteilnehmer schienen jetzt auch weniger mit einer baldigen Erhöhung der Leitzinsen zu rechnen. Ein Grund hierfür war ihre Deutung der Aussage des Vorsitzenden der US-Notenbank in seiner Anhörung durch den Gemeinsamen Wirtschaftsausschuss des amerikanischen Kongresses Mitte April. Vor diesem Hintergrund fielen die Renditen zwei-

jähriger Staatsanleihen zwischen Ende März und dem 30. April um 45 Basispunkte.

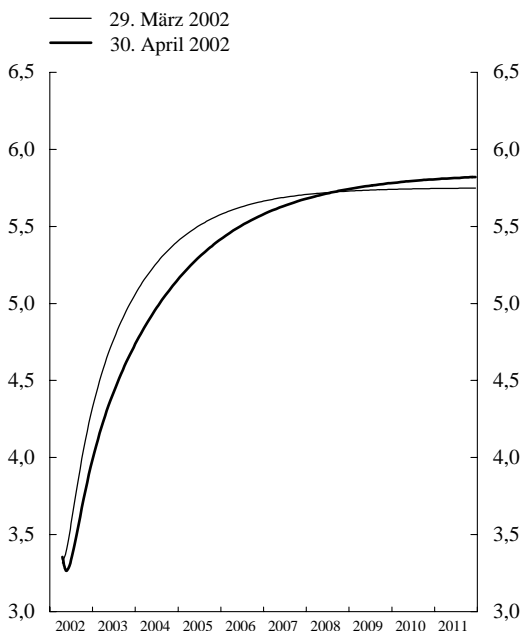
In Japan waren die Staatsanleiherenditen zwischen Ende März und dem 30. April stabil. Bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, die am 30. April bei 1,4 % lagen, waren in diesem Zeitraum nur geringfügige Veränderungen zu verzeichnen. Die Herabstufung der langfristigen Inlandsschulden und der Auslandsschulden Japans durch eine große Ratingagentur war offensichtlich von den Marktteilnehmern erwartet worden und schien deshalb keinerlei Auswirkung auf die Kurse der Staatsanleihen zu haben.

Der Rückgang der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet spiegelte eine Abnahme der Realrendite indexgebundener französischer Staatsanleihen im Zehnjahresbereich um 20 Basispunkte zwischen Ende März und dem 30. April wider. Dadurch erhöhte sich die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate im gleichen Zeitraum um 10 Basispunkte. In diesen Entwicklungen spiegelten sich offenbar sowohl die Einschätzung bezüglich etwas weniger günstiger Wachstumsaussichten wie auch die steigenden langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer wider. Dies schien teilweise mit den Bedenken im Zusammenhang mit den anhaltenden Spannungen im Nahen Osten und deren Auswirkungen auf die Ölpreise zusammenzuhängen, könnte aber auch die von der Entwicklung der Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten ausgehenden Impulse widerspiegeln. Darüber hinaus wurden die jüngsten Veröffentlichungen gesamtwirtschaftlicher Daten für das Euro-Währungsgebiet von den Marktteilnehmern anscheinend dahingehend interpretiert, dass das Ausmaß der Konjunkturerholung weiterhin unsicher ist.

Das kürzere Ende der Zinsstrukturkurve flachte sich zwischen Ende März und dem 30. April ab, da sich die Differenz zwischen den zweijährigen Staatsanleiherenditen und den Dreimonatssätzen in diesem Zeitraum um 20 Basispunkte verringerte. Auch die Niveaushiftung der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-

Abbildung 9 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

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

Währungsgebiet zwischen Ende März und dem 30. April nach unten spiegelte wider, dass die Marktteilnehmer weniger mit einer Erhöhung der kurzfristigen Zinsen in diesem Jahr rechnen (siehe Abbildung 9).

Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten im April schwächer

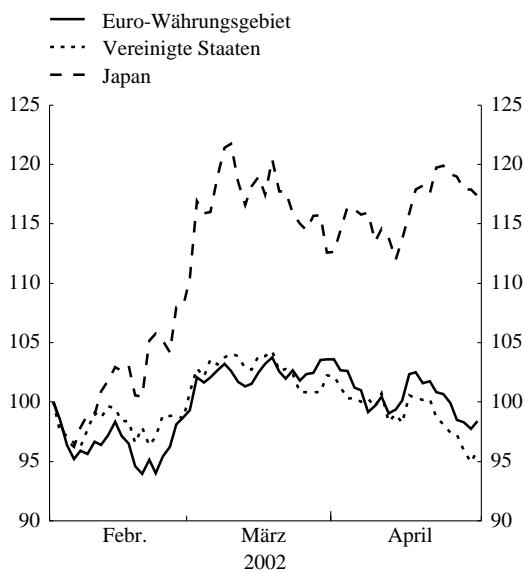
Bei den Aktien des Eurogebiets und der Vereinigten Staaten war – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index bzw. am Standard-&Poor's-500-Index – zwischen Ende März und dem 30. April 2002 ein Kursrückgang zu beobachten (siehe Abbildung 10). Gleichzeitig stieg der Nikkei 225 in Japan an. Die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern hinsichtlich der künftigen Aktienkursentwicklung,

gemessen an der impliziten Aktienkursvolatilität, stieg im Euro-Währungsgebiet und an den Aktienmärkten der Vereinigten Staaten im Berichtszeitraum an, blieb aber unter dem Durchschnittsniveau der letzten zwei Jahre. In Japan war dagegen im selben Zeitraum eine weitere Abnahme der Unsicherheit zu verzeichnen (siehe Abbildung 11). Die Aktienmärkte im Euroraum und den Vereinigten Staaten schienen im April allgemein darunter zu leiden, dass die Marktteilnehmer den Umfang und die Struktur der Konjunkturerholung etwas weniger optimistisch einschätzten.

In den Vereinigten Staaten nahm der Standard-&-Poor's-500-Index zwischen Ende März und dem 30. April um 6 % ab. Die von Optionen auf den Standard-&-Poor's-500-Index abgeleitete implizite Volatilität stieg im selben Zeitraum um 4 Prozentpunkte. Die Kursrückgänge und die gestiegene Volatilität dürften teilweise auf die Veröffentlichung von Wirtschaftsdaten zurückzuführen sein, die weniger positiv als zunächst erwartet ausfielen.

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

(Index: 1. Februar 2002 = 100; Tageswerte)

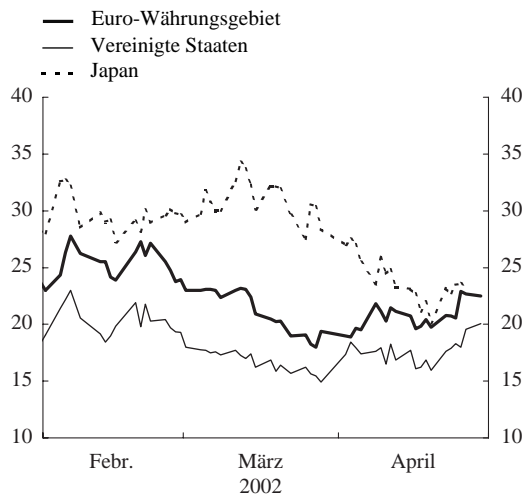


Quelle: Reuters.

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

Abbildung 11 Implizite Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Optionspreisen von Aktienkursindizes impliziert wird. Die impliziten Volatilitäten beziehen sich auf die folgenden Aktienindizes: Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

len. Von den für das erste Quartal 2002 veröffentlichten Gewinnmeldungen gingen gemischte Signale aus; diese Meldungen fielen jedoch insgesamt weniger positiv als von den Marktteilnehmern erwartet aus. Die Stimmung am Markt wirkte sich besonders auf den Technologiesektor aus, da dieser vor allem von den Auswirkungen einer langsameren wirtschaftlichen Erholung betroffen wäre. Darüber hinaus schienen sich die Bedenken hinsichtlich der Bilanzierungspraktiken und der Verlässlichkeit der Gewinnmeldungen weiterhin auf die Aktienkurse dieses Sektors auszuwirken (siehe Kasten 3). Der technologieorientierte Nasdaq-Composite-Index wies zwischen Ende März und dem 30. April 2002 ein Minus von rund 9 % auf. Auch im Telekommunikationssektor fielen die Aktienkurse erheblich, worin sich möglicherweise die niedrigeren Umsatzprognosen einiger großer Unternehmen sowie allgemeinere Bedenken über die Aussichten für diesen hoch verschuldeten Sektor niederschlugen.

In Japan legte der Nikkei 225 zwischen Ende März und dem 30. April 2002 um 5 % zu und setzte damit den Aufwärtstrend fort, der seit Mitte Februar bei den Aktienkursen zu verzeichnen war. Hinter diesem allgemeinen Anstieg der Aktienkurse verbargen sich jedoch einige Schwankungen im Verlauf des Monats. Der positiven Entwicklung der Aktienkurse dürfte eine optimistische Einschätzung der Perspektiven für die japanische Exportwirtschaft zugrunde gelegen haben. Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet ging die implizite Volatilität zwischen Ende März und dem 30. April um 4 Prozentpunkte zurück.

Im Euroraum fiel der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index zwischen Ende März und dem 30. April um 5 %. Dieser allgemeine Rückgang der Aktienkurse dürfte auf branchen-

spezifische Faktoren sowie die etwas verhalteneren Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Konjunkturaussichten zurückzuführen gewesen sein. Der zyklische Konsumgüterbereich verzeichnete im Einklang mit diesen verhalteneren Erwartungen einen relativ kräftigen Rückgang der Aktienkurse. Auch im Energiesektor fielen die Aktienkurse, teilweise aufgrund sinkender Ölpreise gegen Ende April. Der Rückgang war jedoch im Telekommunikations- und Technologiesektor noch wesentlich stärker ausgeprägt. Beide Sektoren hatten aufgrund erheblicher Korrekturen in den ersten Monaten dieses Jahres Einbußen verzeichnet, sich aber im März wieder etwas erholt. In diesem Umfeld stieg die von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleitete implizite Volatilität von Ende März bis zum 30. April um 3 Prozentpunkte.

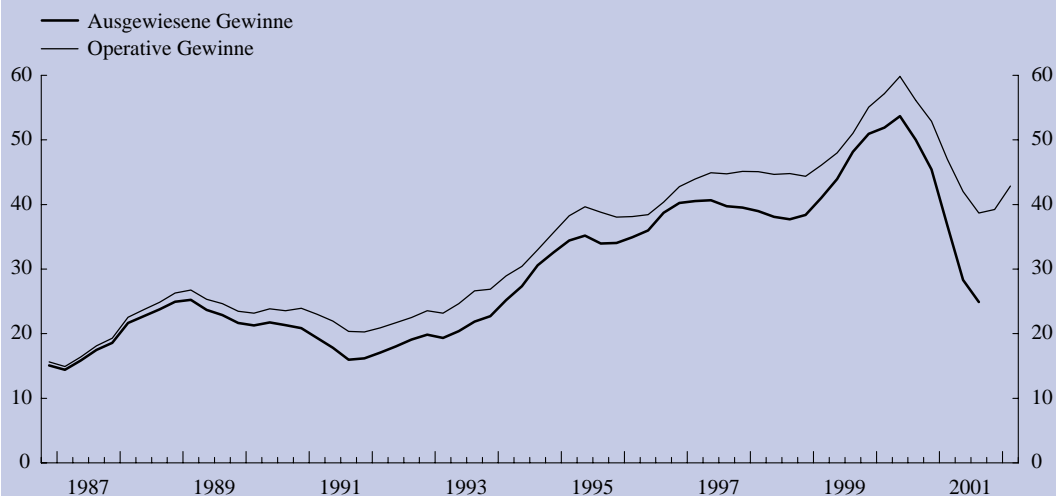
Kasten 3

US-Aktienmärkte und Messgrößen der Unternehmensgewinne

Die Aktienmärkte in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet sind in den vergangenen Monaten von Unsicherheiten über die Zuverlässigkeit der Gewinnmeldungen von US-Unternehmen in Mitleidenschaft gezogen worden. So rückte nach dem Zusammenbruch des US-Energiekonzerns Enron, der im Dezember

Abbildung A: Gewinn je Aktie der 500 im Standard-&-Poor's-500-Index erfassten Aktiengesellschaften

(gleitende Vierquartalsdurchschnitte in US-Dollar; Quartalswerte)



Quelle: Standard & Poor's.

Anmerkung: Die Datenreihe zu den „ausgewiesenen Gewinnen“ stellt den an die amerikanische Börsenaufsichtsbehörde gemeldeten Gewinn je Aktie der im Standard-&-Poor's-500-Index erfassten Unternehmen dar. Die Datenreihe zu den „operativen Gewinnen“ stellt den Gewinn je Aktie aus den laufenden Geschäften dar. Die Daten zu den operativen Gewinnen sind ab dem vierten Quartal 2001 geschätzt.

2001 Insolvenz beantragte, insbesondere die zunehmende Disparität zwischen verschiedenen Messgrößen der Unternehmensgewinne in den Blickpunkt. Während die tatsächlichen Gewinne der 500 im Standard-& Poor's-500-Index zusammengefassten Unternehmen, die der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde *Securities and Exchange Commission (SEC)* „gemeldet“ wurden, im vergangenen Jahr um 51 % zurückgingen, sind die „operativen“ Gewinne (d. h. die Gewinne aus den laufenden Geschäften der Unternehmen) nach Schätzungen von Standard & Poor's um lediglich 31 % gesunken (siehe Abbildung A).

Die aus Abbildung A ersichtliche Disparität zwischen den beiden Messgrößen für die Gewinne der im Standard-& Poor's-500-Index erfassten Unternehmen ist auf unterschiedliche Bilanzierungskonzepte zurückzuführen, die den jeweiligen Zahlen zugrunde liegen. Die Unternehmenserträge, die die US-Gesellschaften der SEC melden, werden allgemein als „ausgewiesener Gewinn“ bezeichnet. Hierbei handelt es sich um die Gewinne eines Unternehmens vor Abzug von Aufwendungen, die sich aus nicht fortgesetzten Aktivitäten sowie außerordentlichen Bilanzvorgängen ergeben. Die Rechnungslegung hat nach den amerikanischen Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung und Bilanzierung, den *Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)*¹, zu erfolgen und ist prüfungspflichtig.

Die Berechnung der „operativen Gewinne“ erfolgt in der Regel durch Bereinigung der ausgewiesenen Gewinnzahlen um bestimmte einmalige Aufwendungen etwa im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen bzw. Rechtsstreitigkeiten. Auch Gewinne oder Verluste aus dem Verkauf von Vermögenswerten werden normalerweise herausgerechnet. Der operative Gewinn eines Unternehmens wird in erster Linie benötigt, um Marktanalysten mit Informationen zu versorgen, mit denen sie die Ertragsentwicklung eines Unternehmens besser einschätzen können. Im Gegensatz zum ausgewiesenen Gewinn auf Basis der GAAP sind operative Gewinne nicht prüfungspflichtig, unterliegen mit Ausnahme von Betrugsfällen nicht der SEC und werden nicht nach allgemein anerkannten Grundsätzen bilanziert.

Auch ein „Pro-forma“-Ausweis des operativen Gewinns kann als Messgröße herangezogen werden. Ursprünglich diente eine Pro-forma-Analyse der Gewinn- und Verlustrechnung eines Unternehmens dazu, deren Gewinnangaben um signifikante Veränderungen wie etwa eine Fusion zu bereinigen. In der Vergangenheit wurden diese Ausweise von den Unternehmen in der Regel nur zu internen Zwecken erstellt. Nach der Fusionswelle, die in den Achtzigerjahren in den Vereinigten Staaten zu beobachten war, begannen viele Unternehmen jedoch damit, diese Daten zu veröffentlichen. Grund hierfür war, dass derartige Umstrukturierungen, mit denen sich mitunter auch der Geschäftszweck des jeweiligen Unternehmens völlig veränderte, den Marktanalysten im Zeitverlauf die Aufgabe erschwerten, gemäß den GAAP aufgestellte Bilanzen von einem Jahr zum anderen zu interpretieren. Die Praxis der Veröffentlichung von Pro-forma-Ausweisen fand in der Folgezeit größere Verbreitung. Ähnlich wie die operativen Gewinne selbst sind auch Pro-forma-Angaben zum operativen Gewinn nicht prüfungspflichtig, unterliegen nicht der SEC und auch keinen allgemein anerkannten Grundsätzen, die bei deren Aufstellung zu beachten wären. Als Arbeitsdefinition bezeichnet Standard & Poor's den Pro-forma-Gewinn als den „operativen Gewinn bei Eintreten eines bestimmten Ereignisses“.²

Wie aus Abbildung A ersichtlich ist, sind die Gewinne, die der SEC von den im Standard-& Poor's-500-Index zusammengefassten Unternehmen gemeldet wurden, nach dem dritten Quartal 2000 unter Druck geraten. Dies führte bei den betreffenden Kapitalgesellschaften zu den insgesamt stärksten Gewinneinbrüchen seit den Dreißigerjahren. Wie bei früheren Vorfällen dieser Art vergrößerte sich die Differenz zwischen dem ausgewiesenen und dem operativen Gewinn, wobei Letzterer eine robustere Entwicklung aufwies. Der

¹ Bei den *Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)* aus den Dreißigerjahren handelt es sich um einen weitgehend regelgebundenen Ansatz der Finanzberichterstattung, der unter den Rechnungsprüfern in den Vereinigten Staaten allgemein anerkannt wird. De facto schreiben die GAAP vor, welche Möglichkeiten der Bilanzierung von Unternehmenseinnahmen und -ausgaben zulässig bzw. unzulässig sind. Verantwortlich für die Weiterentwicklung der GAAP in den Vereinigten Staaten ist seit 1973 der *Financial Accounting Standards Board (FASB)*.

² Siehe Standard & Poor's, *Standard & Poor's Position on Operating Earnings*, November 2001.

Rückgang bei den (hier nicht abgebildeten) Pro-forma-Ausweisen der Unternehmensgewinne fiel sogar noch geringer aus als bei den beiden anderen Messgrößen. Zwar mag es nicht verwunderlich erscheinen, dass die (sich im Pro-forma-Ausweis des operativen Gewinns widerspiegelnde) Fähigkeit von Unternehmen, auf längere Sicht Gewinne zu erwirtschaften, bei einem Konjunkturabschwung nicht im gleichen Maße abnimmt wie der Bargewinn, doch äußerten einige Marktanalysten Zweifel an den Bereinigungen, die bei der Erstellung des Pro-forma-Gewinnausweises im Jahr 2001 an bestimmten Bilanzposten vorgenommen wurden. Im Prinzip sollten Korrekturen nur bei einmaligen Bilanzposten erfolgen. Bei der Erstellung ihrer Pro-forma-Gewinnausweise rechneten einige Unternehmen jedoch auch unregelmäßige Aufwendungen wie etwa Abfindungszahlungen, Personalkosten im Zusammenhang mit Aktienoptionen sowie Wertverluste bei Wertpapieren im Zusammenhang mit Leistungszusagen im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung heraus. Dieser Ansatz warf bei einigen Marktanalysten Fragen auf. Sie erachteten solche Posten als Teil der üblichen laufenden Geschäftstätigkeit von Unternehmen. Zudem führte dieser Ansatz zu Unsicherheiten an den Aktienmärkten hinsichtlich der Transparenz und Genauigkeit der von den Unternehmen veröffentlichten Bilanzangaben. Besonders betroffen von diesen Unsicherheiten war der Technologiesektor; hier vergrößerte sich die Differenz zwischen dem ausgewiesenen Gewinn und dem Pro-forma-Gewinn im vergangenen Jahr mehr als in jedem anderen Sektor.

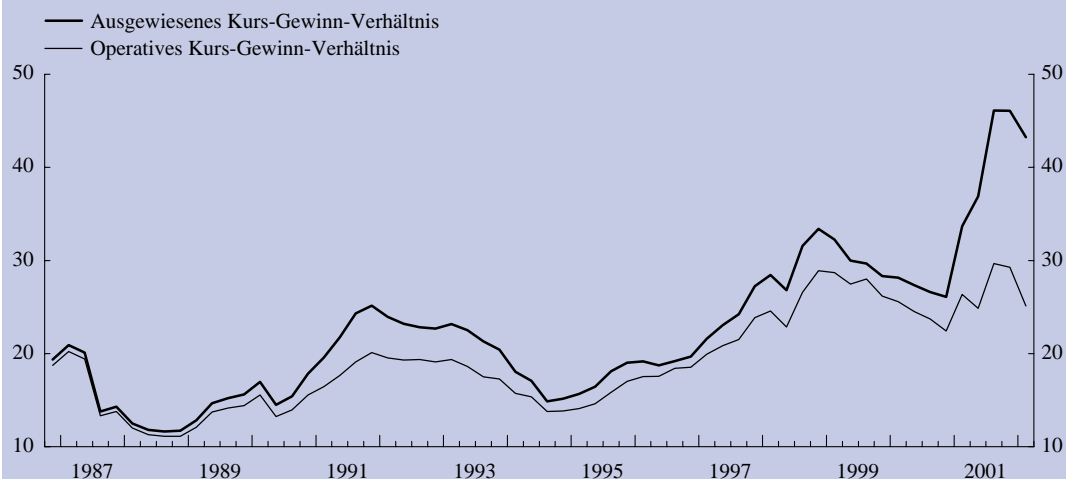
Maßgeblich für die Bewertung der Aktien eines Unternehmens ist deren längerfristige Fähigkeit, Dividenden an die Aktionäre auszuschütten. Diese ist wiederum abhängig davon, inwieweit die Unternehmen Gewinne erwirtschaften können. Aufgrund dessen beurteilen Börsenanalysten den Wert der Aktien eines Unternehmens seit mehr als einem Jahrhundert zumeist nach dem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), also dem Verhältnis zwischen dem Börsenwert einer Kapitalgesellschaft und ihrem Jahresgewinn. Häufig werden diese KGVs anhand des von einem Unternehmen im vorhergehenden Kalenderjahr erwirtschafteten Gewinns (d. h. auf der Grundlage eines gleitenden Vierquartalsdurchschnitts) berechnet. Bei einem Börsenindex wie dem Standard & Poor's 500 stellt das Kurs-Gewinn-Verhältnis den Durchschnitt der KGVs der einzelnen, in diesem Index zusammengefassten Unternehmen dar.

Langfristig sollte der Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses, die Gewinnrendite, im Prinzip der realen Rendite entsprechen, die ein Aktionär mit seiner Aktienanlage erzielt. Daher gilt der Kehrwert des KGV oft als Ausdruck der realen Kosten, die den Unternehmen aus Beteiligungskapital entstehen. Ausgehend von der Annahme, dass die zukünftigen Wachstumsraten des Gewinns über sehr lange Zeiträume hinweg den historischen Durchschnitt des Gewinnwachstums widerspiegeln, wird der angemessene Wert einer Aktie oft durch einen Vergleich des jeweiligen Kurs-Gewinn-Verhältnisses mit den historischen Durchschnitts ermittelt. Dabei ist jedoch zu beachten, dass ein hohes KGV für ein einzelnes Unternehmen oder einen einzelnen Sektor die Markterwartung hoher zukünftiger Gewinne widerspiegeln könnte und die Anleger deshalb auf kurze Sicht eine geringere reale Aktienrendite einfordern werden.

Berechnet auf der Grundlage der vier vorangegangenen Quartale fallen die KGVs tendenziell höher aus, wenn sich die Wirtschaft in einer konjunkturellen Abschwungphase befindet, da dann die Gewinne in der Regel unter Druck geraten. Wie Abbildung B zeigt, ist dieses zyklische Verhalten der KGVs der Tendenz nach ausgeprägter, wenn der ausgewiesene Gewinn und nicht der operative Gewinn zugrunde gelegt wird. Die geringere Konjunkturreaktivität der anhand des operativen Gewinns berechneten KGVs erscheint nicht ungewöhnlich angesichts des zugrunde liegenden Prinzips (wonach ein Bild von der Ertragslage eines Unternehmens gezeichnet werden soll). Dennoch führte die nie zuvor in diesem Maße beobachtete Differenz zwischen dem operativen Pro-forma-Gewinn und dem ausgewiesenen Gewinn auch zu einer großen Disparität zwischen den anhand dieser Messgrößen berechneten KGVs. Die an den Märkten vorherrschenden Zweifel über die tatsächliche Gewinnentwicklung der Unternehmen, die sich aus den Fragen zur bilanziellen Behandlung bestimmter Posten bei der Erstellung von Pro-forma-Gewinnausweisen ergaben, führten wiederum zu Unsicherheiten darüber, welches Kurs-Gewinn-Verhältnis den Wert eines Unternehmens am besten widerspiegelt. Wie bereits erwähnt, griffen diese Unsicherheiten auch auf das Euro-Währungsgebiet über, da die Aktien einiger großer Kapitalgesellschaften des Euroraums auch an den US-Börsen notiert sind.

Abbildung B: Operatives und ausgewiesenes Kurs-Gewinn-Verhältnis der 500 im Standard-&-Poor's-500-Index erfassten Aktiengesellschaften

(Quartalswerte)



Quelle: Standard & Poor's.

Anmerkung: Die Zahlen wurden auf der Grundlage des Standard-&-Poor's-500-Index berechnet. Das KGV errechnet sich aus den gleitenden Vierquartalsdurchschnitten der Gewinnmessgrößen. Für die Berechnung des ausgewiesenen KGV für die ersten beiden Quartale 2002 wurden die Gewinnangaben des vierten Quartals 2001 verwendet. Das operative KGV ab dem vierten Quartal 2001 wurde auf der Grundlage von Schätzungen von Standard & Poor's ab dem vierten Quartal 2001 errechnet. Bei beiden Datenreihen wurde zur Berechnung des KGV für das zweite Quartal 2002 der Tagesschlusskurs des Standard-&-Poor's-500-Index vom 30. April 2002 verwendet.

Transparente und korrekte Bilanzangaben sind für die effiziente Verteilung knappen Kapitals auf die produktivsten Verwendungszwecke von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus spielen sie eine wesentliche Rolle bei der Integration privater Kapitalmärkte innerhalb des Eurogebiets. In diesem Zusammenhang unterstützt die Europäische Kommission eine Strategie der Finanzberichterstattung in der EU, die auf festen Rechnungslegungsgrundsätzen basiert und sich vom regelbundenen GAAP-System der Vereinigten Staaten unterscheidet. Das Europäische Parlament hat im März 2002 den Vorschlag der Europäischen Kommission gebilligt, wonach alle an geregelten Märkten notierten EU-Unternehmen spätestens ab dem Jahr 2005 ihre Konzernabschlüsse gemäß einheitlichen Rechnungslegungsgrundsätzen zu erstellen und zu veröffentlichen haben. Diese Standards werden in nächster Zukunft von der Europäischen Kommission aus einer Reihe von Modellen internationaler Rechnungslegungsgrundsätze, die vom *International Accounting Standards Board (IASB)*³ veröffentlicht wurden, ausgewählt werden. Im Anschluss an ein informelles Treffen des ECOFIN-Rats im April 2002 in Oviedo/Spain betonten die Wirtschafts- und Finanzminister, die Europäische Kommission, der EZB-Präsident und die Gouverneure der nationalen Zentralbanken, dass eine frühzeitige Verabschiedung der EU-Verordnung über internationale Rechnungslegungsgrundsätze sowie deren nachdrückliche Durchsetzung von besonderer Bedeutung sei, damit die internationalen Standards der Rechnungslegung in der gesamten EU in Kraft treten können.

³ Der *International Accounting Standards Board* ist ein unabhängiges, privat finanziertes Gremium mit Sitz in London, das sich mit der Festlegung von Rechnungslegungsgrundsätzen befasst. Die Mitglieder kommen aus neun Ländern und ganz unterschiedlichen Fachbereichen. Das Gremium entwickelt im öffentlichen Interesse weltweit einheitliche, verständliche und durchsetzbare Rechnungslegungsgrundsätze von hoher Qualität, die transparente und vergleichbare Angaben in den allgemein gültigen Finanzausweisen vorschreiben. Darüber hinaus besteht eine Zusammenarbeit mit den zuständigen nationalen Gremien mit dem Ziel einer weltweiten Konvergenz der Rechnungslegungsstandards.

2 Preisentwicklung

Anstieg der HVPI-Inflationsrate im März 2002 in erster Linie auf höhere Ölpreise zurückzuführen

Die Jahresteuersatzrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet, die sich im Februar 2002 auf 2,4 % belaufen hatte, stieg im März auf 2,5 % (siehe Tabelle 2). Für diese Inflationsbeschleunigung war im Wesentlichen der jüngste Anstieg der Ölpreise verantwortlich, da von ihm erneut ein direkter Aufwärtsschub auf die Energiepreise ausging. Die Jahreswachstumsrate des HVPI ohne die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie lag im März 2002 bei 2,6 % und blieb

somit im dritten Monat in Folge unverändert, obwohl die Jahresrate der Dienstleistungspreise etwas weiter zunahm. Nach der Vorausschätzung von Eurostat wird erwartet, dass die jährliche HVPI-Inflation im April 2002 wieder auf 2,2 % sinkt. Der Rückgang dürfte insbesondere durch Basiseffekte bei den Nahrungsmittelpreisen bedingt sein, aber genaue Angaben zu den Komponenten des Index liegen derzeit noch nicht vor.

Im März 2002 verlangsamte sich der jährliche Rückgang der Energiepreise um 1,3 Prozentpunkte auf 1,5 % (siehe Abbildung 12). Im Vergleich zum Vormonat stiegen die Energie-

Tabelle 2
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2002	2001	2001	2002	2002	2002	2002
				Q2	Q3	Q4	Q1	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März	April
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	1,1	2,3	2,5	3,1	2,5	2,2	2,5	2,1	2,0	2,7	2,4	2,5	2,2
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,5	3,5	2,4	1,8	2,2	1,6	1,7	2,5	2,1	2,1	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,6	5,0	5,2	4,8	4,9	4,6	4,7	5,6	4,9	4,2	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	1,1	2,9	2,8	3,4	3,5	3,5	3,5	3,5	3,8	3,4	3,3	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,0	1,7	7,2	8,5	8,0	6,9	7,0	6,4	6,5	8,4	7,2	5,5	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,5	2,7	1,0	0,3	0,9	0,1	0,2	0,9	0,8	1,0	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,1	1,4	1,0	1,6	1,8	1,6	1,7	1,7	1,9	1,7	.
Energie	2,4	13,3	2,8	7,3	1,2	-4,1	-2,0	-5,0	-4,5	-1,7	-2,8	-1,5	.
Dienstleistungen	1,5	1,7	2,5	2,5	2,5	2,8	3,0	2,7	2,8	3,0	3,0	3,1	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	-0,4	5,5	2,1	3,6	1,4	-1,0	.	-1,3	-1,1	-0,8	-1,1	.	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,3	1,0	2,7	2,6	2,6	3,5	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitsproduktivität ³⁾	0,9	1,5	0,0	0,2	0,1	-0,6	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,3	2,6	2,7	2,7	2,7	2,9	.	.	.	.	.	.	.
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	2,2	3,4	3,2	2,9	3,5	3,0	.	.	.	.	.	.	.
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	17,1	31,0	27,8	31,7	29,0	22,4	24,6	21,7	21,5	22,6	23,5	27,9	29,3
Rohstoffpreise ⁶⁾	-5,9	16,7	-7,6	-3,0	-10,4	-15,6	-3,3	-15,1	-12,3	-6,2	-3,7	0,0	-0,8

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Internationale Rohölbörse, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten. In den übrigen Preis- und Kostenindikatoren ist Griechenland für die Zeit vor 2001 enthalten.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im April 2002 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

2) Ohne Baugewerbe.

3) Gesamtwirtschaft.

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

5) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

6) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Dezember 1998. Gewichtet nach den Rohstoffimporten aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

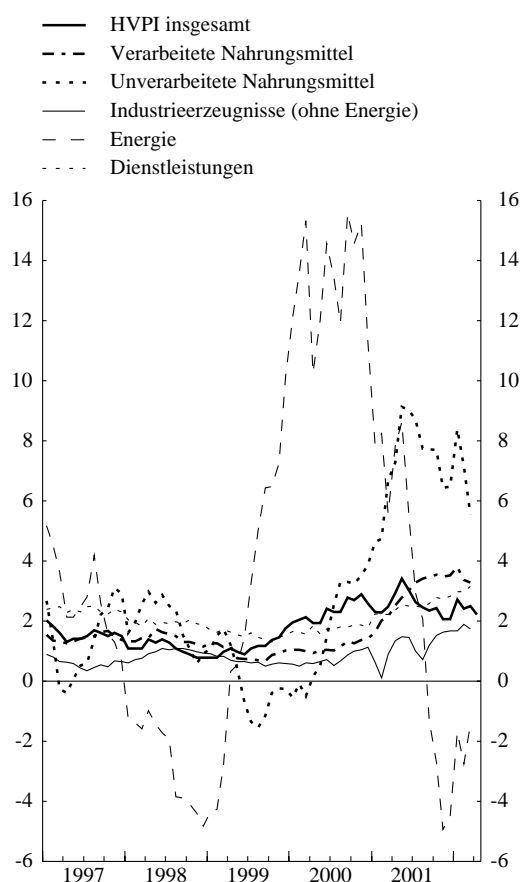
preise um 1,2%, wobei die Preise für Benzin und Heizöl im Zuge des im März verzeichneten Anstiegs der Ölpreise um fast 19 % verglichen mit Februar besonders stark nach oben gingen (auf 27,9 €). Die Ölpreise stiegen Anfang April weiter auf über 31 €. Obwohl die Preise in der zweiten Monatshälfte auf etwa 29 € zurückgingen, lagen sie immer noch deutlich über dem Ende 2001 verzeichneten Niveau.

Die Jahresänderungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel, die im Februar 7,2 % betragen hatte, ging im März 2002 auf 5,5 % zurück, was hauptsächlich auf einen Basiseffekt zurückzuführen war. Darüber hin-

aus fielen die Gemüsepreise, die Anfang des Jahres 2002 aufgrund ungünstiger Witterungsbedingungen stark angezogen hatten, im März weiter, allerdings in begrenztem Maße. Auch bei den Fleischpreisen hielt der seit Oktober 2001 insgesamt zu beobachtende leichte Abwärtstrend an, der wohl auf ein weiteres Nachlassen der Auswirkungen von BSE und der Maul- und Klauenseuche im Jahr 2001 hindeutet. Die Jahressteigerungsrate bei den Preisen für verarbeitete Nahrungsmittel sank im März ebenfalls leicht auf 3,3 %, während die korrigierte Rate im Vormonat noch 3,4 % betragen hatte. Nach einem Höchststand von 3,8 % im Januar 2002 deutet die jüngste Entwicklung der Jahresänderungsrate dieser Komponente auf ein Nachlassen des Preisdrucks hin, was der Einschätzung entspricht, dass sich die indirekten Effekte der genannten Schocks bei den Nahrungsmittelpreisen allmählich abschwächen dürften.

Abbildung 12 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: In den Angaben zum HVPI für die Zeit vor 2001 ist Griechenland nicht enthalten.

Die Dienstleistungspreise lagen im März dieses Jahres 3,1 % über dem Niveau von März 2001, was verglichen mit Februar 2002 einem Anstieg dieser Jahresrate von 0,1 % Prozentpunkten entspricht. Durch die jüngste Preissteigerung setzt sich der seit Oktober 1999 zu beobachtende Aufwärtstrend der Jahresänderungsrate der Dienstleistungspreise fort; damals lag die Jahresrate bei 1,3 %. Zu dieser Entwicklung trugen auch die indirekten Auswirkungen vorangegangener Importpreissteigerungen – insbesondere für Öl – bei, die beispielsweise zu einem drastischen Anstieg der Kosten für Transportdienstleistungen, administrierten Preissteigerungen und höheren Preisen in Restaurants führten, was teilweise auch auf vorherige Erhöhungen der Nahrungsmittelpreise zurückzuführen war. Es gibt ferner einige Anzeichen dafür, dass sich die Arbeitskosten im Dienstleistungssektor in den letzten Jahren leicht nach oben bewegt haben. Aufgrund einer geänderten Saisonfigur waren in der jüngsten Vergangenheit auch die Preise für Pauschalreisen, die starken Schwankungen unterworfen sein können, für den Anstieg verantwortlich. Des Weiteren kann es bei bestimmten Dienstleistungspreisen im Zusammenhang mit der Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen im Januar 2002 zu

Preisadjustierungen nach oben gekommen sein, die sich allerdings insgesamt nur begrenzt auswirkten. Alles in allem sind die Dienstleistungspreise in der jüngsten Zeit spürbar gestiegen. Eine eindeutige Beurteilung dieser Entwicklung ist jedoch derzeit aufgrund einer Reihe von unterschiedlichen, teilweise spezifischen und zeitlich begrenzten Faktoren nur schwer möglich. Daher muss die Entwicklung der Dienstleistungspreise in den kommenden Monaten genau beobachtet werden, um zwischen vorübergehenden und länger andauernden Entwicklungen zu unterscheiden.

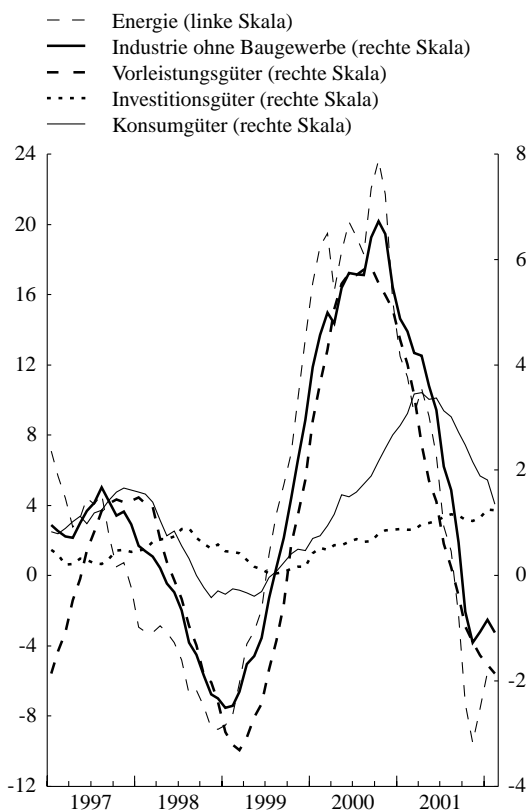
Die Jahresrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) erhöhte sich seit Mitte 2000 ebenfalls, im Wesentlichen aufgrund der indirekten Auswirkungen vorangegangener Ölpreissteigerungen und des Kursverlusts des Euro. Im März 2002 ging diese Jahresrate jedoch um 0,2 Prozentpunkte auf ihren Stand von Januar 2002 in Höhe von 1,7 % zurück. Dadurch wird die frühere Einschätzung bestätigt, dass der im Februar 2002 beobachtete Anstieg dieser Komponente hauptsächlich mit statistischen Änderungen bei den HVPI-Daten zusammenhängt (Einbeziehung von Preisnachlässen in Italien und Spanien).

Jahresrate der industriellen Erzeugerpreise im Februar 2002 gesunken, aber im März möglicherweise gestiegen

Die industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet gingen im Februar 2002 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 1,1 % zurück, verglichen mit einer Verringerung um 0,8 % im Vorjahresvergleich im Januar. Die rückläufige Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise insgesamt war durch einen Rückgang bei allen Komponenten bedingt, mit Ausnahme der Preise für Investitionsgüter (siehe Abbildung 13). Für März 2002 liegen

Abbildung 13 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



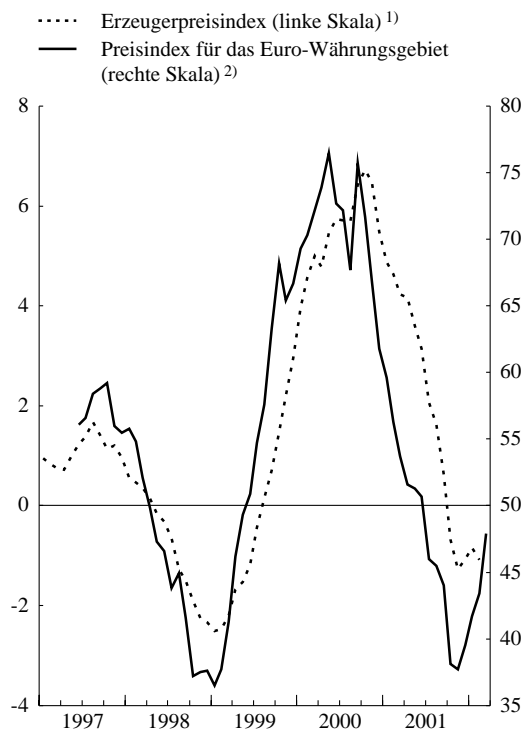
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

derzeit für das Euro-Währungsgebiet noch keine Angaben zur Entwicklung der industriellen Erzeugerpreise vor. Aufgrund des jüngsten Anstiegs der Ölpreise und der Rohstoffpreise ohne Öl dürfte ein weiteres Absinken der Jahresrate der Erzeugerpreise insgesamt jedoch unwahrscheinlich sein, was auch aus dem Anstieg des Preisindex für das Euro-Währungsgebiet laut der Reuters-Umfrage zum Purchasing Managers' Index (siehe Abbildung 14) und den auf Länderebene verfügbaren Angaben hervorgeht.

Abbildung 14
Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet insgesamt

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

Anmerkung: Soweit verfügbar, beziehen sich die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) auf die zwölf Euro-Länder.

- 1) Veränderung gegen Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.
- 2) 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.

Jüngste Lohnentwicklungen geben uneinheitliche Hinweise

Kürzlich hat Eurostat seine Schätzung der Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe für das vierte Quartal 2001 um 0,1 Prozentpunkte auf 3,0 % nach unten revidiert, was gegenüber dem dritten Quartal einen Rückgang von 0,5 Prozentpunkten darstellt. Im Gegensatz dazu stieg die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im vierten Quartal 2001 auf 2,9 %, verglichen mit einer revidierten Rate von 2,7 % im dritten Quartal. Zusammen mit einem starken Rückgang der Ar-

beitsproduktivität, welcher das schwache BIP-Wachstum im vierten Quartal 2001 widerspiegelt, führte diese Entwicklung im gleichen Zeitraum zu einem Anstieg der Jahressteigerungsrate der Lohnstückkosten um 0,9 Prozentpunkte auf 3,5 %.

Das durchschnittliche Wachstum der Lohnstückkosten belief sich 2001 auf 2,7 %, verglichen mit 1,0 % im Jahr 2000. Diese Aufwärtsbewegung begründet sich hauptsächlich auf konjunkturelle Entwicklungen der Arbeitsproduktivität und weniger auf Änderungen beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, dessen Wachstum 2001 bei durchschnittlich 2,7 % und somit nur 0,1 Prozentpunkte über dem Durchschnitt des Vorjahres lag. Die historischen Angaben zu den Arbeitskosten für das Euro-Währungsgebiet aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, wie beispielsweise das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und die Lohnstückkosten, wurden kürzlich im Zuge von Revisionen in zwei größeren Ländern des Euroraums leicht nach oben korrigiert.

Kurzfristige Preisbewegungen weiterhin mit großer Unsicherheit behaftet

Trotz des drastischen Anstiegs der Ölpreise wird für die kommenden Monate vor allem aufgrund starker Basiseffekte bei den Nahrungsmittelpreisen mit einer niedrigeren Inflationsrate gerechnet. Darüber hinaus spricht die jüngste Entwicklung der Jahresänderungsrate des HVPI ohne die volatileren Komponenten unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie dafür, dass der seit Ende 1999 beobachtete Anstieg dieses Maßes, der im Wesentlichen auf zeitlich verzögerte Auswirkungen vorangegangener Preissteigerungen für Importe und Nahrungsmittel zurückzuführen ist, sich nicht fortsetzen wird. Ein Nachlassen dieser Auswirkungen dürfte im Verlauf des Jahres 2002 zu einer allmählichen Abnahme der HVPI-Inflation ohne die volatilen Komponenten führen. Allerdings müssen hier insbesondere die Dienstleistungspreise genau beobachtet werden. Darüber hinaus ist davon auszugehen, dass der Rück-

gang der Inflationsrate insgesamt in den kommenden Monaten weniger deutlich sein wird als ursprünglich erwartet, falls die Ölpreise auf ihrem derzeitigen Niveau verharren, und dass die kurzfristigen Preisbewegungen weiterhin mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet sind.

Mit Blick auf die längerfristige Entwicklung, das heißt für die Jahre 2003 und 2004, hängen

die Perspektiven für stabile Preise im Wesentlichen von moderaten Lohnzuwächsen ab. Die jüngsten Angaben zu den Inflationserwartungen des privaten Sektors in den nächsten Jahren aus dem Survey of Professional Forecasters vom zweiten Quartal 2002 und anderen verfügbaren Indikatoren finden sich im nachstehenden Kasten 4.

Kasten 4

Die Inflations- und Wachstumserwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF)¹ vom zweiten Quartal 2002 und sonstige verfügbare Indikatoren

In diesem Kasten werden die verfügbaren Indikatoren für die Erwartungen des privaten Sektors bezüglich der Inflation und des Wachstums im Euro-Währungsgebiet dargestellt. Die Ergebnisse des von der EZB in der zweiten Hälfte des Monats April 2002 durchgeführten SPF für das zweite Quartal 2002 werden im Folgenden zusammengefasst. Soweit möglich, wurden bei der Darstellung auch die sonstigen Quellen für die Erwartungen des privaten Sektors für die gleichen Prognosezeiträume berücksichtigt.²

Inflationserwartungen für 2002 und 2003

Die SPF-Teilnehmer erwarten, dass die jährliche Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet im laufenden Jahr 2,1 % betragen und 2003 auf 1,9 % zurückgehen wird (siehe nachstehende Tabelle). Damit werden die Inflationserwartungen gegenüber der vorhergehenden, Anfang Februar durchgeführten Umfrage für 2002 um 0,4 Prozentpunkte und für 2003 um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Als wichtigsten Grund für diese Aufwärtskorrektur nennen die Teilnehmer die stärker als erwartet gestiegenen Öl- und Nahrungsmittelpreise. Diese Ergebnisse liegen etwas höher als die von Consensus Economics im April 2002 für die gleichen Zeiträume gemeldeten Daten (1,9 % bzw. 1,8 %).³ Im SPF beträgt die für März 2003 bzw. März 2004 erwartete Inflationsrate jeweils 1,9 %.

Wie im Monatsbericht vom März 2002 erläutert, sieht der SPF-Fragebogen auch vor, dass die Teilnehmer die Wahrscheinlichkeit angeben, mit der die tatsächlichen Ergebnisse innerhalb bestimmter Intervalle liegen werden. Anhand einer auf den Antworten basierenden Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich einschätzen, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegen werden. Abbildung A zeigt die bei den letzten beiden Umfragen ermittelten aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die durchschnittliche Teuerungsrate nach dem

¹ Die Umfrage wird Survey of Professional Forecasters (SPF), also Umfrage unter professionellen Prognostikern, genannt, um deutlich zu machen, dass es sich bei den Teilnehmern um Fachleute sowohl aus Finanzinstituten als auch aus nichtfinanziellen Institutionen in der Europäischen Union handelt. Da den Teilnehmern keine einheitlichen Annahmen vorgelegt werden, auf die sie ihre Prognosen stützen können, ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Ergebnisse höchstwahrscheinlich relativ heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen widerspiegeln.

² Diese Prognosezeiträume sind die Kalenderjahre 2002, 2003 und 2006. Außerdem werden die für zwei zusätzliche „gleitende Zeitfenster“ im SPF erhobenen Erwartungen dargelegt. Die gleitenden Zeitfenster erstrecken sich über ein Jahr bzw. zwei Jahre ab dem Zeitraum, für den zum Zeitpunkt der Erhebung die neuesten Angaben zu den jeweiligen Variablen zur Verfügung stehen. Im SPF für das zweite Quartal 2002 erstreckten sich die gleitenden Zeitfenster für die Teuerungsrate nach dem HVPI bis März 2003 und 2004, für die Wachstumsrate des realen BIP bis zum vierten Quartal 2002 und 2003 und für die Arbeitslosenquote bis Februar 2003 und 2004. Mithilfe der gleitenden Zeitfenster kann man Entwicklungsmuster erkennen, die sich aus den Durchschnittswerten für die Kalenderjahre nur schwer ableiten lassen.

³ Die Daten von Consensus Economics beziehen sich auf die Aggregation der erwarteten jährlichen Wachstumsraten der nationalen Verbraucherpreisindizes (VPI), die SPF-Ergebnisse auf den HVPI.

Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (2002 Q2), der vorherigen Erhebung (2002 Q1) und von Consensus Economics (April 2002)

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

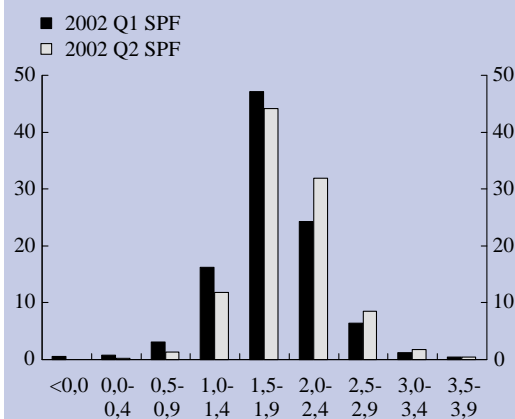
	Umfragezeitraum				
	2002	März 2003	2003	März 2004	2006 ²⁾
Teuerung nach dem HVPI					
Jüngste Erhebung (2002 Q2)	2,1	1,9	1,9	1,9	1,9
Vorherige Erhebung (2002 Q1)	1,7	-	1,8	-	1,9
Consensus (April 2002)	1,9	-	1,8	-	1,8
Reales BIP-Wachstum					
Jüngste Erhebung (2002 Q2)	1,4	2,3	2,6	2,6	2,5
Vorherige Erhebung (2002 Q1)	1,3	-	2,5	-	2,5
Consensus (April 2002)	1,3	-	2,7	-	2,4
Arbeitslosenquote¹⁾					
Jüngste Erhebung (2002 Q2)	8,5	8,4	8,2	8,0	7,3
Vorherige Erhebung (2002 Q1)	8,6	-	8,4	-	7,3

1) In % der Erwerbspersonen.

2) Die Consensus-Prognose bezieht sich auf den Zeitraum 2008 bis 2012.

Abbildung A: Wahrscheinlichkeitsverteilung für die bei den letzten beiden SPF-Erhebungen erwartete durchschnittliche Inflationsrate für 2003

(in %)



HVPI für 2003. Beide Verteilungen sind um das Intervall von 1,5 % bis 1,9 % herum zentriert, auf das in beiden Fällen mehr als 40 % der Wahrscheinlichkeitsmasse entfallen. Der Hauptunterschied zwischen den beiden Umfragen liegt in der veränderten Beurteilung der Inflationsrisiken für 2003. In der Umfrage vom ersten Quartal 2002 erhielten Inflationsergebnisse über dem zentralen Intervall eine kumulierte Wahrscheinlichkeit von 32 %, während Ergebnissen von unter 1,5 % eine Wahrscheinlichkeit von 21 % zugewiesen wurde. In der Umfrage vom zweiten Quartal 2002 stieg dagegen die kumulierte Wahrscheinlichkeit von Inflationsergebnissen oberhalb des zentralen Intervalls von 1,5 % bis 1,9 % auf 43 %. Dies deutet darauf hin, dass bei der jüngsten Umfrage die Teilnehmer das „Risiko“, dass die tatsächliche durchschnittliche Inflationsrate 2003 über dem wahrscheinlichsten Intervall von 1,5 % bis 1,9 % liegen wird, nunmehr höher einschätzten als im

Februar. Diese geänderte Gesamtbeurteilung des Risikos in Bezug auf die Inflation im Jahr 2003 dürfte im Wesentlichen mit der seit der letzten Erhebung gewachsenen Unsicherheit hinsichtlich der Ölpreise und dem gestiegenen Vertrauen in die Stärke der konjunkturellen Erholung im Euroraum gegen Ende des laufenden Jahres zusammenhängen (siehe unten).

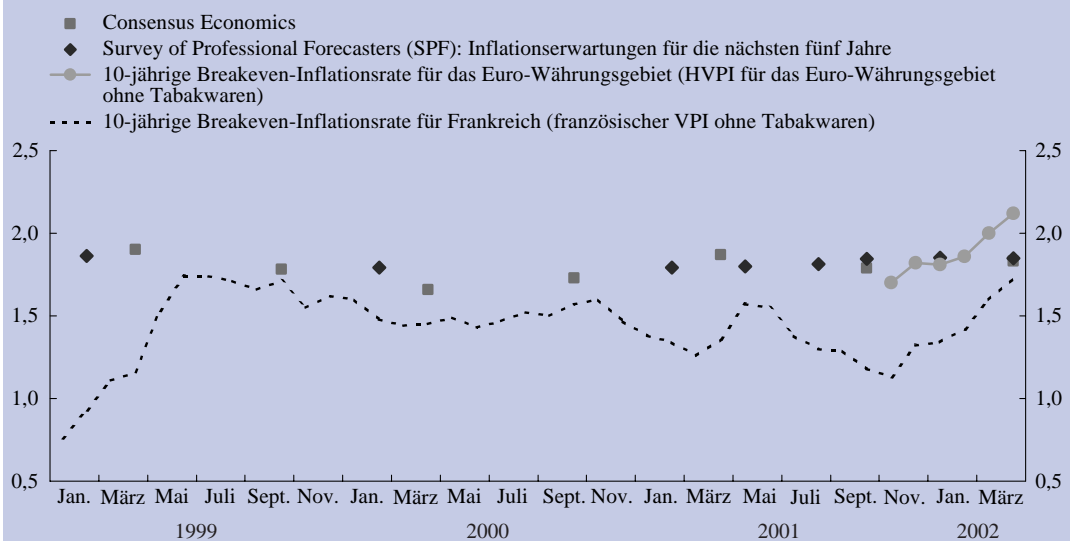
Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Nach der SPF-Umfrage vom zweiten Quartal 2002 wird – wie bereits in der vorhergehenden Umfrage – erwartet, dass die durchschnittliche Inflation im Jahr 2006 bei 1,9 % liegen wird. Dieses Niveau der längerfristigen Inflationserwartungen stimmt weitgehend mit anderen verfügbaren Umfrageergebnissen überein. Nach den von Consensus Economics im April 2002 für fünf Länder des Euroraums für den Zeitraum

von 2008 bis 2012 veröffentlichten Daten dürften die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet insgesamt bei 1,8 % liegen.⁴ Was die aus Finanzinstrumenten gewonnenen Indikatoren angeht, so zeigt Abbildung B, dass die so genannte 10-jährige Breakeven-Inflationsrate, die anhand von französischen, an den HVPI für das Euro-Währungsgebiet gekoppelten Staatsanleihen errechnet wird, in den letzten Monaten leicht gestiegen ist. Allerdings ist bei der Interpretation dieser Messgröße zu berücksichtigen, dass die Breakeven-Inflationsraten keine direkte Messung der Inflationserwartungen der Märkte ermöglichen, weil eine Vielzahl von Risikoprämien, beispielsweise eine Prämie für die Inflationsunsicherheit und eine Liquiditätsprämie, in die Berechnung einbezogen werden.⁵

Abbildung B: Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Französisches Schatzamt, Reuters, Consensus Economics und EZB.

Anmerkung: Die 10-jährige Breakeven-Inflationsrate für Frankreich wird berechnet als Differenz zwischen den Renditen französischer OAT (durch künftige zusätzliche Tranchen aufstockbarer Staatsanleihen) mit Fälligkeit April 2009 und der realen Rendite französischer, an den französischen VPI (ohne Tabakwaren) gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2009.

Die 10-jährige Breakeven-Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet ist die Differenz zwischen den nominalen Renditen französischer OAT mit Fälligkeit 2012 und der realen Rendite französischer, an den HVPI im Euro-Währungsgebiet (ohne Tabakwaren) gebundener Staatsanleihen mit Fälligkeit 2012.

Die Angaben von Consensus Economics beziehen sich auf die Schätzung der durchschnittlichen Inflationsrate für das Euro-Währungsgebiet auf der Grundlage der im April 2002 für die fünf größten Länder des Euro-Währungsgebiets für den Zeitraum 2008 bis 2012 gemeldeten Erwartungen (siehe auch Fußnote 4 im vorliegenden Kasten).

Erwartungen für das Wachstum des realen BIP und die Arbeitslosenquote im Euroraum

Die SPF-Teilnehmer haben ihre Erwartungen für die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate des realen BIP für das Jahr 2002 auf 1,4 % und somit gegenüber der vorangegangenen Umfrage um 0,1 Prozentpunkte nach oben revidiert. Für das vierte Quartal 2002 wird mit einem Anstieg der Jahresrate auf 2,3 % gerechnet. Im vierten Quartal 2003 wird die Wachstumsrate den Erwartungen zufolge 2,6 % betragen, was auch dem erwarteten Durchschnitt für das Gesamtjahr entspricht. Als Hauptrisiken für die Wachstumsaussichten nannten die Teilnehmer die Unsicherheit sowohl hinsichtlich der Ölpreise als auch hinsichtlich der Stärke der wirtschaftlichen Erholung in den Vereinigten Staaten. Nach den von Consensus Economics im April

4 Die Daten für den Euroraum wurden auf der Grundlage nationaler Angaben für die Länder Deutschland, Spanien, Frankreich, Italien und die Niederlande konstruiert, die rund 85 % des Aggregats für den Euroraum ausmachen.

5 Die Breakeven-Inflationsrate spiegelt die durchschnittlichen Inflationserwartungen während der Laufzeit der entsprechenden indexgebundenen Staatsanleihen wider; es handelt sich nicht um eine Punktschätzung für ein bestimmtes Jahr (wie im Falle der beiden anderen in diesem Kasten erwähnten Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen). Eine genaue Beschreibung des Konzepts der Breakeven-Inflationsrate findet sich in dem Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ auf S. 18 des Monatsberichts vom Februar 2002.

veröffentlichten Prognosen wird erwartet, dass das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet 2002 und 2003 durchschnittlich 1,3 % bzw. 2,7 % betragen wird. Die langfristigen Wachstumsaussichten bleiben – mit 2,5 % für 2006 nach dem SPF und durchschnittlich 2,4 % für den Zeitraum von 2008 bis 2012 nach den von Consensus Economics veröffentlichten Daten – mit den Schätzungen für das trendmäßige Potenzialwachstum im Euroraum vereinbar.

Laut dem SPF wird für 2002 eine Arbeitslosenquote im Euroraum von 8,5 % erwartet, was auf die verzögerten Auswirkungen des Konjunkturabschwungs im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen ist. Danach wird erwartet, dass sie sinkt, und zwar 2003 auf durchschnittlich 8,2 % und 2006 auf durchschnittlich 7,3 %. Diese Ergebnisse spiegeln im Vergleich zur vorhergehenden Umfrage eine Revision der erwarteten Arbeitslosenquote nach unten wider, nämlich um 0,1 Prozentpunkte im Jahr 2002 und um 0,2 Prozentpunkte im Jahr 2003. Die langfristigen Erwartungen blieben unverändert.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Wachstumsschätzungen für das Schlussquartal 2001 unverändert

Die zweite Schätzung von Eurostat bestätigte, dass die Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet im letzten Quartal 2001 rückläufig war. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euroraums verringerte sich, wie bereits in der letzten Schätzung angenommen, im Quartalsvergleich um 0,2 %, nachdem es im dritten Vierteljahr um 0,2 % zugenommen hatte (siehe Tabelle 3). Der Wachstumsrückgang im Schlussquartal 2001 war auf negative Beiträge der Vorratsveränderungen und der Anlageinvestitionen zum realen BIP-Wachstum (0,2 Prozentpunkte) zurückzuführen. Diese Entwicklung wurde nur teilweise durch den positiven Wachstumsimpuls der privaten Konsumausgaben ausgeglichen. Bedeutende Revisionen wurden in der zweiten Schätzung nur beim Export- und Importwachstum vorgenommen, die beide nach oben korrigiert wurden. Der Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum lag jedoch unverändert bei null.

Ausschlaggebend für das schwache Wachstum der realen Bruttowertschöpfung im letzten Jahr war vor allem die gedämpfte Entwicklung in der Industrie, während der Dienstleistungssektor relativ stabile Zuwachsraten verzeichnete. Die Wachstumsrate der realen Bruttowertschöpfung in der Industrie

betrug im letzten Jahr 0,7 % und damit weniger als ein Fünftel der Wachstumsrate des Jahres 2000. Dagegen nahm die Bruttowertschöpfung im Dienstleistungssektor um 2,5 % zu, verglichen mit 3,6 % im Jahr 2000. Im primären Sektor war das Wachstum der realen Wertschöpfung im letzten Jahr wie auch schon im Jahr 2000 rückläufig.

Hinweise auf eine Produktionsbelegung verdichten sich

Die Angaben zur Industrie für Februar 2002 bestätigen erneut die Einschätzung, dass die Produktion zur Jahreswende die Talsohle erreichte. Die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euroraum nahm im Februar um 0,1 % gegenüber dem Vormonat zu, nachdem sie im Januar unverändert geblieben war und im Dezember 2001 um 0,3 % zugelegt hatte (siehe Tabelle 4). Im Vorjahresvergleich verringerte sich die Erzeugung in der Industrie im Februar 2002 um 3,6 % und damit etwas stärker als im Vormonat. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt lässt die Entwicklung der Industrieproduktion jedoch gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum eine Erholung erkennen: Im Zeitraum bis Februar 2002 sank die Produktion um 0,6 %, also deutlich schwächer als im Zeitraum bis Januar 2002 bzw. Dezember 2001. Im ersten Quartal des laufenden

Tabelle 3**Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung in %; saisonbereinigt)*

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾									Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	1999	2000	2001	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2000 Q4	2001 Q1	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,6	3,4	1,5	2,8	2,4	1,6	1,4	0,6	0,7	0,5	0,1	0,2	-0,2	
<i>darunter:</i>														
Inländische Verwendung	3,2	2,8	0,9	2,3	1,8	1,1	0,7	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,2	-0,1	
Private Konsumausgaben	3,2	2,5	1,8	1,8	2,0	1,7	1,7	1,6	0,2	1,0	0,4	0,1	0,1	
Konsumausgaben des Staats	2,1	1,9	2,0	1,7	2,0	2,0	2,1	1,8	0,8	0,6	0,4	0,3	0,5	
Bruttoanlageinvestitionen	5,5	4,4	-0,3	3,4	1,7	0,2	-1,2	-2,0	0,0	-0,3	-0,6	-0,3	-0,7	
Vorratsveränderungen ^{3), 4)}	-0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-1,0	0,4	-0,7	0,1	-0,2	-0,2	
Außenbeitrag ³⁾	-0,5	0,6	0,7	0,6	0,7	0,5	0,7	0,7	0,0	0,6	-0,2	0,4	0,0	
Exporte ⁵⁾	5,3	12,2	3,4	12,1	8,4	5,4	1,7	-1,5	2,7	-0,1	-0,5	-0,4	-0,6	
<i>darunter:</i> Waren	4,9	12,5	3,2	12,3	9,1	4,7	1,7	-2,1	2,7	0,3	-1,2	-0,1	-1,1	
Importe ⁵⁾	7,2	10,9	1,7	11,0	6,8	4,2	-0,2	-3,5	2,9	-1,6	0,0	-1,4	-0,6	
<i>darunter:</i> Waren	6,9	11,5	1,3	12,9	7,3	4,1	-0,9	-4,6	3,1	-2,2	0,0	-1,7	-0,7	
Reale Bruttowertschöpfung:														
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,2	-0,1	-0,8	-1,2	-0,8	-1,1	-0,8	-0,6	-0,6	-1,4	-0,2	1,3	-0,3	
Industrie	1,3	3,9	0,7	3,5	2,7	1,1	0,5	-1,3	0,5	1,0	-1,0	-0,1	-1,3	
Dienstleistungen	3,1	3,6	2,5	3,4	3,0	2,7	2,4	1,9	0,8	0,6	0,5	0,4	0,4	

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**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 einschließlich des grenzüberschreitenden Handels 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.*

Jahres dürfte das vierteljährliche Wachstum im Einklang mit der in diesem Zeitraum im verarbeitenden Gewerbe beobachteten merklichen Stimmungsaufhellung wieder positive Werte erreicht haben. Um diese Daten richtig zu interpretieren, ist zu beachten, dass die Vorjahrsraten und in geringerem Maße auch die gleitenden Dreimonatsdurchschnitte Wendepunkte in der Regel erst mit einiger Verzögerung abbilden. Somit bestätigen alle genannten Angaben den Eindruck, dass gegen Ende letzten Jahres der Tiefpunkt der Produktionsentwicklung erreicht wurde. Eine Aufschlüsselung nach industriellen Hauptgruppen zeigt, dass der Aufschwung der letzten Monate offenbar noch nicht breit angelegt war. So deutet sich bei der Vorleistungs- und Konsumgüterproduktion zwar eine Belebung an, doch war die Erzeugung im Investitionsgütersektor weiter rückläufig.

Wie im Monatsbericht vom April 2002 erläutert, weisen die auf Umfragen beruhenden Indikatoren, die bis März vorliegen, auf einen deutlichen Anstieg des Stimmungsbarometers im verarbeitenden Gewerbe im ersten Quartal des laufenden Jahres hin. Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission für den Euroraum nahm die Zuversicht in der Industrie im März merklich zu, nachdem sie im Februar 2002 unverändert geblieben und im Januar 2002 und Dezember 2001 gestiegen war (siehe Tabelle 5). Der kumulierte Anstieg des Vertrauensindikators für die Industrie im ersten Vierteljahr 2002 war der stärkste seit 1994 und machte den kumulierten Rückgang im Schlussquartal 2001 wett. Damit lag der Indikator wieder auf dem Niveau von September letzten Jahres. Der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungs-

Tabelle 4**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet**

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

	2000	2001	2001	2002	2002	2001	2002	2002	2001	2001	2001	2001	2002
			Dez.	Jan.	Febr.	Dez.	Jan.	Febr.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
			Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt							
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	5,5	0,2	-4,5	-3,2	-3,6	0,3	0,0	0,1	-0,3	-1,4	-1,7	-1,6	-0,6
nach industriellen Hauptgruppen:													
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe und Energie ¹⁾	5,7	-0,2	-6,8	-4,5	-4,2	-0,3	0,3	0,4	-0,1	-2,0	-2,6	-2,5	-1,0
Vorleistungsgüter	5,8	-1,3	-9,4	-4,6	-3,5	-1,0	1,5	1,3	-0,4	-2,6	-3,3	-2,9	-0,7
Investitionsgüter	8,8	1,2	-6,3	-6,1	-6,8	-0,6	-0,4	-0,7	-0,5	-1,8	-2,2	-2,6	-2,1
Konsumgüter	2,4	0,1	-3,9	-1,6	-2,2	0,2	-0,5	0,7	-0,1	-1,6	-1,9	-1,8	-0,7
Gebrauchsgüter	5,9	-2,5	-7,6	-8,1	-7,4	1,1	-1,8	0,1	-0,8	-3,3	-2,9	-2,8	-1,1
Verbrauchsgüter	1,7	0,6	-3,1	-0,3	-1,1	0,0	-0,3	0,9	0,1	-1,3	-1,7	-1,7	-0,6
Energie	1,6	1,0	7,4	2,0	1,1	1,0	-0,5	-0,6	0,1	0,2	0,4	1,0	0,8
Verarbeitendes Gewerbe	5,9	0,1	-6,2	-4,2	-4,2	0,0	0,1	0,5	-0,3	-1,7	-2,2	-2,3	-1,0

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. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Verarbeitendes Gewerbe ohne Kokerei und Mineralölverarbeitung, jedoch einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (ohne Energie).

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

(saisonbereinigte Daten)

	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2002	2001	2001	2001	2002	2002	2002
				Q2	Q3	Q4	Q1	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-0,2	2,6	-2,8	-1,4	-1,3	-1,4	0,4	-1,0	-0,5	0,3	0,2	0,2	0,2
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	7	12	6	9	3	0	1	1	-1	1	0	2	2
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	0	12	-1	2	-3	-10	-6	-9	-11	-10	-7	-7	-4
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	14	21	15	17	13	11	9	12	10	11	8	10	9
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	0	5	-1	-1	-1	-4	-9	-4	-4	-5	-6	-10	-10
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	3	7	-8	1	-9	-27	-19	-25	-29	-28	-22	-20	-15
Geschäftsklimaindikator ³⁾	-0,1	1,3	-0,1	0,2	-0,4	-1,2	-0,8	-1,1	-1,2	-1,2	-1,0	-0,9	-0,6
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	81,9	83,9	82,8	83,3	82,4	81,3	.	81,8	-	-	80,8	-	-

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

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

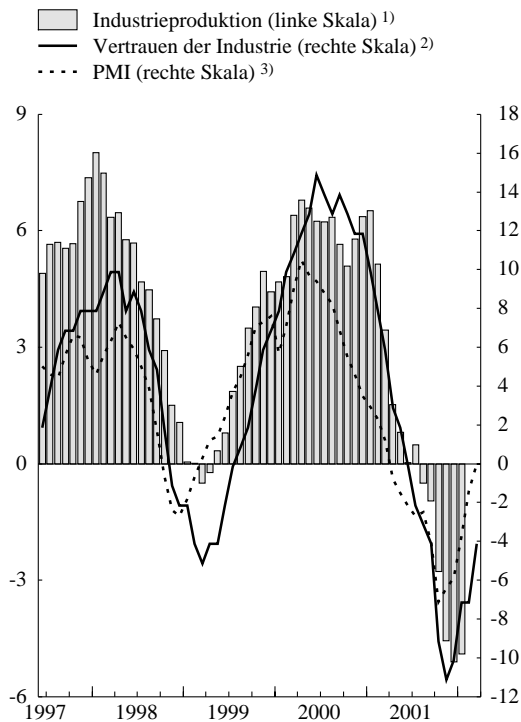
1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit April 1995 (Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor), seit Juli 1986 (Vertrauensindikator für den Einzelhandel) und seit Januar 1985 (restliche Vertrauensindikatoren) 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 werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.

Abbildung 15
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
 (Monatswerte)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, Reuters und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Soweit verfügbar, beziehen sich die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) auf die zwölf Euro-Länder.

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

gebiet stieg im März im fünften Monat in Folge und kehrte zu der Referenzlinie von 50 Indexpunkten zurück, die ein Nullwachstum signalisiert, nachdem er elf Monate lang unter dieser Schwelle geblieben war (siehe Abbildung 15). Dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator zufolge hellte sich im März dieses Jahres auch die Stimmung im Dienstleistungssektor des Euroraums deutlich auf. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass im ersten Vierteljahr 2002 die Wertschöpfung in diesem Sektor spürbar gestiegen sein dürfte. Die verfügbaren nationalen Umfrageergebnisse zum verarbeitenden Gewerbe zeigen, dass das Vertrauen in dieser Branche im April 2002

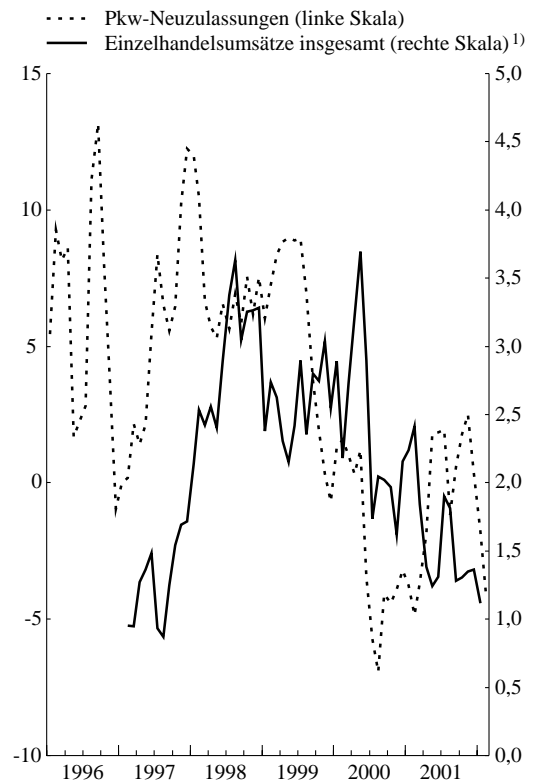
wohl weitgehend unverändert geblieben ist, was eine gewisse Unsicherheit in der jüngsten Zeit erkennen lässt.

Angaben zu den privaten Konsumausgaben weiterhin uneinheitlich

Die Indikatoren zu den Ausgaben der privaten Haushalte, die vergleichsweise hohe Schwankungen aufweisen, wenn Wendepunkte erreicht werden, lassen noch keine deutlichen Anzeichen für eine Trendwende erkennen. Das Umsatzvolumen im Einzelhandel des Euro-Währungsgebiets stieg im Februar 2002 um 0,6 % gegenüber dem Vormonat, nachdem es im Januar um 0,7 % zurückgegangen war (die letztgenannte Vormonatsrate ist

Abbildung 16
Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



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

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

- 1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

deutlich nach unten korrigiert worden). Die Pkw-Neuzulassungen nahmen im Vergleich zum Vormonat (nach einem geringen Rückgang im Februar) im März dieses Jahres merklich ab. Im gesamten ersten Quartal gingen die Neuzulassungen erheblich zurück. Sie sanken im Quartalsvergleich um 5,3 %, nachdem sie im Schlussquartal 2001 um 1,5 % gestiegen waren. Die Vorjahrsraten im Einzelhandel und bei den Pkw-Neuzulassungen waren Anfang des laufenden Jahres rückläufig (siehe Abbildung 16).

Wie im Monatsbericht vom April 2002 festgestellt wurde, war das Verbrauchervertrauen im März dieses Jahres unverändert. Im Januar war es noch leicht gesunken, im Februar jedoch deutlich gestiegen. Im März blieben alle Komponenten des Vertrauensindikators für die Verbraucher weitgehend unverändert. Die Zuversicht der Verbraucher nahm im gesamten ersten Quartal 2002 leicht zu und glich damit den Rückgang des Vorquartals aus. Die vorliegenden nationalen Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass das Verbrauchervertrauen im April insgesamt unverändert blieb. Der Vertrauensindikator für den Einzelhandel, der im März stabil war, sank im ersten Vierteljahr 2002 merklich. Auch im Schlussquartal 2001 war ein ähnlicher Rückgang zu beobachten gewesen.

Alles in allem deuten die jüngsten kurzfristigen gesamtwirtschaftlichen Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet darauf hin, dass die Wirtschaft um die Jahreswende auf einen positiven Wachstumspfad zurückgekehrt ist.

Hinweise auf eine Belebung ergeben sich aus der Entwicklung im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor im ersten Quartal 2002. Allerdings ist das Ausmaß des derzeitigen Aufschwungs angesichts der uneinheitlichen Angaben zu den privaten Konsumausgaben sowie der künftigen Entwicklung der Ölpreise und der fortdauernden Ungleichgewichte in anderen Teilen der Welt nach wie vor ungewiss.

Arbeitslosenquote im März 2002 unverändert bei 8,4 %

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet betrug im März dieses Jahres 8,4 % der Erwerbspersonen. Sie ist somit seit November 2001 unverändert geblieben (siehe Tabelle 6). Die Zahl der Arbeitslosen ging jedoch im März erstmals seit August 2001 zurück (um rund 5 000). In den drei vorangegangenen Monaten war die Zahl der Arbeitslosen um durchschnittlich 14 000 gegenüber dem Vormonat gestiegen, verglichen mit 36 000 zwischen September und November 2001.

Nach Altersgruppen betrachtet war die Arbeitslosenquote bei den unter 25 Jährigen im März dieses Jahres erstmals seit August 2001 wieder rückläufig und sank auf 16,8 %. Bei den über 25 Jährigen betrug die Quote 7,3 % und blieb somit seit Dezember 2001 unverändert. Die Zahl der Arbeitslosen ging bei den unter 25 Jährigen um 4 000 und bei den über 25 Jährigen um 1 000 zurück.

Tabelle 6

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März
Insgesamt	9,8	8,8	8,3	8,3	8,3	8,4	8,4	8,3	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4
Unter 25 Jahren ¹⁾	19,2	17,3	16,6	16,5	16,5	16,7	16,8	16,7	16,7	16,8	16,8	16,9	16,8
25 Jahre und älter	8,5	7,7	7,2	7,2	7,2	7,2	7,3	7,2	7,2	7,3	7,3	7,3	7,3

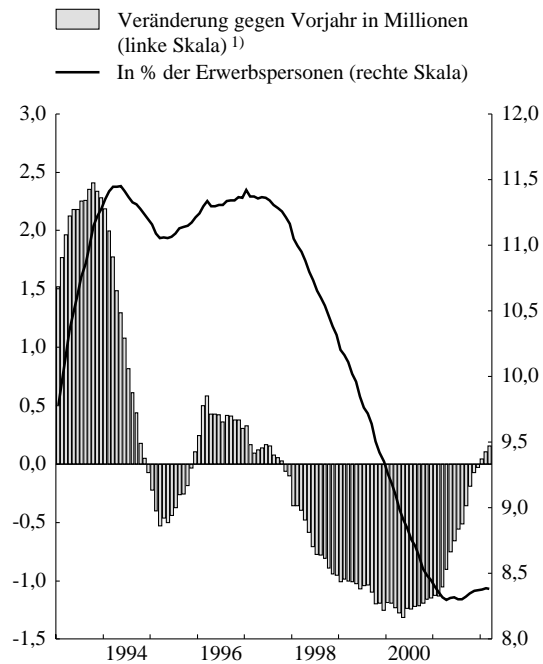
Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Im Jahr 2001 entfielen auf diese Gruppe 23,6 % der Arbeitslosen insgesamt.

Abbildung 17 Arbeitslosigkeit im Euro- Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Die Veränderungen gegenüber dem Vorjahr sind nicht saisonbereinigt.

Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 2001 auf 0,3 % gestiegen

Nach einer kürzlich erfolgten Aufwärtskorrektur betrug das Beschäftigungswachstum im Schlussquartal 2001 im Quartalsvergleich 0,3 % und war damit 0,1 Prozentpunkte höher als im zweiten und dritten Vierteljahr (siehe Tabelle 7). Zwar sank die jährliche Wachstumsrate im vierten Quartal letzten Jahres weiter auf 0,9 % (gegenüber 2,1 % im Schlussquartal 2000), doch scheint sich die Beschäftigung angesichts des im selben Zeitraum verzeichneten Rückgangs des jährlichen BIP-Wachstums von 2,8 % auf 0,6 % relativ robust entwickelt zu haben.

Hinter dem stabilen vierteljährlichen Wachstum der Gesamtbeschäftigung verbergen sich gegenläufige Entwicklungen auf sektoraler Ebene. Während der Beschäftigungszuwachs gegenüber dem Vorquartal in der Industrie (ohne Baugewerbe) im vierten Quartal 2001 rückläufig war und zum dritten Mal in Folge negativ ausfiel, verzeichneten sowohl das Baugewerbe als auch der Teilsektor „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“ eine

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2000	2001	2001	2001	2001	2000	2001	2001	2001	2001	2001
				Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
	Quartalsraten ¹⁾													
Gesamtwirtschaft	1,7	2,1	1,3	2,1	1,9	1,4	1,1	0,9	0,5	0,3	0,2	0,2	0,3	
<i>darunter:</i>														
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-3,0	-1,4	-0,9	-0,7	0,2	-0,4	-1,3	-2,0	0,1	0,3	-0,7	-1,0	-0,7	
Industrie	0,3	1,0	0,4	1,2	1,1	0,7	0,2	-0,2	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	
Ohne Baugewerbe	-0,1	0,7	0,4	1,3	1,2	0,7	0,2	-0,4	0,4	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	
Baugewerbe	1,3	1,8	0,5	1,1	0,9	0,7	0,4	0,2	0,4	0,3	-0,1	-0,2	0,2	
Dienstleistungen	2,6	2,8	1,8	2,8	2,3	1,8	1,7	1,5	0,6	0,2	0,4	0,4	0,5	
Handel und Verkehr ³⁾	2,4	2,8	1,3	2,5	1,7	1,2	1,2	1,1	0,5	-0,2	0,3	0,6	0,4	
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,6	6,1	3,8	5,6	5,1	4,0	3,3	3,0	1,1	0,9	0,6	0,6	0,8	
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,4	1,3	1,4	1,7	1,6	1,4	1,4	1,3	0,5	0,3	0,4	0,3	0,3	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

1) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

2) Umfasst auch Forstwirtschaft.

3) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen sowie das Gastgewerbe.

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

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

deutliche Zunahme des vierteljährlichen Beschäftigungswachstums.

Wie bereits im letzten Monatsbericht angeführt, hat sich den jüngsten Umfragen zufolge die Beschäftigungsentwicklung im März dieses Jahres sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor weiter leicht verbessert. Die Umfrage zum Purchasing Managers' Index vom März deutet

für das erste Quartal des laufenden Jahres auf eine günstigere Beschäftigungsentwicklung im verarbeitenden Gewerbe hin. Sowohl diese Umfrage als auch die Branchenumfragen der Europäischen Kommission vom März lassen auch auf eine Zunahme der Beschäftigung im Dienstleistungssektor schließen. Diese positiven Umfrageergebnisse stehen mit der jüngsten Entwicklung der Arbeitslosigkeit im Einklang

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Euro im April 2002 gestiegen

An den Devisenmärkten war im April 2002 eine allgemeine Abschwächung des US-Dollar zu beobachten, die darauf zurückzuführen war, dass die Marktteilnehmer Zweifel an der Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung in den Vereinigten Staaten hegten. Der relativ ruhigen Entwicklung der übrigen wichtigen Währungen entsprechend blieb der Euro gegenüber dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken weitgehend stabil, während er gegenüber dem Pfund Sterling und der schwedischen Krone aufwertete. Im Ergebnis übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro am 30. April seinen Stand von Ende März um rund 1,5 % und seinen Durchschnittswert vom vergangenen Jahr um fast 1 %.

Im Verlauf des Monats April, besonders aber in der letzten Aprilwoche, gewann der Euro gegenüber dem US-Dollar an Boden (siehe Abbildung 18). In diesem Monat wirkten sich offenbar zahlreiche Veröffentlichungen von Hochfrequenzdaten, die Zweifel an der künftigen Stärke des Wachstums der Konsumausgaben der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten aufkommen ließen, negativ auf die US-Währung aus. Gegen Monatsende geriet die amerikanische Währung weiter unter Druck. Ein Grund hierfür war die Entwicklung der Unternehmensgewinne in den USA, die erneut Beunruhigung auslöste. Hinzu kam, dass die Marktteilnehmer nach der Rede des Vorsitzenden des US-amerikanischen Zentralbankrats vor dem Gemeinsamen Wirtschafts-

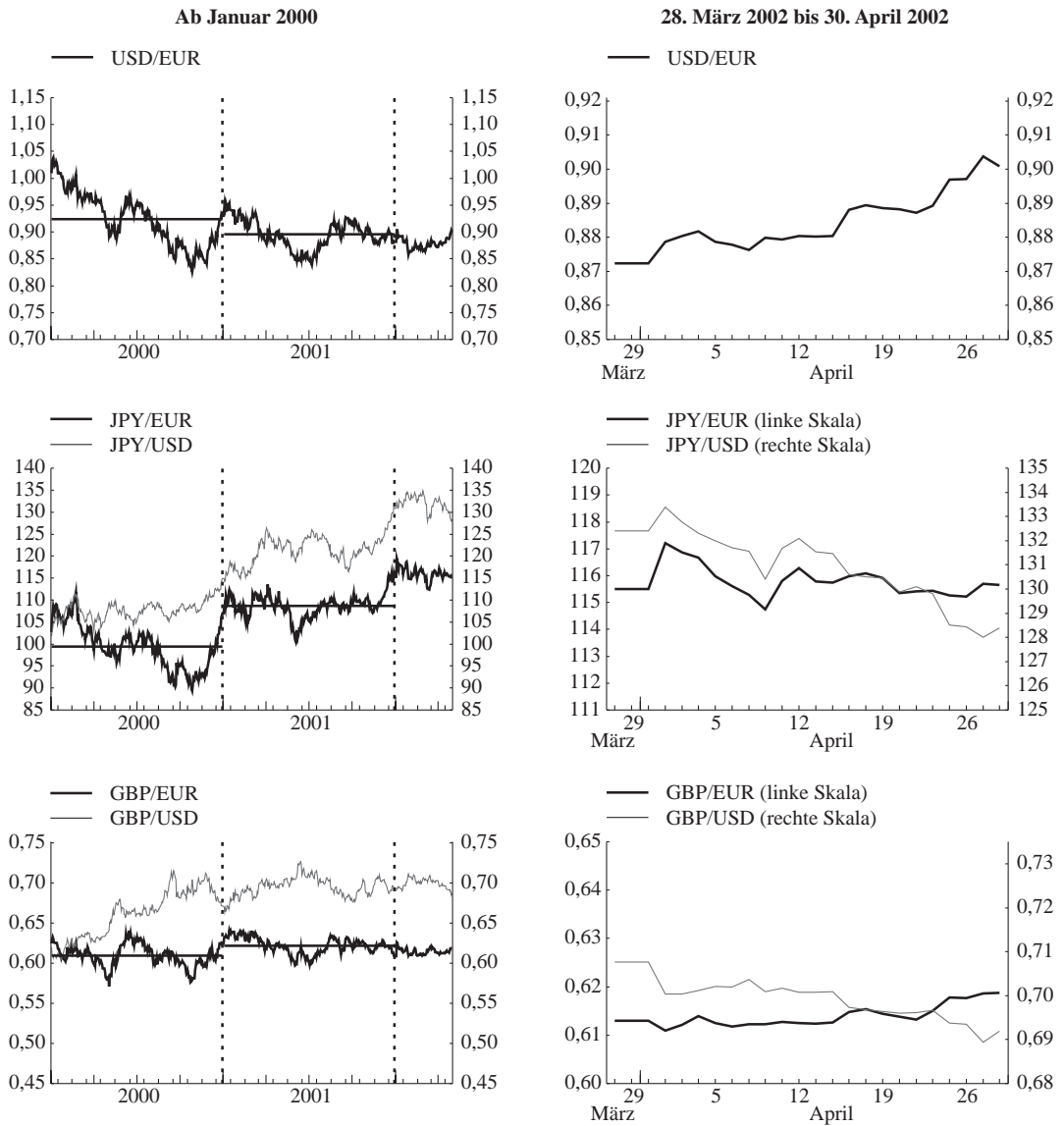
ausschuss des US-Kongresses ihre Erwartungen hinsichtlich der US-Zinsen zurücknahmen. Am 30. April notierte der Euro mit 0,90 USD um mehr als 3 % über seinem Niveau von Ende März und leicht über seinem Durchschnitt im Jahr 2001.

Der japanische Yen konnte in der ersten Aprilwoche gegenüber dem Euro leichte und gegenüber dem US-Dollar etwas stärkere Kursgewinne verzeichnen. Dies könnte damit zusammenhängen, dass japanische Anleger teilweise Vermögenswerte repatriierten (siehe Abbildung 18). Nachdem die japanische Regierung eine günstige Einschätzung der japanischen Konjunkturaussichten veröffentlicht hatte und die Aktienkurse danach gemessen am Nikkei-Index anzogen, hat die japanische Währung seit Mitte April gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert gewonnen. Gleichzeitig schwankte sie in einem recht engen Band gegenüber dem Euro. Am 30. April wurde der Euro mit 115,7 JPY und damit nahe bei seinem Wert von Ende März und gut 6 % über seinem Durchschnittswert im letzten Jahr gehandelt.

Das britische Pfund bewegte sich im Berichtszeitraum gegenüber dem Euro zumeist in recht engen Grenzen, während es gleichzeitig gegenüber dem US-Dollar aufwertete (siehe Abbildung 18). Gegen Ende des Monats gab das Pfund Sterling gegenüber dem Euro aber geringfügig nach, was wohl mit einem gewissen technischen Handel zusammenhing. Am 30. April lag der Euro bei 0,62 GBP, d. h. fast 1 % über seinem Niveau von Ende März und

Abbildung 18 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)

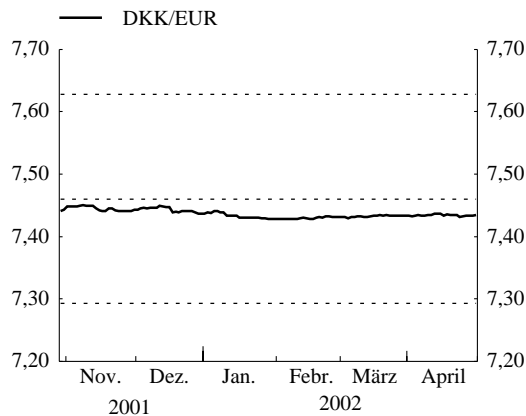


Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Maßstab der Abbildungen ist in jeder Spalte vergleichbar. Die horizontalen Linien geben Jahresdurchschnittswerte an.

Abbildung 19
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.

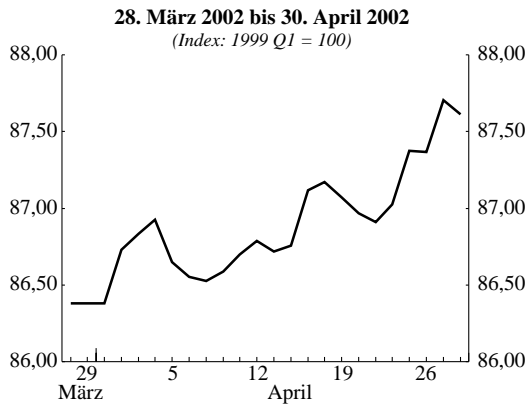
in der Nähe seines Durchschnittsniveaus im vergangenen Jahr.

Was andere europäische Währungen betrifft, so bewegte sich die dänische Krone nahe an ihrem Leitkurs im WKM II (siehe Abbildung 19). Die schwedische Krone musste ihre vorherigen Gewinne gegenüber dem Euro teilweise wieder abgeben. Der Beschluss der Sveriges Riksbank vom 25. April, die Zinsen um 25 Basispunkte anzuheben, beeinflusste den Kurs der schwedischen Krone kaum. Am 30. April notierte der Euro gegenüber der schwedischen Währung 2,5 % höher als Ende März. Seine Position gegenüber dem Schweizer Franken hat sich im April nur wenig verändert. Auch die Schweizer Währung wertete gegenüber dem US-Dollar auf.

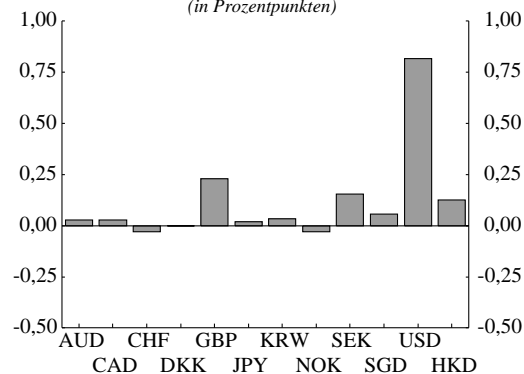
Nach Kursbewegungen Anfang April stieg der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, an und lag am Ende des Berichtszeitraums knapp 1,5 % über seinem Ausgangsniveau (siehe Abbildung 20). Am 30. April übertraf er seinen Jahresdurchschnitt 2001 um fast 1 % (siehe Abbildung 21). Abbildung 21 zeigt auch die Entwicklung der nomi-

Abbildung 20
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)



Beiträge zu den Veränderungen der effektiven Wechselkurse²⁾
 (in Prozentpunkten)



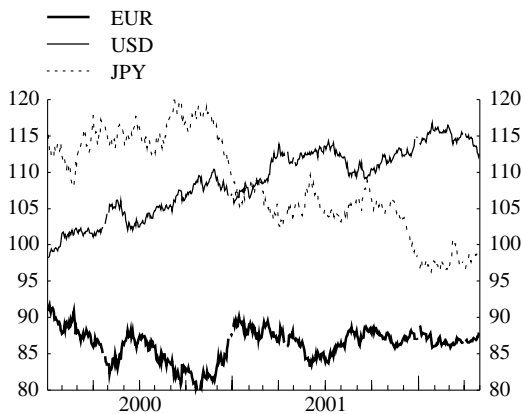
Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.

2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf großer Partnerländer berechnet.

nen effektiven Wechselkursindizes des US-Dollar und des japanischen Yen gegenüber den Währungen zwölf wichtiger Handelspartner des jeweiligen Wirtschaftsraums. Der nominale effektive Wechselkursindex des US-Dollar ging im April 2002 weiter auf einen Wert nahe seinem Durchschnittsniveau im Vorjahr zurück. Der Index des japanischen Yen zog dagegen leicht an, blieb aber deutlich unter seinem Durchschnittsstand des vergangenen Jahres.

Abbildung 21
Effektiver Wechselkurs des Euro, des US-Dollar und des japanischen Yen¹⁾
 (Monatswerte)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg der Indizes bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.

Leistungsbilanzüberschuss im Februar 2002

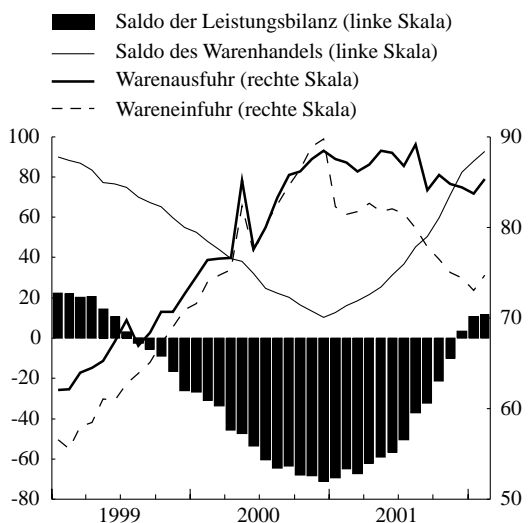
Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets verzeichnete im Februar 2002 einen Überschuss in Höhe von 2,1 Mrd €, verglichen mit einem Plus von 1,2 Mrd € im Februar 2001. Dies war in erster Linie auf einen Anstieg des Warenhandelsüberschusses (von 3,3 Mrd € im Februar 2001 auf 8,2 Mrd € im Februar 2002) in Verbindung mit einem leichten Rückgang des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (0,5 Mrd €) zurückzuführen. Diese Entwicklung wurde nur teilweise durch einen Anstieg der Defizite bei den laufenden Übertragungen (von 0,5 Mrd € auf 3,6 Mrd €) und den Dienstleistungen (von 1,1 Mrd € auf 2,4 Mrd €) ausgeglichen.

Der kumulierte Leistungsbilanzüberschuss für Januar und Februar 2002 belief sich auf 0,6 Mrd €, verglichen mit einem Defizit in Höhe von 9,9 Mrd € für den entsprechenden Vorjahrszeitraum. Dies war darauf zurückzuführen, dass sich der Saldo des Warenhandels von einem Defizit von 0,5 Mrd € in einen Überschuss in Höhe von 10,3 Mrd € kehrte, sowie auf ein rückläufiges Defizit bei

den Erwerbs- und Vermögenseinkommen (von 8,1 Mrd € auf 6,8 Mrd €), wodurch der Anstieg des Defizits bei den Dienstleistungen von 3,5 Mrd € auf 5,1 Mrd € mehr als ausgeglichen wurde. Der Überschuss bei den laufenden Übertragungen blieb mit 2,2 Mrd € unverändert. Die Veränderung des Warenhandelsaldos war darauf zurückzuführen, dass die Wareneinfuhr dem Wert nach stärker rückläufig war als die Warenausfuhr, worin sich teilweise der erhebliche Rückgang der Importpreise für Öl in diesem Zeitraum widerspiegelte. In den ersten zwei Monaten des Jahres 2002 gingen die Wareneinfuhrwerte gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 9,8 %, die Warenausfuhrwerte um 3,2 % zurück.

Die saisonbereinigten Angaben zeigen, dass die monatlichen Warenausfuhren und -einfuhren wertmäßig im Februar 2002 zum ersten Mal seit Oktober 2001 bzw. Juni 2001 stiegen (siehe Abbildung 22). Obwohl der steigende Wert der Importe teilweise dem leichten Ölpreisanstieg im Februar zuzu-

Abbildung 22
Saldo der Leistungsbilanz, Saldo des Warenhandels sowie Warenausfuhr und -einfuhr des Euro-Währungsgebiets
 (Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

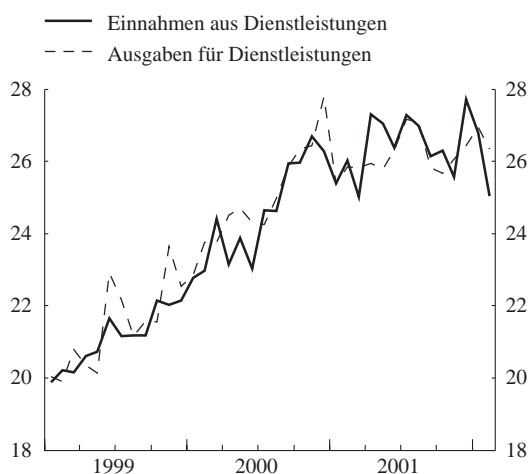
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder. Die Salden sind über zwölf Monate kumuliert; die Angaben zur Ausfuhr und Einfuhr von Waren sind Monatswerte.

schreiben sein könnte, scheint der höhere Wert der Exporte erste Anzeichen einer Erholung oder zumindest einer Stabilisierung der Auslandsnachfrage zu bestätigen. Allerdings sollten aus den Daten für einen einzigen Monat keine voreiligen Schlüsse gezogen werden; für verlässliche Schlussfolgerungen ist es noch zu früh. Im Gegensatz dazu waren die saisonbereinigten Werte sowohl der Dienstleistungsexporte als auch der -importe im Februar 2002 rückläufig (siehe Abbildung 23).

Abbildung 24 zeigt, dass der rückläufige Wert der Wareneinfuhren und -ausfuhren im Verlauf des vergangenen Jahres mit einem Rückgang der Einfuhr- und Ausfuhrvolumina des Eurogebiets im Handel mit Drittländern einherging (Angaben zu den Volumina sind nur bis Ende 2001 verfügbar). Der signifikante Rückgang der Einfuhrvolumina des Eurogebiets aus Drittländern gegen Ende vergangenen Jahres könnte teilweise der Abschwächung bei den importintensiven Ausgabekategorien des Eurogebiets – wie etwa den Investitionsgütern und der Vorratsbildung – zuzuschreiben sein. Die rückläufigen Exportvolumen hingegen waren vor allem auf die anhaltende Abschwächung der Auslandsnachfrage zurückzuführen. Unterdessen scheint

Abbildung 23 Dienstleistungen – Einnahmen und Ausgaben des Euro-Währungsgebiets

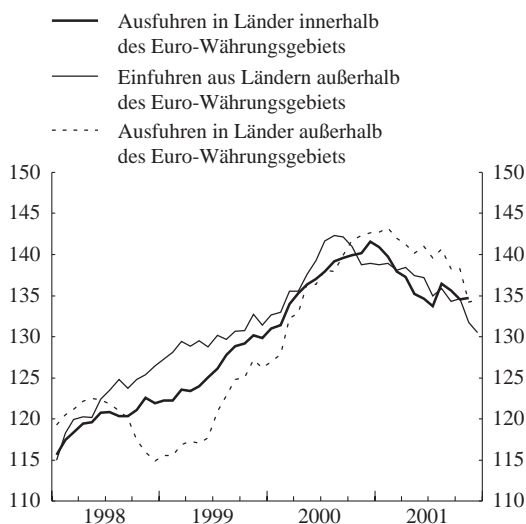
(Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

Abbildung 24 Volumen des Handels mit Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(1995 = 100, saisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Basis von Eurostat-Daten.

1) Alle Angaben beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder (geschätzt auf der Basis von Indizes der Durchschnittswerte für die elf Euro-Länder); die letzten Angaben zu Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets beziehen sich auf Dezember 2001 und zu Ländern innerhalb des Euro-Währungsgebiets auf November 2001.

die Entwicklung beim Volumen der Exporte in Länder innerhalb des Euro-Währungsgebiets in der zweiten Jahreshälfte 2001 trotz der im vergangenen Jahr beobachteten Abschwächung der Inlandsnachfrage im Euroraum etwas günstiger ausgefallen zu sein als die der Volumen der Exporte in Länder außerhalb des Euroraums.

Im Februar 2002 Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen kam es im Februar 2002 im Eurogebiet zu Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 19,8 Mrd €; davon entfielen je 9,9 Mrd € auf die Direktinvestitionen und die Wertpapieranlagen (siehe Tabelle 8).

Augenfällig war in der Kapitalbilanz des Euroraums im Februar 2002 vor allem, dass

Tabelle 8**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

	2001 Jan. - Febr.	2001 Febr.	2002 Jan. - Febr.	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.
Saldo der Leistungsbilanz	-9,9	1,2	0,6	4,4	-1,5	2,1
Einnahmen	275,5	135,1	266,0	145,6	137,7	128,3
Ausgaben	285,4	133,9	265,4	141,3	139,2	126,2
Saldo des Warenhandels	-0,5	3,3	10,3	12,0	2,1	8,2
Ausfuhr	162,1	82,3	156,9	82,0	76,3	80,6
Einfuhr	162,6	78,9	146,6	70,0	74,2	72,4
Saldo der Dienstleistungen	-3,5	-1,1	-5,1	0,1	-2,7	-2,4
Einnahmen	44,8	22,4	45,2	28,0	23,6	21,6
Ausgaben	48,3	23,5	50,3	27,9	26,3	24,0
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-8,1	-0,6	-6,8	-1,5	-6,7	-0,1
Saldo der laufenden Übertragungen	2,2	-0,5	2,2	-6,2	5,8	-3,6
Saldo der Vermögensübertragungen	2,8	1,5	2,8	0,6	2,5	0,2
Saldo der Kapitalbilanz	10,0	7,7	-31,8	4,0	-37,6	5,8
Direktinvestitionen	-7,4	2,4	-5,6	2,0	4,3	-9,9
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-32,3	-15,0	-24,8	-22,0	-4,8	-20,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-13,4	-1,9	-11,2	-10,0	-6,3	-4,9
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-18,9	-13,1	-13,6	-12,1	1,5	-15,1
Im Euro-Währungsgebiet	24,9	17,4	19,3	24,0	9,2	10,1
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	20,4	15,3	9,7	14,6	6,5	3,1
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	4,5	2,1	9,6	9,4	2,6	6,9
Wertpapieranlagen	-45,1	-2,3	-51,2	-15,4	-41,3	-9,9
Dividendenwerte	-21,2	-0,1	-4,5	6,3	-5,2	0,7
Aktiva	-33,4	-12,6	-20,2	-6,3	-14,0	-6,1
Passiva	12,1	12,5	15,7	12,5	8,9	6,8
Schuldverschreibungen	-23,9	-2,2	-46,7	-21,7	-36,1	-10,5
Aktiva	-32,8	-16,6	-20,1	-4,4	-15,0	-5,1
Passiva	8,9	14,4	-26,6	-17,2	-21,2	-5,4
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengefasst	-52,6	0,2	-56,7	-13,4	-36,9	-19,8
Finanzderivate	-5,3	-0,7	1,9	-1,6	0,6	1,3
Übriger Kapitalverkehr	61,0	3,8	25,7	13,1	4,0	21,7
Währungsreserven	6,8	4,5	-2,8	5,9	-5,3	2,5
Restposten	-2,9	-10,4	28,4	-9,0	36,5	-8,1

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. In der Pressemitteilung zur Zahlungsbilanz für Februar 2002 werden Revisionen für das dritte und vierte Quartal 2001 ausgewiesen. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

bei den Direktinvestitionen erstmals seit fünf Monaten wieder Netto-Kapitalabflüsse zu verzeichnen waren. Diese waren jedoch in erster Linie auf den Posten „Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen“ außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen, bei dem ein Netto-Kapitalabfluss von 15,1 Mrd € zu verzeichnen war. Dieser Posten, in dem sich gewöhnlich einmalige Transaktionen niederschlagen, hat in der Vergangenheit eine beträchtliche Volatilität aufgewiesen. Dagegen wurden bei den Direktinvestitionen durch Ansässige außerhalb des Euroraums sowohl beim Beteiligungskapital als auch beim Posten „Sonstige Anlagen, insbesondere Kredite zwischen verbundenen Unternehmen“ Netto-Kapitalzuflüsse verzeichnet (3,1 Mrd € bzw. 6,9 Mrd €).

Bei den Wertpapieranlagen setzte sich im Februar 2002 weitgehend die Entwicklung der vorangegangenen Monate fort. Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen waren auf Netto-Kapitalabflüsse bei den Schuldverschreibungen (10,5 Mrd €) zurückzuführen, während die Bewegungen bei den Dividendenwerten nahezu ausgeglichen waren. Die bei den Schuldverschreibungen im Februar 2002 per saldo verzeichneten Kapital-

abflüsse spiegelten größtenteils Netto-Kapitalabflüsse bei den Geldmarktpapieren in Höhe von 9,6 Mrd € wider. Bei den Anleihen hingegen waren die Kapitalflüsse nahezu ausgeglichen, wobei es lediglich zu einem geringen Netto-Kapitalabfluss von 1,0 Mrd € kam. Auffallend war bei den Wertpapieranlagen im Februar 2002 unter anderem der leichte Abbau der Bestände an ausländischen Anleihen durch Ansässige im Euroraum; somit war bei diesem Posten erst zum zweiten Mal seit Anfang 2001 ein Netto-Kapitalzufluss zu verzeichnen.

Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammen genommen entsprachen in den ersten zwei Monaten des Jahres 2002 mit 56,7 Mrd € weitgehend dem Wert für den entsprechenden Vorjahrszeitraum (52,6 Mrd €). Die Entwicklung der Kapitalbilanz im Januar und Februar 2002 wurde teilweise von den Netto-Kapitalabflüssen bei den Wertpapieranlagen (51,2 Mrd €) geprägt, die wiederum insbesondere mit dem Abbau von Schuldverschreibungen des Eurogebiets zusammenhängen, während die Kapitalabflüsse bei den Anlagen in Dividendenwerten per saldo nur gering waren.

Die Liquiditätssteuerung der EZB

Die Liquiditätssteuerung der EZB, d. h. ihre Zuteilungsentscheidungen bei Offenmarktgeschäften, spielt bei der Umsetzung der Geldpolitik im Euroraum eine zentrale Rolle. Der vorliegende Aufsatz beschreibt die Liquiditätssteuerung der EZB in den ersten drei Jahren nach Einführung des Euro unter besonderer Berücksichtigung von Liquiditätsnachfrage und -angebot. Im Handlungsrahmen des Eurosystems sind die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte das wichtigste Instrument zur Liquiditätssteuerung. In diesem Artikel wird erläutert, wie die EZB den Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute schätzt und inwieweit dieser Bedarf als Richtwert für die Zuteilungsentscheidungen der EZB bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften dient. In dem Artikel wird festgestellt, dass die Liquiditätssteuerung der EZB eine insgesamt reibungslose Liquiditätsversorgung erleichtert hat und es der EZB im Allgemeinen gelungen ist, die kurzfristigen Geldmarktsätze in der Nähe des Satzes der Hauptrefinanzierungsgeschäfte zu halten.

I Einleitung

Die Liquiditätssteuerung einer Zentralbank umfasst die Einschätzung des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems und die Liquiditätsbereitstellung bzw. -abschöpfung in jeweils angemessener Höhe durch Offenmarktgeschäfte. Im Eurogebiet sind für den Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute hauptsächlich zwei Faktoren verantwortlich. Zum einen verlangt die EZB von den Kreditinstituten des Eurogebiets das Halten von Mindestreserverguthaben. Zum anderen verursachen so genannte autonome Faktoren, wie etwa der Banknotenumlauf und die Guthaben öffentlicher Haushalte bei den Zentralbanken, einen Liquiditätsbedarf.

Betrachtet man die Liquiditätssteuerung der EZB im breiteren Kontext der Umsetzung der Geldpolitik, so ist es sinnvoll, dass zwischen der geldpolitischen Strategie und dem geldpolitischen Handlungsrahmen unterschieden wird. Die Strategie legt fest, wie die relevanten Informationen über die Gesamtwirtschaft geordnet werden, um auf ihrer Grundlage geldpolitische Entscheidungen treffen zu können, die zu einem Niveau der kurzfristigen Zinsen führen, das – gemessen am Endziel der EZB, nämlich der Erreichung von Preisstabilität – als angemessen gilt. Im geldpolitischen Handlungsrahmen dagegen sind die Instrumente und Verfahren festgelegt, mit denen das Eurosystem diese geldpolitischen Beschlüsse in die Praxis umsetzt, d. h. mit denen es die kurzfristigen Geldmarktzinsen steuert. Dabei wird den Finanzmärkten das angestrebte Zinsniveau durch die Sätze der

Hauptrefinanzierungsgeschäfte und der ständigen Fazilitäten signalisiert. Bisher war der Hauptrefinanzierungssatz entweder der Mindestbietungssatz (bei Zinstendern) oder der Mengentendersatz. Die Festlegung dieser Sätze allein reicht jedoch nicht aus, um die kurzfristigen Geldmarktsätze effektiv an den Hauptrefinanzierungssatz anzupassen. Dies muss zusätzlich durch die Liquiditätssteuerung der EZB mit ihren Zuteilungen von Hauptrefinanzierungsgeschäften und sonstigen Offenmarktgeschäften gesichert werden.

In früheren Artikeln und Kästen des Monatsberichts wurden bereits einige allgemeine Aspekte der Liquiditätssteuerung und ihre Bedeutung im Handlungsrahmen des Eurosystems dargestellt.¹ Der vorliegende Artikel widmet sich diesem Thema nun eingehender und umfassender. Insbesondere werden die Faktoren, die den Liquiditätsbedarf des Bankensystems beeinflussen, und die Ableitung einer Benchmark-Zuteilung – eines wichtigen Elements bei der Zuteilungsentscheidung – aus diesem Liquiditätsbedarf beschrieben.

¹ Siehe die folgenden im Monatsbericht erschienenen Artikel: „Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung“, Mai 1999, „Die Umstellung auf Zinstender bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften“, Juli 2000, und den Kasten „Autonome Faktoren im Euroraum und Erläuterung zu den von der EZB zur Verfügung gestellten Prognosen zum Liquiditätsbedarf“, Juli 2001. Weitere Informationen zum Handlungsrahmen finden sich in „Die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet: Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“ („Allgemeine Regelungen“), April 2002, und der Broschüre „Die Geldpolitik der EZB“, 2001.

2 Überblick über Liquiditätsnachfrage und -angebot

Liquiditätsnachfrage und -angebot und generell die Wechselwirkung zwischen den geldpolitischen Geschäften des Eurosystems und dem Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute des Euroraums lassen sich anhand der wöchentlich veröffentlichten konsolidierten Bilanz des Eurosystems veranschaulichen. In der in Tabelle I in vereinfachter Form dargestellten Bilanz, auf der die folgende Analyse beruht, wird die den Kreditinstituten tatsächlich zur Verfügung stehende Liquidität unter „Guthaben auf Girokonten zur Erfüllung des Mindestreserve-Solls (P2.1)“ ausgewiesen. Die übrigen Posten können in die zwei großen Gruppen „autonome Faktoren“ und „geldpolitische Instrumente“ unterteilt werden. Die „Nettoposition in Fremdwährung (A1+A2+A3-P7-P8-P9)“ auf der Aktivseite und die Posten „Banknotenumlauf (P1)“, „Einlagen von öffentlichen Haushalten (P5.1)“ und „Sonstige autonome Faktoren (netto)“ (ein Sammelbegriff, unter dem verschiedene Posten zusammengefasst sind) auf der Passivseite gehören zur ersten Gruppe. Sie werden autonome Faktoren genannt, weil sie sich in der Regel der Kontrolle der EZB entziehen, und zwar weil sie entweder – wie im Fall des Banknotenumlaufs – vom Verhalten der Bevölkerung oder – wie im Fall der Guthaben öffentlicher Haushalte auf den Konten einiger Zentralbanken – von institutionellen Regelungen abhängen, auf die die Liquiditätssteue-

rung der EZB keinen Einfluss hat. Die übrigen Bilanzposten (A5.1, A5.2, A5.5 und P2.2) dagegen spiegeln die geldpolitischen Instrumente wider.

Wenn man die Guthaben auf Girokonten als Ausgleichsposten betrachtet, so wirkt ein Anstieg eines Postens auf der Aktivseite der Bilanz „liquiditätszuführend“, d. h. ceteris paribus wird die dem Bankensystem zur Verfügung stehende Liquidität erhöht. Ein Anstieg eines Passivpostens (abgesehen von P2.1) dagegen entzieht dem Bankensystem Liquidität. Die Tatsache, dass die Summe der autonomen Faktoren auf der Passivseite der Bilanz des Eurosystems größer als auf der Aktivseite ist, bedeutet, dass das Bankensystem ein Liquiditätsdefizit gegenüber dem Eurosystem hat. Das heißt, es besteht eine Liquiditätsnachfrage oder ein Liquiditätsbedarf im Bankensystem, den die EZB mithilfe ihrer geldpolitischen Instrumente decken muss. In den ersten drei Jahren des Euro resultierten durchschnittlich 45 % des gesamten Liquiditätsbedarfs des Bankensystems aus den autonomen Faktoren (siehe Abbildung I).

Die zweite große Komponente des Liquiditätsbedarfs ist die den Kreditinstituten vom Eurosystem auferlegte Mindestreservepflicht. Hauptsächlich ihretwegen sind die Guthaben der Kreditinstitute auf ihren Girokonten beim

Tabelle I

Vereinfachte Bilanz des Eurosystems (1. März 2002)

(Mrd €; Verweise auf die entsprechenden Posten im Wochenanweis des Eurosystems in Klammern)

Aktiva		Passiva	
Autonome Liquiditätsfaktoren		Autonome Liquiditätsfaktoren	
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (A1+A2+A3-P7-P8-P9)	387,1	Banknotenumlauf (P1)	285,8
		Einlagen von öffentlichen Haushalten (P5.1)	57,2
		Sonstige autonome Faktoren (netto)	92,1
			435,1
		Einlagen auf Girokonten für das Mindestreservesystem (P2.1)	134,9
Geldpolitische Instrumente		Geldpolitische Instrumente	
Hauptrefinanzierungsgeschäfte (A5.1)	123,0	Einlagefazilität (P2.2)	0,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (A5.2)	60,0		
Spitzenrefinanzierungsfazilität (A5.5)	0,0		
	570,1		570,1

Eurosystem relativ hoch. Auf die Mindestreserven, die sich auf 2 % bestimmter kurzfristiger Passivpositionen in der Bilanz der Kreditinstitute belaufen, entfielen im Durchschnitt 54,3 % des Liquiditätsbedarfs.

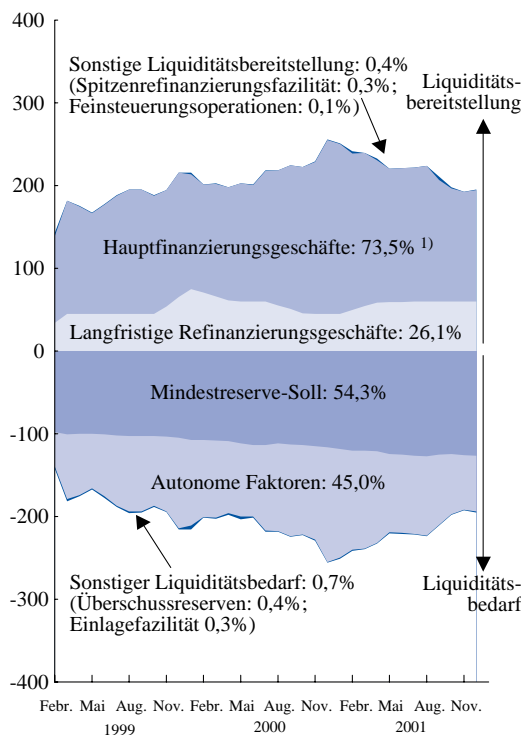
Ein sehr geringer, aber dennoch wichtiger Teil der Guthaben auf Girokonten dient nicht der Erfüllung des Mindestreserve-Solls und wird als Überschussreserven bezeichnet.² Dies sind Girokontoguthaben von Kreditinstituten, die ihr Mindestreserve-Soll bereits erfüllt haben oder kein Soll erfüllen müssen, weil sie so klein sind, dass ihr Mindestreserve-Soll unter dem Freibetrag von 100 000 € bleibt. Die Überschussreserven werden im Gegensatz zu den Mindestreserven nicht verzinst. Sie beliefen sich in den ersten drei Jahren seit Einführung des Euro auf rund 0,4 % des gesamten Liquiditätsbedarfs.

Zur Deckung des durch die drei oben beschriebenen Faktoren verursachten Liquiditätsbedarfs stellt das Eurosystem dem Bankensystem regelmäßig Liquidität zur Verfügung. Der Großteil der von den Banken benötigten Liquidität (im Durchschnitt 73,5 %) wird über regelmäßige Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitgestellt, d. h. Posten A5.1 in der Bilanz. Diese Geschäfte sind das wichtigste Instrument, um die kurzfristigen Zinsen und die Liquidität am Geldmarkt zu steuern und die geldpolitischen Absichten zu signalisieren. Es handelt sich dabei um liquiditätszuführende, befristete Geschäfte mit einer Laufzeit von zwei Wochen, die wöchentlich im Wege eines Tenderverfahrens durchgeführt werden. Der geldpolitische Kurs des Eurosystems ist gegenwärtig am Mindestbietungssatz bei diesen Tendern abzulesen. Vor Einführung des Zinstenders im Juni 2000 kam dem Mengentendersatz diese Signalfunktion zu.

Eine weitere regelmäßige Refinanzierungsquelle bilden die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, Posten A5.2, die einmal im Monat mit einer Laufzeit von drei Monaten durchgeführt werden. Das für diese Geschäfte vorgesehene Volumen wird allerdings vom EZB-Rat im Voraus festgesetzt, so dass sie

Abbildung I Die Hauptliquiditätskomponenten der Bilanz des Eurosystems

(Durchschnittswerte je Erfüllungsperiode in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Enthält die im Wege eines gespaltenen Tender durchgeführten Geschäfte vom Mai 2001 und Dezember 2001.

bei der Liquiditätssteuerung der EZB keine besondere Rolle spielen. Zurzeit ist angestrebt, rund ein Viertel des Liquiditätsbedarfs der Kreditinstitute über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte zu decken. Dies entspricht in etwa ihrem tatsächlichen Anteil von 26,1 % im Zeitraum von 1999 bis 2001. Daneben wurden rund 0,1 % des Liquiditätsbedarfs durch Feinststeuerungsoperationen bereitgestellt. Diese Geschäfte wurden hauptsächlich im Zusammenhang mit Ausnahmesituationen – wie der Jahrtausendwende und

2 Bei einigen nicht dem Eurosystem angehörenden Zentralbanken werden alle über das Mindestreserve-Soll hinausgehenden Einlagen der Banken bei der Zentralbank als „Überschussreserven“ bezeichnet. Im Handlungsrahmen des Eurosystems wird ein Großteil solcher Einlagen jedoch unter Nutzung der Einlagefazilität angelegt. Einige Zentralbanken bieten eine solche Möglichkeit nicht an. Die „Überschussreserven“ haben im vorliegenden Aufsatz also eine viel engere Bedeutung als bei manchen anderen Zentralbanken.

den Terroranschlägen vom 11. September 2001 – durchgeführt.

Die restlichen Liquiditätsungleichgewichte des Bankensystems können schließlich durch Inanspruchnahme einer der beiden ständigen Fazilitäten, der Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagefazilität (A5.5 bzw. P2.2), ausgeglichen werden. Auf diese können die Geschäftspartner an jedem TARGET-Geschäftstag nach Bedarf zurückgreifen, um sich Übernachtsliquidität gegen angemessene Sicherheiten über die Spitzenrefinanzierungsfazilität zu beschaffen oder durch Nutzung der Einlagefazilität anzulegen. Die ständigen Fazilitäten, deren Sätze eine Ober- und Untergrenze

bzw. einen „Zinskanal“ für die Bewegungen des Tagesgeldsatzes bilden, signalisieren damit ebenfalls die geldpolitischen Intentionen. Seit dem 9. April 1999 bilden die Sätze der ständigen Fazilität einen symmetrischen Korridor um den Hauptrefinanzierungssatz. Im Durchschnitt wurden nur rund 0,3 % der von der EZB bereitgestellten Liquidität im Rahmen der Einlagefazilität angelegt, und ein ebenso geringer Anteil des gesamten Liquiditätsbedarfs wurde durch Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität gedeckt. Im Ergebnis lag die durchschnittliche Liquiditätsbereitstellung über die ständigen Fazilitäten somit bei null.

3 Der Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute im Euroraum

Um die Liquiditätsbereitstellung durch die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte dem Liquiditätsbedarf anzupassen, benötigt die EZB genaue Prognosen über die künftige Entwicklung der autonomen Faktoren sowie über die durchschnittliche Höhe des Mindestreserve-Solls und der Überschussreserven. In diesem Abschnitt werden einige weitere Merkmale dieser drei Komponenten des Liquiditätsbedarfs vorgestellt.

Autonome Faktoren

Die kurzfristige Entwicklung der autonomen Faktoren ist die bei weitem größte Quelle von Unsicherheit hinsichtlich des Liquiditätsbedarfs im Euro-Währungsgebiet. Um den Einfluss dieser Ungewissheit auf das Bietungsverhalten der Geschäftspartner zu mildern, veröffentlicht die EZB jeweils bei der Ankündigung eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts eine Prognose der durchschnittlichen autonomen Faktoren bis zum Tag vor der Abwicklung des folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäfts. Intern erstellt das Eurosystem für alle wichtigen autonomen Faktoren getrennte Prognosen. Zu diesem Zweck übermitteln die nationalen Zentralbanken der EZB täglich Prognosen zur Entwicklung ihrer jeweiligen nationalen autonomen Faktoren, die dann von

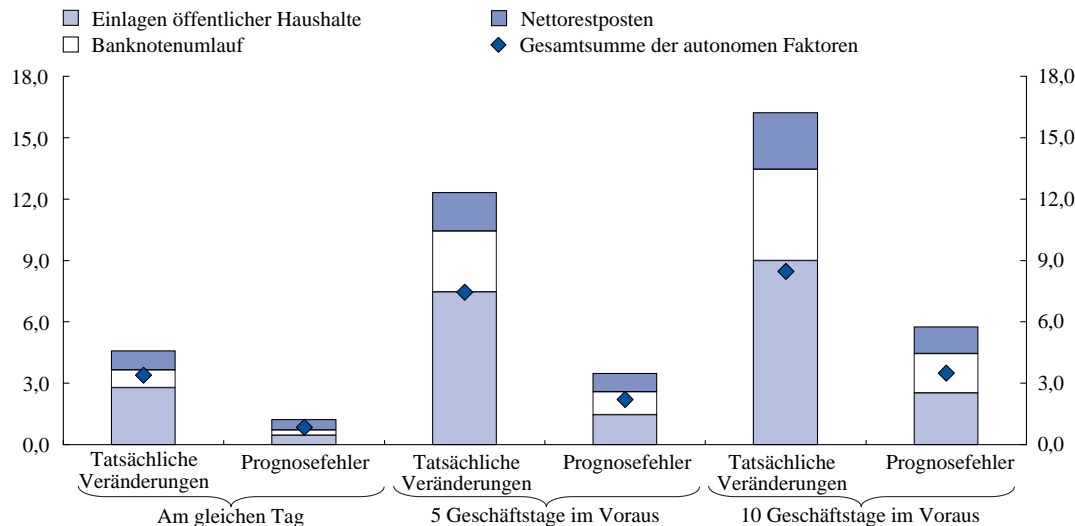
der EZB zu einer Liquiditätsprognose für den gesamten Euroraum zusammengefasst werden. Abbildung 2 zeigt für drei unterschiedliche Zeithorizonte (den gleichen Tag, fünf und zehn Geschäftstage im Voraus) die Treffsicherheit der vom Eurosystem erstellten täglichen Prognosen autonomer Faktoren. Dargestellt sind die durchschnittlichen absoluten Werte der tatsächlichen Veränderungen und die Prognosefehler für die autonomen Faktoren insgesamt und für drei einzelne Faktoren, und zwar die Einlagen öffentlicher Haushalte, den Banknotenumlauf und den „Nettorestposten“. Dieser ist hier definiert als die sonstigen autonomen Faktoren abzüglich der Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (siehe Tabelle 1). Die durchschnittliche Veränderung und der durchschnittliche Prognosefehler der Summe der autonomen Faktoren sind wegen des Netting geringer als die Summe der Durchschnittswerte der einzelnen Faktoren, d. h. positive Veränderungen eines Faktors können durch negative Veränderungen eines anderen Faktors ausgeglichen werden.

Wie im folgenden Abschnitt ausführlicher dargestellt wird, ist normalerweise der Zeithorizont von bis zu fünf Geschäftstagen im Voraus für die Zuteilungsentscheidungen der EZB am wichtigsten. In der Zeit von Januar bis

Abbildung 2

Durchschnittliche tatsächliche Veränderungen und durchschnittliche Prognosefehler des Eurosystems bei den autonomen Faktoren im Einzelnen und insgesamt – Januar 2001 bis November 2001

(Durchschnittswerte in Mrd €)



Quelle: EZB.

November 2001 beträgt der durchschnittliche Prognosefehler der Summe aller autonomen Faktoren für die Zeithorizonte „gleicher Tag“ und „fünf Geschäftstage“ rund 0,8 Mrd € bzw. 2,2 Mrd €. Die Prognosefehler entsprechen somit 25 % bzw. 30 % der durchschnittlichen tatsächlichen Veränderungen der autonomen Faktoren, die sich auf 3,4 Mrd € bzw. 7,5 Mrd € belaufen. Die Tatsache, dass das Eurosystem über 70 % der Veränderungen der autonomen Faktoren insgesamt über die kürzeren Zeithorizonte vorhersagen kann, ist hauptsächlich auf ihren privilegierten Zugang zu Informationen über ihre eigenen Finanztransaktionen und vor allem die Finanztransaktionen des öffentlichen Sektors zurückzuführen. Besonders in Italien, aber auch in Frankreich, Griechenland und Spanien beeinflussen diese Transaktionen die Einlagen öffentlicher Haushalte. Diese sind auch bei einer Aggregation auf der Ebene des Eurosystems der weitaus volatilste autonome Faktor (siehe Abbildung 2). Obgleich die nationalen Zentralbanken rund 80 % der Veränderungen der Einlagen öffentlicher Haushalte über kurze Zeithorizonte richtig vorhersagen können, sind die Einlagen öffentlicher Haushalte noch immer die wichtigste

Ursache von Prognosefehlern. Außerdem waren die Prognosefehler beim Banknotenumlauf in der zweiten Jahreshälfte 2001 und besonders zu Beginn des laufenden Jahres wegen der Bargeldumstellung ungewöhnlich hoch.

Mindestreserven

Die Höhe des Mindestreserve-Solls kann am Anfang jeder Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit großer Genauigkeit geschätzt werden. Die Reservebasis, die für die Berechnung der Mindestreserven verwendet wird, ergibt sich aus den Geld- und Bankenstatistiken der EZB, die auch für die Berechnung der Geldmenge M3 herangezogen werden. Die erste Schätzung des Mindestreserve-Solls wird in der Regel einige Tage nach Beginn der jeweiligen Mindestreserve-Erfüllungsperiode unmittelbar im Anschluss an die Veröffentlichung der Angaben zur Geldmenge M3 veröffentlicht.

Das Mindestreservesystem des Eurosystems, das Bestimmungen über eine monatliche Durchschnittserfüllung enthält, verfolgt in der

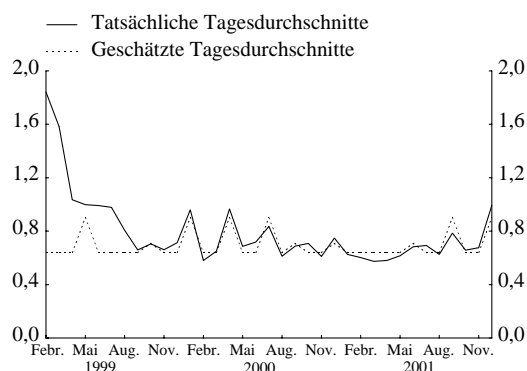
Hauptsache zwei Ziele: die Stabilisierung der Geldmarktsätze und die Vergrößerung der strukturellen Liquiditätsknappheit des Bankensystems. Die Durchschnittserfüllung bedeutet, dass die Mindestreserveguthaben der Geschäftspartner nicht für jeden einzelnen Tag, sondern als Tagesdurchschnitt der gesamten einmonatigen Erfüllungsperiode berechnet werden. Aufgrund des ausreichend hohen Niveaus des Mindestreserve-Solls im Euro-Währungsgebiet hat dies dazu geführt, dass von den autonomen Faktoren ausgelöste vorübergehende Liquiditätsschocks normalerweise keinen erheblichen Einfluss auf den Tagesgeldsatz hatten. Mit anderen Worten sind die Geschäftspartner insgesamt in den meisten Fällen dazu bereit gewesen, höhere (bzw. niedrigere) Guthaben auf den Girokonten an einem bestimmten Tag mit entsprechend niedrigeren (bzw. höheren) Guthaben an den Folgetagen zu kompensieren, ohne dafür nennenswerte Prämien zu verlangen, die sich auf den Tagesgeldsatz hätten auswirken können. Größere Auswirkungen auf den Tagesgeldsatz waren daher nur an den Tagen zu verzeichnen, an denen die Marktteilnehmer von einem kumulierten Liquiditätsungleichgewicht, d. h. einer Diskrepanz zwischen Liquiditätsbereitstellung und Liquiditätsbedarf über die gesamte Mindestreserve-Erfüllungsperiode hinweg, ausgingen. Vor allem im Anschluss an das letzte Hauptrefinanzierungsgeschäft der Erfüllungsperiode, aber auch nach einer vorausgegangenen Unterbietung in der gleichen Mindestreserveperiode,³ scheinen solche erwarteten und letztendlich tatsächlich eingetretenen kumulierten Liquiditätsungleichgewichte im Allgemeinen zu erheblichen Schwankungen des Tagesgeldsatzes geführt zu haben.

Überschussreserven

Da Überschussreserven, d. h. Reserveguthaben, die das Reserve-Soll überschreiten, nicht verzinst werden und im Prinzip auf die verzinsliche Einlagefazilität übertragen oder vorzugsweise auf dem Interbankmarkt für Tagesgeld ausgeliehen werden könnten, stellen sie für die Kreditinstitute einen Kostenfaktor

Abbildung 3 Durchschnittliche Überschussreserven je Erfüllungsperiode

(Tagesdurchschnitte je Erfüllungsperiode in Mrd €)



Quelle: EZB.

dar. Dies sollte aber als Ausgleich für einige der Vorteile gesehen werden, die den Kreditinstituten hauptsächlich aus der Einsparung verschiedener Transaktionskosten erwachsen. Dazu gehören sowohl die direkten Kosten der Kreditinstitute für die Inanspruchnahme des Tagesgeldmarkts oder der Einlagefazilität wie auch die direkten Kosten, die ihnen für die Beschaffung ausreichend genauer Informationen über ihre Liquiditätsposition am Tagesende entstehen. So führt zum Beispiel die Unsicherheit über späte Zahlungen dazu, dass Kosten für lange Arbeitszeiten in Kauf genommen werden müssen, um sicherzustellen, dass alle auf Girokonten des Eurosystems gehaltenen Mittel, die das Reserve-Soll übersteigen, tatsächlich im Rahmen der Einlagefazilität angelegt werden. Darüber hinaus können Überschussreserven vor allem am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode als Absicherung gegen die Risiken einer unvorhergesehenen Nichteinhaltung der Mindestreservepflicht angesehen werden.

Die Überschussreserven sind tendenziell größer, wenn die Mindestreserve-Erfüllungsperiode an einem Wochenende abläuft, was

³ Der Begriff „Unterbietung“ bezieht sich auf Hauptrefinanzierungsgeschäfte, in denen das Eurosystem keine ausreichenden Gebote für eine Benchmark-Zuteilung (siehe hierzu Abschnitt 4) erhalten hat. Von einer Überbietung spricht man hingegen, wenn bei einem Hauptrefinanzierungsgeschäft unverhältnismäßig hohe Gebote abgegeben wurden.

wahrscheinlich mit den oben genannten Transaktionskosten zusammenhängt. Die gestrichelte Linie in Abbildung 3 zeigt Schätzungen der tagesdurchschnittlichen Überschussreserven je Erfüllungsperiode, die auf der Grundlage der folgenden Annahme erstellt wurden: Die tagesdurchschnittlichen Überschussreserven belaufen sich auf 640 Mio €, wenn die Erfüllungsperiode an einem Werktag endet, auf 710 Mio €, wenn sie an einem

Samstag endet und auf 900 Mio €, wenn das Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf einen Sonntag fällt. Auch wenn die Überschussreserven Anfang 1999 etwas höher waren, da sich die Geschäftspartner mit dem Mindestreservesystem erst vertraut machen mussten, ist aus Abbildung 3 ersichtlich, dass durch diesen sehr einfachen Prognoseansatz allem Anschein nach plausible Schätzungen erzielt wurden.

4 Die Liquiditätsbereitstellung

Die im vorherigen Abschnitt beschriebene Einschätzung des Liquiditätsbedarfs des Bankensystems ist ein wichtiges Element für die Zuteilung von Liquidität bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems. Insbesondere kann aufgrund der unten beschriebenen weiteren Annahmen bezüglich der Aufteilung der Liquiditätsbereitstellung auf die einzelnen Hauptrefinanzierungsgeschäfte innerhalb einer Erfüllungsperiode eine so genannte Benchmark-Zuteilung auf der Basis dieses Liquiditätsbedarfs berechnet werden. Diese Referenzgröße dient der EZB bei ihren Entscheidungen über die tatsächliche Zuteilung als Grundlage. Die EZB muss jedoch gegebenenfalls auch andere Faktoren berücksichtigen, wie das Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften und die Abweichung der kurzfristigen Geldmarktsätze vom Hauptrefinanzierungssatz sowie einige andere Sonderfaktoren, die zu einer sehr großen Unsicherheit über die Liquiditätsprognosen führen, wie zum Beispiel der Jahrtausendwechsel, die Euro-Bargeldumstellung usw.

Bei der Benchmark-Zuteilung wird der von autonomen Faktoren und den zu unterhaltenden Mindestreserven herrührende Liquiditätsbedarf berücksichtigt, so dass das Reserve-Soll in der Erfüllungsperiode insgesamt ohne größere Schwankungen (d. h. anteilmäßig im Zeitverlauf) erfüllt wird. Auch wenn andere Ansätze in Erwägung gezogen werden können, ist eine gleichmäßige Erfüllung des Mindestreserve-Solls wünschenswert, da sie normalerweise die Wirksamkeit der Puffer-

funktion der Reserveguthaben gegen unerwartete Liquiditätsschocks erhöht. Tatsächlich könnte es dazu kommen, dass eine zu geringe Ist-Reserve einiger Geschäftspartner an manchen Tagen zur Deckung unvorhergesehener Zahlungen, die möglicherweise erst so spät anfallen, dass die Beträge nicht mehr an den Geldmärkten beschafft werden können, nicht ausreicht. Darüber hinaus dürften risikoscheue Kreditinstitute die gleichmäßige Verteilung der Reserveguthaben über die gesamte Erfüllungsperiode hinweg bevorzugen, um so das Liquiditäts- und Zinsrisiko möglichst gering zu halten. Schließlich wird bei einer stetigen Reserveerfüllung die Möglichkeit der Liquiditätsbereitstellung durch die in einer bestimmten Erfüllungsperiode durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte meist voll ausgeschöpft.

Der tägliche Liquiditätsbedarf während der Erfüllungsperiode hängt stets auch davon ab, ob bei der Erfüllung der Mindestreservepflicht in den vorangegangenen Tagen der Erfüllungsperiode Schwankungen zu verzeichnen waren. So kann sich zum Beispiel aufgrund von Prognosefehlern hinsichtlich der autonomen Faktoren ein Liquiditätsüberschuss oder -defizit aufbauen, insbesondere in den ersten Tagen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vor der Abwicklung des ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts, da der Liquiditätsbedarf an diesen Tagen bei der vorherigen Zuteilungsentscheidung normalerweise außer Acht gelassen wird (siehe unten). Im Allgemeinen berücksichtigt die EZB bei der Berechnung der Benchmark-Zuteilung das seit Anfang der be-

treffenden Erfüllungsperiode entstandene Liquiditätsungleichgewicht, um wieder zu einer gleichmäßigen Erfüllung der Mindestreservepflicht zurückzukehren.

Der aus Überschussreserven resultierende Liquiditätsbedarf kann ebenfalls nicht ohne weiteres bestimmten Tagen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zugeordnet werden. Soweit die Überschussreserven über das Mindestreserve-Soll hinausgehende Liquiditätspuffer darstellen, die von Geschäftspartnern an jedem Tag der Erfüllungsperiode unterhalten werden, bleibt der dadurch bedingte Liquiditätsbedarf während der gesamten Erfüllungsperiode konstant. Werden Überschussreserven aber von Geschäftspartnern gehalten, die ihr Mindestreserve-Soll bereits erfüllt haben, führen sie lediglich in den letzten Tagen der Erfüllungsperiode zu einem erheblichen Liquiditätsbedarf, da dann die Wahrscheinlichkeit steigt, das Reserve-Soll tatsächlich bereits erfüllt zu haben. Der Einfachheit halber hat die EZB ihrer Berechnung der Benchmark-Zuteilung bisher die Annahme zugrunde ge-

legt, dass die Überschussreserven im Verlauf der Erfüllungsperiode nach und nach aufgebaut werden.

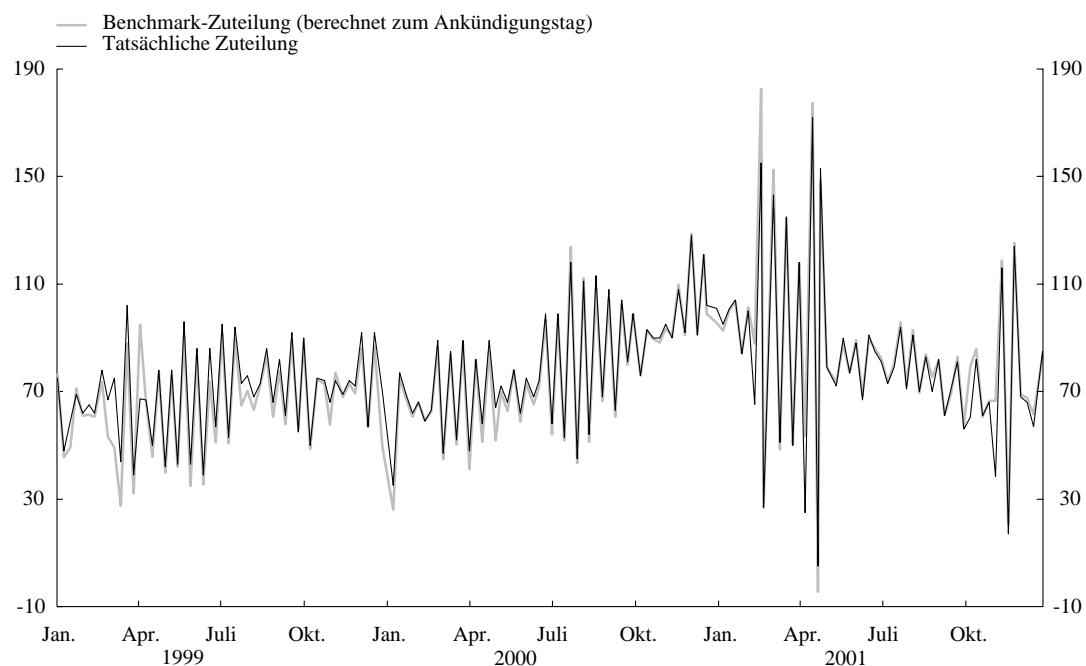
Der Zeitraum für die Berechnung des Liquiditätsbedarfs erstreckt sich bei der Entscheidung über den Zuteilungsbetrag im Allgemeinen bis zum Tag vor der Abwicklung des folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäfts, durch das die EZB wieder die Möglichkeit hat, die Liquiditätsversorgung mittels der regelmäßigen Offenmarktgeschäfte zu steuern. Beim letzten Hauptrefinanzierungsgeschäft einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode, bei dem dieser Zeithorizont meist in die nächste Erfüllungsperiode hineinreicht, werden nur die noch bis zum Ende der laufenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode verbleibenden Tage gezählt.

Im Anhang findet sich eine ausführliche Formel für die Berechnung der Benchmark-Zuteilungen (die in Abbildung 4 dargestellt sind) auf der Grundlage der wichtigsten Liquiditätsdaten, die die EZB über Wirtschaftsinfo-

Abbildung 4

Die tatsächlichen und die Benchmark-Zuteilungen ¹⁾

(Wochenwerte; Mrd €)



Quelle: EZB.

1) An den beiden Tagen (27. April und 27. November 2001), als so genannte gesplante Geschäfte durchgeführt wurden, beziehen sich die Beträge auf die Summe der einwöchigen und zweiwöchigen Tranchen.

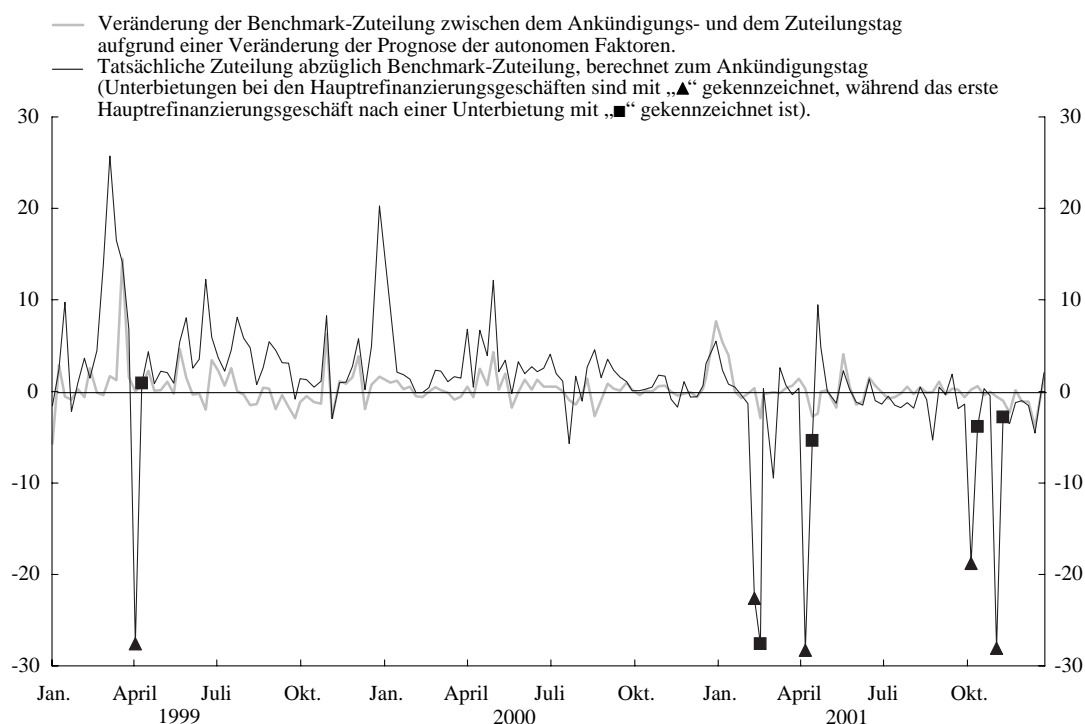
mationsdienste zur Verfügung stellt. Diese Angaben beinhalten die Prognosen für das kumulierte Mindestreserve-Soll des Bankensystems und den Durchschnittswert der autonomen Faktoren. Für den Zeitraum vor der Einführung des Zinstenders im Juni 2000, als die EZB noch keine Prognosen der autonomen Faktoren veröffentlichte, wurden die in Abbildung 4 aufgeführten Benchmark-Zuteilungen auf der Grundlage der internen Prognosen der EZB berechnet. Die einzige Information, die nicht von der EZB bereitgestellt, aber für die Berechnung der Benchmark-Zuteilung benötigt wird, ist eine Schätzung der Überschussreserven sowie in den ersten Tagen der Erfüllungsperiode das Mindestreserve-Soll. Die Überschussreserven können jedoch mithilfe des in Abschnitt 3 beschriebenen Modells ausreichend präzise geschätzt werden, während sich das Mindestreserve-Soll für gewöhnlich anhand seiner Höhe in der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode recht gut schätzen lässt (Abbildung 1 stellt die relativ stabile Entwicklung des Mindestreserve-Solls dar).

Wie Abbildung 4 zeigt, lagen die tatsächlichen Zuteilungsbeträge im Allgemeinen recht nah an den Benchmark-Zuteilungen. Allerdings geht aus Abbildung 5 hervor, dass es zeitweilig zu erheblichen Abweichungen kam. Lässt man die ersten zwei Mindestreserve-Erfüllungsperioden nach der Einführung des Euro außer Acht, so trat die größte positive (d. h. liquiditätszuführende) Abweichung aufgrund des Jahrtausendwechsels bei dem am 30. Dezember 1999 zugeteilten Hauptrefinanzierungsgeschäft auf. Die größte negative Differenz war bei dem am 6. November 2001 zugeteilten Hauptrefinanzierungsgeschäft zu verzeichnen, bei dem die EZB den Benchmark-Betrag aufgrund eines unzureichenden Bietungsvolumens nicht zuteilen konnte. Aus Abbildung 5 ist außerdem ersichtlich, dass die EZB während der Phase der starken Überbietungen in der zweiten Jahreshälfte 1999 und der ersten Hälfte des Jahres 2000 oft für eine relativ entspannte Liquiditätslage sorgte und die durch Unterbietungen entstandenen Liquiditätsdefizite jeweils – mit Ausnahme der ersten Unterbietung – nur teilweise kompensierte.

Abbildung 5

Die Differenz zwischen tatsächlichen und Benchmark-Zuteilungen

(Wochenwerte; Mrd €)



Quelle: EZB.

Darüber hinaus muss angemerkt werden, dass die Benchmark-Zuteilung, deren Berechnung wie im Anhang beschrieben auf der am Ankündigungstag veröffentlichten Prognose der autonomen Faktoren basiert, leicht von der tatsächlichen Benchmark-Zuteilung, die von der EZB am Tag der Zuteilung berechnet wird, abweichen kann. Darin spiegelt sich wider, dass die EZB ihre Liquiditätsprognosen am Zuteilungstag, der normalerweise auf den Ankündigungstag folgt, aktualisiert. Aus Abbildung 5 geht hervor, dass ein kleiner Teil (durchschnittlich etwa 10 %) der Abweichung von der Benchmark-Zuteilung, die auf der Basis der am Ankündigungstag veröffentlichten Prognose der autonomen Faktoren berechnet wird, auf die Aktualisierung dieser Prognose durch die EZB am Zuteilungstag zurückzuführen ist. Bisher veröffentlichte die EZB nur ein einziges Mal eine aktualisierte Prognose am Zuteilungstag eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts, und zwar am 18. Dezember 2001, als die Prognose deutlich von der am Vortag veröffentlichten Prognose abwich, was auf den Banknotenumlauf im Zusammenhang mit der Bargeldumstellung zurückzuführen war.

In dem Sonderaufsatz „Bietungsverhalten der Geschäftspartner bei den Offenmarktgeschäften des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Oktober 2001 wurde gezeigt, dass die Geschäftspartner bei jedem Hauptrefinanzierungsgeschäft dazu tendieren, ihre Gebote

um ein einziges Zinsniveau herum zu konzentrieren. Dies bedeutet, dass der marginale Zuteilungssatz eines bestimmten Hauptrefinanzierungsgeschäfts normalerweise in Bezug auf den Zuteilungsbetrag äußerst unelastisch ist und somit auch große Abweichungen von der Benchmark-Zuteilung im Normalfall keine signifikanten Veränderungen des marginalen Zuteilungssatzes nach sich ziehen würden. Tatsächlich hätte bei den 79 Hauptrefinanzierungsgeschäften, die bis Dezember 2001 als Zinstender durchgeführt wurden, der Zuteilungsbetrag angesichts der Nachfrage um durchschnittlich 24 Mrd € verringert werden müssen, um den marginalen Zuteilungssatz um einen Basispunkt zu erhöhen. Desgleichen hätte der Zuteilungsbetrag um durchschnittlich 14 Mrd € erhöht werden müssen, um den marginalen Zuteilungssatz um einen Basispunkt zu senken, wenn man die 21 Tender, bei denen der marginale Zuteilungssatz dem Mindestbietungssatz entsprach und somit definitionsgemäß nicht gesenkt werden konnte, nicht berücksichtigt. In der Regel dürfte eine wesentliche Abweichung von der Benchmark-Zuteilung lediglich eine mittelbare Wirkung haben, da sie für gewöhnlich die Erwartung schüren würde, dass die EZB wahrscheinlich auch am Ende der jeweiligen Mindestreserve-Erfüllungsperiode eine angespannte bzw. eine entspannte Liquiditätslage bevorzugt. Wie in Abschnitt 3 erläutert, könnte sich dies auf die Zinssätze für Tagesgeld auswirken.

5 Die Nutzung der ständigen Fazilitäten

In der Regel ist das Eurosystem bestrebt, den Liquiditätsbedarf über seine Offenmarktgeschäfte zu decken, doch können Liquiditätsschocks, insbesondere im Anschluss an das letzte Hauptrefinanzierungsgeschäft einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode, das gesamte Bankensystem zum Rückgriff auf die ständigen Fazilitäten zwingen. Der Rückgriff auf die ständigen Fazilitäten aufgrund tatsächlicher oder erwarteter Liquiditätsungleichgewichte im gesamten Euroraum, wie beispielsweise Ungleichgewichte zwischen der durch die EZB bereitgestellten Liquidität und

dem Liquiditätsbedarf des Bankensystems innerhalb einer bestimmten Mindestreserve-Erfüllungsperiode, wird als „aggregierte Inanspruchnahme“ bezeichnet. Die aggregierte Inanspruchnahme kann als Ergebnis eines Liquiditätsprognosefehlers oder einer beabsichtigten Abweichung von der Benchmark-Zuteilung durch die EZB angesehen werden. In der Regel kommt die aggregierte Inanspruchnahme erst gegen Ende einer Erfüllungsperiode zum Tragen, wenn das Bankensystem alle entstandenen Liquiditätsungleichgewichte über die ständigen Fazilitäten end-

gültig ausgleichen muss. In Erfüllungsperioden „mit reichlicher Liquiditätsversorgung“, d. h. in Perioden mit einem akkumulierten Liquiditätsüberschuss, greifen die Kreditinstitute zur Anlage ihrer Überschussguthaben auf die Einlagefazilität zurück, um eine gewisse Verzinsung zu erzielen; in Erfüllungsperioden „mit knapper Liquiditätsversorgung“, also in Perioden mit einem akkumulierten Defizit, nehmen sie die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Anspruch, um ihre Mindestreservepflichten zu erfüllen und somit Sanktionen wegen Untererfüllung des Mindestreserve-Solls zu vermeiden. Es kann jedoch auch vorkommen, dass die Marktteilnehmer erst für das Ende der Erfüllungsperiode eine reichliche bzw. knappe Liquiditätsversorgung erwarten. Solche Erwartungen können, sofern sie hinreichend fundiert sind, bedeuten, dass die aggregierte Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten zum Teil noch vor dem letzten Geschäftstag der Erfüllungsperiode erfolgt, wie es beispielsweise bei der am 23. April 2001 abgelaufenen Erfüllungsperiode der Fall war. Die folgenden Ausführungen gründen jedoch auf der Annah-

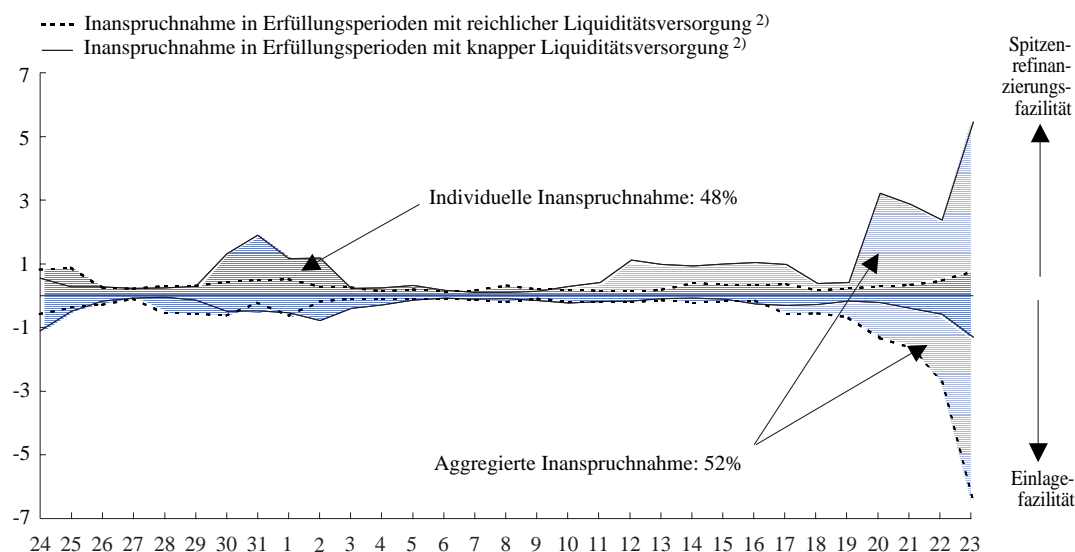
me, dass die aggregierte Inanspruchnahme in der ersten Hälfte einer Erfüllungsperiode immer gleich null ist, wenn die für das Ende der Erfüllungsperiode erwarteten Bedingungen in der Regel so ungewiss sind, dass eine Nutzung der ständigen Fazilitäten ausgeschlossen werden kann.

Eine andere Art des Rückgriffs auf die ständigen Fazilitäten, hier als „individuelle Inanspruchnahme“ bezeichnet, verteilt sich normalerweise recht gleichmäßig auf die gesamte Erfüllungsperiode. Alleinige Ursache hierfür ist die ungleiche Verteilung der Liquidität unter den Kreditinstituten, die gewöhnlich am Tagesende auftritt, wenn die Geldmärkte nicht mehr liquide sind.

Daraus lässt sich folgern, dass jeglicher Rückgriff auf die ständigen Fazilitäten in der ersten Hälfte einer Mindestreserve-Erfüllungsperiode und die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagefazilität in der zweiten Hälfte von Erfüllungsperioden mit reichlicher bzw. knap-

Abbildung 6
Durchschnittliche Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten im Verlauf einer Erfüllungsperiode ¹⁾

(Durchschnittswerte je Kalendertag berechnet für den Zeitraum vom 24. Februar 1999 bis 31. Dezember 2001; Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Wie im Text erläutert, geben die Linien die durchschnittliche Inanspruchnahme in Erfüllungsperioden mit knapper bzw. reichlicher Liquiditätsversorgung an. Die schattierten Bereiche zeigen, wie die aggregierte und individuelle Inanspruchnahme gemessen werden kann.

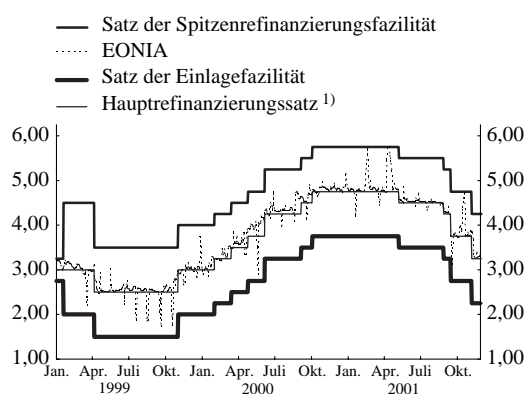
2) Erfüllungsperioden mit knapper und reichlicher Liquiditätsversorgung werden hier auf der Basis der gesamten Nettoinanspruchnahme nach Abwicklung des letzten Hauptfinanzierungsgeschäfts unterschieden.

per Liquiditätsversorgung Ausdruck eines individuellen Liquiditätsungleichgewichts sein muss (in Abbildung 6 dunkel schattiert). Die durchschnittliche Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten, die über diese individuelle Inanspruchnahme hinausgeht, kann dagegen als aggregierte Inanspruchnahme betrachtet werden (in Abbildung 6 hell schattiert). Aufgrund dieser Überlegungen entfiel auf die aggregierte und die individuelle Inanspruchnahme bis Dezember 2001 im Schnitt jeweils rund die Hälfte des gesamten Rückgriffs auf die ständigen Fazilitäten. Somit spiegelte lediglich die Hälfte der 0,3 % der gesamten Liquiditätsbereitstellung/-nachfrage infolge der Nutzung der ständigen Fazilitäten eine aggregierte Inanspruchnahme und damit einen WWU-weiten Liquiditätsbedarf bzw. -überschuss wider. Des Weiteren bestätigt dies, dass die Zuteilungen bislang überwiegend in der Nähe des Benchmarkwerts lagen und sich Prognosefehler bei den autonomen Faktoren nicht allzu stark auf die Liquiditätssituation im Eurogebiet auswirkten. In Verbindung mit der Durchschnittserfüllung, die einen Ausgleich vorübergehender Liquiditätsschocks erlaubt (siehe Abschnitt 3), hatte dies zur Folge, dass die Abweichungen des Tagesgeldsatzes vom Hauptrefinanzierungssatz zwischen Januar 1999 und Dezember 2001 im Allgemeinen recht moderat ausfielen. In diesem Zeitraum belief sich die durchschnittliche absolute Differenz zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz und dem EONIA – einem effektiven Tagesgeldsatz, der als gewogener Durchschnitt der Sätze für die von 49 ausgewählten Banken am Euro-Overnight-Interbankenmarkt gewährten unbesicherten Kredite ermittelt wird – auf lediglich 14 Basispunkte (siehe Abbildung 7). Diese Zahl verringert sich sogar noch weiter, und zwar auf 10 Basispunkte, wenn man die volatileren Tage nach dem letzten Hauptrefinanzierungsgeschäft einer Erfüllungsperiode sowie die Tage nach einer Unterbietung ausklammert.

Die durchschnittliche individuelle Inanspruchnahme der beiden ständigen Fazilitäten in Höhe von jeweils 300 Mio € pro Tag (siehe Abbildung 6) ist gleichfalls recht moderat. Ein Vergleich mit dem von den ausgewählten Banken für den EONIA gemeldeten täglichen Durchschnittsvolumen der unbesicherten Übernachtkredite in Höhe von rund 42 Mrd € zum Beispiel macht deutlich, dass Liquiditätsungleichgewichte nur in geringfügigem Maße über die ständigen Fazilitäten kompensiert werden. Dies wiederum deutet darauf hin, dass die Kosten für die Nutzung der ständigen Fazilitäten hoch genug sind, um sicherzustellen, dass sie den Geldhandel zwischen den Banken nicht beeinträchtigen. Außerdem ist die Variabilität des Tagesgeldsatzes dank des von den ständigen Fazilitäten gebildeten Korridors erfolgreich begrenzt worden. Selbst unter außergewöhnlichen Umständen, wie beispielsweise dem Jahrtausendwechsel oder nach extremen Anspannungen infolge von Unterbietungen, hat sich der EONIA nie außerhalb des Korridors bewegt (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7
Der EONIA und Schlüsselzinssätze der EZB

(Tageswerte in %)



Quelle: EZB.

1) d. h. der Mengentendersatz bzw. der Mindestbietungssatz bei Zinstendern.

6 Schlussbemerkungen

Aus der hier vorgestellten Untersuchung kann man vier Schlussfolgerungen ziehen.

Erstens ist die EZB insgesamt bestrebt, den Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute innerhalb der Mindestreserve-Erfüllungsperiode in reibungsloser und vorhersehbarer Weise zu decken, zumal die tatsächlichen Zuteilungsbeträge bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften auf der Basis eines Benchmarkwerts festgelegt werden, den die Geschäftspartner im Prinzip selbst berechnen können.

Zweitens war es vor allem dank der im Mindestreservesystem vorgesehenen Durchschnittserfüllung und der Qualität der Liquiditätsprognosen des Eurosystems nur sehr

selten erforderlich, Feinststeuerungsoperationen durchzuführen.

Drittens – und dies hängt mit den vorgenannten Punkten zusammen – wurde nur ein sehr kleiner Bruchteil des Liquiditätsbedarfs der Kreditinstitute durch die Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten gedeckt, und dies bedeutet, dass der Geldmarkt effizient funktionierte.

Als vierter und vielleicht wichtigster Punkt ist der geringe und recht stabile Abstand zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB und den kurzfristigen Geldmarktsätzen zu nennen, der einmal mehr zeigt, wie genau die EZB die Kurzfristzinsen steuert.

Anhang

Von der EZB bei ihren Hauptrefinanzierungsgeschäften normalerweise angewandte Regel für die Berechnung der Benchmark-Zuteilung

In diesem Anhang wird erläutert, wie sich der Benchmark-Zuteilungsbetrag eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts (main refinancing operation – MRO) auf Basis der verfügbaren Informationen am Ankündigungstag, der in der Regel einen Geschäftstag vor dem Tag der Zuteilung liegt, genau berechnen lässt.

Im Folgenden bezeichnet MRO^{Bench} das Hauptrefinanzierungsgeschäft, für das die Benchmark-Zuteilung zu ermitteln ist, während der Abwicklungstag und der Ankündigungstag dieses Geschäfts durch S bzw. A dargestellt werden. Z ist der Tag vor der Abwicklung des darauf folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäfts (MRO^{sub}), T der letzte Tag der laufenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode und H die Anzahl der Tage, die in die von der EZB am Ankündigungstag veröffentlichte Prognose der autonomen Faktoren einbezogen werden. Stellt die EZB am Ende einer Erfüllungsperiode zwei Prognosen der verfügbaren autonomen Faktoren zur Verfügung, so ist hier jene Prognose maßgeblich, die sich auf die Erfüllungsperiode bezieht, in der MRO^{Bench} abgewickelt wird.¹ In den meisten Fällen, in denen das darauf folgende Hauptrefinanzierungsgeschäft MRO^{Bench} an einem Montag angekündigt und das Hauptrefinanzierungsgeschäft MRO^{sub} in derselben Mindestreserve-Erfüllungsperiode (MP) am Mittwoch der darauf folgenden Woche abgewickelt wird, ist H gleich 9. Ganz allgemein wird H jedoch unter gleichzeitiger Berücksichtigung des letzten Hauptrefinanzierungsgeschäfts der Periode und der unregelmäßigen Abwicklungstage aufgrund von Bankfeiertagen nach folgenden Regeln berechnet:

Wenn $S \leq T$ (d. h. Abwicklung in laufender MP), dann $\begin{cases} \text{Wenn } T > Z \text{ (d. h. nicht letztes MRO der MP), dann } H = Z - A + 1 \\ \text{Wenn } T \leq Z \text{ (d. h. letztes MRO der MP), dann } H = T - A + 1 \end{cases}$

Wenn $S > T$ (d. h. Abwicklung in nächster MP), dann $H = Z - T$

¹ Fällt Z nicht in die laufende Erfüllungsperiode, d. h. in die Erfüllungsperiode, in der MRO^{Bench} angekündigt wird, dann teilt die EZB die Prognose der durchschnittlichen autonomen Faktoren für die Periode A bis Z in zwei Prognosen auf, und zwar in eine Prognose für den Zeitraum vom Tag A bis zum Ende der laufenden Erfüllungsperiode und in eine Prognose für die folgenden Tage bis zum Tag Z . Allerdings ist die Schätzung für die laufende Erfüllungsperiode für die Geschäftspartner bei der Vorbereitung ihrer Gebote im MRO^{Bench} nur von Bedeutung, wenn MRO^{Bench} ebenfalls in dieser Periode abgewickelt wird. Daher werden nur in diesem Fall beide Schätzungen veröffentlicht.

Darüber hinaus bezeichnet X die Anzahl der in H einbezogenen Tage, in denen das zuzuteilende Hauptrefinanzierungsgeschäft MRO^{Bench} noch nicht abgewickelt wurde (normalerweise ist X gleich 2). RR und ER repräsentieren das geschätzte tagesdurchschnittliche Reserve-Soll bzw. die Überschussreserven der Erfüllungsperiode, in der das Hauptrefinanzierungsgeschäft MRO^{Bench} abgewickelt wird. CA bezeichnet die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten, die am Tag A-1 (d. h. dem Tag vor der Ankündigung) seit Beginn der Erfüllungsperiode, in der das Hauptrefinanzierungsgeschäft abgewickelt wird, realisiert wurden. Die Anzahl der Tage seit dem Beginn der Erfüllungsperiode bis zum Tag A-1 wird durch D angegeben. \overline{AF} ist der geschätzte durchschnittliche Betrag der von der EZB bereitgestellten autonomen Faktoren, und L bezeichnet den erwarteten tagesdurchschnittlichen Betrag der über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LTRO) bereitgestellten Liquidität; beide werden in der Periode H festgelegt. Schließlich bezeichnet M^{mat} den Umfang des fälligen Hauptrefinanzierungsgeschäfts und M^{out} den Umfang des anderen noch ausstehenden Hauptrefinanzierungsgeschäfts. Die Benchmark-Zuteilung M^{Bench} , die eine reibungslose Erfüllung des Reserve-Solls ermöglicht, kann dann wie folgt berechnet werden:

$$M^{\text{Bench}} = \frac{1}{H-X} \left[\underbrace{D \cdot (RR + ER - CA)}_{\text{Akkumuliertes Liquiditätsungleichgewicht}} + \underbrace{H \cdot (\overline{AF} + RR + ER)}_{\text{Künftiger Liquiditätsbedarf}} - \underbrace{H \cdot (L + M^{\text{out}})}_{\text{Bereits bereitgestellte Liquidität}} - X \cdot M^{\text{mat}} \right]$$

Nehmen wir als Beispiel das am 4. März 2002 angekündigte Hauptrefinanzierungsgeschäft, dann sieht die Berechnung der Benchmark-Zuteilung unter Einbeziehung der an diesem Tag von den Wirtschaftsinformationsdiensten zur Verfügung gestellten Informationen und einer Prognose von Überschussreserven in Höhe von 0,71 Mrd € (siehe Abschnitt 3) wie folgt aus:

$$M^{\text{Bench}} = \frac{1}{9-2} \left[\underbrace{8 \cdot (131,2 + 0,71 - 128,7)}_{\text{Akkumuliertes Liquiditätsungleichgewicht}} + \underbrace{9 \cdot (44,5 + 131,2 + 0,71)}_{\text{Künftiger Liquiditätsbedarf}} - \underbrace{9 \cdot (60 + 51) - 2 \cdot 72}_{\text{Bereits bereitgestellte Liquidität}} \right] = 67,2$$

Bei diesem Hauptrefinanzierungsgeschäft hat die EZB in der Tat beschlossen, den Benchmark-Betrag von 67 Mrd € zuzuteilen.

Internationale Zusammenarbeit im Bereich der Finanzmarktaufsicht

Die Notwendigkeit einer verstärkten multilateralen Kooperation und eines verbesserten Informationsaustauschs im Bereich der Finanzmarktaufsicht resultierte aus der zunehmenden Internationalisierung und Verflechtung der Finanzaktivitäten. Zurzeit nehmen sich zahlreiche Gremien der Förderung der aufsichtlichen Zusammenarbeit an. Auf internationaler Ebene erfordert die anstehende effektive Umsetzung der neuen Basler Eigenkapitalvereinbarung Bemühungen zur Durchsetzung einheitlicher Spielregeln in aufsichtsrechtlichen Fragen. Auf EU-Ebene wurde die Stärkung der praktischen Umsetzung von Kooperationsabkommen, unter anderem durch einen umfassenderen Informationsaustausch und die Angleichung der Aufsichtspraktiken, von Politikern uneingeschränkt als notwendiger Schritt anerkannt, um der zunehmenden Verflechtung der Finanzmärkte Rechnung zu tragen und die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung in aufsichtsrechtliche EU-Bestimmungen umzusetzen. Im nachfolgenden Artikel sollen die Zusammensetzung, die Rolle und die Hauptinitiativen der Gremien, die sich auf internationaler und EU-Ebene mit aufsichtsrechtlichen Fragen befassen, dargestellt und die Herausforderungen der nahen Zukunft erläutert werden. Die EZB spielt bei der Stärkung der aufsichtlichen Zusammenarbeit eine aktive Rolle, indem sie die Tätigkeit des Ausschusses für Bankenaufsicht des ESZB unterstützt und bei den zuständigen Ausschüssen auf internationaler und EU-Ebene mitwirkt.

I Internationale Zusammenarbeit im Bereich der Finanzmarktaufsicht

Die fortschreitende Globalisierung der Finanzmärkte hat die Bedeutung einer angemessenen Aufsicht und Überwachung zunehmend in den Vordergrund gerückt. Die Erhebung und Weitergabe vergleichbarer Daten, die Erarbeitung und Verbesserung harmonisierter Aufsichtsstandards und die Notwendigkeit eines koordinierten und effizienten Managements von Schocks und Finanzkrisen stellen das Herzstück der internationalen Zusammenarbeit mit dem Ziel einer wirksamen Finanzmarktaufsicht dar. Durch eine effektive Zusammenarbeit in diesem Bereich lassen sich bestehende und künftige Schwachstellen des Finanzsystems leichter erkennen, und entsprechende Vorsorgemaßnahmen können frühzeitig ergriffen werden.

Allgemeine Merkmale

Die internationale aufsichtliche Zusammenarbeit weist die folgenden allgemeinen Merkmale auf:

Erstens beruht die Kooperation im Bereich der Finanzmarktaufsicht auf einem flexiblen Rahmen, der schwerpunktmäßig darauf abzielt, Standards festzulegen und „Best-Practice-Verfahren“ aufzuzeigen, deren An-

wendung auf nationaler Ebene *nicht* rechtsverbindlich ist. Der Erfolg des Entscheidungsprozesses wird dabei wesentlich vom Konsens mitbestimmt. Entscheidungen werden von den zuständigen nationalen Behörden nach bestem Bemühen umgesetzt. Die flächendeckende Umsetzung der Bestimmungen hängt weitgehend von einer vorangehenden Einbindung in den Entscheidungsprozess ab. Dies drückt sich in der zunehmenden Mitinbeziehung fachlicher und regionaler Gremien, die von den internationalen Ausschüssen eingesetzt werden, aus.

Zweitens unterscheiden sich die internationalen Gremien hinsichtlich ihrer Organisationsstruktur, der Berichtswege und der Art der Zusammenarbeit, wie Anhang I genauer zu entnehmen ist.

Drittens hat sich mit der Zeit der Schwerpunkt der Bemühungen der internationalen Ausschüsse verlagert. In der jüngeren Vergangenheit zeichnete sich als Reaktion auf die Entwicklungen an den Märkten eine verstärkte Fokussierung auf spezifische, fachlich komplexe Fragen ab.

Viertens haben – im Zuge der Stärkung der Überwachungsfunktionen der internationalen

Finanzmarktinstitutionen – internationale Ausschüsse als Normierungsgremien an Bedeutung gewonnen. Dies hängt insbesondere mit den Bemühungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Weltbank im Rahmen des Programms zur Bewertung des Finanzsektors zusammen, welches auf die von den internationalen Gremien erarbeiteten Grundprinzipien zur Beurteilung der Stabilität des Finanzsektors eines Landes zurückgreift.

Schließlich hat sich die internationale sektorübergreifende Kooperation in jüngster Zeit deutlich intensiviert, insbesondere seit der Gründung des Forums für Finanzmarktstabilität im Jahr 1999, das von den Finanzministern, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden der sieben wichtigsten Industriestaaten (G 7) unterstützt wird.

Sektorale Zusammenarbeit

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden und die Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden sind die wichtigsten sektoralen Gremien der internationalen Zusammenarbeit im Bereich der Banken-, Wertpapier- bzw. Versicherungsaufsicht.

Langjährige Kooperation bei der Bankenaufsicht

Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) wurde 1974 von den Zentralbankpräsidenten der G-10-Länder im Gefolge des Zusammenbruchs des Bankhauses Herstatt in Deutschland und von Franklin National in den Vereinigten Staaten ins Leben gerufen. Der Ausschuss setzt sich aus Vertretern von Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden aus 13 Ländern zusammen. Sein Hauptziel ist die Verbesserung der Qualität und Effektivität der Bankenaufsicht weltweit. Dieser Aufgabe kommt der BCBS durch den Informations-

austausch zu nationalen aufsichtsrechtlichen Fragen und wichtigen Marktentwicklungen, durch die Erarbeitung von Standards und Richtlinien für die Bankenaufsicht und durch das Aufzeigen von „Best-Practice-Verfahren“ für Banken und Aufsichtsbehörden nach. Der BCBS verfügt an sich über keine formellen Regulierungs- oder Aufsichtsbefugnisse. Vielmehr geht er bei seiner Arbeit davon aus, dass die angeschlossenen nationalen Behörden die erforderlichen Maßnahmen zur Umsetzung seiner Beschlüsse ergreifen. Der BCBS legt seine Erwägungen den Zentralbankpräsidenten der G-10-Länder vor und ersucht alle Mitgliedsorganisationen um deren Zustimmung und verbindliche Unterstützung.

Der BCBS fördert die Zusammenarbeit der Nicht-G10-Länder als „Transmissionsmechanismus“ seiner Regeln und Grundsätze. Hierbei bedient er sich unter anderem der „Core Principles Liaison Group“, die die Kooperation zwischen dem BCBS, den Bankenaufsichtsbehörden und Zentralbanken von Schwellenländern sowie dem IWF und der Weltbank auf technischer Ebene fördert. Die Kontakte zu den Aufsichtsbehörden anderer Länder werden darüber hinaus durch die alle zwei Jahre stattfindende Internationale Konferenz der Bankenaufsichtsbehörden intensiviert.

Der BCBS konzentrierte sich bislang hauptsächlich auf die Überprüfung der Eigenkapitalvorschriften der Banken. Zwar sind die in der Basler Eigenkapitalvereinbarung aus dem Jahr 1988 festgelegten Eigenkapitalvorschriften nicht rechtsverbindlich, doch wurden sie zu einer international anerkannten Bezugsbasis, die in praktisch allen Ländern Anwendung findet. Derzeit wird die Eigenkapitalvereinbarung von 1988 durch den BCBS überarbeitet. Das neue Regelwerk beruht auf den drei Säulen Mindestkapitalanforderungen, aufsichtliches Überprüfungsverfahren sowie Marktdisziplin und verfolgt das Ziel, die Risikosensitivität zu erhöhen. Zur Gewährleistung einer effektiven Umsetzung des überarbeiteten Regelwerks setzte der BCBS kürzlich die „Accord Implementation Group“ ein.

In enger Zusammenarbeit mit den Nicht-G10-Ländern erarbeitete der BCBS 1997 die „Grundsätze der Bankenaufsicht“, ein umfassendes Regelwerk für eine wirksame Bankenaufsicht. Diese Grundsätze umfassen: (i) Voraussetzungen für eine wirksame Bankenaufsicht, (ii) Zulassung und Zulassungsverfahren, (iii) laufende Bankenaufsicht, (iv) formelle Befugnisse der Aufsichtsbehörden und (v) das grenzüberschreitende Bankgeschäft. Zur leichteren Umsetzung und Beurteilung veröffentlichte der BCBS im Oktober 1999 die „Methodik der Grundsätze für eine wirksame Bankenaufsicht.“

Die EZB nimmt an den Sitzungen des BCBS und etlichen Unterausschüssen als Beobachter teil. Darüber hinaus legt der Ausschuss für Bankenaufsicht des ESZB seine Berichte in der Regel dem BCBS vor.

Zusammenarbeit bei der Wertpapier- und Versicherungsaufsicht weniger weit reichend

Die 1983 gegründete Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organisation of Securities Commissions – IOSCO) ist das wichtigste internationale Gremium für die Kooperation zwischen nationalen Wertpapierregulierungs- und -aufsichtsbehörden. Es dient der Förderung hoher Aufsichtsstandards für Wertpapiermärkte und -händler und der Gewährleistung der wirksamen Überwachung internationaler Wertpapiergeschäfte. Es bildet auch den Rahmen für eine gegenseitige Unterstützung bei der Anwendung und Durchsetzung solcher Standards. Die IOSCO besteht aus zahlreichen Unterausschüssen, etwa einem Fachausschuss, der nach dem Vorbild des BCBS aufgebaut ist, und mehreren regionalen bzw. fachlichen Gremien. Mit mehr als 160 Mitgliedern aus über 90 Ländern hat die IOSCO ein breiteres Mitgliederspektrum als der BCBS. Die Gesamtorganisation tagt einmal jährlich in Form einer Vollversammlung. Die IOSCO verfügt über keine direkten Berichtswege.

Ebenso wie der BCBS legte auch die IOSCO 1998 ihre Ziele und Grundsätze der Wertpapierregulierung fest. Diese Grundsätze verfolgen drei Ziele: Gewährleistung des Anlegerschutzes, Förderung gerechter, effizienter und transparenter Märkte und Verringerung des Systemrisikos. Sie decken ein breites Themenspektrum ab, etwa die Rolle der Regulierungsbehörde, die Selbstregulierung, die Durchsetzung von Wertpapiervorschriften oder die Zusammenarbeit zwischen Regulierungsbehörden, Emittenten, Fondsgesellschaften, Marktintermediären und Sekundärmärkten. Sie werden weitgehend als Mindestanforderungen für bewährte Verfahren akzeptiert und sind in den internationalen Standards für stabile Finanzsysteme enthalten.

Bei der 1994 gegründeten Internationalen Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (International Association of Insurance Supervisors – IAIS) handelt es sich um eine relativ junge Organisation. Sie setzt sich aus nationalen Versicherungsaufsichts- und -regulierungsbehörden aus über 100 Rechtssystemen zusammen. Sie erarbeitet internationale Standards für die Regulierung und Aufsicht im Versicherungsgewerbe, unterstützt ihre Mitglieder bei der Erfüllung dieser Standards und koordiniert die Arbeit mit Regulierungsbehörden anderer Finanzsektoren und internationalen Finanzmarktinstitutionen. Die IAIS wird von einem geschäftsführenden Vorstand geleitet und gliedert sich in drei Fachausschüsse sowie zahlreiche Arbeitsgruppen. Sie verfügt über keine Berichtswege.

Im Jahr 1997 gab die IAIS die „Grundsätze für die Versicherungsaufsicht“ heraus. 1998 folgten ergänzende Grundsätze, Standards und Erläuterungen, mit denen die Versicherungsaufsichtspraktiken international gefördert werden sollten. Die Grundsätze zählen zu den internationalen Standards und Kodizes und umfassen ein breites Themenspektrum, etwa die Organisation der Aufsicht, die Zulassung, Unternehmenssteuerung und -kontrolle (Corporate Governance), interne Kontrollen, aufsichtsrechtliche Bestimmungen, Marktverhalten, Überwachung und Sanktionen.

Sektorübergreifende Zusammenarbeit

Impulse auf hoher Ebene zur Vertiefung der Zusammenarbeit

Die Notwendigkeit gemeinsamer Anstrengungen zur Gewährleistung einer effektiven Aufsicht über komplexe Finanzgruppen wird durch das Aufkommen von Finanzkonglomeraten weiter verstärkt. Gleichzeitig erfordert die unscharfe Abgrenzung der Tätigkeitsbereiche von Banken, Wertpapierfirmen und Versicherungsgesellschaften eine Zusammenarbeit, um regulativer Arbitrage vorzubeugen und Wettbewerbsgleichheit zu fördern. Vor diesem Hintergrund wurde im Jahr 1999 auf Ersuchen der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G 7 ein Bericht mit dem Titel „Internationale Zusammenarbeit und Koordination auf dem Gebiet der Aufsicht und Überwachung des Finanzmarkts“ („Tietmeyer-Bericht“) erstellt, um die Möglichkeiten einer stärkeren Beaufsichtigung der Finanzmärkte zu prüfen. In dem Bericht wurde auf die Notwendigkeit hingewiesen, einheitliche sektorübergreifende Regeln für die Behandlung von Risiken zu erarbeiten und die internationale Finanzmarktstabilität durch Informationsaustausch und internationale Kooperation in der Finanzmarktaufsicht zu fördern.

Auf Basis der Berichtsergebnisse gründeten die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G 7 im Februar 1999 das Forum für Finanzmarktstabilität. Dieses hochrangige Forum setzt sich aus für die Finanzmarktstabilität verantwortlichen Organen (Schatzämter, Zentralbanken, Aufsichtsbehörden) der G-7-Länder und anderer wichtiger Finanzplätze, aus internationalen Finanzmarktinstitutionen sowie länderübergreifenden Regulierungs-, Aufsichts- und Zentralbankausschüssen zusammen.

Das Forum für Finanzmarktstabilität hat sich in erster Linie zum Ziel gesetzt, Schwachpunkte im internationalen Finanzsystem zu ermitteln und Maßnahmen zur Förderung der internationalen Finanzmarktstabilität aufzuzeigen. Hierzu zählen im Wesentlichen eine verstärkte internationale Zusammenarbeit bei

der Beaufsichtigung und Überwachung der Finanzmärkte sowie ein umfassender Informationsaustausch. Insoweit leistet das Forum einen besonderen Beitrag zur Lösung sektorübergreifender Probleme.

Im Rahmen seiner laufenden Arbeiten zur Umsetzung internationaler Standards und Kodizes hat das Forum für Finanzmarktstabilität zwölf solcher Vorgaben festgelegt, die als wesentliche Voraussetzung für ein solides und reibungsloses Funktionieren der Finanzsysteme erachtet werden. Diese Standards umfassen drei Kernbereiche, nämlich die Makropolitik, den institutionellen Rahmen und die Marktinfrastruktur sowie die Regulierung und Beaufsichtigung aller Finanzsektoren.

Wichtige Arbeiten auf fachlicher Ebene

Das „Joint Forum on Financial Conglomerates“ ist das wichtigste Fachgremium für die internationale sektorübergreifende Zusammenarbeit im Bereich der Finanzmarktaufsicht. Es wurde 1996 unter der Federführung der drei sektorspezifischen internationalen Ausschüsse (BCBS, IOSCO und IAIS) gegründet und umfasst hochrangige Vertreter von Regulierungsgremien aus dem Banken-, Versicherungs- und Wertpapierbereich sowie Aufsichtsbehörden aus 14 Ländern (den BCBS-Mitgliedsländern und Australien).

Das Joint Forum befasst sich mit aufsichtsrechtlichen Fragen im Zusammenhang mit Finanzkonglomeraten und ist bestrebt, das gegenseitige Verständnis auf diesem Gebiet zu verbessern. Es legt keine Standards fest, sondern seine Aufgabe ist darauf beschränkt, den übergeordneten Ausschüssen Empfehlungen zu unterbreiten.

Das Joint Forum lieferte einen wichtigen fachlichen Beitrag zur Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten. Sein diesbezüglicher Bericht aus dem Jahr 1999 enthält aufsichtsrechtliche Empfehlungen in sechs Bereichen: Eigenkapitalausstattung, Eignung und Angemessenheit der obersten Führungsebene, Informationsaustausch und Zusammenarbeit zwischen den

Aufsichtsbehörden, Notwendigkeit einer koordinierenden Aufsichtsinstanz, gruppeninterne Transaktionen und Risikokonzentrationen. Neuere Arbeiten des Joint Forum zu Risikomanagementpraktiken, Eigenkapital und den Grundsätzen für die Aufsicht in den drei Sektoren könnten zu einer weiteren Angleichung der Aufsichtsregeln beitragen.

Ungeachtet der großen Fortschritte, die bislang erzielt wurden, ist es bis zu einem harmonisierten Regulierungsrahmen für alle Sektoren der Finanzwirtschaft noch ein weiter Weg. Ursache hierfür ist unter anderem die Asymmetrie des Harmonisierungsgrads im Bereich der Bankenaufsicht einerseits und bei der Regulierung von Wertpapierfirmen und Versicherungsgesellschaften andererseits. Die aktuellen Entwicklungen zeigen, dass immer mehr große Finanzkonglomerate nach einem zentralen und integrierten Risikomanagementsystem für den Umgang mit Risiken und die Rückstellung von Kapital streben, woraus sich neue Herausforderungen für die Aufsicht und die sektorübergreifende Kooperation ergeben.

Andere Bereiche sektorübergreifender Zusammenarbeit

Die internationale Zusammenarbeit im Bereich der Aufsicht beschränkt sich nicht auf

die Festlegung von Standards und Grundsätzen für eine wirksame Beaufsichtigung von Finanzinstituten und -konglomeraten. Geldwäscheaktivitäten und die Finanzierung des Terrorismus stellen länderübergreifende Bedrohungen für die Integrität der Finanzsysteme dar und erfordern somit ebenfalls eine internationale Kooperation. Ein koordiniertes Vorgehen der zuständigen Behörden ist für die Entwicklung und Ergreifung geeigneter Gegenmaßnahmen von entscheidender Bedeutung. In diesem Zusammenhang hat die „Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF)“ 40 Empfehlungen zur Bekämpfung der Geldwäsche beschlossen, die allgemein als Maßstab für Geldwäschebekämpfungssysteme anerkannt sind. Die Umsetzung dieser Empfehlungen durch die nationalen Behörden wird anhand einer „Peer Review“ (Beurteilung durch Gleichrangige) überprüft; außerdem erstellt und veröffentlicht die FATF eine Liste nicht kooperativer Staaten und Territorien, die regelmäßig aktualisiert wird. Nach den Ereignissen vom 11. September hat die FATF zudem acht Sonderempfehlungen zur Bekämpfung der Terrorismusfinanzierung vereinbart. Die EZB nimmt als Beobachter an den Sitzungen der FATF teil.

2 Aufsichtliche Zusammenarbeit auf EU-Ebene

Die aufsichtliche Kooperation ist ein grundlegender Baustein des institutionellen Rahmens der EU. Die Zusammenarbeit zwischen den zuständigen Behörden beruht auf zwei wesentlichen „Instrumenten“ – zum einen den Aufsichtsvereinbarungen in Form bilateraler oder multilateraler „Memoranda of Understanding“ zwischen den zuständigen Behörden mit dem Ziel der Gewährleistung von Funktionalität und Effizienz bei der täglichen Beaufsichtigung einzelner Institute oder komplexer Finanzorganisationen, und zum anderen der multilateralen Kooperation über Ausschüsse und ähnliche Gremien mit dem Ziel,

die Aufsichtsregeln und -praktiken zu verbessern sowie gleiche Wettbewerbsbedingungen sicherzustellen. Anhang 2 gibt einen allgemeinen Überblick über die wichtigsten Merkmale der Regulierungs- und Aufsichtsausschüsse der EU.

Aufsichtliche Zusammenarbeit im aufsichtsrechtlichen Regelwerk der EU verankert

Das aufsichtsrechtliche Regelwerk der EU deckt sich im Allgemeinen mit den auf inter-

nationaler Ebene entwickelten Standards. Es enthält darüber hinaus einige weiter reichende Elemente, die die Zusammenarbeit zwischen den Regulierungs- und Aufsichtsbehörden in der EU betreffen und bestimmen.

Die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden beruht auf den geltenden Bestimmungen in den EG-Richtlinien. Im Gegensatz zu den Rahmenbedingungen für die internationale Kooperation können Richtlinien verbindliche Verpflichtungen zur aufsichtlichen Zusammenarbeit enthalten, was auch häufig der Fall ist. In anderen Fällen beseitigen sie unmittelbar rechtliche Hindernisse, die einer solchen Zusammenarbeit entgegenstehen. So sehen beispielsweise die sektoralen Richtlinien einen verbindlichen Informationsaustausch unter den Aufsichtsbehörden desselben Sektors in der EU vor. Darüber hinaus beruht die konsolidierte Aufsicht über Bankengruppen und Gruppen von Wertpapierfirmen auf gesetzlichen Bestimmungen über die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch zwischen den zuständigen Behörden. Der Austausch aufsichtsrechtlicher Informationen mit den Aufsichtsbehörden anderer Sektoren oder anderen zuständigen Behörden einschließlich der Zentralbanken ist möglich, aber nicht obligatorisch.

Aufsichtliche Zusammenarbeit steht im Vordergrund

Die Finanzlandschaft in der EU steht ganz im Zeichen langfristiger Entwicklungen. Die Konsolidierung im Bankensektor, die zunehmende Konzentration, der verschärfte Wettbewerb, die Internationalisierung von Finanzaktivitäten innerhalb und außerhalb der EU sowie das Entstehen gemischter Finanzgruppen und -konglomerate gehören zu den gängigsten Ausdrucksformen des Strukturwandels in den EU-Ländern. Die Einführung des Euro hat diesen Wandel noch verstärkt, da sie zum weiteren Zusammenwachsen der Kapitalmärkte und den engeren Verbindungen zwischen Finanzinstituten im Euro-Währungsgebiet beigetragen hat. Dies bedeutet, dass die aufsichtliche Zusammenarbeit in der EU

mit einem sich rasch verändernden Umfeld konfrontiert wird. Öffentliche Stellen drängen daher zurzeit mit Nachdruck auf eine verstärkte Zusammenarbeit im Bereich der Regulierung und Aufsicht innerhalb der EU.

Zum einen wurde auf politischer Ebene eine Vereinbarung über die Notwendigkeit der Beschleunigung des Integrationsprozesses im EU-Finanzdienstleistungsgewerbe erzielt, der die Annahme zugrunde lag, dass damit die Wachstumsaussichten in der EU erheblich verbessert werden könnten. Der im Jahr 1999 von der Europäischen Kommission verabschiedete Aktionsplan für Finanzdienstleistungen enthält ein detailliertes Programm für Gesetzesinitiativen zur Beseitigung der bestehenden Hindernisse und zum Aufbau der Regulierungsinfrastruktur als Grundlage für einen vollständig integrierten Markt für Finanzdienstleistungen in der EU. Dazu gehört auch die Verstärkung des aufsichtsrechtlichen Rahmens. Die Umsetzung des Aktionsplans soll bis zum Jahr 2005 abgeschlossen sein.

Zweitens verabschiedete der Wirtschafts- und Finanzausschuss zwei Berichte über Finanzmarktstabilität (April 2000) bzw. Finanzkrisenmanagement (April 2001), die als „Brouwer-Berichte I und II“ bekannt sind und vom ECOFIN, dem Rat der Wirtschafts- und Finanzminister der EU, gebilligt wurden. Diese Berichte kamen zu dem Schluss, dass die bestehenden institutionellen Regulierungs- und Aufsichtsvereinbarungen in der EU eine kohärente und flexible Grundlage für die Sicherung der Stabilität des Finanzsystems bilden. Allerdings wurde eine Verbesserung der Kooperationsmechanismen in der EU empfohlen. Im Einzelnen enthält der Bericht über Finanzmarktstabilität folgende Empfehlungen: (i) Vertiefung der sektorübergreifenden Zusammenarbeit auf internationaler Ebene, da Aufsichtsvereinbarungen in erster Linie die grenzüberschreitende Kooperation regeln sollen; (ii) Informationsaustausch zwischen Aufsichtsbehörden und Zentralbanken über große Finanzinstitute und wichtige Markttrends als wesentliches Element der Kooperation; (iii) Vertiefung der Zusammenarbeit zwischen Aufsichtsbehörden und Zentralban-

ken, um zu gewährleisten, dass Finanznöte innerhalb einer Gruppe, die einen Dominoeffekt in anderen EU-Ländern auslösen könnten, rechtzeitig allen zuständigen Behörden gemeldet werden; (iv) weitere Konvergenz der Aufsichtspraktiken.

Der Bericht über Finanzkrisenmanagement befasste sich ebenfalls schwerpunktmäßig mit Kooperationsvereinbarungen und enthielt folgende Empfehlungen: (i) In einer Krisensituation sind alle mutmaßlich betroffenen Behörden rechtzeitig zu informieren; zu diesem Zweck sind alle noch bestehenden rechtlichen Hindernisse für den Informationsaustausch zwischen Aufsichtsbehörden, Zentralbanken, Überwachungsorganen für Zahlungsverkehrssysteme sowie Einrichtungen, die Einlagensicherungssysteme verwalten, zu beseitigen. (ii) Im Hinblick auf die großen Finanzinstitute einschließlich Konglomeraten sollte eine Einigung über die koordinierende Aufsichtsbehörde und deren Aufgaben (einschließlich der Einholung und Weitergabe von Informationen), insbesondere in Krisenfällen, erzielt werden. (iii) Die „Memoranda of Understanding“ sollten weiter entwickelt werden und sich konkreter mit dem Krisenmanagement befassen. Der Wirtschafts- und Finanzausschuss überprüft regelmäßig die Fortschritte bei der Umsetzung dieser Empfehlungen.

Drittens wurde im Bericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte („Lamfalussy-Bericht“) eine Reform des Regulierungsprozesses im Wertpapiersektor vorgeschlagen. Der Bericht wurde im Juli 2000 auf Ersuchen des ECOFIN erstellt. Um die Flexibilität und Effektivität der EU-Wertpapiervorschriften zu erhöhen, wurde ein Vier-Stufen-Konzept unterbreitet. In Stufe 1 sind die Grundprinzipien für eine Rahmenregelung, die sich im Zeitverlauf kaum ändern dürften, in Form von Richtlinien und Verordnungen festzulegen. In Stufe 2 wird die Europäische Kommission Durchführungsmaßnahmen im Hinblick auf die Rahmenrichtlinien und -verordnungen verabschieden, darunter auch technische Bestimmungen, die mit den Entwicklungen am Markt

und im Bereich der Aufsicht Schritt halten müssen. Die Verabschiedung erfolgt über ein Schnellverfahren mit Unterstützung des neu gegründeten EU-Wertpapierausschusses. Stufe 3 umfasst Initiativen nationaler Regierungsbehörden zur Umsetzung der einheitlichen Vorschriften. Einem weiteren neu gebildeten Ausschuss (dem Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden) kommt die Aufgabe zu, eine wirkungsvolle Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden zu gewährleisten, die „Best-Practice-Verfahren“ zu fördern und „Peer Reviews“ durchzuführen, um eine kohärentere und zeitnahe Umsetzung der Rechtsvorschriften der Gemeinschaft in den Mitgliedstaaten zu gewährleisten. Stufe 4 schließlich sieht eine verstärkte Durchsetzung des Gemeinschaftsrechts durch die Kommission in Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten vor. Eine vollständige Überprüfung der vorgeschlagenen Regulierungsstruktur, die zurzeit eingerichtet wird, ist für das Jahr 2004 geplant.

Sektorale Zusammenarbeit

Regulierungsausschüsse spielen weiterhin eine wichtige Rolle

Der Beratende Bankenausschuss, der sich aus hochrangigen Vertretern der Finanzministerien, nationalen Zentralbanken sowie Aufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten zusammensetzt, ist der Regulierungsausschuss für den Bankensektor. Er wurde 1977 im Rahmen der Ersten Bankrechtskoordinierungsrichtlinie (I. BKRL) eingerichtet und ist vorwiegend in Regulierungsfragen tätig, da er die Europäische Kommission bei der Ausarbeitung neuer Regulierungsvorschläge und technischer Anpassungen der Bankenrichtlinien bzw. sonstiger Rechtsinstrumente unterstützt. In der Praxis nimmt der Beratende Bankenausschuss auch komitologische Aufgaben wahr, indem er bestimmte technische Passagen der EG-Richtlinien überarbeitet. Dieser Bereich seiner Tätigkeit ist derzeit noch recht eingeschränkt und erstreckt sich lediglich auf vorgegebene Artikel des geltenden Bankrechts. Zurzeit ist der Beratende Bankenaus-

schuss intensiv mit der Neuregelung der Eigenkapitalvorschriften für Banken und Wertpapierfirmen in der EU befasst. Seine Arbeit ist darauf ausgerichtet, einerseits Einheitlichkeit mit den vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht entworfenen internationalen Eigenkapitalrichtlinien zu erzielen und andererseits EU-spezifische Themen aufzugreifen und gleiche Wettbewerbsbedingungen für Banken und Wertpapierfirmen zu schaffen. Wegen ihrer Relevanz für das regulatorische und aufsichtsrechtliche Regelwerk ist der Beratende Bankenausschuss darüber hinaus zunehmend in die Thematik der Rechnungslegung eingebunden.

Der Europäische Wertpapierausschuss ist ein neu gebildeter Ausschuss, dem hochrangige Vertreter der Finanzministerien in der EU angehören. Er dient der Kommission vorerst als Beratungsorgan für den Wertpapiersektor betreffende Fragen, die im Zuge der Verabschiedung vorgeschlagener Richtlinien oder Verordnungen (Stufe 1) auftreten. Er soll sich in Ausübung seiner Durchführungsbefugnisse, die ihm kraft entsprechender Richtlinien/Verordnungen (Stufe 2) verliehen wurden, auch regulatorisch betätigen, sobald die zugrunde liegenden Rechtsakte verabschiedet worden sind. Die EZB hat sowohl im Wertpapierausschuss als auch im Beratenden Bankenausschuss Beobachterstatus.

Der 1991 eingesetzte Versicherungsausschuss vereint hochstehende Vertreter von Versicherungsaufsichtsbehörden und Finanzministerien in der EU. Seine Hauptaufgabe besteht darin, die Kommission bei der Ausarbeitung aufsichtsrechtlicher Vorschriften für das Versicherungsgewerbe zu unterstützen und wichtige Aspekte der Regulierung und Beaufsichtigung des Versicherungssektors zu erörtern. Der Versicherungsausschuss ist ebenso wie der Beratende Bankenausschuss befugt, Änderungen an den technischen Bestimmungen der EU-Versicherungsrichtlinien vorzunehmen. Unter der Federführung des Versicherungsausschusses wurde intensiv daran gearbeitet, das aufsichtsrechtliche Regelwerk für den Versicherungssektor in der EU zu verbessern und zu aktualisieren. In diesem Zu-

sammenhang sind die im Februar 2002 beschlossenen Vorschläge zur Solvabilitätsspanne („Solvabilität-I-Paket“) zu nennen, die darauf abzielen, die bereits bestehenden Anforderungen an das Versicherungswesen in der EU anzuheben. Unter Mitwirkung des Versicherungsausschusses wird gegenwärtig eine breit angelegte Studie über die Finanzausstattung von Versicherungsunternehmen durchgeführt („Solvabilität-II-Projekt“), und es wird derzeit erwogen, aufsichtsrechtliche Bestimmungen auch für Rückversicherungsunternehmen einzuführen.

Aufsichtsausschüsse zunehmend wichtiger

Der Ausschuss für Bankenaufsicht

Der Ausschuss für Bankenaufsicht ist ein Gremium des ESZB, in dem hochrangige Mitglieder der nationalen Bankenaufsichtsbehörden und Zentralbanken vertreten sind. Er unterstützt das ESZB bei der Erfüllung seiner satzungsmäßigen Aufgaben hinsichtlich der Bankenaufsicht und Finanzmarktstabilität. Seine Tätigkeit wird von der Europäischen Kommission und der weiter unten beschriebenen Groupe de Contact begleitet, die jeweils über einen Beobachterstatus verfügen. Dadurch wird die erforderliche Koordination mit den anderen Regulierungs- und Aufsichtsausschüssen der EU sichergestellt.

Bei der Aufgabe, ein reibungsloses Zusammenwirken von Zentralbank- und Aufsichtsfunktionen in der EU zu gewährleisten, kommt dem Ausschuss für Bankenaufsicht eine Sonderstellung zu. Dies ist insbesondere mit Blick auf die Trennung der Zuständigkeitsbereiche von Geldpolitik und Bankenaufsicht im Euro-Währungsgebiet erforderlich. Darüber hinaus ergibt sich jedoch auch eine weiter gehende EU-weite Relevanz, da die Veränderungen an den Geld- und Kapitalmärkten sowie die neuen Infrastrukturen für den Zahlungsverkehr und die Wertpapierabwicklung Art und Umfang der systemischen Risiken im gesamten Gebiet beeinflussen. Dadurch werden neue Fragen aufgeworfen,

die sowohl für Zentralbank- als auch für Aufsichtsaufgaben eine wesentliche Rolle spielen.

Der Ausschuss für Bankenaufsicht untersucht in regelmäßigen Abständen die möglichen Auswirkungen der Konjunkturerwicklung auf den EU-Bankensektor. Im Zuge dieser Tätigkeit kommt es zu einem Austausch vertraulicher Informationen unter den Mitgliedern. Am 12. September 2001 hielt der Ausschuss eine Telefonkonferenz ab, mit dem Ziel, den Informationsstand hinsichtlich der Auswirkungen der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten und der Wahrscheinlichkeit daraus resultierender Krisensituationen abzugleichen. Da Spannungen vorwiegend im Bereich der Liquiditätssteuerung der Banken auftraten, erwiesen sich die Kontakte innerhalb des Ausschusses für Bankenaufsicht als besonders hilfreich, da jederzeit ein umfassendes Bild der aktuellen Lage gezeichnet werden konnte. Gerade das Krisenmanagement ist ein Gebiet, auf dem eine sehr enge Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und Aufsichtsbehörden unabdingbar ist; dies gilt umso mehr in Situationen, in denen die Finanzmarktstabilität aufgrund von – krisenbedingten – Konkursen oder potenziellen Dominoeffekten gefährdet ist.

Die Solidität und Stabilität des Bankensektors in der EU sowie die mittelfristigen strukturellen Entwicklungen, denen das Bankgewerbe unterliegt, werden regelmäßig analysiert. Die vom Ausschuss für Bankenaufsicht durchgeführte Überwachung der Solidität und

Stabilität beruht auf halbjährlichen Untersuchungen der makroprudenziellen Indikatoren, denen aggregierte Daten zu den nationalen Bankensystemen zugrunde liegen. Bei seiner strukturellen Analyse untersucht der Ausschuss die Strukturen der nationalen Bankensysteme (z. B. hinsichtlich der Größenordnung, Kapazität, Konsolidierung und Konzentration), die Disintermediation, Internationalisierung, technologische Entwicklung sowie Indikatoren der Rentabilität und Eigenkapitalausstattung. Beide Analysen basieren auf einer Vielzahl verschiedener Informationsquellen einschließlich vertraulicher aufsichtsrelevanter Angaben, und die Erkenntnisse werden für gewöhnlich von den Vertretern des Ausschusses für Bankenaufsicht, den Beschlussorganen der EZB und den anderen EU- bzw. internationalen Aufsichtsgremien genutzt. Einige Berichte des Ausschusses für Bankenaufsicht wurden auch der breiten Öffentlichkeit zugänglich gemacht (siehe Tabelle).

Sonstige Aufsichtsausschüsse

Die Groupe de Contact (GdC) ist ebenfalls im Bankensektor tätig und unterstützt die Zusammenarbeit unter den Aufsichtsorganen auf fachlicher Ebene. Sie wurde im Jahr 1972 gegründet und setzt sich aus Bankenaufsichtsbehörden der EU-Mitgliedstaaten zusammen. Ihre Aufgabe besteht im Wesentlichen darin, den Informationsaustausch zu den einschlägigen Entwicklungen in der Bankenaufsicht und -regulierung sowie zu konkreten

Tabelle

Veröffentlichungen des Ausschusses für Bankenaufsicht

Zeitpunkt	Titel
Februar 1999	„The possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term“ (Mögliche Auswirkungen der WWU auf die Bankensysteme in der EU auf mittlere bis lange Sicht)
Juli 1999	„The effects of technology on the EU banking systems“ (Auswirkungen der Technologie auf die EU-Bankensysteme)
April 2000	„EU banks' income structure“ (Ertragsstruktur der Banken in der EU)
April 2000	„Asset prices and banking stability“ (Vermögenspreise und die Stabilität des Bankensektors)
Dezember 2000	„EU banks' margins and credit standards“ (Margen und Kreditstandards der Banken in der EU)
Dezember 2000	„Mergers and acquisitions involving the EU banking industry – facts and implications“ (Fusionen und Übernahmen im Kreditgewerbe der EU – Fakten und Auswirkungen)

Einzelfällen zu fördern. Derzeit nimmt sie wichtige Aufgaben im Zusammenhang mit der Konvergenz der Aufsichtspraktiken wahr.

Der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR), der im September 2001 die Tätigkeit und das Sekretariat des informellen „Forum of European Securities Commissions“ (FESCO) übernahm, hat vor allem zwei Aufgaben. Zum einen fungiert er als unabhängiges Gremium, das die Europäische Kommission primär – wenn auch nicht ausschließlich – bei der Ausarbeitung technischer Durchführungsmaßnahmen (Stufe 2) unterstützt. Des Weiteren ist er für die Intensivierung der Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten von entscheidender Bedeutung und trägt auf diesem Wege zu einer größeren Einheitlichkeit in der täglichen Umsetzung des Gemeinschaftsrechts im Wertpapiersektor bei (Stufe 3).

Das am längsten bestehende Forum ist die Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden (Conference of the Insurance Supervisory Authorities, CIS), die 1957 ins Leben gerufen wurde. Sie setzt sich aus hochrangigen Vertretern der Versicherungsaufsichtsbehörden der EU-Mitgliedstaaten zusammen und stellt eine Plattform für die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch dar. Die Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden befasst sich aus einem aufsichtsrechtlichen Blickwinkel heraus mit Themen von allgemeinem Interesse, nimmt sich aber auch Fragen im Zusammenhang mit einzelnen Versicherungsgesellschaften an, wenn dies angezeigt erscheint. Sie erstellt daneben Berichte für den Versicherungsausschuss, und zwar auf eigene Initiative oder auf Anfrage. Die CIS hat eine Reihe von multilateralen „Protokollen“ verabschiedet, in denen die vereinbarte prak-

tische Vorgehensweise bei der Umsetzung von EU-Versicherungsrichtlinien im Einzelnen niedergelegt ist.

Sektorübergreifende Zusammenarbeit

Die sektorübergreifende Zusammenarbeit in der EU beruht auf Initiativen eines neu gebildeten informellen Gremiums, nämlich des „Runden Tisches der Regulierungsbehörden“; dieser „Runde Tisch“ hat für alle sektoralen Regulierungs- und Aufsichtsgremien, die sich mit sektorübergreifenden Themen von wechselseitigem Interesse befassen, eine nützliche Koordinierungsfunktion übernommen. Ihm gehören die Vorsitzenden und Sekretariate des Beratenden Bankenausschusses, des Ausschusses für Bankenaufsicht, der Groupe de Contact, des Europäischen Wertpapierausschusses, des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden, des Versicherungsausschusses und der Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden an, wobei die Europäische Kommission eine Vermittlerrolle hat.

Auf der fachlichen Ebene wurde von den drei sektoralen Regulierungsausschüssen die „Mixed Technical Group on the Prudential Supervision of Financial Conglomerates“ (MTG) gegründet, deren Aufgabe es ist, Analysen zum Thema Finanzkonglomerate durchzuführen und Eingaben für die Gesetzesinitiative der Europäischen Kommission zur Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten zu machen. Der Entwurf zur EG-Richtlinie über die Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten wird gegenwärtig im Rat diskutiert. Die MTG fungiert weiterhin als sektorübergreifendes technisches Forum, in dem die EZB Beobachterstatus hat.

3 Bevorstehende Herausforderungen

Die vorherigen Abschnitte haben gezeigt, dass auf dem Gebiet der multilateralen aufsichtlichen Zusammenarbeit bisher beachtliche Fortschritte erzielt wurden. Große Heraus-

forderungen ergeben sich allerdings noch aus regulatorischen und marktspezifischen Entwicklungen und sind sowohl international als auch auf EU-Ebene von Bedeutung.

Zu diesen Herausforderungen gehört die neue Eigenkapitalvereinbarung für Banken, die gerade vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht ausgearbeitet und dann in das aufsichtsrechtliche Regelwerk der EU übertragen wird (sie soll später auch auf Wertpapierfirmen ausgedehnt werden). Die effektive Umsetzung der neuen Vereinbarung und insbesondere ihrer zweiten Säule (bankaufsichtliche Überprüfung) verlangt eine stärkere Zusammenarbeit unter den Bankenaufsichtsbehörden weltweit, um zu einer größeren Vereinheitlichung der aufsichtsrechtlichen Instrumente und Praktiken zu gelangen. Innerhalb der EU, wo die Integration des Bankensektors einen zusätzlichen Anreiz zur Bewältigung dieser Aufgabe darstellt, hat dieses Ziel absolute Priorität. Dabei kommt den EU-Bankenausschüssen eine zentrale Bedeutung zu.

Eine weitere Herausforderung resultiert aus den Marktentwicklungen, die zu einem stärkeren Verwischen der Unterschiede zwischen den drei Segmenten des Finanzsystems sowie zur Bildung weiterer Finanzkonglomerate geführt haben. Diese Entwicklungen erfordern eine intensivere regulatorische und aufsichtliche Zusammenarbeit in sektorübergreifenden Belangen. In der EU eröffnet der unlängst vorgeschlagene gesetzliche Rahmen für die Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten die Möglichkeit, sich diesem Ziel anzunähern. Die vorgeschlagene Richtlinie enthält insbesondere drei Kernelemente, die auch im Hinblick auf eine Verbesserung der sektorübergreifenden regulatorischen und aufsichtlichen Zusammenarbeit entscheidend sind: zunächst die Festlegung der Funktion und Aufgaben des Koordinators für die Beaufsichtigung von Finanzkonglomeraten, und zwar auch in Krisensituationen; sodann die Bildung eines neuen Ausschusses für Finanzkonglomerate, der die Kommission in regulatorischen Fragen im Zusammenhang mit Finanzkonglomeraten un-

terstützen soll und voraussichtlich befugt sein wird, Änderungen an den technischen Bestimmungen der EU-Richtlinie über Finanzkonglomerate vorzunehmen; und schließlich Sonderbestimmungen über den Informationsaustausch unter den Aufsichtsbehörden verschiedener Sektoren bzw. zwischen Aufsehern und anderen Behörden einschließlich der Zentralbanken.

Eine dritte Herausforderung erwächst aus der zunehmenden Verflechtung der Banken- und Finanzmärkte. Dieser Prozess ist zwar weltweit zu beobachten, doch hat er für die EU aufgrund der Auswirkungen, die die Einführung der gemeinsamen Währung mit sich gebracht hat, eine besondere Bedeutung. Einerseits stärkt eine größere Integration die Widerstandskraft gegen Finanzmarktinstabilitäten, da das Finanzsystem potenzielle Schocks leichter auffangen kann. Auf der anderen Seite können aber auch neue Schwachstellen entstehen (z. B. die Gefahr, dass allgemeine Schocks die inländischen Bankensektoren in Mitleidenschaft ziehen, und das erhöhte Risiko grenzüberschreitender Dominoeffekte). Daher gilt es unter anderem, die entsprechenden Entwicklungen im Banken- und Finanzsektor im Vorhinein im Hinblick auf die Stabilität des Finanzmarkts genauestens zu analysieren; realisieren lässt sich dies durch eine Verbesserung der Zusammenarbeit und des Informationsaustauschs über makroprudenzielle Aufgaben, mit denen für gewöhnlich die Zentralbanken betraut sind, und mikroprudenzielle Aufgaben, die von den Aufsichtsbehörden und in manchen Fällen von Zentralbanken mit Aufsichtsaufgaben wahrgenommen werden. Eine stärkere Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken und den Aufsichtsinstanzen ist darüber hinaus beim Krisenmanagement gefragt. Auf EU-Ebene kommt dem Ausschuss für Bankenaufsicht in beiderlei Hinsicht eine wichtige Funktion zu.

Anhang I

Internationale Aufsichtsgremien

	Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) www.bis.org/bcbs/aboutbcbs.htm	Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (IOSCO) www.iosco.org	Internationale Vereinigung der Versicherungsaufsichtsbehörden (IAIS) www.iaisweb.org	Joint Forum www.bis.org/bcbs/jointforum.htm#pgtop
Zusammensetzung	Zentralbanken und sonstige Behörden mit formaler Zuständigkeit für die Bankenaufsicht aus Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, Spanien, dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten	Mehr als 160 Wertpapieraufsichtsbehörden aus rund 90 Ländern mit drei Arten der Mitgliedschaft: ordentliche Mitglieder (mit Stimmrecht), angeschlossene und verbundene Mitglieder (ohne Stimmrecht)	Versicherungsaufsichtsbehörden aus etwa 100 Rechtssystemen	Banken-, Versicherungs- und Wertpapieraufsichtsbehörden aus Australien, Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Japan, Kanada, Luxemburg, den Niederlanden, Schweden, der Schweiz, Spanien, dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten, der Europäischen Kommission und Vertreter der übergeordneten Ausschüsse (BCBS, IOSCO, IAIS)
Schwerpunkt	Große international tätige Kreditinstitute	Wertpapierfirmen und Börsen	Versicherungsgesellschaften	Finanzkonglomerate und sektorübergreifende Fragen
Ziele	Förderung der Angleichung von allgemeinen Methoden und Standards; Formulierung allgemein gültiger Aufsichtsstandards und „Best-Practice-Verfahren“; Schließung von Lücken bei der länderübergreifenden Bankenaufsicht, um zu gewährleisten, dass ausländische Kreditinstitute ebenfalls einer angemessenen Bankenaufsicht unterliegen.	Förderung hoher Aufsichtsstandards zur Gewährleistung effizienter und stabiler Märkte; Informations- und Erfahrungsaustausch zur Förderung der Entwicklung der heimischen Märkte; Bündelung der Bemühungen um die Erarbeitung von Standards und die effektive Überwachung internationaler Wertpapiergeschäfte; gegenseitige Unterstützung bei der Förderung der Marktintegrität durch rigorose Anwendung der Standards und effektive Durchsetzung.	Förderung der Zusammenarbeit zwischen Versicherungsaufsichtsbehörden; Erarbeitung internationaler Normen für die Versicherungsaufsicht; Schulung der Mitglieder; Koordination der Arbeit mit Aufsichtsbehörden in den anderen Finanzsektoren und mit internationalen Finanzmarktinstitutionen.	Befassung mit Fragen, die alle drei Finanzsektoren betreffen, und Ausarbeitung von Leitlinien und Grundsätzen bzw. „Best-Practice-Verfahren“; Untersuchung von Verfahren zur Verbesserung der Koordination auf sektorübergreifender Ebene.
Gründungsjahr	1974	1983	1994	1996 (das Vorgängergremium, die Tripartite Group, wurde 1993 eingesetzt)
Tagungsrhythmus	Dreimal jährlich	Jährliche Vollversammlung	Jährliche Konferenz	Dreimal jährlich

Anhang 2

Regulierungs- und Aufsichtsgremien der EU

Bereich	Name	Zusammensetzung	Hauptmerkmale
Sektorale Regulierungsgremien	Beratender Bankenausschuss (Banking Advisory Committee – BAC)	Hochrangige Vertreter der Finanzministerien, Bankenaufsichtsbehörden und Zentralbanken der Mitgliedstaaten sowie der Europäischen Kommission. Die EZB, Norwegen, Liechtenstein und Island haben Beobachterstatus.	Der BAC fungiert erstens als Diskussionsforum mit dem Auftrag, die Europäische Kommission bei der Erarbeitung von Vorschlägen für neue Rechtsvorschriften der Gemeinschaft für den Bankensektor und der Umsetzung der EG-Richtlinien in den Mitgliedstaaten zu beraten. In dieser Funktion führt einer der Mitglieder den Vorsitz. Zweitens übt der Ausschuss unter dem Vorsitz der Europäischen Kommission eine komitologische Funktion zur Erarbeitung technischer Änderungen an EG-Richtlinien aus. Der BAC wurde 1977 eingesetzt und tritt dreimal jährlich zusammen.
	Europäischer Wertpapierausschuss (European Securities Committee – ESC)	Hochrangige Vertreter der Finanzministerien der Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission; die EZB und der Vorsitzende des CESR haben Beobachterstatus.	Der ESC – unter dem Vorsitz der Europäischen Kommission – berät diese in wertpapieraufsichtsrechtlichen Fragen. Sobald dem ESC im Rahmen des Mitentscheidungsverfahrens Durchführungsbefugnisse übertragen werden, fungiert er auch als Regelungsausschuss zur Unterstützung der Europäischen Kommission bei der Ausübung ihrer im Rahmen von Rechtsakten übertragenen Durchführungsbefugnisse. Der ESC wurde 2001 eingesetzt und tagt regelmäßig.
	Versicherungsausschuss (Insurance Committee – IC)	Hochrangige Vertreter der Finanz- bzw. Wirtschaftsministerien und Versicherungsaufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten sowie der Europäischen Kommission; Vertreter aus Norwegen, Liechtenstein und Island haben Beobachterstatus.	Der IC – unter dem Vorsitz der Europäischen Kommission – fungiert erstens als Beratungsgremium, das sich sowohl mit Fragen der Umsetzung gemeinschaftsrechtlicher Bestimmungen als auch mit neuen Vorschlägen für Richtlinien befasst. Er übt zweitens eine komitologische Funktion zur Unterstützung der Kommission bei der Ausübung ihrer Durchführungsbefugnisse aus. Der IC wurde 1992 ins Leben gerufen und tagt mindestens dreimal jährlich.
Sektorale Aufsichtsgremien	Ausschuss für Bankenaufsicht (Banking Supervision Committee – BSC)	Hochrangige Vertreter der Zentralbanken und Bankenaufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten sowie der EZB; die Europäische Kommission und der Vorsitzende der GdC haben Beobachterstatus.	Der BSC als ESZB-Ausschuss unterstützt das ESZB bei der Erfüllung seiner satzungsmäßigen Aufgaben im Bereich der Bankenaufsicht und der Finanzmarktstabilität. Darüber hinaus kann der BSC als Beratungsforum der EU-Bankenaufsichtsbehörden fungieren. Er wurde 1998 eingesetzt und tritt vier- bis fünfmal jährlich zusammen. Den Vorsitz führt eines der Mitglieder.
	Groupe de Contact (GdC)	Vertreter der mittleren Führungsebene aus Bankenaufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten; Vertreter der Europäischen Kommission, Norwegens, Liechtensteins und Islands haben Beobachterstatus.	Die GdC fördert die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch im Bereich der Bankenregulierung und der Aufsichtspraktiken. Sie befasst sich auch mit Einzelfällen, die für die Aufsicht relevant sind. Die GdC wurde 1972 eingesetzt und tagt mindestens dreimal jährlich. Den Vorsitz führt eines der Mitglieder.
	Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR)	Hochrangige Vertreter der zuständigen Wertpapierbehörden der Mitgliedstaaten, Norwegens, Islands und der Europäischen Kommission; die EZB kann als Ad-hoc-Teilnehmer eingeladen werden.	Der CESR ist ein unabhängiges Beratungsgremium zur Erarbeitung technischer Durchführungsmaßnahmen und zur Förderung der Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten sowie der einheitlichen und zeitnahen Umsetzung des Gemeinschaftsrechts durch verstärkte Zusammenarbeit im Bereich der Aufsicht. Der CESR wurde 2001 als Nachfolger des 1997 gegründeten Forum of European Securities Commissions (FESCO) eingesetzt. Den Vorsitz des regelmäßig tagenden Ausschusses führt eines der Mitglieder.
	Konferenz der Versicherungsaufsichtsbehörden (Conference of Insurance Supervisory Authorities – CIS)	Hochrangige Vertreter der Versicherungsaufsichtsbehörden der Mitgliedstaaten; Vertreter der Europäischen Kommission, Norwegens, Islands und Liechtensteins haben Beobachterstatus.	Die CIS ist ein Forum für die aufsichtsrechtliche Zusammenarbeit und den Informationsaustausch. Ein ausführliches Regel- und Verfahrenswerk wurde in Form eines „Protokolls“ festgelegt, das ein multilaterales Memorandum of Understanding darstellt. Die CIS wurde 1958 eingesetzt und tritt zweimal jährlich zusammen. Den Vorsitz führt eines ihrer Mitglieder.
Sektorübergreifende Gremien	Runder Tisch der Regulierungsbehörden (Cross-sector Roundtable of Regulators – CRR)	Vorsitzende und Sekretariate des BAC, des BSC, der GdC, des ESC, des CESR, des IC and der CIS.	Der CRR fördert den informellen Informationsaustausch zwischen den verschiedenen sektoralen Gremien zu sektorübergreifenden Fragen. Der CRR wurde 2001 ins Leben gerufen und tagt regelmäßig. Die Europäische Kommission fungiert als Vermittler.

Anhang 2 (Fortsetzung)

Bereich	Name	Zusammensetzung	Hauptmerkmale
Sektor- übergreifen- de Gremien	Mixed Technical Group (MTG)	Experten der Banken-, Wertpapier- und Versicherungsaufsichts- und regulierungsbehörden der Mitgliedstaaten und der Europäischen Kommission; die EZB hat Beobachterstatus.	Die MTG ist ein sektorübergreifendes technisches Gremium, das sich mit aufsichtsrechtlichen Fragen befasst. Die MTG unterbreitete Vorschläge zur Verbesserung des für Konglo- merate geltenden aufsichtsrechtlichen Rahmens, die der Europäischen Kommission bei ihren Vorschlägen für eine EG-Richtlinie über Finanzkonglomerate als Grundlage diente. Die MTG wurde 1999 unter Federführung der sektoralen Regulierungsgremien eingesetzt und tagt viermal jährlich. Den Vorsitz führt die Europäische Kommission.

Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf den Bargeldumlauf

Nachdem der Euro in den an der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten bereits am 1. Januar 1999 als Buchgeld eingeführt worden war, lösten die Euro-Banknoten und -Münzen im Januar und Februar 2002 schließlich auch im Bargeldverkehr die nationalen Vorgängerwährungen ab. Seit dem 1. März 2002 ist der Euro für die über 300 Millionen Einwohner des Euro-Währungsgebiets alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel.

Durch die frühzeitige Einbindung der Banken, Geld- und Werttransportunternehmen, des Einzelhandels und der Automatenwirtschaft in die Vorbereitungen sollte sichergestellt werden, dass sich der Übergang zu dem neuen Bargeld reibungslos und zügig gestalten würde. Dank der Mitwirkung aller Hauptakteure und der koordinierten Vorgehensweise ist die Umstellung – von einigen kleineren technischen und logistischen Problemen abgesehen – tatsächlich sehr gut verlaufen. Ausschlaggebend für die erfolgreiche Einführung waren nicht zuletzt auch die positive Einstellung und die rasche Akzeptanz des neuen Zahlungsmittels in der Bevölkerung zu Beginn dieses Jahres.

Bereits über ein Jahr vor der offiziellen Einführung des Euro-Bargelds war bei den Vorgängerwährungen entgegen dem langfristigen Trend ein Rückgang im Banknotenumlauf feststellbar. Im Jahr 2001, dem letzten Jahr der Übergangsphase, verzeichnete der Großteil der nationalen Zentralbanken (NZBen) des Euroraums einen signifikanten Banknotenrückfluss. Im selben Zeitraum wurde in mehreren Euro-Ländern die Bevölkerung im Rahmen verschiedener Aktionen aufgerufen, ihre Münzreserven frühzeitig aufzulösen. Dies sollte die logistische Abwicklung der Bargeldumstellung, d. h. des Einzugs der nationalen Vorgängerwährungen des Euro parallel zur Verteilung der neuen Euro-Banknoten und -Münzen, erleichtern.

Nach der Präsentation des Erscheinungsbilds der Euro-Banknoten durch den EZB-Präsidenten am 30. August 2001 traten die Vorbereitungen für die Bargeldeinführung am 1. September in die Endphase. Die zwölf NZBen des Eurosystems begannen entsprechend den nationalen Anforderungen mit der vorzeitigen Abgabe von Euro-Banknoten und -Münzen an die Kreditinstitute (Frontloading). Die Banken statteten ihrerseits den Einzelhandel und die Automatenwirtschaft mit Euro-Bargeld aus (Sub-Frontloading). Die operativen Vorbereitungen wurden von nationalen und europaweiten Informationskampagnen begleitet: Auf diese Weise konnten die über 300 Millionen Bürgerinnen und Bürger des Eurogebiets umfassend über ihr künftiges Geld informiert werden.

I Starker Rückgang des Bargeldumlaufs im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung

Im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung kam es zu einer deutlichen Verringerung des Bargeldumlaufs. Von Dezember 2000 bis Dezember 2001 nahm der Bargeldumlauf im Euro-Währungsgebiet um 116 Mrd € bzw. 32,3 % ab. Elf der zwölf Euro-Länder verzeichneten 2001 einen Rückgang bei den umlaufenden Banknoten und Münzen; Ausmaß und Verlauf unterschieden sich dabei allerdings erheblich. Diese Abweichungen sind auf die von Land zu Land unterschiedliche Bargeldnachfrage zurückzuführen, die wiederum von den Zahlungsgewohnheiten (Verwendung von Banknoten und bargeldlosen Zahlungsinstrumenten), den Bestimmungen zum Bankgeheimnis

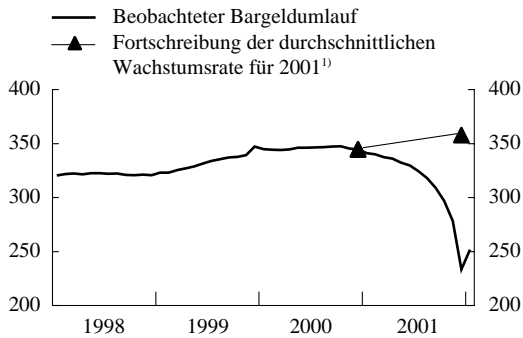
bzw. der Stückelung der nationalen Währungen beeinflusst sein dürfte (siehe Tabelle I). Darüber hinaus spielte auch die starke Nachfrage außerhalb des Euro-Währungsgebiets nach DM-Banknoten und bis zu einem gewissen Grad französischen Francs und österreichischen Schilling eine Rolle.

Zur Verdeutlichung der Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf den Bargeldumlauf wird in Abbildung I die tatsächliche Entwicklung des Bargeldumlaufs im Jahr 2001 einem hypothetischen Verlauf gegenübergestellt; Letzterer bildet ab, wie sich der Bargeldumlauf gemäß dem bisherigen Trend,

Abbildung 1

Bargeldumlauf

(Mrd €)



Quelle: EZB.

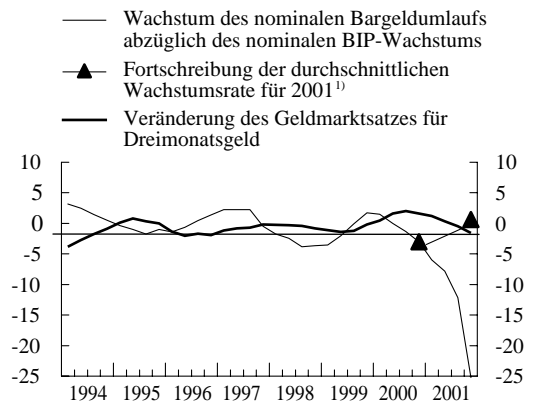
1) Es wird angenommen, dass die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs im Jahr 2001 gegenüber dem Durchschnitt von 1994 bis 2000 unverändert blieb.

d. h. unter Fortschreibung der für den Zeitraum von 1994 bis 2000 gemessenen durchschnittlichen Jahreswachstumsrate, erhöht hätte. Die Schätzung des hypothetischen Niveaus des Bargeldumlaufs unter Vernachlässigung der Euro-Bargeldumstellung Anfang 2002 entspricht in etwa der Entwicklung des Bargeldumlaufs nach den traditionellen Determinanten (siehe Abbildung 2), wie z. B. dem nominalen BIP (welches den Bedarf an der Kassenhaltung für Transaktionszwecke verdeutlicht) und den Kurzfristzinsen (einem Indikator der Opportunitätskosten der Kassenhaltung). Beiden Determinanten zufolge wäre der Bargeldumlauf Ende 2001 um rund

Abbildung 2

Bargeldumlauf, BIP und Opportunitätskosten

(Veränderung gegen Vorjahr in Prozentpunkten bzw. %)



Quelle: EZB.

1) Es wird angenommen, dass die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs im Jahr 2001 gegenüber dem Durchschnitt von 1994 bis 2000 unverändert blieb.

125 Mrd € höher ausgefallen, hätte keine Bargeldumstellung bevorgestanden.

Schrittweise Abnahme des Bargeldumlaufs im Jahr 2001

Die rückläufige Entwicklung des Bargeldumlaufs während des Jahres 2001 lässt sich in mehrere Phasen unterteilen. Im ersten Halbjahr dürfte der Rückgang in erster Linie dem Abbau der – überwiegend auf nationale Wäh-

Tabelle 1

Banknoten der Vorgängervährungen und ihre nächsten Entsprechungen in Euro

Euro-Stückelung	500	200	100	50	20	10	5	2 (Münze)	1 (Münze)	0,5 (Münze)	0,2 (Münze)	0,1 (Münze)
Belgien		247,89		49,58	24,79	12,39	4,96	2,48				
Deutschland	511,29	255,65	102,26	51,13	25,56	10,23	5,11	2,56				
Griechenland					29,35	14,67	2,93	1,47	0,59	0,29	0,15	
Spanien				60,10	30,05	12,02	6,01					
Frankreich			76,22		30,49	15,24	7,62	3,05				
Irland			126,97	63,49	25,39	12,70	6,35					
Italien		258,23		51,65	25,82		5,16	2,58	1,03	0,52		
Luxemburg			123,95		24,79			2,48				
Niederlande	453,78		113,45	45,38	22,69	11,34	4,54					
Österreich	363,36		72,67	36,34		7,27	3,63		1,45			
Portugal				49,88	24,94	9,98	4,99	2,49				
Finnland		168,19	84,09		16,82	8,41	3,36	1,68				

Quelle: EZB.

rungseinheiten lautenden – Geldhorte zuzuschreiben sein. Bestätigt wurde dies durch die Beobachtung, dass verstärkt Banknoten mit hohem Nennwert zurückflossen. Dies war speziell in Deutschland und den Niederlanden feststellbar, also jenen zwei Ländern, die über die höchsten Banknotenstückelungen im Eurogebiet, nämlich 1 000 D-Mark und 1 000 Gulden, verfügten, welche für Hortungszwecke besonders geeignet waren.

In der zweiten Jahreshälfte, insbesondere im letzten Quartal 2001, verringerte sich auch der Umlauf kleinerer Banknotenstückelungen; es dürfte also auch bei der Kassenhaltung für Transaktionszwecke zu einem Rückgang ge-

kommen sein. Schließlich trug zur Abnahme des Bargeldumlaufs auch der Rückfluss von Banknoten, die außerhalb des Euroraums gehalten worden waren, bei. Dies wird durch mehrere Zentralbanken osteuropäischer Länder bestätigt, die kräftige Zuwächse bei den Fremdwährungseinlagen verzeichneten, was auf die Einzahlung von auf nationale Währungseinheiten des Euro lautenden Banknoten zurückzuführen sein dürfte. Darüber hinaus deuten statistische Angaben zur Repatriierung von DM-Banknoten auf einen erheblichen DM-Rückfluss von außerhalb des Euroraums im zweiten Halbjahr 2001 hin.

2 Der Countdown zum Euro-Bargeld

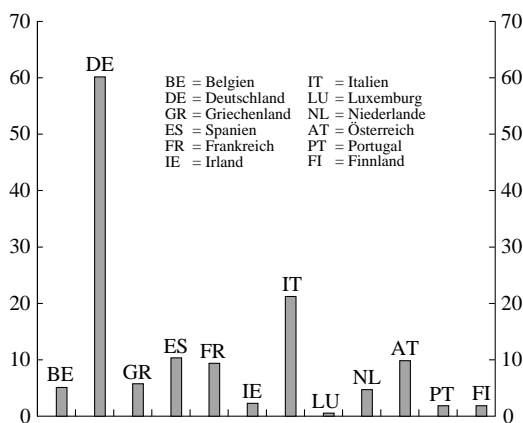
Vorzeitige Abgabe des Euro-Bargelds durch die NZBen im Euroraum

Die rechtzeitige und flächendeckende Vorverteilung einer großen Menge von Euro-Banknoten und -Münzen war für die Erfüllung der im vereinbarten Umstellungsszenario niedergelegten Zielsetzung maßgeblich: Ab Mitte Januar 2002 sollte der Bargeldverkehr überwiegend in Euro abgewickelt werden. Überdies konnte sich das Bank- und Einzelhandelspersonal infolge des Frontloading frühzeitig mit den neuen Banknoten und Münzen vertraut machen. Der Auftakt zur vorzeitigen Abgabe des Euro-Bargelds an Banken erfolgte in Deutschland, Spanien, Luxemburg, Österreich und Finnland Anfang September 2001. Die NZBen Portugals und Griechenlands gaben im Oktober den Startschuss zum Frontloading. In Belgien, Irland und Italien wurden die Banken ab November mit Euro-Banknoten ausgestattet, während in Frankreich und in den Niederlanden das Frontloading im Dezember erfolgte. Insgesamt versorgten die NZBen des Eurosystems im Zuge des Frontloading die Kreditinstitute mit rund 6,4 Milliarden Euro-Banknoten im Gegenwert von etwa 133 Mrd €, wobei die vorverteilte Menge von Land zu Land deutlich variierte (siehe Abbildung 3). Wertmäßig betrug die vorzeitig an Kreditinstitute abgegebenen Euro-

Banknoten insgesamt 49 % des Ende Dezember 2001 gemessenen Banknotenumlaufs der Altwährungen. Stückzahlmäßig machte das gesamte Frontloading-Volumen 70 % der zum Jahresende 2001 umlaufenden nationalen Banknoten aus. In den ersten Wochen des Jahres 2002 wurden nämlich vorwiegend kleinere Banknotenstückelungen in den Verkehr gebracht, um den Wechselgeldbedarf der Einzelhändler möglichst gering zu halten. Dank des Frontloading waren die Banken für die Versorgung der Bevölkerung mit dem neuen

Abbildung 3
Frontloading der Euro-Banknoten durch die NZBen des Euroraums

(Mrd €)



Quelle: EZB.

Zahlungsmittel bestens gerüstet. Die erfolgreiche Abwicklung der Vorverteilung lässt auch den Rückschluss zu, dass die Vorabausstattung des Bankensektors mit den Euro-Banknoten zu angemessenen Bedingungen erfolgt war.

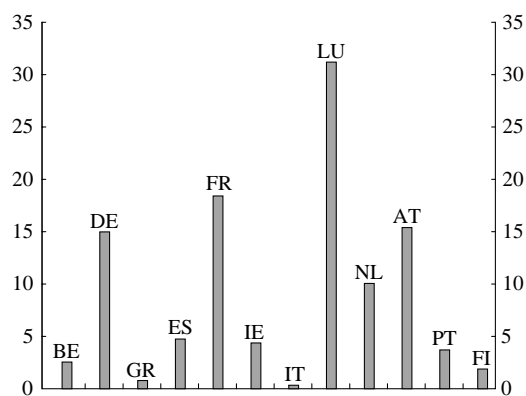
Das Eurosystem unterstützte des Weiteren die Einführung der Euro-Banknoten und Münzen außerhalb des Euroraums, insbesondere dort, wo nationale Währungseinheiten der Euro-Länder weit verbreitet waren. Im Dezember 2001 wurden über 20 Zentralbanken und mehrere im internationalen Sortenhandel tätige Kreditinstitute außerhalb des Euro-raums von den NZBen des Eurosystems mit ungefähr 4 Mrd € ausgestattet. Bei den vorzeitig mit Euro-Bargeld belieferten Instituten handelte es sich hauptsächlich um Banken in Ost- und Südosteuropa, Afrika und Asien.

Analog zur vorzeitigen Abgabe der Euro-Banknoten versorgten die NZBen und mehrere Münzprägeanstalten während der viermonatigen Vorverteilungsfrist Banken und Postämter mit 37,6 Milliarden Euro-Münzen, was einem Anteil von über 70 % der insgesamt hergestellten Euro-Münzen entsprach. Die Tatsache, dass die vorzeitig abgegebene Menge an Münzen 97 % des höchsten Euro-Münzumschlufs im Januar 2002 ausmachte, verdeutlicht, dass durch die Vorverteilung an Banken fast der gesamte Bedarf der Volkswirtschaft an Münzen bereits vor dem massiven Rückfluss nationaler Münzen gedeckt war. Aus logistischer Sicht war die vorzeitige Abgabe der Euro-Münzen von zentraler Bedeutung für die Vermeidung von Kapazitätsengpässen bei den Banken und Geld- und Werttransportunternehmen.

Vorzeitige Weitergabe von Euro-Banknoten und -Münzen durch die Kreditinstitute

Die vorzeitige Weitergabe der Euro-Banknoten und -Münzen an den Einzelhandel und die Automatenwirtschaft (Sub-Frontloading) setzte in Spanien, Deutschland, Luxemburg und Österreich im September 2001 ein, in Irland

Abbildung 4
Sub-Frontloading in % der vorzeitig an Kreditinstitute abgegebenen Euro-Banknoten



Quelle: EZB.
BE = Belgien; DE = Deutschland; GR = Griechenland; ES = Spanien; FR = Frankreich; IE = Irland; IT = Italien; LU = Luxemburg; NL = Niederlande; AT = Österreich; PT = Portugal; FI = Finnland.

im November und in den übrigen Euro-Ländern im Dezember. Wertmäßig wurden von den Banken 10,5 % bzw. über 13,2 Mrd € der vorzeitig erhaltenen Banknoten an im Euro-raum ansässige Einzelhändler und sonstige Stellen weiterverteilt. Das Sub-Frontloading-Volumen entsprach im Allgemeinen den ursprünglichen Bedarfsschätzungen, fiel in den einzelnen Euro-Ländern jedoch sehr unterschiedlich aus (siehe Abbildung 4).

Beim Übergang zur Gemeinschaftswährung bewährte sich die an Einzelhändler und andere Geschäftstreibende gerichtete Empfehlung, ab dem 1. Januar 2002 Wechselgeld ausschließlich in Euro herauszugeben; die erneute Inverkehrgabe nationaler Währungseinheiten hätte zu einer Verlängerung der Parallelumlaufphase geführt. Darüber hinaus hätte eine längere Haltung von Geldbeständen sowohl in der nationalen Währungseinheit als auch in Euro eine erhöhte Kostenbelastung bedeutet. Die Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet gaben vorzeitig mehr als 8 Milliarden Euro-Münzen an Nichtbanken weiter, um eine adäquate Versorgung des Einzelhandels mit Euro-Münzen und die Umrüstung der Automaten zu ermöglichen.

Im Sinne der Erklärung des ECOFIN-Rats vom November 1999 konnten Euro-Münzen ab Mitte Dezember 2001 an die Öffentlichkeit abgegeben werden. In sämtlichen Euro-Ländern wurde der Bevölkerung eine Mischung aus Euro-Münzen in Form so genannter Starter Kits bzw. Startpakete bereitgestellt. In einigen Euro-Ländern war es darüber hinaus den Banken gestattet, eigene Sortimente zusammenzustellen und sogar größere Euro-Geldbestände zu verkaufen, um die starke Nachfrage nach den neuen Münzen abzudecken. Der Gegenwert der Starter Kits reichte von 3,88 € bis 15,24 € und entsprach in

den meisten Fällen dem Nominalwert einer bestimmten nationalen Banknote, um den Umtausch zu erleichtern. Die Abgabe der Starter Kits, die über ein dichtes Verteilungsnetz erfolgte, setzte in drei Ländern am 14. Dezember 2001 und in den übrigen Ländern am 15. bzw. 17. Dezember 2001 ein. Insgesamt wurden mehr als 150 Millionen Startpakete abgegeben, die über 4,2 Milliarden Münzen im Gegenwert von 1,6 Mrd € enthielten. Die Verbraucher deckten sich im Zuge des Sub-Frontloading mit ungefähr 10 % des Münzbedarfs für den Bargeldverkehr ein.

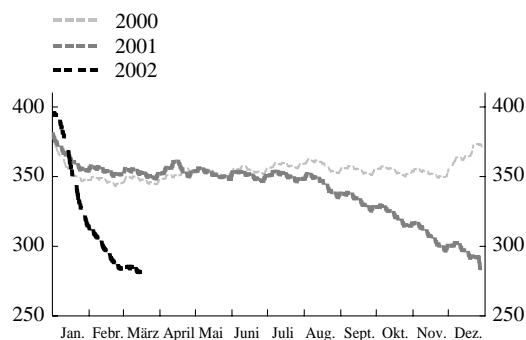
3 Die Ablösung der Altwährungen durch Euro-Banknoten und -Münzen in den ersten Wochen des Jahres 2002

Entwicklung des gesamten Banknotenumlaufs

Der gesamte Banknotenumlauf¹ (d. h. Euro-Banknoten und Banknoten der Euro-Vorgängervährungen) erhöhte sich von 270 Mrd € am 31. Dezember 2001 auf 403 Mrd € am 1. Januar 2002. Dieser sprunghafte Anstieg war darauf zurückzuführen, dass die vorverteilten Euro-Banknoten erst ab dem 1. Januar 2002, dem Zeitpunkt, zu dem sie gesetzliches Zahlungsmittel und vom Eurosystem ausgegeben wurden, dem Banknotenumlauf zugerechnet wurden.

Abbildung 5 Banknotenumlauf im Jahr 2000, 2001 und 2002

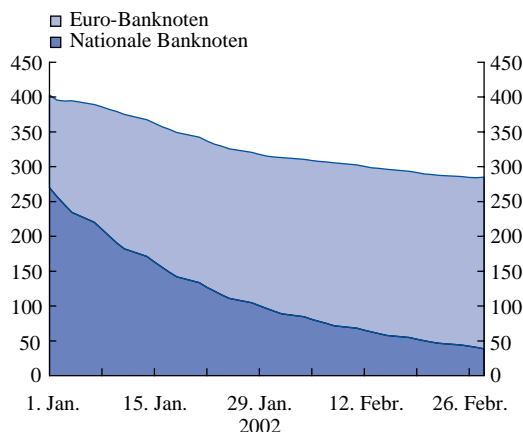
(Mrd €, Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 6 Banknotenumlauf vom 1. Januar bis zum 28. Februar 2002

(Mrd €)



Quelle: EZB.

Während der bis Ende Februar 2002 dauernden Umstellungsphase wurden täglich mehr Banknoten der Altwährungen eingezogen als neue Euro-Banknoten ausgegeben. Aufgrund dieses enormen Rückflusses verringerte sich das Volumen des Banknotenumlaufs zwischen dem 1. Januar und dem 28. Februar, dem Ende

¹ Die Definition des Banknotenumlaufs weicht in zweierlei Hinsicht von der des Bargeldumlaufs ab: Der Bargeldumlauf umfasst auch Münzen, enthält jedoch nicht den Kassenbestand der MfIs. Für gewöhnlich übersteigt der Wert des Banknotenumlaufs den des Bargeldumlaufs bei weitem.

des Parallelumlaufs, um mehr als 118 Mrd € (-29 %) auf 285 Mrd €. Im Vorjahrsvergleich war der gesamte Banknotenumlauf somit um mehr als 66 Mrd € – oder 19 % – geschrumpft. Dieser Rückgang ist bis zu einem gewissen Grad dem geringeren Bestand an gehorteten Banknoten zu Beginn des Jahres 2002 zuzuschreiben. In Abbildung 5 wird der monatliche Banknotenumlauf für 2000, 2001 und 2002 dargestellt; Abbildung 6 veranschaulicht das Verhältnis zwischen der Umlaufmenge der Euro-Banknoten zu jener der Banknoten der nationalen Währungen während der Umstellungsphase.

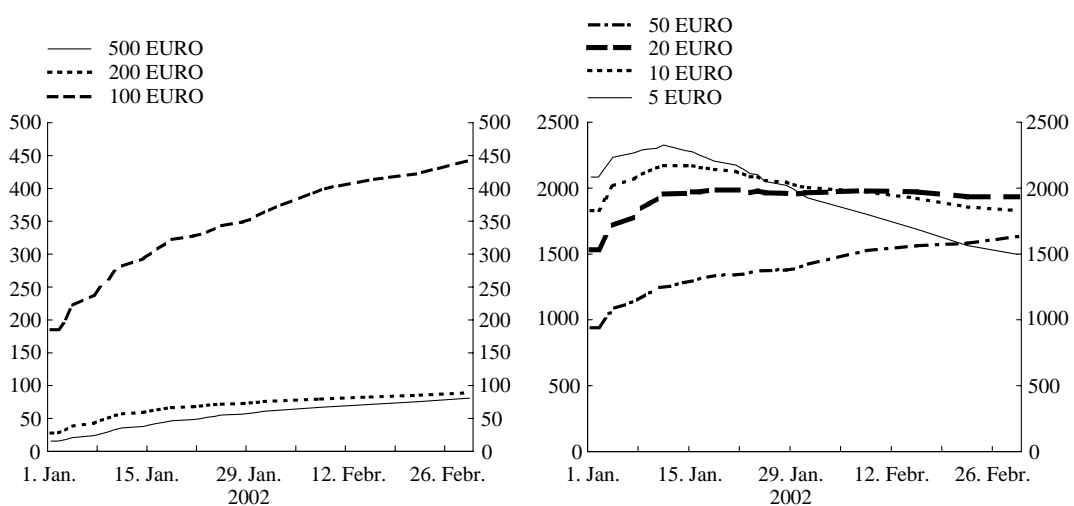
Rascher Anstieg des Euro-Banknotenumlaufs während der Parallelumlaufphase

In den ersten beiden Monaten des Jahres 2002 stieg der Euro-Banknotenumlauf wertmäßig kontinuierlich an – von 133 Mrd € auf 247 Mrd €. Ende Dezember 2001 waren zum Vergleich in Euro-Vorgängerwährungen denominierte Banknoten im Wert von 270 Mrd € im Umlauf. Der Anteil der Euro-Banknoten am gesamten Banknotenumlauf belief sich somit am Ende der dualen Phase auf 86,5 % und erhöhte sich im März 2002 auf 91,9 %.

Die Anzahl der vom Eurosystem begebenen Euro-Banknoten stieg von 6,4 Milliarden Stück am 1. Januar 2002 auf einen Höchststand von 8,1 Milliarden am 15. Januar; dies entspricht einer Zunahme um 23 %. Anschließend ging die Zahl der umlaufenden Banknoten trotz der anhaltenden wertmäßigen Steigerung des Euro-Banknotenumlaufs um 7,5 % auf 7,5 Milliarden (Stand Ende Februar) zurück. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war offenbar der Umstand, dass in den ersten beiden Januarwochen MFIs bewusst große Mengen kleiner Banknoten-Stückelungen zur Verfügung gestellt hatten und der Einzelhandel niedrige Notenwerte – vor allem 5 € und 10 € – nachgefragt hatte, um speziell in den ersten zwei Wochen nach der Bargeldumstellung über ausreichend Wechselgeld zu verfügen. Dies wird auch dadurch bestätigt, dass der Umlauf der kleinen Banknotenstückelungen zwischen Mitte Januar 2002 und Ende Februar 2002 rückläufig war, während jener der großen Werte im selben Zeitraum stetig zunahm. Der Anstieg der Umlaufmenge großer Banknotenstückelungen sollte eigentlich das ganze Jahr 2002 hindurch anhalten, nachdem nun bis zu einem gewissen Grad Euro gehortet werden. Abbildung 7 zeigt die Entwicklung der Umlaufmenge der verschiedenen Notenwerte im Januar und im Februar 2002.

Abbildung 7
Euro-Banknotenumlauf nach Stückelungen im Januar und Februar 2002

(Millionen Stück)



Quelle: EZB.

Die rasche Umrüstung der annähernd 200 000 Geldausgabeautomaten im Euroraum war eine Grundvoraussetzung für einen möglichst reibungslosen Ablauf der Bargeldeinführung. Am 1. Januar waren bei 81 % der Geldautomaten bereits ausschließlich Euro-Banknoten erhältlich, und am 4. Januar war die Umstellung der Geräte so gut wie abgeschlossen.

Euro-Münzumsatz erreicht Mitte Januar größtes Volumen

Angesichts der großen Menge vorzeitig an Banken und andere Geschäftskunden verteilter Euro-Münzen stieg der Euro-Münzumsatz in den ersten zwei Wochen der Umstellungsphase lediglich um 2,6 % an. Seinen Spitzenwert erreichte der Euro-Münzumsatz mit 38,6 Milliarden Stück im Wert von 12,6 Mrd € am 15. Januar 2002. Mit dem Rückgang des Banknotenumsatzes sank auch der Münzumsatz in der zweiten Januarhälfte leicht; am letzten Tag des Monats hatte er sich wieder auf dem Niveau vom 1. Januar 2002 eingependelt (siehe Abbildung 8). Am Ende der Parallelumsatzphase waren 35,8 Milliarden Euro-Münzen im Umlauf (94,6 % der vorverteilten Menge).

Wertmäßig stieg der Euro-Münzumsatz bis zum 11. Januar 2002 schrittweise an, und zwar

um 1,9 % von 12,3 Mrd € auf 12,6 Mrd €. Im Gegensatz zum Euro-Banknotenumsatz, der sich in den ersten paar Wochen des Jahres 2002 kontinuierlich erhöhte, nahm der Wert der umlaufenden Euro-Münzen nach dem 11. Januar ab. Nach Bewältigung der kritischen Phase, in der die Euro-Banknoten und -Münzen die Vorgängerwährungen als Zahlungsmittel ablösten, begannen die Banken und der Handel ab Mitte Januar, ihre Euro-Münzbestände abzubauen. Dementsprechend nahm der Münzumsatz zwischen dem 11. Januar 2002 und Ende Februar 2002 wertmäßig um 8,8 % ab (siehe Abbildung 8). Die Entwicklung des Euro-Münzumsatzes zeigt, dass die Wirtschaftsakteure die Nachfrage nach den neuen Münzen relativ gut abgeschätzt und zu Beginn des Jahres 2002 ausreichende Vorräte gehalten hatten, um für einen größeren Bedarf an bestimmten Münzstückelungen gewappnet zu sein.

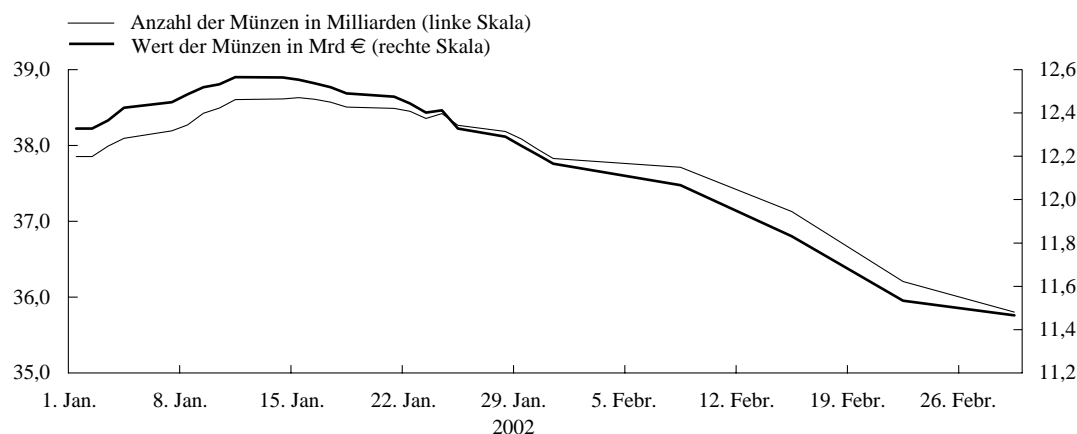
Rücklauf der Altwährungen

Im Jahr 2001 nahm die Zahl der umlaufenden Banknoten deutlich ab: Anfang des Jahres belief sich der Banknotenumsatz noch auf insgesamt 11,5 Mrd Stück im Wert von etwa 380 Mrd €; zu Beginn der Euro-Bargeldeinführung wurden nur mehr rund 9 Milliarden in Euro-Vorgängerwährungen denominierte umlaufende Banknoten (-21,6 %) im Wert von

Abbildung 8

Euro-Münzumsatz während der Umstellungsphase

(Anzahl der Münzen in Milliarden, Wert der Münzen in Mrd €)



Quelle: EZB.

270 Mrd € registriert. In der dualen Phase, d. h. im Januar und Februar 2002, wurden verstärkt nationale Banknoten aus dem Umlauf genommen; die NZBen verzeichneten in diesem Zeitraum einen Rücklauf von täglich 4 % bis 6 % des verbleibenden Wertes an umlaufenden nationalen Banknoten. Damit sank der Banknotenumlauf der Euro-Vorgängerwährungen im Januar 2002 wertmäßig um 178 Mrd € und im Februar um 58 Mrd €. Insgesamt wurden bis Ende Februar mengenmäßig 75 % der nationalen Banknoten eingezogen (d. h. 6,7 Milliarden Stück); wertmäßig wurde ein Rückfluss von mehr als 85 % verbucht. Die bisherigen Erfahrungen der NZBen beim Einziehen alter Banknotenserien haben gezeigt, dass es Jahre dauert, bis praktisch alle Banknoten der alten Serie aus dem Verkehr genommen sind. Dementsprechend ist anzunehmen, dass der Rückfluss der Banknoten der Euro-Vorgängerwährungen noch einige Zeit anhalten wird.

In den meisten Euro-Ländern hatten die Behörden in Zusammenarbeit mit den Zentralbanken und den Geschäftsbanken im Rahmen von Informationskampagnen die Konsumenten aufgerufen, gehortete Bargeldbestände schon vor dem €-Day auf Konten und Sparbücher einzuzahlen, um so die Belastung der Banken während des Parallelumlaufs zu ver-

ringern. Darüber hinaus wurden in einigen Ländern im Rahmen von Spendenaktionen sowohl Münzen in inländischer Währung als auch Münzen in den Währungen der anderen Euro-Länder gesammelt. Im Lauf des Jahres 2001 schrumpfte der Wert der umlaufenden nationalen Münzen um 9 %, und zwar von 17,9 Mrd € (was dem durchschnittlichen Umlauf im Jahr 2000 entspricht) auf 16,3 Mrd € (116 Milliarden Münzen). Während der dualen Phase ging der Wert der umlaufenden nationalen Münzen um weitere 5,5 Mrd € zurück, d. h. es flossen rund 28,5 Milliarden Stück zu den NZBen zurück. Somit nahm der Münzumlauf zwischen dem 1. Januar und dem 28. Februar 2002 wertmäßig um rund 35 % und mengenmäßig um rund 27 % ab.

Der technische Teil der Bargeldumstellung im Euroraum kann als abgeschlossen betrachtet werden. Allerdings wird es noch einige Zeit dauern, bis die Wirtschaftsakteure ihre Bargeldnachfrage angepasst haben und eine Einschätzung dahingehend möglich ist, ob die Euro-Bargeldeinführung (i) das Hortungsverhalten der Ansässigen im Euroraum, (ii) das Zahlungsverhalten (Verhältnis Bargeldzahlung zu bargeldloser Zahlung) und (iii) die Nachfrage nach Euro-Bargeld außerhalb des Euro-Währungsgebiets verändert.