



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

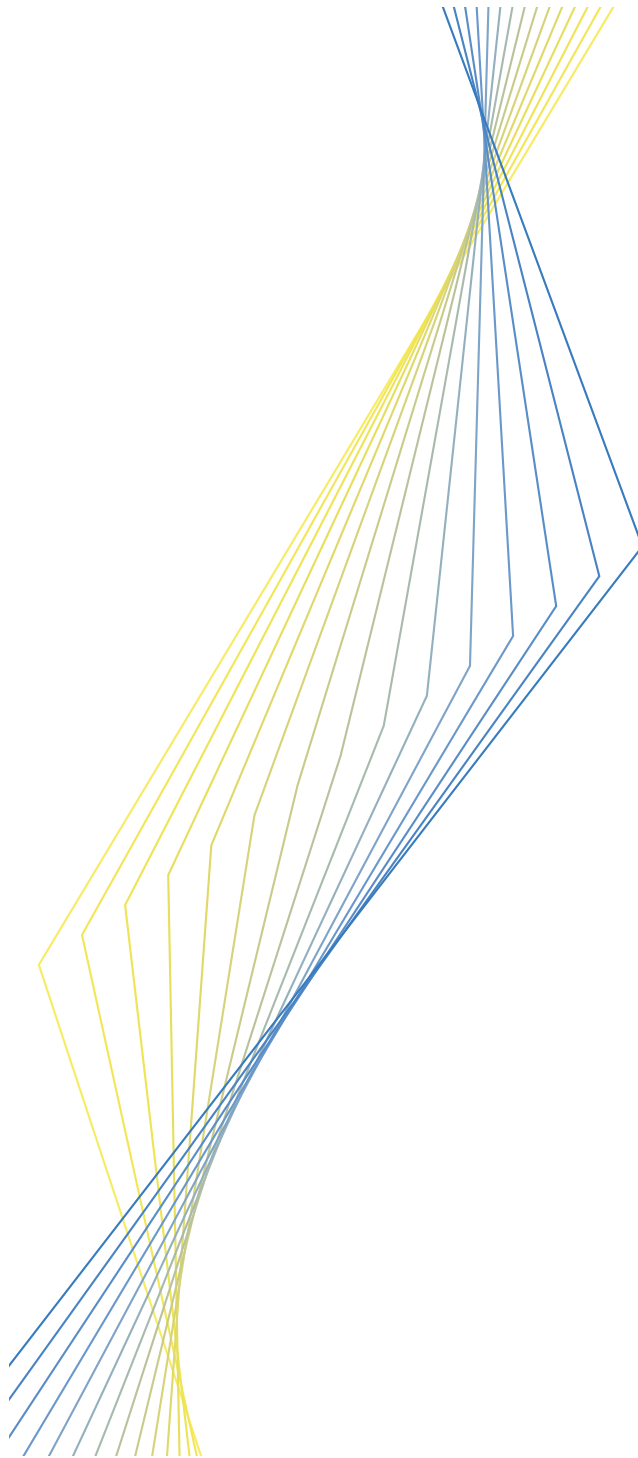
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

April 2002



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

April 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 3. April 2002.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	19
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	23
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	29
Kasten:	
Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. März 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	13
Die Wirkungsweise automatischer fiskalischer Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet	35
Die Rolle des Eurosystems bei Zahlungs- und Verrechnungssystemen	51
Neuerungen im Bereich der MFI-Bilanzstatistik sowie der MFI-Zinsstatistik	65
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	81*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	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 4. April 2002 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 % bzw. 2,25 %. Diese Beschlüsse spiegeln die Einschätzung wider, dass das derzeitige Zinsniveau nach wie vor geeignet ist, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so lag der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 im Zeitraum von Dezember 2001 bis Februar 2002 bei 7,8 %, gegenüber 8,0 % im Zeitraum von November 2001 bis Januar 2002. Die hohen Jahreswachstumsraten von M3 sind noch immer auf Portfolioumschichtungen in liquide Anlageformen zurückzuführen, die vor allem im Herbst 2001 in einem von großer Unsicherheit geprägten wirtschaftlichen und finanziellen Umfeld vorgenommen wurden. In diesem Zusammenhang könnte die Abschwächung der monetären Dynamik Anfang 2002 auf eine Normalisierung des Geldmengenwachstums im Euro-Währungsgebiet hingedeutet haben.

Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung des nach wie vor rückläufigen Trends bei der Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor bleibt die Auffassung begründet, dass die Informationen im Rahmen der ersten Säule bislang nicht auf Risiken für die Preisstabilität hinweisen. Ein Fortdauern der Überschussliquidität in der Volkswirtschaft könnte jedoch Anlass zur Besorgnis geben, wenn die konjunkturelle Erholung im Euroraum an Fahrt gewinnt.

Was die zweite Säule betrifft, so erreichte die wirtschaftliche Entwicklung aller Wahrscheinlichkeit nach Ende letzten Jahres ihren Tiefpunkt. Die in den letzten Wochen eingegangenen Informationen, insbesondere Umfragen zum Dienstleistungssektor und zum verarbeitenden Gewerbe wie auch Finanzmarkt- und andere Frühindikatoren, liefern Hinweise auf die steigende Erwartung eines

Wirtschaftsaufschwungs im Jahresverlauf. Zwar besteht, nicht zuletzt angesichts des kräftigen Ölpreisanstiegs, noch einige Ungewissheit hinsichtlich des genauen Verlaufs der Konjunkturerholung, aber die neuesten Zahlen haben die Erwartung bekräftigt, dass die Wachstumsraten des realen BIP im Eurogebiet im weiteren Verlauf dieses Jahres wieder dem Potenzialwachstum entsprechen dürften.

Mehrere Faktoren dürften zu der Erholung beitragen. Binnenwirtschaftlich gesehen ist beim bisherigen Lagerabbau eine Umkehr im Gange, und die erwarteten niedrigeren Inflationsraten dürften dem Wachstum des real verfügbaren Einkommens zugute kommen. Darüber hinaus sind die Finanzierungsbedingungen im Euroraum günstig. Es wird erwartet, dass sich das vorteilhaftere internationale Umfeld über eine Ankurbelung der Ausfuhren des Eurogebiets ebenfalls positiv auswirken wird. Somit dürften sowohl binnen- als auch außenwirtschaftliche Faktoren die Investitionen fördern. Schließlich werden die günstigen Konjunkturaussichten für das Eurogebiet durch solide inländische Fundamentaldaten und das Fehlen größerer Ungleichgewichte, die einem Wirtschaftswachstum im Wege stehen könnten, erheblich gestützt.

Was die Preisentwicklung betrifft, so wurde für Anfang 2002 eine gewisse Volatilität der jährlichen Inflationsraten erwartet, allerdings ist der Anstieg der Verbraucherpreise derzeit etwas höher als vor wenigen Monaten angenommen wurde. Die Vorausschätzung von Eurostat für März zeigt eine Rate von 2,5 % an. Dies ist teilweise auf die wieder deutlich gestiegenen Ölpreise zurückzuführen. Anhaltend höhere Ölpreise würden sich auch im restlichen Jahresverlauf von 2002 auf die Teuerungsraten auswirken. Zwar wird erwartet, dass die Inflationsrate in den kommenden Monaten auf unter 2 % sinken wird, doch wird dieser Rückgang möglicherweise weniger stark ausgeprägt sein als zuvor prognostiziert, und die Teuerungsraten könnten im laufenden Jahr etwas höher ausfallen als ursprünglich angenommen.

Über die kurze Sicht hinaus dürfte sich der von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausgehende Preisauftrieb angesichts der derzeitigen Prognosen einer allmählichen konjunkturellen Erholung im Euroraum weiterhin in Grenzen halten. Die Inflationsaussichten hängen außerdem grundsätzlich von einer moderaten Lohnentwicklung ab. Lohnzurückhaltung ist nicht nur von Bedeutung, weil sie zur Begrenzung der Risiken für die Preisstabilität beiträgt, sondern weil sie darüber hinaus das Beschäftigungswachstum fördert. Hier gibt es angesichts der laufenden Lohnverhandlungen einen gewissen Anlass zur Sorge.

Auch die Finanzpolitik im Euroraum kann dazu beitragen, dass die günstigen Aussichten für ein inflationsfreies Wachstum gewahrt bleiben. In diesem Zusammenhang ist es entscheidend, dass sich die betreffenden Mitgliedstaaten strikt an ihre Verpflichtung halten, bis 2003/04 ausgeglichene Haushalte zu erreichen. Es gilt, den eingeschlagenen Weg der Haushaltskonsolidierung weiter zu beschreiten und sorgsam darauf zu achten, dass die mittelfristigen Pläne streng eingehalten und die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Verfahren rigoros umgesetzt werden.

Die erwartete wirtschaftliche Erholung sollte als ideale Gelegenheit gesehen werden, die Bemühungen zur Umsetzung umfangreicher Strukturreformen bei den öffentlichen Ausgaben und Einnahmen sowie an den Güter-, Arbeits- und Finanzmärkten zu verstärken. Die Staats- und Regierungschefs haben dieses Ziel bei ihrem jüngsten Treffen in Barcelona bestätigt und bekräftigt. Die konsequente Umsetzung solcher Reformen könnte das Wachstumspotenzial und die Beschäftigung im Euroraum dauerhaft steigern. Die bisherigen Verbesserungen der Funktionsweise der Märkte haben zusammen mit Lohnzurückhaltung zu einem kräftigen Beschäftigungswachstum und einer erheblichen Verringerung der Arbeitslosigkeit beigetragen. Es liegt daher zweifelsohne im gemeinsamen Interesse aller Länder, die in Lissabon beschlossenen und jüngst in Barcelona bestätigten Vorhaben konsequent umzusetzen.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Artikel. Der erste Artikel befasst sich mit der Wirkungsweise automatischer fiskalischer Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet, der zweite analysiert die Rolle des Eurosystems bei Zahlungs- und Verrechnungssystemen und der dritte beschreibt die anstehenden Änderungen in der Geld- und Bankensstatistik des Eurogebiets.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

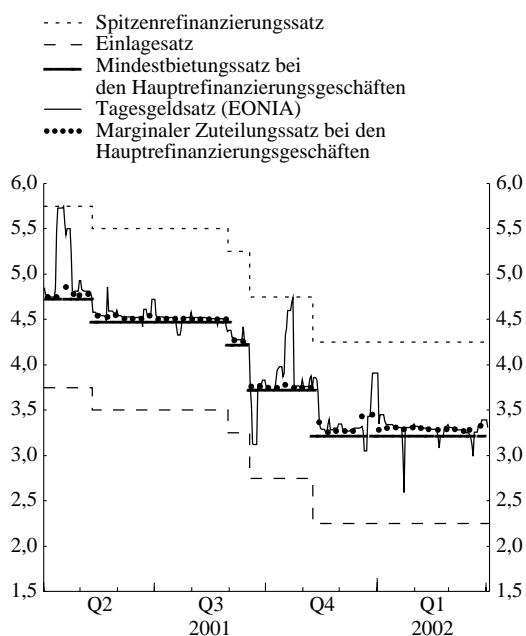
Auf seiner Sitzung am 4. April beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zins-tender durchgeführt werden, bei 3,25 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 4,25 %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

Verlangsamung des M3-Wachstums im Februar

Die Jahreswachstumsrate von M3 ging im Februar 2002 auf 7,4 % zurück, verglichen mit 7,9 % im Januar. Dadurch verringerte sich auch der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 von 8,0 % im Zeitraum von November 2001 bis Januar 2002 auf 7,8 % in der Zeit von Dezember 2001 bis Februar 2002 (siehe Abbildung 2).

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

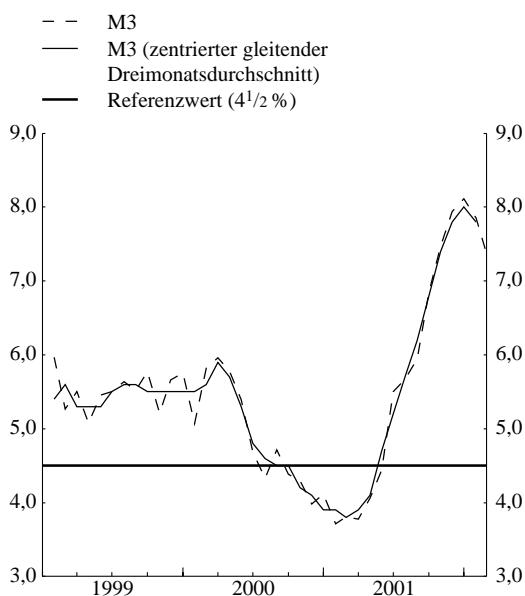


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bereinigt um alle von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente.

Die jährlichen Zuwachsraten von M3 verharrten in den vergangenen Monaten auf einem hohen Stand. Ursache hierfür waren vor allem Portfolioumschichtungen zugunsten von in M3 enthaltenen Aktiva in den Monaten nach den Terroranschlägen in den Vereinigten Staaten, in denen die Unsicherheit an den Finanzmärkten zu einer stark erhöhten Nachfrage nach kurzfristigen liquiden Anlageformen führte. Allerdings schwächte sich die kürzerfristige Dynamik von M3 im Januar und Februar dieses Jahres deutlich ab. Im Februar lag das Wachstum der Geldmenge M3 im Vormonatsvergleich bei null, und die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate ging auf 6,9 % zurück, verglichen mit 8,6 % im Januar 2002 und 9,2 % im Dezember vergangenen Jahres. Wenngleich die kurzfristige Geldmengenentwicklung nicht überbewertet werden sollte, könnte die Abschwächung der monetären Dynamik als Anzeichen für eine anhaltende Normalisierung des Geldmengenwachstums im Euroraum gewertet werden,

was auch mit dem steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve und dem allmählichen Abklingen der extrem hohen Unsicherheit an den internationalen Aktienmärkten in Einklang steht.

Insgesamt scheinen die jüngsten Daten die Einschätzung zu stützen, dass die zum Jahresende 2001 zu beobachtende starke Dynamik von M3 auf vorübergehende Faktoren im Zusammenhang mit der erwähnten weltweiten Unsicherheit zurückzuführen war. Daher deutet der in diesem Zeitraum verzeichnete starke Aufbau von Liquidität bisher nicht auf eine Gefährdung der Preisstabilität hin. Diese Beurteilung wird auch von dem seit Ende 2000 zu beobachtenden anhaltend rückläufigen Trend bei der Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor gestützt. Überschussliquidität könnte jedoch dann zu einem Problem werden, wenn es zu einer konjunkturellen Erholung im Eurogebiet kommt. Daher könnte eine Neubeurteilung der monetären Entwicklung erforderlich werden, falls es in den nächsten Monaten nicht zu einer weiteren Rückführung des starken Liquiditätsaufbaus kommt.

Die im Februar beobachtete Abschwächung des M3-Wachstums war auf eine gemäßigte Entwicklung bei allen Hauptkomponenten dieser Geldmenge zurückzuführen. Die jährliche Veränderungsrate des Bargeldumlaufs fiel im Februar auf -28,5 %, verglichen mit -27,2 % im Vormonat (siehe Tabelle I). Gleichzeitig ging auch das Jahreswachstum der täglich fälligen Einlagen von 13,1 % im Januar auf 12,9 % im Februar zurück. Dies hatte zur Folge, dass die jährliche Wachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 im Februar auf 6,0 % (gegenüber 6,4 % im Vormonat) sank. Die Entwicklung des Bargeldumlaufs im Berichtsmonat wurde stark durch Faktoren beeinflusst, die mit dem Parallelumlauf zweier Währungen zusammenhingen. Daher sollte sie nur mit äußerster Vorsicht beurteilt werden. Der Abbau der Bargeldbestände im Februar wurde wohl durch einen weiteren Rückfluss von Banknoten aus dem Ausland beeinflusst sowie durch die anhaltende Auflösung von Beständen der Vorgängerwährungen des Euro durch Ansässige im Euroraum, die sich außerdem für eine zurückhaltendere Euro-Banknotenhaltung entschieden haben könnten. Zusammenfassend kann gesagt werden,

Tabelle I

Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	2,5	3,8	5,4	5,9	5,4	6,4	6,0
<i>darunter: Bargeldumlauf</i>	-3,2	-7,5	-18,5	-19,4	-32,3	-27,2	-28,5
<i>darunter: Täglich fällige Einlagen</i>	3,7	6,1	10,3	11,1	13,0	13,1	12,9
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	4,4	4,9	5,8	5,8	7,2	6,9	6,4
M2	3,5	4,4	5,7	5,9	6,3	6,7	6,2
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	10,3	16,3	20,9	21,9	19,7	15,6	14,8
M3	4,4	5,9	7,6	7,9	8,1	7,9	7,4
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)							
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	3,1	2,2	2,8	3,2	3,4	2,9	2,9
Kredite an öffentliche Haushalte	5,4	5,6	5,2	5,4	5,3	5,3	5,2
<i>darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte</i>	-5,3	-1,9	-0,5	-0,0	0,1	1,7	2,2
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	-1,3	-1,4	-0,8	-0,3	-1,1	-1,8	-0,8
<i>darunter: Buchkredite an den privaten Sektor</i>	8,8	7,8	6,9	6,9	6,8	6,3	6,0
	8,2	7,4	6,5	6,6	6,1	5,7	5,6

Quelle: EZB.

dass es noch zu früh ist, endgültige Schlussfolgerungen über die künftige Entwicklung des Bargeldumlaufs auf der Grundlage der Erfahrungen während des Parallelumlaufs zu ziehen, da in dieser Zeit der Umstellungs- und Anpassungsprozess an die neuen Banknoten und Münzen durch die Wirtschaftsakteure stattfand.

Bei den übrigen Komponenten von M3 verringerte sich die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) von 6,9 % im Januar auf 6,4 % im Februar. Darin spiegelte sich ein Rückgang der jährlichen Zuwachsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren von 4,0 % im Januar auf 2,4 % im Februar wider. Im Gegensatz dazu erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten in diesem Zeitraum von 8,9 % auf 9,7 %.

Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente ging von 15,6 % im Januar auf 14,8 % im Februar zurück. Diese Verlangsamung könnte dahingehend interpretiert werden, dass frühere Portfolioumschichtungen hin zu M3 ein Ende erreicht haben und möglicherweise eine Umkehr dieser Entwicklung eingesetzt hat.

Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor leicht rückläufig

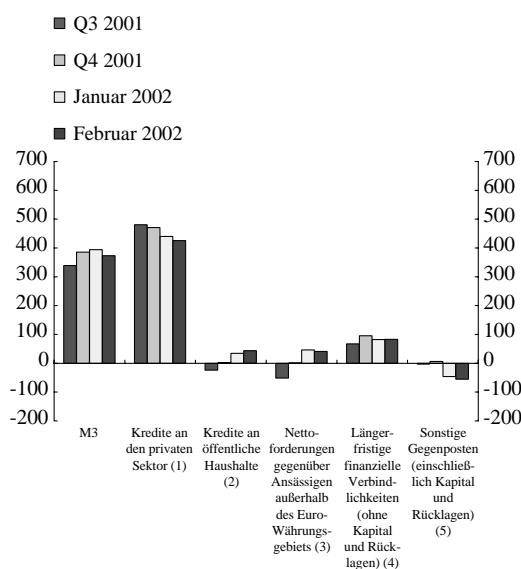
Die jährliche Wachstumsrate der Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet lag im Februar 2002 bei 5,2 % und war damit gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert. Dahinter verbargen sich allerdings gegenläufige Entwicklungen bei den Hauptkomponenten dieser Position. Einerseits stieg die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an öffentliche Haushalte im Februar weiter auf 2,2 % an, verglichen mit 1,7 % im Januar. Andererseits war die jährliche Zuwachsrate der Kredite an den privaten Sektor erneut rückläufig und lag bei 6,0 %, nachdem sie im Vormonat 6,3 % betragen hatte (siehe Tabelle 1). Das jährliche Wachstum der Buchkredite an

den privaten Sektor war mit 5,6 % ebenfalls niedriger als im Januar. Allerdings hat sich der Rückgang dieser Jahreswachstumsrate in den letzten Monaten etwas verlangsamt, was darauf zurückgeführt werden könnte, dass die konjunkturelle Abkühlung ein Ende erreicht hat, während die Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig sind.

Die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) belief sich im Februar auf 2,9 %. Nach einem Tiefstand im August 2001 war bei dieser Position bis zum Jahresende eine Erholung zu verzeichnen. Trotz des steileren Verlaufs der Zinsstrukturkurve wurde diese Erholung jedoch anscheinend in den letzten Monaten unterbrochen. Ursächlich hierfür dürften die Bedenken der Anleger hinsichtlich der zukünftigen Ratings der längerfristigen Schuldverschreibungen der MFIs und der relativ geringe Finanzierungsbedarf der MFIs sein (siehe den folgenden Abschnitt).

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.

Anmerkung: Bereinigt um alle von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen marktfähigen Finanzinstrumente.

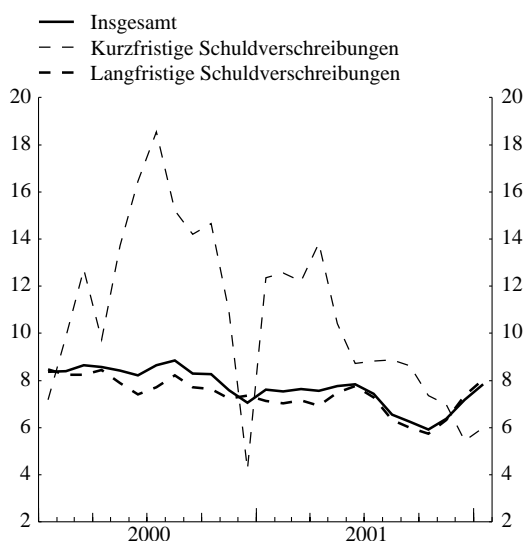
$M3 = (1) + (2) + (3) - (4) + (5)$.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Gebietsfremden gingen im Februar im dritten Monat in Folge zurück, und zwar nicht saisonbereinigt um 15,3 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis Februar erhöhten sich diese Forderungen um 41,0 Mrd €, gegenüber 46,5 Mrd € in den zwölf Monaten bis Januar (siehe Abbildung 3).

Im Januar weiter steigende Emission von Schuldverschreibungen

Die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Januar 2002 weiter auf 7,8 %, verglichen mit 7,2 % im Dezember 2001. Dieser Entwicklung lag ein Anstieg der Jahreswachstumsraten des Umlaufs an langfristigen und kurzfristigen Schuldverschreibungen im Januar zugrunde, und zwar um jeweils 0,6 Prozentpunkte auf 8,0 % bzw. 6,0 % (siehe Abbildung 4).

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.

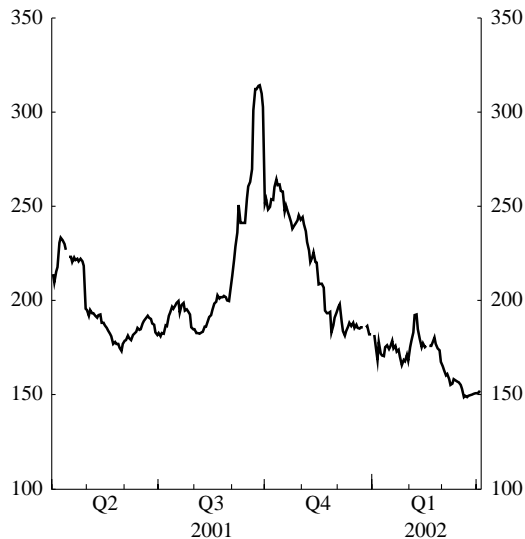
Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass bei der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen ein Anstieg von 6,5 % im Dezember 2001 auf 7,1 % im Januar 2002 zu verzeichnen war. Gleichzeitig entfielen im Berichtsmonat 94,9 % des Bruttoabsatzes auf diese Schuldverschreibungen, also deutlich mehr als im Vormonat (92,7 %).

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 von 5,6 % im Dezember 2001 auf 5,0 % im Januar 2002. Dies könnte im Zusammenhang mit der geringeren Nachfrage seitens der Anleger angesichts der Herabstufung von Schuldverschreibungen des MFI-Sektors – insbesondere von Hypothekendarlehen – gestanden haben. Es war jedoch keine Vergrößerung des Abstands der Renditen dieser Wertpapiere gegenüber Staatsanleihen festzustellen; dies hing möglicherweise mit einem geringeren Angebot seitens der MFIs aufgrund eines eher begrenzten Finanzierungsbedarfs zusammen, der wiederum durch eine relativ starke Zunahme kurzfristiger Einlagen und eine gedämpfte Kreditnachfrage bedingt war (siehe Tabelle 1).

Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen stieg von 18,0 % im Dezember 2001 auf 20,5 % im Januar 2002 an. Die umfangreichen Emissionen von Schuldverschreibungen dieses Sektors sowie das rückläufige jährliche Wachstum der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum Ende 2001 und der Rückgang der Eigenfinanzierung von Unternehmen aufgrund gedämpfter Gewinne weisen darauf hin, dass bei der Unternehmensfinanzierung eine gewisse Substitution anderer Finanzierungsformen durch Unternehmensanleihen stattgefunden hat. Außerdem war nach September 2001 eine erhebliche Verringerung der Renditeabstände von Unternehmensanleihen zu beobachten, was möglicherweise Kapitalgesellschaften auch dazu veranlasste,

Abbildung 5
Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet

(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.
 Anmerkung: Die Renditeabstände der Unternehmensanleihen werden als Differenz zwischen Renditen sieben- bis zehnjähriger Unternehmensanleihen und Renditen sieben- bis zehnjähriger Staatsanleihen berechnet.

vermehrt Anleihen zu begeben. So war zwischen September 2001 und Januar 2002 eine Verringerung der Renditeabstände langfristiger Unternehmensanleihen mit BBB-Rating um etwa 100 Basispunkte zu verzeichnen (siehe Abbildung 5).

Das jährliche Wachstum des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen war nach wie vor hoch und beschleunigte sich von 41,2 % im Dezember 2001 auf 42,5 % im Januar dieses Jahres. Die rege Emissionstätigkeit dieses Sektors, zu dem Zweckgesellschaften zählen (z. B. Tochtergesellschaften, die ausschließlich für den Erwerb und die Finanzierung spezifischer Vermögenswerte zuständig sind), lässt sich u. a. mit der zunehmenden Bedeutung der Verbriefung von Kreditforderungen im Euroraum erklären.

Im öffentlichen Sektor war ein deutlicher Anstieg der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen von 2,8 % im Dezember 2001

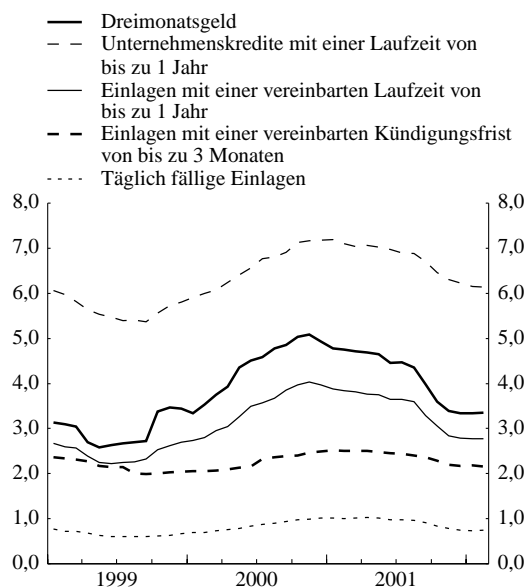
auf 4,0 % im Januar 2002 zu beobachten. Darin kam die ungünstigere Entwicklung der Haushaltslage im Euroraum zum Ausdruck. Parallel dazu blieb die jährliche Zuwachsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen, die von sonstigen öffentlichen Haushalten begeben wurden, auf einem sehr hohen Stand; sie erhöhte sich von 23,1 % im Dezember 2001 auf 24,5 % im Januar 2002.

Im Februar stabile Kurzfristzinsen und steigende Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken blieben in den ersten beiden Monaten dieses Jahres nahezu unverändert, was der weitgehend stabilen Entwicklung der kurzfristigen Marktzinsen nach dem Jahreswechsel zu verdanken war (siehe Abbildung 6). Allerdings lagen viele kurzfristige Zinssätze im Kundengeschäft im Februar 2002 deutlich

Abbildung 6
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.

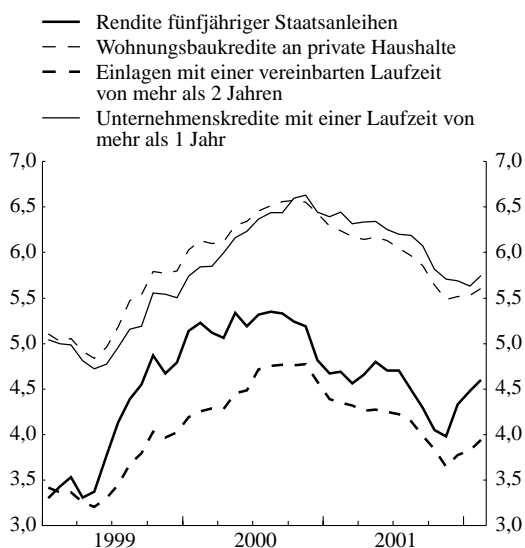
unter dem Niveau von Anfang 2001. So waren beispielsweise der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr und jener für kurzfristige Unternehmenskredite um mehr als 100 Basispunkte zurückgegangen, was nur geringfügig unter dem im gleichen Zeitraum beobachteten Rückgang der Geldmarktsätze für Dreimonatsgeld (um etwa 140 Basispunkte) lag. Demgegenüber sank die durchschnittliche Verzinsung der täglich fälligen Einlagen und der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten zwischen Jahresbeginn 2001 und Februar 2002 deutlich geringer, worin die insgesamt schleppende Anpassung dieser Zinssätze an veränderte Marktbedingungen zum Ausdruck kommt.

Die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken stiegen im Februar 2002 im Vormonatsvergleich um rund 10 Basispunkte, nachdem sich die Staatsanleiherenditen seit Ende 2001 erhöht haben (siehe Abbildung 7). Von November 2001, als die Staatsanleiherenditen zu steigen begannen, bis Februar 2002 zog die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um ungefähr 60 Basispunkte an. Im gleichen Zeitraum wurde jedoch beim durchschnittlichen Zinssatz für langfristige Unternehmenskredite und jenem für Wohnungsbaukredite an private Haushalte ein Anstieg um lediglich rund 5 bzw. 10 Basispunkte verzeichnet. Aufgrund dieser Starrheit der Kreditzinsen der Banken verringerte sich der Abstand zwischen den langfristigen Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken und den Staatsanleiherenditen im Februar erheblich. Darin dürfte sich teilweise das Nachlassen der Bonitätsbedenken bei der Kreditvergabe widerspiegeln haben, das anhand der Verringerung der Renditeabstände von Investment-Grade-Unternehmensanleihen mit schlechterer Bewertung deutlich wurde (siehe Abbildung 5).

Gleichzeitig erhöhte sich der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren zwischen November 2001 und Februar 2002 um rund 30 Basispunkte, was darauf hindeutet, dass sich die Entwicklung der Kapitalmarkt-

Abbildung 7 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.

sätze rasch in den langfristigen Terminalsätzen niederschlug.

Anstieg der Geldmarktzinsen im März

Nachdem die Geldmarktzinsen im Verlauf des Februar weitgehend unverändert geblieben waren, setzten sie ihren trendmäßigen Anstieg im März wieder fort. Diese Zunahme war bei den längeren Laufzeiten ausgeprägter, was zur Folge hatte, dass die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt eine erheblich stärkere (positive) Steigung aufwies. Darüber hinaus stiegen auch die Kurzfristzinsen, die in den Preisen für Terminkontrakte zum Ausdruck kommen, in diesem Zeitraum an.

Der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz bewegte sich zwischen Ende Februar und dem 3. April 2002 um ein Niveau, das leicht über dem für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Mindestbietungssatz von 3,25 % lag. Eine geringe Volatilität war lediglich am 23. März, dem Ende der Min-

Kasten

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. März 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	27.02.2002	13.03.2002	127,0	51,0	2,5	350	3,25	3,29	3,30
HRG	06.03.2002	18.03.2002	127,2	67,0	1,9	378	3,25	3,29	3,30
HRG	13.03.2002	27.03.2002	90,4	41,0	2,2	341	3,25	3,27	3,28
HRG	18.03.2002	04.04.2002	107,6	69,0	1,6	309	3,25	3,28	3,29
LRG	28.02.2002	30.05.2002	47,0	20,0	2,4	210	-	3,32	3,33

Quelle: EZB.

Der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte bewegten sich in engen Bandbreiten von 3,27 % bis 3,29 % bzw. 3,28 % bis 3,30 %. Die Differenz zwischen den beiden Sätzen betrug in allen vier Hauptrefinanzierungsgeschäften lediglich 1 Basispunkt. Das Verhältnis der Summe der Gebote zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,6 und 2,5.

Der EONIA lag im Verlauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode meist bei rund 3,30 %. Gegen Ende der Erfüllungsperiode ging er jedoch zurück, da die Liquiditätsausstattung als reichlich eingeschätzt wurde. Er sank unter den Mindestbietungssatz und erreichte am Donnerstag, dem 21. März, einen Tiefstand von 2,99 %.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

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

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	174,8	0,1	+174,7
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	114,6	-	+114,6
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	60,0	-	+60,0
Ständige Fazilitäten	0,2	0,1	+0,1
Sonstige Geschäfte	-	-	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	386,7	429,3	-42,6
Banknotenumlauf	-	283,3	-283,3
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	54,2	-54,2
Nettosition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	386,7	-	+386,7
Sonstige Faktoren (netto)	-	91,8	-91,8
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			132,1
(d) Mindestreserve-Soll			131,3

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Am Freitag, dem 22. März, dem letzten Geschäftstag der Erfüllungsperiode, stieg der EONIA dann wieder auf 3,26 %, da die Marktteilnehmer allmählich feststellten, dass die Liquiditätslage in der Tat beinahe neutral war.

Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode endete mit einer Netto-Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 0,6 Mrd €, die sich aus einer Netto-Inanspruchnahme in Höhe von 0,3 Mrd € am Freitag, dem 22. März, und einer ebenso hohen Inanspruchnahme am Samstag, dem 23. März, ergab. Die Überschussreserven, also die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten in Höhe von 132,1 Mrd € und dem durchschnittlichen Mindestreserve-Soll in Höhe von 131,3 Mrd €, beliefen sich auf 0,8 Mrd €. Sie waren damit etwas höher als sonst, was vermutlich damit zusammenhängt, dass die Mindestreserve-Erfüllungsperiode an einem Samstag endete.

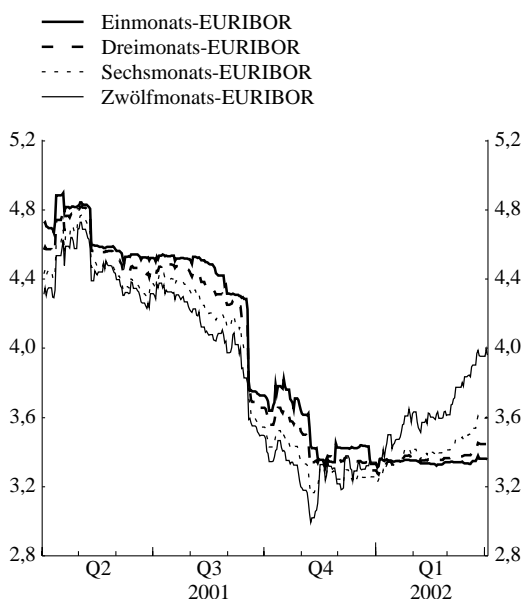
Die liquiditätsabschöpfenden autonomen Faktoren, d. h. die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren, entzogen dem Bankensystem in der Erfüllungsperiode Liquidität in Höhe von durchschnittlich 42,6 Mrd € (Posten (b) in der Tabelle oben). Die zusammen mit den Tenderankündigungen veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 35,8 Mrd € und 48,1 Mrd €. Mitte der Mindestreserve-Erfüllungsperiode wich die veröffentlichte Schätzung am stärksten von den Ist-Zahlen ab (1,7 Mrd €). Die geringeren Abweichungen der Schätzungen von den Ist-Zahlen im Vergleich zur vorangegangenen Erfüllungsperiode, als die maximale Abweichung 7,8 Mrd € betrug, sind ein Anzeichen dafür, dass sich die durch die Bargeldumstellung verursachten Probleme bei der Vorausschätzung des Banknotenumlaufs in dieser Erfüllungsperiode kaum noch auswirkten.

destreserve-Erfüllungsperiode (siehe Kas-
ten 1), sowie am 28. März 2002 zu verzeich-

nen, wobei Letztere auf den üblichen Effekt
am Quartalsende zurückzuführen war, wenn
die Kreditinstitute ihre Bilanzen anpassen.

Abbildung 8 Kurzfristzinsen im Euro- Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Bei den im März und Anfang April dieses
Jahres abgewickelten Hauptrefinanzierungs-
geschäften des Eurosystems lagen der margi-
nale und der durchschnittliche Zuteilungssatz
meist nur leicht über dem für diese Geschäfte
geltenden Mindestbietungssatz. Die Zwei-
wochen-Geldmarktsätze verharrten im Zeit-
raum zwischen Ende Februar und dem 3. April
auf einem Stand, der geringfügig über dem
Mindestbietungssatz lag.

Der Einmonats- und der Dreimonats-
EURIBOR stiegen während dieses Zeitraums
um 2 bzw. 7 Basispunkte auf 3,36 % bzw.
3,44 % am 3. April (siehe Abbildung 8). Bei
dem am 28. März abgewickelten längerfristi-
gen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems
entsprachen der marginale und der durch-
schnittliche Zuteilungssatz mit 3,40 % bzw.
3,42 % weitgehend dem zu diesem Zeitpunkt
verzeichneten Dreimonats-EURIBOR. Damit
lagen sie 8 bzw. 9 Basispunkte über den ent-
sprechenden Sätzen bei dem am 28. Februar

abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft.

Der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR erhöhten sich zwischen Ende Februar und dem 3. April um 18 bzw. 35 Basispunkte auf 3,59 % bzw. 3,96 % am letztgenannten Datum. Aufgrund dieser Entwicklung nahm die Steigung der Zinsstrukturkurve, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, im Berichtszeitraum deutlich von 27 auf 60 Basispunkte zu.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2002 zum Ausdruck kommen, stiegen im Verlauf des März ebenfalls stark an. Die Zinssätze, die aus den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2002 abgeleitet werden, erhöhten sich im Zeitraum zwischen Ende Februar und dem 3. April um 18, 32 und 40 Basispunkte und lagen am 3. April bei 3,61 %, 3,95 % bzw. 4,32 %.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im März stark gestiegen

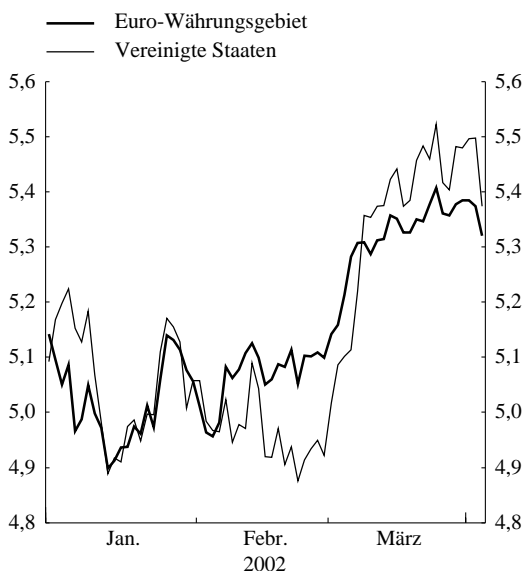
Angesichts gestiegener Wachstumserwartungen nahmen die durchschnittlichen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet zwischen dem 28. Februar und dem 3. April um rund 20 Basispunkte auf zuletzt etwa 5,3 % zu (siehe Abbildung 9). In den Vereinigten Staaten stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im selben Zeitraum um rund 45 Basispunkte und erreichten am 3. April einen Stand von etwa 5,4 %. Damit kehrte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet wieder ins Positive und betrug am 3. April rund 5 Basispunkte.

In den Vereinigten Staaten erhöhten sich die Staatsanleiherenditen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg, wobei der Anstieg am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve

Abbildung 9

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. Seit dem 1. Januar 2001 enthalten die Angaben für das Euro-Währungsgebiet auch die Daten zu Griechenland.

am ausgeprägtesten war. Die starke Zunahme der Zinssätze war hauptsächlich auf eine positive Neueinschätzung der kurzfristigen Konjunkturaussichten seitens der Marktteilnehmer zurückzuführen. Zu dieser Neubewertung dürfte auch die optimistischere Erklärung der amerikanischen Notenbank im Anschluss an die Sitzung des Offenmarktausschusses vom 19. März beigetragen haben. Die veränderte Einschätzung der Marktteilnehmer spiegelte sich in einer deutlich steileren Zinsstrukturkurve am kurzen Ende wider. So vergrößerte sich beispielsweise der Abstand zwischen den Zweijahres- und Dreimonatssätzen zwischen dem 28. Februar und dem 3. April um rund 55 Basispunkte. Neben der Erwartung eines konjunkturellen Aufschwungs und entsprechend steigenden Kurzfristzinsen wurden auch die Markterwartungen hinsichtlich der langfristigen Wachstumsaussichten leicht nach oben korrigiert; dies schlägt sich in einem leichten Anstieg der Rendite indexgebundener Anleihen im Zehn-

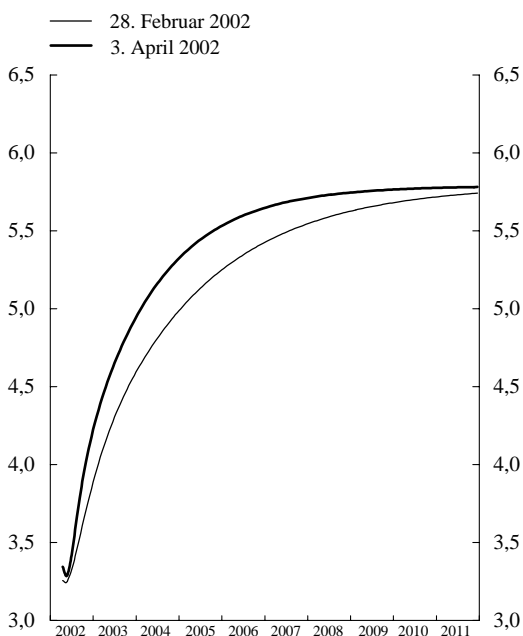
jahresbereich im selben Zeitraum nieder. Gleichzeitig nahmen auch die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer zu. Im Besonderen erhöhte sich die anhand der Differenz zwischen den nominalen Renditen zehnjähriger Anleihen und den Renditen zehnjähriger indexgebundener Anleihen errechnete zehnjährige Breakeven-Inflationsrate zwischen dem 28. Februar und dem 3. April um rund 45 Basispunkte. Die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der langfristigen US-Anleiherenditen, die in der impliziten Volatilität zum Ausdruck kommt, welche aus den Preisen für Optionen auf Treasury-Terminkontrakte abgeleitet wird, stieg im selben Zeitraum leicht von 7,6 % auf einen Stand von 8,2 % am 3. April.

In Japan fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen dem 28. Februar und dem 3. April um rund 15 Basispunkte auf etwa 1,4 %. Nachdem die japanische Zentralbank Ende Februar angekündigt hatte, dass sie ihren Direkterwerb von langfristigen Staatsanleihen von monatlich 800 Mrd JPY auf 1 Billion JPY erhöhen wird, gerieten die Anleiherenditen im März unter Abwärtsdruck.

Im Euro-Währungsgebiet wie auch in den Vereinigten Staaten fiel der Anstieg bei den Staatsanleiherenditen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am stärksten aus. Da die Dreimonatssätze im März weitgehend unverändert blieben, erhöhte sich die Differenz zwischen den Zweijahres- und Dreimonatssätzen zwischen Ende Februar und dem 3. April um rund 25 Basispunkte. Gleichzeitig nahm die Differenz zwischen den Zehnjahres- und Zweijahressätzen leicht ab. Die Entwicklungen der Zinsstrukturkurve im März lassen darauf schließen, dass die Marktteilnehmer nun verstärkt mit höheren Kurzfristzinsen rechnen. Diese neue Einschätzung zeigte sich auch in einem Buckel im Verlauf der impliziten Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet zwischen Ende Februar und dem 3. April, der bei den mittleren Laufzeiten am stärksten ausgeprägt war (siehe Abbildung 10).

Abbildung 10 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.

Die im März zu beobachtende Entwicklung an den Staatsanleihemärkten im Euro-Währungsgebiet war offensichtlich teilweise darauf zurückzuführen, dass die Marktteilnehmer die kurzfristigen Wachstumsperspektiven für den Euroraum vor dem Hintergrund abklingender Unsicherheit über den künftigen Konjunkturverlauf optimistischer einschätzten. Unterstützt wird diese Auffassung durch die Entwicklung der impliziten Volatilität zehnjähriger deutscher Staatsanleihen, die aus den Preisen für Optionen auf Terminkontrakte auf Bundesanleihen abgeleitet wird, sowie durch den zwischen Ende Februar und dem 3. April 2002 verzeichneten leichten Anstieg der Renditen zehnjähriger indexgebundener Staatsanleihen. Darüber hinaus verstärkten sich die Inflationserwartungen wieder und die Breakeven-Inflationsrate, die sich aus den indexierten (an den HVPI des Eurogebiets ohne

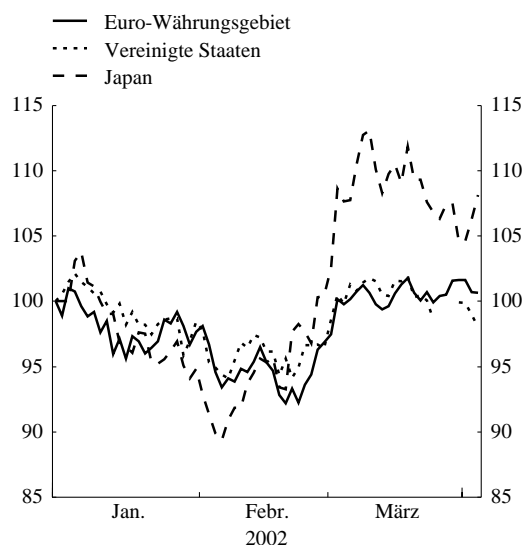
Tabakwaren gekoppelten) französischen Staatsanleihen errechnet, erhöhte sich von Ende Februar bis zum 3. April um rund 20 Basispunkte. Dabei ist allerdings zu beachten, dass möglicherweise vorhandene zeitvariable Risikoprämien sowie eine Reihe anderer bekannter Einschränkungen die Interpretation der Entwicklung der Renditen indexierter Staatsanleihen und der Breakeven-Inflationsraten erschweren (siehe den Kasten „Die Ableitung langfristiger Inflationserwartungen für das Eurogebiet aus vom französischen Schatzamt begebenen indexgebundenen Anleihen“ auf Seite 18 ff. im Monatsbericht vom Februar 2002).

Leichter Anstieg der Aktienkurse im März bei rückläufiger Volatilität

Vor dem Hintergrund sich verbessernder Wachstumsaussichten für die Weltwirtschaft war bei den Aktien des Eurogebiets, der Ver-

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

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

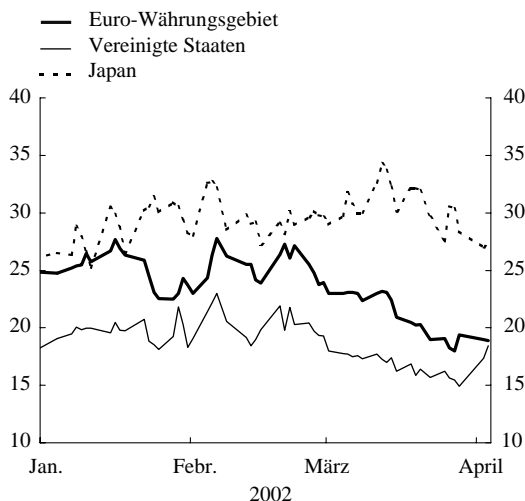


Quelle: Reuters.

Anmerkungen: Dow-Jones-Euro-STOXX-(Aktienkurs-)Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan. Seit dem 1. Januar 2001 enthalten die Angaben für das Euro-Währungsgebiet auch die Daten zu Griechenland.

Abbildung 12 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.

einigten Staaten und Japans – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, dem Standard-&-Poor's-500-Index und dem Nikkei 225 – zwischen Ende Februar und dem 3. April 2002 allgemein ein Kursanstieg zu beobachten (siehe Abbildung 11). Analog dazu nahm die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern, gemessen an der impliziten Aktienkursvolatilität, die für das Euro-Währungsgebiet von Optionen auf den Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index und für die Vereinigten Staaten und Japan von den oben genannten Indizes abgeleitet wird, im selben Zeitraum ab (siehe Abbildung 12).

In den Vereinigten Staaten erhöhte sich der Standard-&-Poor's-500-Index zwischen Ende Februar und dem 3. April 2002 um rund 1 %. Hinter dem insgesamt begrenzten Anstieg der Aktienkurse verbargen sich im genannten Zeitabschnitt allerdings deutliche Schwankungen. Anfang März sorgten eine Reihe besser als erhofft ausgefallener Wirtschafts-

meldungen sowie die Einschätzung am Markt, dass die amerikanische Notenbank offenbar immer fester von einer unmittelbar bevorstehenden Erholung der Konjunktur überzeugt war, für optimistischere Markterwartungen. Später wirkten sich dann Sorgen über möglicherweise bald ansteigende Kurzfristzinsen sowie über die bei einer Reihe von Unternehmen schwächer als erwartet ausgefallenen Gewinnmeldungen insgesamt negativ auf die Aktienkurse aus. Die von Optionen auf den Standard-&-Poor's-500-Index abgeleitete Aktienkursvolatilität fiel auf einen Stand, der rund 3 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre lag.

Der technologieorientierte Nasdaq-Composite-Index wies zwischen Ende Februar und dem 3. April 2002 ein Plus von rund 3 % auf. Dahinter verbargen sich offenbar positivere Erwartungen seitens der Marktteilnehmer mit Blick auf die Ertragsaussichten der Unternehmen in diesem Sektor, der zu Jahresbeginn am stärksten von den Bedenken über die Verlässlichkeit der veröffentlichten Unternehmensgewinne betroffen war.

In Japan legte der Nikkei 225 zwischen Ende Februar und dem 3. April 2002 um fast 5 % zu. Dem Anstieg der Aktienkurse dürften bessere Perspektiven für die japanische Exportwirtschaft zugrunde liegen, die auf die Bekanntgabe positiver gesamtwirtschaftlicher Daten im Zusammenhang mit der Wiederbelebung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten zurückzuführen sind. Gleichzeitig könnte das bevorstehende Ende des japanischen Fiskaljahres die Aktienkurse gestützt haben. Gegen Ende März wurde das Aktienkursniveau allerdings offenbar durch Befürchtungen über eine mögliche Verschiebung der

Strukturreformen durch die japanische Regierung belastet. Vor diesem Hintergrund ging die von Optionen auf den Nikkei 225 abgeleitete implizite Aktienkursvolatilität zwischen Ende Februar und dem 3. April 2002 um rund 2 Prozentpunkte zurück und lag zuletzt nahe beim Durchschnittswert der vergangenen beiden Jahre.

Im Euro-Währungsgebiet stieg der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index zwischen Ende Februar und dem 3. April 2002 um 4 % an. Darin dürften sich – gestützt auf verschiedene Veröffentlichungen gesamtwirtschaftlicher Daten – positivere Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Konjunkturaussichten für das Eurogebiet widerspiegeln. Eine sektorale Aufschlüsselung zeigt, dass diejenigen Teilbereiche, die empfindlicher auf Konjunkturschwankungen zu reagieren schienen und von den Aktienkursrückgängen im Januar sowie über weite Strecken im Februar am stärksten betroffen waren – in erster Linie der Finanz-, Industrie- und Technologiesektor sowie der zyklische Konsumgüterbereich – im März 2002 die größten Zuwächse verzeichneten. Insbesondere die Automobilbranche wurde durch Marktprognosen beflügelt, wonach in den nächsten zwei Jahren mehr Autos verkauft werden sollen, während der Telekommunikationssektor von einem durch Unternehmen dieses Sektors angekündigten Schuldenabbau profitierte. In diesem Umfeld war die vom Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index abgeleitete implizite Volatilität der Aktienkurse von Ende Februar bis zum 3. April 2002 deutlich rückläufig und fiel auf einen Stand, der fast 6 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der letzten beiden Jahre lag.

2 Preisentwicklung

Teuerungsrate nach dem HVPI im Februar 2002 wie erwartet zurückgegangen; Angaben für März weisen jedoch nicht auf einen weiteren Rückgang hin

Nachdem sich die Jahresteuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet im Januar 2002 aufgrund von Sonderfaktoren auf 2,7 % erhöht hatte, ging sie im Februar erwartungsgemäß zurück, und zwar auf 2,4 % (siehe Tabelle 2). Diese Verlangsamung war vor allem auf die rückläufigen jährlichen Veränderungsraten der volatilen Komponenten des HVPI, d. h. der Preise für unverarbei-

tete Nahrungsmittel und Energie, zurückzuführen, doch auch bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln war die Teuerungsrate leicht rückläufig. Die Jahresrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie verharrte im Februar 2002 unverändert bei 2,6 %. In Anbetracht des jüngsten globalen Ölpreisanstiegs dürfte die Inflationsrate im März 2002 nicht weiter gefallen sein, wie dies aus der Vorausschätzung von Eurostat hervorgeht, derzufolge die HVPI-Inflation bei 2,5 % lag. Da jedoch noch keine detaillierten Angaben zum HVPI für März vorliegen, wird sich dieser Abschnitt in erster Linie mit der Preisentwicklung bis Ende Februar beschäfti-

Tabelle 2

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 März
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	1,1	2,3	2,5	3,1	2,5	2,2	.	2,4	2,1	2,0	2,7	2,4	2,5
<i>darunter:</i>													
Waren	0,9	2,7	2,5	3,5	2,4	1,8	.	2,1	1,6	1,7	2,5	2,1	.
Nahrungsmittel	0,6	1,4	4,6	5,0	5,2	4,8	.	5,2	4,6	4,7	5,6	4,9	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	0,9	1,1	2,9	2,8	3,4	3,5	.	3,5	3,5	3,5	3,8	3,3	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	0,0	1,7	7,2	8,5	8,0	6,9	.	7,7	6,4	6,5	8,4	7,2	.
Industrieerzeugnisse	1,0	3,4	1,5	2,7	1,0	0,3	.	0,5	0,1	0,2	0,9	0,8	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	0,7	1,1	1,4	1,0	1,6	.	1,5	1,6	1,7	1,7	1,9	.
Energie	2,4	13,3	2,8	7,3	1,2	-4,1	.	-2,7	-5,0	-4,5	-1,7	-2,8	.
Dienstleistungen	1,5	1,7	2,5	2,5	2,5	2,8	.	2,8	2,7	2,8	3,0	3,0	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	-0,4	5,5	2,1	3,6	1,4	-1,0	.	-0,7	-1,3	-1,1	-0,9	-1,1	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,3	1,1	.	2,5	2,3	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ³⁾	0,9	1,4	.	0,0	0,1	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,3	2,5	.	2,4	2,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	2,2	3,4	3,2	3,0	3,5	3,1	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	17,1	31,0	27,8	31,7	29,0	22,4	24,6	23,8	21,7	21,5	22,6	23,5	27,9
Rohstoffpreise ⁶⁾	-5,9	16,7	-7,6	-3,0	-10,4	-15,6	-3,3	-19,3	-15,1	-12,3	-6,2	-3,7	0,0

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 März 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 Ende Dezember 1998. Gewichtet nach den Rohstoffimporten aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

gen und abschließend einen Blick auf die mögliche künftige Entwicklung werfen.

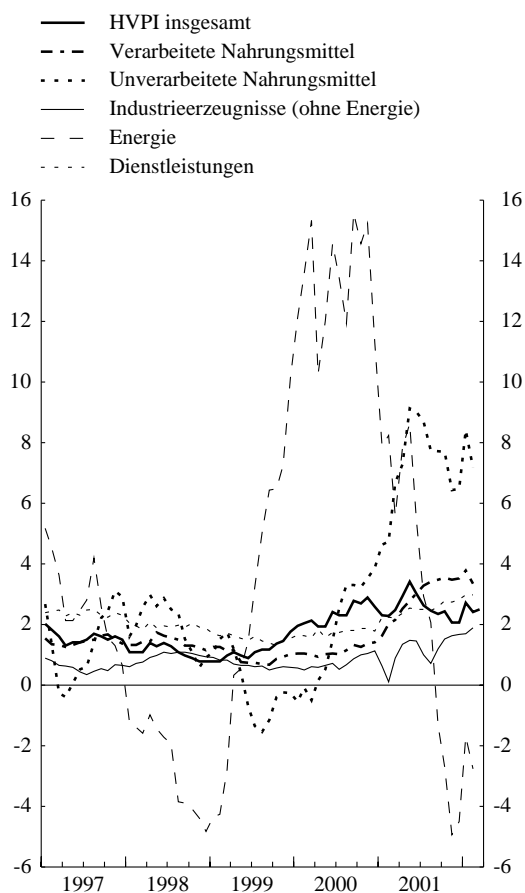
Nach einem kräftigen Anstieg im Januar 2002, der zum Großteil auf die ungünstige Witterung zurückzuführen war, fiel die jährliche Teuerungsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Februar um 1,2 Prozentpunkte auf 7,2 % (siehe Abbildung 13). Dieser Rückgang hing teilweise mit einem Basiseffekt infolge der stark gestiegenen Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel (besonders für Fleisch) im Februar 2001 zusammen, doch auch in saisonbereinigter Rechnung gingen die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Februar 2002 zurück. Insbesondere spielte eine Rolle, dass die Gemüsepreise im Februar allmählich wieder sanken, nachdem die strenge winterliche Witterung in einigen Ländern des Euroraums abgeklungen war. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrsmonat waren sie jedoch nach wie vor relativ hoch. Die jährliche Änderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel, die im Januar vor allem aufgrund von Anhebungen der Tabaksteuer auf 3,8 % angestiegen war, ging im Februar 2002 wieder auf 3,3 % zurück, was in erster Linie durch einen Basiseffekt bedingt war.

Im Vorjahrsvergleich sanken die Energiepreise im Februar 2002 um 2,8 %, verglichen mit einem Rückgang um 1,7 % im Vormonat. Diese Verringerung der Jahresrate war ausschließlich auf einen Basiseffekt im Zusammenhang mit dem kräftigen Anstieg der Energiepreise im Februar 2001 zurückzuführen; gegenüber dem Vormonat sind die Energiepreise im Februar 2002 sogar leicht gestiegen. Die Energiepreise bewegen sich nun seit Dezember 2001 nach oben, was auf die Erhöhung von Energiesteuern und insbesondere auch auf den Ölpreisanstieg seit Mitte Dezember 2001 zurückzuführen ist. Im März 2002 lag der Ölpreis bei 27,9 € je Barrel und damit rund 19 % höher als einen Monat zuvor, was zu einem Anstieg der jährlichen Veränderungsrate der Energiepreise im März geführt haben dürfte.

Abbildung 13

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.

Bei den Dienstleistungspreisen verharrte die jährliche Steigerungsrate im Februar 2002 unverändert bei 3,0 %. Gegenüber dem Vormonat stiegen die Dienstleistungspreise im Februar 2002 in saisonbereinigter Rechnung um 0,2 % an; ihre Entwicklung entsprach damit dem in diesem Monat in den Jahren 1995 bis 2001 durchschnittlich verzeichneten Preisanstieg. Bei einigen bestimmten Dienstleistungen (z. B. in Gaststätten und Cafés), deren Preise im Januar 2002 wahrscheinlich infolge der Euro-Bargeldumstellung und der witterungsbedingten Verteuerung der Nahrungsmittel gegenüber dem Vormonat vergleichsweise stark angestiegen waren,

scheint im Februar 2002 eine Normalisierung der Preisentwicklung eingesetzt zu haben. Die Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) lagen im Februar 1,9 % über den Preisen im entsprechenden Vorjahrsmonat; verglichen mit Januar 2002 hat sich die jährliche Teuerungsrate damit um 0,2 Prozentpunkte erhöht. Die neu eingeführte Erfassung von saisonalen Preisnachlässen in den HVPI-Daten für Spanien und Italien (siehe Kasten 4, „Anwendung zusätzlicher Harmonisierungsregeln für den HVPI im Januar 2002“ im Monatsbericht vom März 2002) könnte zu einer Veränderung des saisonalen Verlaufsmusters des Preisindex für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) geführt haben, wodurch die aktuelle Analyse dieses Indikators erschwert wird. Der jüngst verzeichnete Anstieg der Jahresrate dieses Indexes sollte daher nicht als Anzeichen eines Preisauftriebs, beispielsweise verursacht durch die Euro-Bargeldumstellung, gewertet werden. In der Gesamtbetrachtung gibt es nach wie vor keine Anzeichen dafür, dass die Bargeldumstellung einen anhaltenden Aufwärtsdruck auf die Preise insgesamt ausgeübt hat.

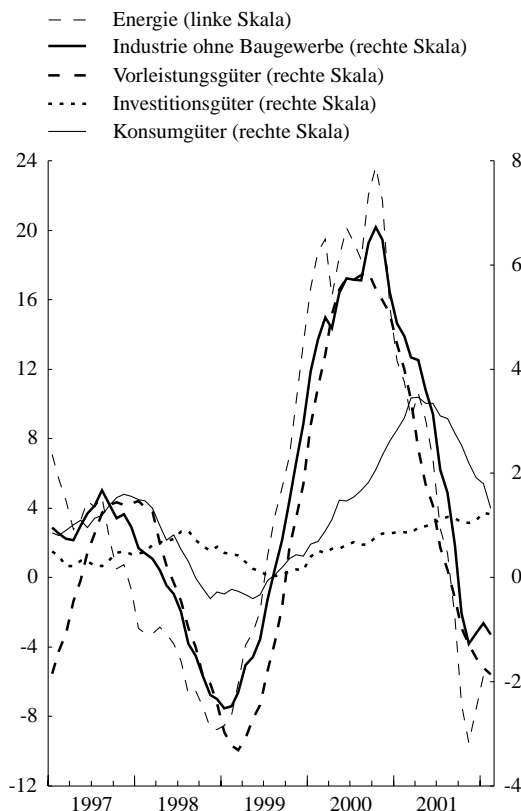
Entwicklung der Erzeugerpreise im Februar 2002 nach wie vor verhalten

Die industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet gingen im Februar 2002 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 1,1 % zurück, verglichen mit einer Verringerung um 0,9 % im Januar (siehe Abbildung 14). Dieser weitgehend den Erwartungen entsprechende Rückgang vom Februar war in erster Linie auf Basiseffekte früherer Preisanstiege zurückzuführen. Darüber hinaus war auch bei einigen Komponenten des Erzeugerpreisindex ein leichter Rückgang zu verzeichnen. Insgesamt blieb die Entwicklung der Erzeugerpreise im Februar 2002 weiterhin verhalten.

Das Sinken der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise insgesamt war auf Rückgänge in allen Komponenten mit Ausnahme der Preise für Investitionsgüter zurückzuführen, die im Vorjahresvergleich unverändert blieben. Die

Abbildung 14 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

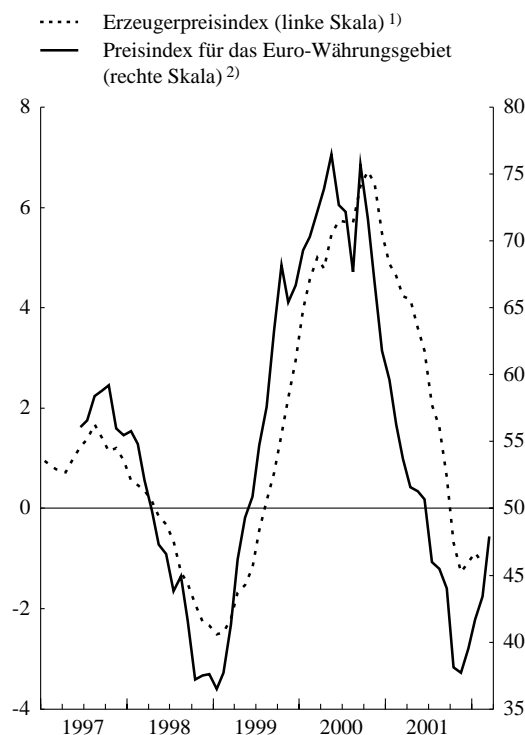
Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.

Jahresrate der Energiepreise ging im Februar 2002 um 0,1 Prozentpunkte auf -5,7 % zurück. Hinter dieser Entwicklung verbirgt sich jedoch ein weiterer Anstieg des Energiepreisniveaus, der mit den von Januar bis Februar verzeichneten Ölpreissteigerungen in Einklang steht. Die Preise für Vorleistungsgüter nahmen im Februar 2002 im Vergleich zum Vorjahr um 1,9 % ab, gegenüber einem entsprechenden Rückgang um 1,7 % im Januar. Der Anstieg der Jahresänderungsrate der Konsumgüterpreise verlangsamte sich im Februar 2002 erneut, und zwar auf 1,3 %, gegenüber 1,8 % im Vormonat. Diese Entwicklung steht in Einklang mit der Einschätzung, dass sich die indirekten Auswirkungen der vergangenen Importpreissteigerungen weiter abschwächen.

Hinsichtlich der aus Umfragen gewonnenen Indikatoren zur Entwicklung der Erzeugerpreise deutet der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet aus der Reuters-Umfrage zum Purchasing Managers' Index darauf hin, dass sich der bei den Erzeugerpreisen verzeichnete Abwärtstrend im März 2002 nicht fortgesetzt haben dürfte (siehe Abbildung 15). Obwohl der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet für März erneut einen Indexwert von unter 50 aufwies, ging er weiter nach oben, was wohl auf die jüngsten Entwicklungen der Rohstoff- und insbesondere der Ölpreise zurückzuführen sein dürfte.

Abbildung 15 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.

Im vierten Quartal 2001 langsames Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde

Nach der ersten Schätzung von Eurostat lag die Jahreswachstumsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe im vierten Quartal 2001 bei 3,1 %, verglichen mit 3,5 % im dritten Quartal. Im Jahr 2001 insgesamt belief sich die Steigerung der Gesamtarbeitskosten pro Stunde auf 3,2 % und lag somit 0,2 Prozentpunkte unter der entsprechenden Rate von 3,4 % für das Jahr 2000. In früheren Monatsberichten wurde jedoch bereits darauf hingewiesen, dass die Interpretation dieser Angaben derzeit durch geänderte Lohnzahlungspraktiken in einem Land des Euroraums erschwert wird. Andere Indikatoren der Arbeitskostenzunahme – wie beispielsweise die Tariflöhne – deuten trotz einer weiter moderaten Entwicklung sowohl für das vierte Quartal 2001 als auch für das Gesamtjahr 2001 auf einen leichten Lohnanstieg hin.

Beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet liegen für das vierte Quartal 2001 noch keine Daten vor. Vom zweiten bis zum dritten Quartal verharrte die Jahresrate dieses Indikators bei 2,4 %. Die Jahresänderungsrate der Arbeitsproduktivität war im selben Zeitraum zwar leicht gestiegen, blieb aber auf niedrigem Niveau, worin sich die konjunkturelle Abschwächung widerspiegelt. Aufgrund der unveränderten Steigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer und des Anstiegs der Arbeitsproduktivitätsrate verlangsamte sich das jährliche Wachstum der Lohnstückkosten zwischen dem zweiten und dritten Quartal 2001 um 0,2 Prozentpunkte auf 2,3 %.

Erwarteter Inflationsrückgang möglicherweise weniger stark als ursprünglich angenommen

Wie bereits erwartet wurde die Preisentwicklung insgesamt in den ersten Monaten des Jahres 2002 im Wesentlichen durch eine Reihe spezifischer Faktoren, die teilweise

zu Preisschwankungen führten, beeinflusst. Nach den vorläufigen Angaben für März zu schließen dürfte der plötzliche Anstieg der Ölpreise die Volatilität der Inflationsrate erhöht haben. Betrachtet man die nähere Zukunft, so wird zwar für die nächsten Monate ein Inflationsrückgang auf unter 2 % hauptsächlich aufgrund starker Basiseffekte infolge der Entwicklung der Preise für Nahrungsmittel

und Energie im vergangenen Jahr erwartet. Dieser Rückgang könnte aber weniger stark ausfallen als zunächst angenommen. Auf längere Sicht dürfte der von der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ausgehende Aufwärtssdruck auf die Preise zwar gedämpft bleiben, doch beruhen die Inflationsaussichten weiterhin wesentlich auf der Annahme einer fortgesetzt moderaten Lohnentwicklung.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Rückläufige Wirtschaftstätigkeit im Schlussquartal 2001

Laut den ersten von Eurostat veröffentlichten Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Schlussquartal 2001 ging die Wirtschaftstätigkeit im Euro-

Währungsgebiet zurück. Dies war der erste Rückgang seit 1993. Nach diesen vorläufigen Schätzungen sank das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im Euroraum im Quartalsvergleich um 0,2 %, nachdem es im dritten Vierteljahr 2001 um 0,2 % (von 0,1 % nach oben korrigiert) zugenommen hatte (siehe

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	0,6	0,5	0,1	0,2	-0,2
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,2	2,8	0,9	2,3	1,7	1,1	0,8	-0,1	0,7	-0,1	0,3	-0,1	-0,2
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	1,9	2,1	1,8	0,8	0,6	0,4	0,3	0,5
Bruttoanlageinvestitionen	5,5	4,4	-0,2	3,4	1,8	0,3	-1,1	-1,9	0,0	-0,2	-0,6	-0,3	-0,8
Vorratsveränderungen ^{3),4)}	-0,2	0,0	-0,5	0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,9	0,4	-0,7	0,1	-0,1	-0,2
Außenbeitrag ³⁾	-0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	0,0	0,6	-0,2	0,3	0,0
Exporte ⁵⁾	5,3	12,2	3,4	12,2	8,6	5,6	1,8	-1,8	2,8	0,0	-0,5	-0,4	-0,9
<i>darunter:</i> Waren	4,9	12,5	3,2	12,3	9,1	4,9	1,8	-2,3	2,8	0,3	-1,1	-0,2	-1,3
Importe ⁵⁾	7,2	10,9	1,8	11,1	6,9	4,4	0,2	-3,7	3,0	-1,6	0,1	-1,3	-1,1
<i>darunter:</i> Waren	6,9	11,5	1,4	12,9	7,5	4,3	-0,7	-4,8	3,1	-2,2	0,0	-1,7	-1,1
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,2	-0,1	-0,6	-1,1	-0,6	-0,8	-0,6	-0,4	-0,5	-1,3	-0,1	1,3	-0,3
Industrie	1,1	4,0	0,7	3,6	2,7	1,1	0,5	-1,3	0,5	1,0	-1,0	-0,1	-1,2
Dienstleistungen	3,2	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.

Tabelle 3). Im Vorjahrsvergleich verringerte sich die Wachstumsrate weiter, und zwar von 1,4 % im dritten auf 0,6 % im vierten Quartal. Dies bestätigt den Eindruck eines immer schwächer werdenden Wachstums im Laufe des letzten Jahres. Die negative vierteljährliche Veränderungsrate im Schlussquartal 2001 ist vor allem auf den Lagerabbau zurückzuführen, während sich die inländische Endnachfrage und der Außenbeitrag wachstumsneutral auswirkten. Ferner zeigt eine Aufschlüsselung nach Verwendungskomponenten, dass die privaten Konsumausgaben im Quartalsvergleich zwar mit +0,1 % weiterhin zunahm, allerdings nach wie vor nur geringfügig. Wie schon in den ersten drei Quartalen des letzten Jahres ging die Investitionstätigkeit im letzten Vierteljahr zurück. Mit einem Minus von 0,8 % gegenüber dem Vorquartal wies sie den stärksten Rückgang seit 1996 auf. Die Exporte verringerten sich im Quartalsvergleich um 0,9 % und die Importe um 1,1 %, sodass der Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum bei null lag.

Im Gesamtjahr 2001 betrug das reale BIP-Wachstum 1,5 % und lag damit deutlich unter

der Wachstumsrate des Vorjahrs von 3,4 %. Der geringere Anstieg im letzten Jahr war der schwachen inländischen Endnachfrage und dem erheblichen Lagerabbau zuzuschreiben. Im selben Zeitraum wurde die verhaltenere Zunahme der Exporte, die auf die gedämpfte Auslandsnachfrage zurückzuführen war, durch eine noch ausgeprägtere Abschwächung des Importwachstums ausgeglichen. Der Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum wies daher weiterhin ein positives Vorzeichen auf und blieb gegenüber dem Jahr 2000 weitgehend unverändert.

Hinweise auf eine Belebung zur Jahreswende

Ausschlaggebend für die Konjunkturschwäche im letzten Jahr war vor allem die Entwicklung in der Industrie. In Übereinstimmung mit der jüngsten deutlichen Aufhellung der Stimmung im verarbeitenden Gewerbe lassen sich jedoch Anzeichen für eine Erholung der Industrieproduktion zur Jahreswende erkennen. Die Erzeugung in der Industrie (ohne Baugewerbe) im Euro-Währungsgebiet sank

Tabelle 4
Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

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

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.

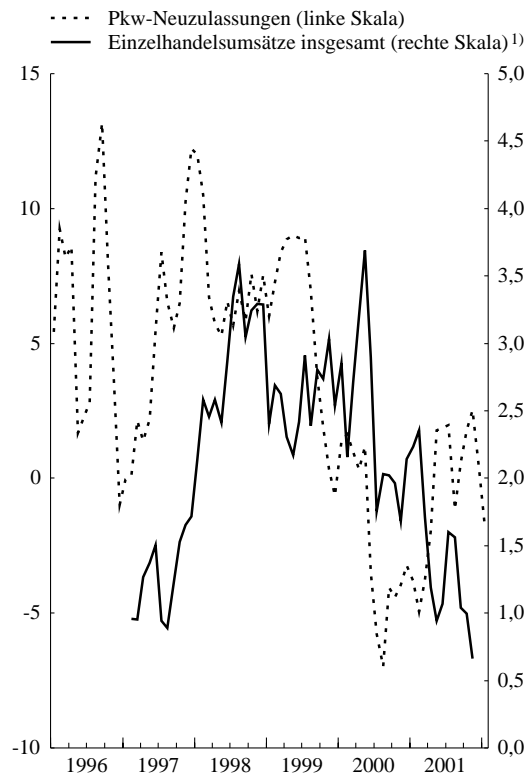
1) Verarbeitendes Gewerbe ohne Kokerei und Mineralölverarbeitung, jedoch einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (ohne Energie).

im Schlussquartal 2001 um 1,8 % gegenüber dem Vierteljahr zuvor, nachdem sie im dritten Quartal bereits um 0,5 % abgenommen hatte (siehe Tabelle 4). Im Vergleich zum Vormonat allerdings nahm sie im Dezember letzten Jahres um 0,4 % zu, und die vorliegenden nationalen Angaben deuten darauf hin, dass sie auch im Januar 2002 gestiegen ist.

Die verfügbaren, auf Indikatoren der privaten Konsumausgaben beruhenden Daten für die Jahreswende 2001/2002 zeichnen weiterhin ein uneinheitliches Bild. Die Einzelhandelsumsätze im Euroraum sanken im Dezember letzten Jahres dem Volumen nach um 0,6 % gegenüber dem Vormonat, nachdem sie im November um 1,2 % zugelegt hatten. Im

Abbildung 16 Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



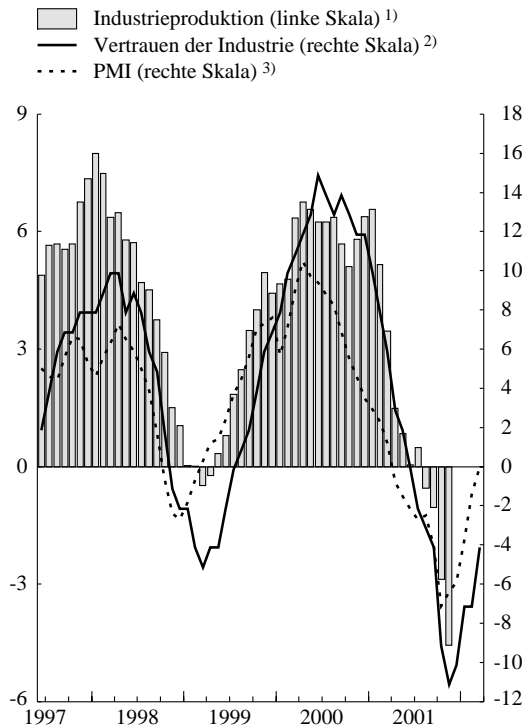
Quellen: Eurostat und ACEA/A.A.A. (European Automobile Manufacturers Association, Brüssel).

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

1) Anhand saisonbereinigter Angaben berechnet.

Abbildung 17 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.

Quartalsvergleich ging das Umsatzvolumen im Einzelhandel im Schlussquartal 2001 um 0,1 % zurück. Die Pkw-Neuzulassungen stiegen im letzten Vierteljahr 2001 mit einer Quartalsrate von 1,7 %. Anschließend brachen die Neuzulassungen im Januar um 4,0 % gegenüber dem Vormonat ein, um dann im Februar wieder geringfügig zuzunehmen. Die genannten Indikatoren zeichnen sich – insbesondere an den Wendepunkten – durch eine hohe Schwankungsanfälligkeit aus, sodass weitere Ergebnisse abgewartet werden müssen, bevor sich deutliche Signale für einen Aufschwung herauskristallisieren (siehe Abbildung 16).

Die jüngsten auf Umfragen beruhenden Indikatoren bestätigen für das erste Quartal des laufenden Jahres einen deutlichen Vertrauensschub im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets. So stieg insbesondere der Purchasing Managers' Index (PMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euroraum im März 2002 mit einem Plus von 1,4 Indexpunkten erneut merklich an, nachdem er bereits im Februar um 2,3 Punkte zugelegt hatte (siehe Abbildung 17). Damit erhöhte sich der Index im fünften Monat in Folge und kehrte erstmals zu der Referenzlinie von 50 Indexpunkten, die ein Nullwachstum signalisiert, zurück, nachdem er seit April letzten Jahres unter dieser Schwelle gelegen hatte. Insgesamt wurde im Verlauf des ersten Quartals 2002 die stärkste vierteljährliche Zunahme verzeichnet, die der seit Juni 1997 vorliegende Einkaufsmanager-Index je aufwies. Wie schon im Vormonat war im März 2002 bei allen PMI-Komponenten eine Verbesserung zu beobachten. Besonders bemerkenswert war dabei die Entwicklung der Teilindizes der Produktion und

des Auftragseingangs, die beide ebenfalls zum fünften Mal hintereinander anstiegen.

Die Zuversicht in der Industrie nahm laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission im März dieses Jahres deutlich zu, nachdem sie im Vormonat unverändert geblieben war (siehe Tabelle 5). Der kumulierte Anstieg des entsprechenden Vertrauensindikators im ersten Quartal 2002 war der stärkste seit 1994 und glich den im Schlussquartal 2001 insgesamt verzeichneten Rückgang aus, sodass der Index wieder auf das Niveau von September 2001 zurückkehrte. Eine Aufgliederung nach den Teilkomponenten des Vertrauensindikators für die Industrie zeigt, dass diese Steigerung im ersten Quartal 2002 vorwiegend der deutlichen Verbesserung der Produktionserwartungen zuzuschreiben war. Auch der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor verzeichnete im März 2002 einen weiteren deutlichen Anstieg. Dies hing vor allem

Tabelle 5
Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet
(saisonbereinigte Daten)

	1999	2000	2001	2001 Q2	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2001 Okt.	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.	2002 Febr.	2002 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.

mit der wesentlich günstigeren Einschätzung des derzeitigen Geschäftsklimas und optimistischeren Erwartungen hinsichtlich der Nachfrageentwicklung zusammen, aber auch mit einer etwas besseren Bewertung der Nachfrage in den letzten Monaten. Im ersten Quartal 2002 stieg der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor insgesamt kräftig an und machte den im Schlussquartal 2001 beobachteten Rückgang teilweise wieder wett. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass im Lauf dieses Jahres mit einer Belebung im Dienstleistungssektor zu rechnen ist.

Im Gegensatz zum Vertrauen in der Industrie und im Dienstleistungssektor blieb die Zuversicht der Verbraucher im März 2002 unverändert, nachdem sie im Februar zugenommen hatte. Im gesamten ersten Quartal stieg der entsprechende Vertrauensindikator leicht an und erreichte, ebenso wie der Vertrauensindikator für die Industrie, wieder das Niveau vom September letzten Jahres. Die stärkeren Schwankungen des Vertrauensindicators für die Verbraucher um die Wendepunkte herum und die uneinheitliche Entwicklung in den letzten Monaten lassen darauf schließen, dass nach wie vor noch eine gewisse Unsicherheit darüber besteht, ob das Verbrauchervertrauen zur Jahreswende die Talsohle erreicht hat.

Insgesamt deuten die jüngsten Angaben zur konjunkturellen Entwicklung und die entsprechenden Umfrageindikatoren darauf hin, dass im Lauf dieses Jahres eine Wachstumsbelebung zu erwarten ist. So lassen sich bereits einige Anzeichen für eine Erholung an der Entwicklung der Industrieproduktion seit

Dezember 2001 erkennen. Die Angaben zu den privaten Konsumausgaben sind allerdings noch durchwachsen. Daher besteht weiterhin eine gewisse Unsicherheit über das Ausmaß des erwarteten Aufschwungs.

Arbeitslosenquote im Februar 2002 unverändert bei 8,4 %

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet lag im Februar dieses Jahres weiterhin bei 8,4 % der Erwerbspersonen und ist somit seit November 2001 unverändert (siehe Tabelle 6). Mit einem Anstieg um weniger als 3 000 blieb die Zahl der Arbeitslosen im Februar gegenüber dem Vormonat weitgehend konstant, verglichen mit einer durchschnittlichen monatlichen Zunahme um 27 000 zwischen September 2001 und Januar 2002. Allerdings ist sie im Vorjahresvergleich im zweiten Monat in Folge gestiegen (um rund 90 000), nachdem im Januar erstmals seit November 1997 eine Zunahme verzeichnet worden war (siehe Abbildung 18).

Nach Altersgruppen betrachtet sank die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen im Februar auf 7,2 % und somit um 0,1 Prozentpunkte verglichen mit der Quote der vorangegangenen zwei Monate (siehe Tabelle 6). Bei den unter 25-Jährigen beträgt die Quote seit Dezember 2001 unverändert 16,8 %. Dahinter verbirgt sich allerdings ein Anstieg der Jugendarbeitslosigkeit im Februar 2002 (um 5 000), wohingegen die Arbeitslosenzahl in der älteren Gruppe erstmals seit April 2001 zurückgegangen ist (um 2 000).

Tabelle 6

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

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

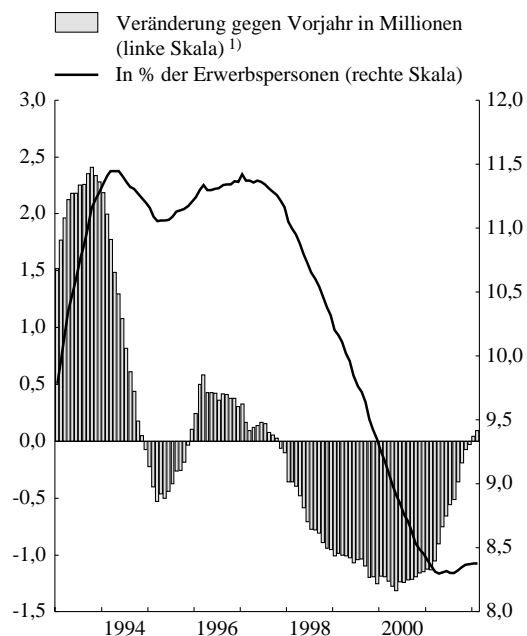
Quelle: Eurostat.

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 18 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 offenbar unverändert

Für das vierte Quartal des vergangenen Jahres liegen noch keine Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zum Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet vor. Nach einer ersten Schätzung auf der Grundlage der verfügbaren nationalen Statistiken dürfte allerdings der vierteljährliche Beschäftigungszuwachs wie schon im dritten Quartal rund 0,1 % betragen haben. Damit ist die jährliche Wachstumsrate im vierten Quartal 2001 voraussichtlich weiter auf etwa 0,8 % gesunken, verglichen mit 2,2 % im Schlussquartal 2000.

Auf sektoraler Ebene liegen für das vierte Quartal 2001 noch keine Angaben vor. Wie bereits im letzten Monatsbericht dargelegt, betraf die Verlangsamung des jährlichen Beschäftigungszuwachses in den ersten drei Vierteljahren des Vorjahres sowohl die Industrie als auch den Dienstleistungssektor (siehe Tabelle 7).

Die aus Umfragen abzulesenden Beschäftigungserwartungen sind im März in den meis-

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	2000	2000	2000	2001	2001	2001	2000	2000	2001	2001	2001
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	1,6	1,6	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,2	0,5	0,6	0,3	0,2	0,1
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-1,4	-2,9	-1,5	-1,6	-0,8	-0,1	-0,6	-1,3	-0,1	0,1	0,1	-0,7	-0,8
Industrie	1,0	0,3	1,0	1,1	1,3	1,2	0,8	0,3	0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,2
Ohne Baugewerbe	1,1	0,0	0,8	1,0	1,3	1,4	0,8	0,2	0,3	0,4	0,2	-0,1	-0,3
Baugewerbe	0,3	1,0	1,6	1,0	1,4	0,8	0,8	0,7	0,3	0,8	-0,3	0,0	0,2
Dienstleistungen	2,2	2,6	2,8	2,8	2,8	2,5	2,1	1,8	0,6	0,7	0,4	0,4	0,4
Handel und Verkehr ³⁾	1,7	2,3	2,8	2,7	2,7	2,1	1,5	1,4	0,6	0,6	0,1	0,3	0,4
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,0	5,5	5,9	6,1	5,4	5,0	4,0	3,1	1,2	1,0	1,1	0,6	0,4
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,4	1,5	1,3	1,4	1,7	1,8	1,7	1,6	0,3	0,5	0,3	0,5	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.

ten Sektoren (d. h. im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor) weiter leicht gestiegen. Dem positiven Trend der letzten Monate war ein anhaltender Rückgang im Jahr 2001 vorausgegangen. Die Umfrage zum Einkaufsmanager-Index vom März deutet für das erste Quartal des laufenden Jahres auf eine verbesserte Beschäftigungsentwicklung im verarbeitenden Gewerbe hin. Dagegen sind die Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe gemäß den Branchenumfragen der Europäischen Kommission im März ge-

sunken. Wenngleich diese Branchenumfragen für den Einzelhandel keine eindeutige Erholung im Berichtsmonat erkennen lassen, sind die Beschäftigungserwartungen für den Dienstleistungssektor insgesamt im vierten Monat in Folge gestiegen. Alles in allem jedoch lassen die Beschäftigungserwartungen und die zeitlich verzögerten Auswirkungen der konjunkturellen Abschwächung weiter darauf schließen, dass der Beschäftigungszuwachs auch zu Beginn dieses Jahres wieder nur gering ausgefallen ist.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Leichter Anstieg des Euro im März und Anfang April 2002

Im März und Anfang April 2002 war das Geschehen an den Devisenmärkten durch etwas ausgeprägtere Bewegungen als in den vorangegangenen Monaten gekennzeichnet. Der Euro konnte leichte Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar verbuchen, während er gegenüber dem japanischen Yen ohne klar erkennbare Tendenz schwankte. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro lag am 3. April knapp über dem Stand von Ende Februar und in etwa auf dem Durchschnittsniveau des vergangenen Jahres.

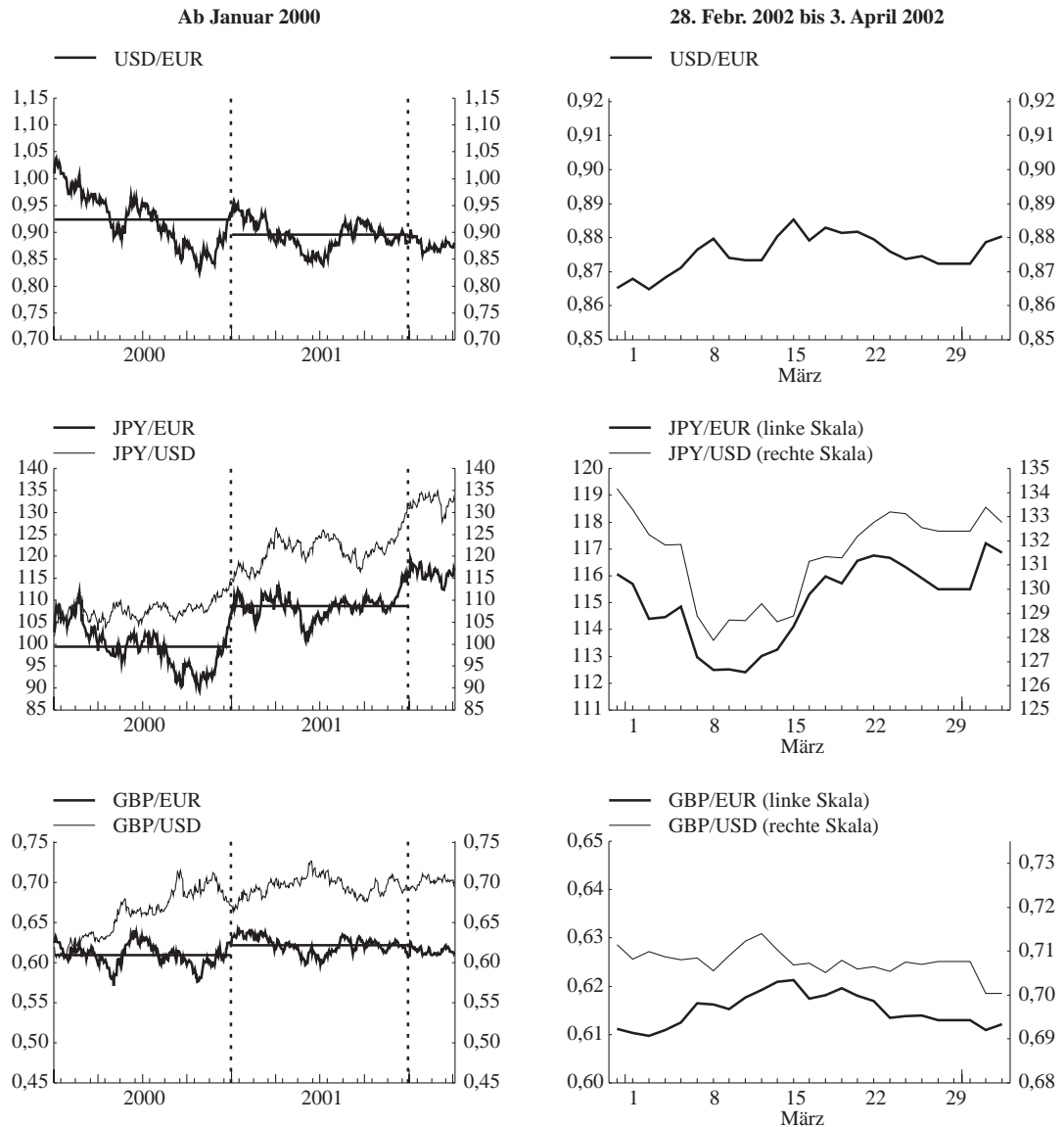
Gegenüber dem US-Dollar gewann der Euro im März zunächst an Boden, stabilisierte sich danach aber weitgehend bei rund 0,88 USD (siehe Abbildung 19). Ausschlaggebend für den Kursanstieg des Euro dürften die sich mehrenden Anzeichen einer konjunkturellen Erholung im verarbeitenden Gewerbe des Eurogebiets gewesen sein, die aber offenbar nur ein Gegengewicht zu einer Reihe gleichzeitig veröffentlichter, überwiegend positiver US-Wirtschaftsdaten bildeten. Andererseits könnte der US-Dollar auch von zeitweise am Markt vorherrschenden Sorgen hinsichtlich der Corporate Governance sowie der Rechnungslegungsstandards in den Vereinigten Staaten beeinflusst worden sein. Hinzu kam, dass die Aussichten für die künftige Entwicklung der US-Leistungsbilanz stärker in den Blickpunkt der Marktteilnehmer rückten. Der

Beschluss des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank vom 19. März, die Zinsen unverändert zu lassen und von einem eher expansiven auf einen neutralen geldpolitischen Kurs umzuschwenken, war allgemein erwartet worden und hatte keine größeren Auswirkungen auf den US-Dollar. Am 3. April notierte der Euro bei 0,88 USD und damit 1,8 % höher als Ende Februar bzw. 1,7 % unter seinem Durchschnittswert im Jahr 2001.

Der japanische Yen, der Anfang März unter dem Einfluss kräftiger Kursgewinne am japanischen Aktienmarkt sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar deutlich zugelegt hatte, stabilisierte sich in der zweiten Märzwoche zunächst, büßte die Gewinne gegen Ende des Berichtszeitraums allerdings allmählich wieder ein (siehe Abbildung 19). Der anschließende Kursrückgang des Yen wurde dadurch ausgelöst, dass die für das japanische Wirtschaftswachstum im letzten Quartal 2001 veröffentlichten Zahlen niedriger als erwartet ausfielen. Er dürfte noch dadurch verstärkt worden sein, dass frühere mit dem Ablauf des japanischen Finanzjahrs zusammenhängende Kapitalzuflüsse zum Teil wieder abflossen. Gegen Ende des Berichtszeitraums trug auch die wachsende Ungewissheit über die wirtschaftlichen Aussichten Japans zu einem Rückgang der Aktienkurse und neu auftretenden Sorgen über den Zustand des japanischen Finanzsystems bei. Am 3. April notierte der Euro bei

Abbildung 19 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



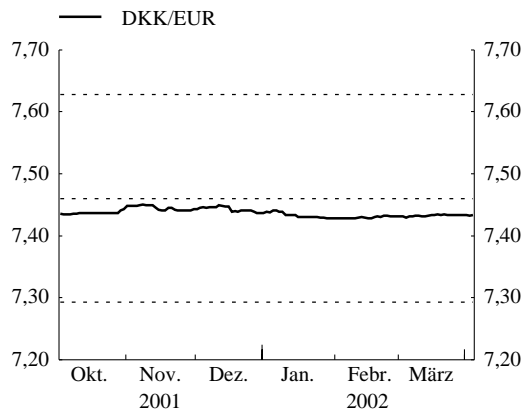
Quelle: EZB.

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

116,9 JPY und somit 0,7 % über seinem Stand von Ende Februar bzw. 7,5 % über seinem durchschnittlichen Niveau im Jahr 2001.

Das britische Pfund schwankte sowohl gegenüber dem Euro als auch dem US-Dollar während des gesamten Berichtszeitraums meist innerhalb einer engen Bandbreite (siehe Abbildung 19). Aufgrund der etwas aufgehellten Konjunkturaussichten in Großbritannien

und der Erwartung, dass die Teuerungsrate auf absehbare Zeit knapp unter dem Ziel von 2½ % verharren würde, beschloss der geldpolitische Ausschuss der Bank von England in seiner Sitzung vom 7. März, die Zinsen unverändert zu belassen. Am 3. April lag der Euro mit 0,61 GBP in der Nähe seines Kurses von Ende Februar und ungefähr 1,6 % unter seinem Durchschnitt im letzten Jahr.

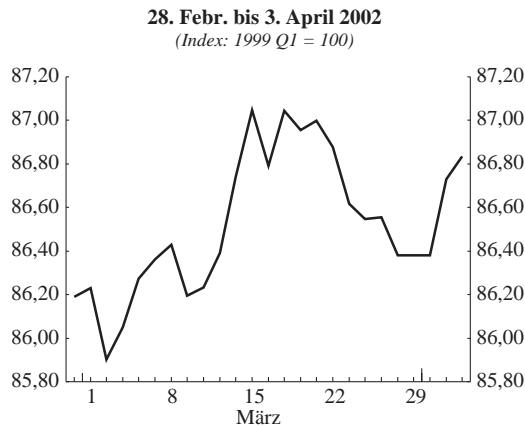
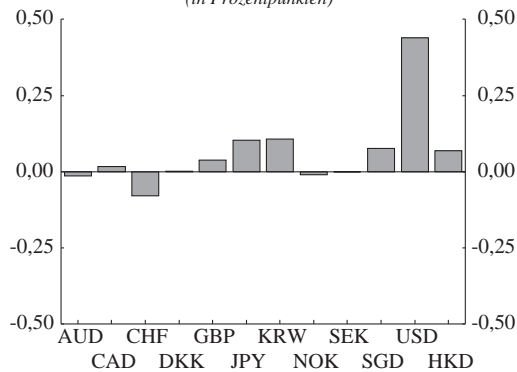
Abbildung 20**Wechselkursentwicklung im WKM II***(Tageswerte)*

Quelle: EZB.

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

Was andere europäische Währungen betrifft, so wurde die dänische Krone nahe an ihrem Leitkurs im WKM II gehandelt (siehe Abbildung 20). Die schwedische Krone setzte ihre Aufwärtsbewegung gegenüber dem Euro fort. Hierzu trug in jüngerer Zeit auch der Beschluss der schwedischen Zentralbank vom 19. März bei, die Zinsen um 25 Basispunkte heraufzusetzen. Gegenüber dem Schweizer Franken, der im März vor dem Hintergrund von Kapitalzuflüssen in „sichere Häfen“, die offenbar mit den zeitweise stark zunehmenden Spannungen im Nahen Osten zusammenhängen, allgemein an Wert gewann, gab der Euro leicht nach.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, erhöhte sich im März und Anfang April 2002 geringfügig (siehe Abbildung 21). Am 3. April lag er 0,7 % über seinem Niveau von Ende Februar und nahe bei seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr (siehe Abbildung 22). Abbildung 22 zeigt außerdem die Entwicklung der nominalen effektiven Wechselkursindizes des US-Dollar und des japanischen Yen gegenüber den Wäh-

Abbildung 21**Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾***(Tageswerte)***Beiträge zu den Veränderungen der effektiven Wechselkurse²⁾***(in Prozentpunkten)*

Quelle: EZB.

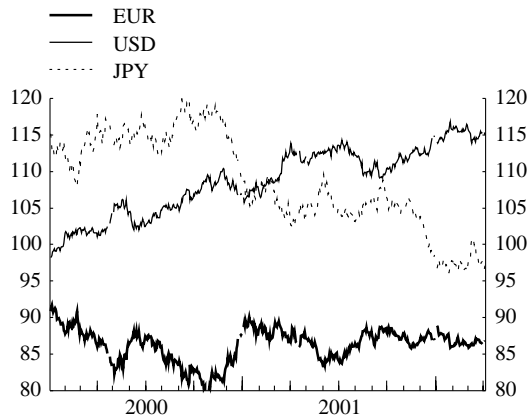
1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber zwölf Partnerländern.

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

rungen zwölf wichtiger Handelspartner des jeweiligen Wirtschaftsraums. Der US-Dollar-Index ging im März nach einer Phase relativer Stabilität in den ersten beiden Monaten dieses Jahres leicht auf einen Wert knapp über dem Jahresdurchschnitt 2001 zurück. Der Index des japanischen Yen dagegen stieg zunächst an und fiel dann wieder, wobei sein Schlussstand am Ende des Berichtszeitraums deutlich unter dem Durchschnittsniveau des vergangenen Jahres lag.

Abbildung 22
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 zwölf Partnerländern.

Leistungsbilanz im Januar 2002
weitgehend ausgeglichen

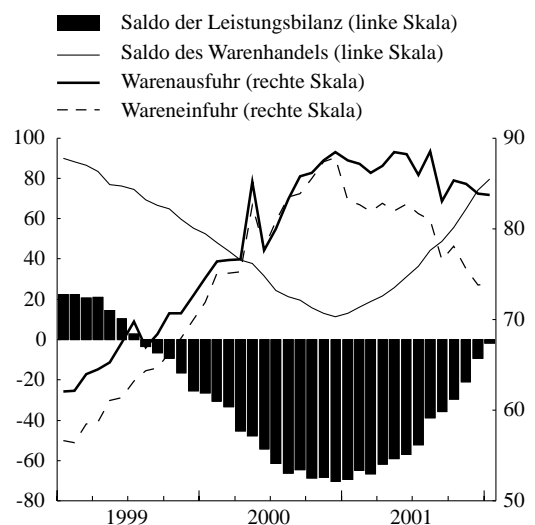
Im Januar 2002 wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ein Defizit in Höhe von 1,5 Mrd € aus; im entsprechenden Vorjahrsmonat hatte es sich noch auf 11,1 Mrd € belaufen (siehe Tabelle 8). Dieser Rückgang des Leistungsbilanzdefizits beruhte darauf, dass sich der Saldo des Warenhandels von einem Defizit in Höhe von 3,9 Mrd € im Januar 2001 in einen Überschuss von 2,1 Mrd € im Januar 2002 umkehrte und der Überschuss bei den laufenden Übertragungen im selben Zeitraum von 2,7 Mrd € auf 5,8 Mrd € stieg. Die Veränderungen in der Dienstleistungsbilanz sowie im Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen waren minimal und gleichen einander größtenteils aus. Die Veränderung des Warenhandelssaldos im Zeitraum Januar 2001 bis Januar 2002 war darauf zurückzuführen, dass die Wareneinfuhren stärker zurückgingen als die Warenausfuhren (um 11,4 % gegenüber 4,4 %).

Die saisonbereinigten Werte für die Warenausfuhren und -einfuhren im Januar 2002 blieben gegenüber dem Vormonat praktisch unverändert, waren allerdings – insbesondere auf der Seite der Einfuhren – etwas niedriger

als in den vorangegangenen Monaten (siehe Abbildung 23). Obgleich der Wechselkurs des Euro in diesem Zeitraum relativ stabil war, ist der geringere Wert der Importe teilweise einem Rückgang der Ölpreise zuzuschreiben. Die Einnahmen und Ausgaben bei den Dienstleistungen stiegen gegenüber den beiden Vormonaten dem Wert nach weiter an und kehrten auf ihr Niveau vom August zurück. Ausschlaggebend für diese Entwicklung ist vermutlich eine teilweise Erholung im internationalen Reiseverkehr, nachdem dieser durch die Ereignisse des 11. September schwer in Mitleidenschaft gezogen worden war (siehe Abbildung 24). Die Verringerung des Defizits bei den laufenden Übertragungen im Januar 2002 lässt sich offenbar durch eine kräftige Zunahme der Einnahmen bei gleichzeitiger Rückgang der Ausgaben erklären, was wiederum den unterschiedlichen Zeitpunkt der Zahlungen von und an die Europäische Kommission abbildet.

Abbildung 23
Saldo der Leistungsbilanz, Saldo
des Warenhandels und Warenausfuhr
bzw. -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.

Die saisonbereinigten Warenausfuhr- und -einfuhrvolumina waren im Dezember 2001 (neuere Angaben liegen noch nicht vor) im Verhältnis zu den Vormonaten weiter rückläufig und trugen damit teilweise zu der jüngsten geringfügigen Abnahme der Ausfuhr- und Einfuhrwerte bei (siehe Tabelle 9 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Die

geographische Aufschlüsselung der Warenhandelsvolumina für den Monat November 2001 (neuere Angaben liegen nicht vor) zeigt, dass das Volumen der Exporte in die Vereinigten Staaten analog zu dem seit Anfang 2001 rückläufigen Trend weiter zurückging und überdies schneller abnahm als das Volumen der Ausfuhr nach Asien. Die Ausfuhr in

Tabelle 8
Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €, nicht saisonbereinigt)

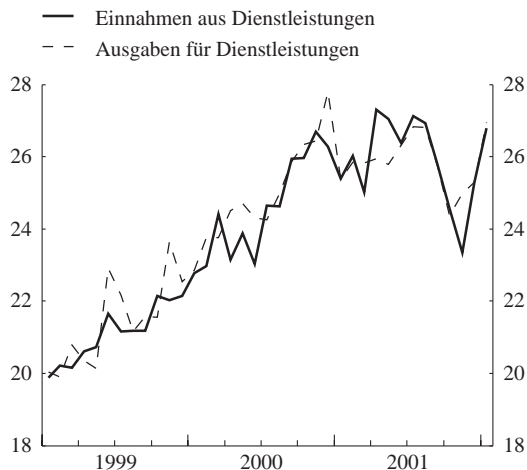
	2001 Jan.	2001 Jan.–Dez.	2001 Nov.	2001 Dez.	2002 Jan.
Saldo der Leistungsbilanz	-11,1	-9,3	2,8	2,9	-1,5
Einnahmen	140,4	1705,7	138,1	142,0	137,7
Ausgaben	151,5	1714,9	135,3	139,1	139,2
Saldo des Warenhandels	-3,9	74,1	9,3	10,4	2,1
Ausfuhr	79,8	1036,5	90,2	81,5	76,3
Einfuhr	83,7	962,4	80,9	71,1	74,2
Saldo der Dienstleistungen	-2,4	1,5	-1,9	-1,1	-2,7
Einnahmen	22,4	310,8	22,3	25,6	23,6
Ausgaben	24,8	309,4	24,2	26,7	26,3
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-7,5	-37,7	0,4	-1,3	-6,7
Saldo der laufenden Übertragungen	2,7	-47,1	-4,9	-5,1	5,8
Saldo der Vermögensübertragungen	1,3	9,4	0,4	1,2	2,5
Saldo der Kapitalbilanz	2,3	-74,8	-15,4	3,7	-37,6
Direktinvestitionen	-9,9	-93,9	7,8	0,6	4,3
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-17,4	-217,1	-13,8	-17,5	-4,8
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-11,6	-128,4	-6,5	-5,7	-6,3
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-5,8	-88,7	-7,3	-11,8	1,5
Im Euro-Währungsgebiet	7,5	123,2	21,6	18,1	9,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	5,1	90,0	11,7	11,6	6,5
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	2,4	33,2	9,9	6,5	2,6
Wertpapieranlagen	-42,8	40,9	11,5	-11,7	-41,3
Dividendenwerte	-21,1	143,8	9,9	9,1	-5,2
Aktiva	-20,7	-94,0	-12,4	-4,9	-14,0
Passiva	-0,4	237,7	22,3	14,0	8,9
Schuldverschreibungen	-21,7	-102,9	1,6	-20,8	-36,1
Aktiva	-16,2	-153,5	-25,6	-1,3	-15,0
Passiva	-5,5	50,6	27,1	-19,5	-21,2
Nachrichtlich					
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-52,7	-53,0	19,3	-11,1	-36,9
Finanzderivate	-4,6	-22,1	-4,0	-0,5	0,6
Übriger Kapitalverkehr	57,2	-17,6	-30,7	9,4	4,0
Währungsreserven	2,4	17,8	0,0	5,9	-5,3
Restposten	7,5	74,7	12,1	-7,7	36,5

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere Tabellen zu den Zahlungsbilanzangaben der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

Abbildung 24
Dienstleistungen – Einnahmen und
Ausgaben des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €, saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

das Vereinigte Königreich blieben unterdessen im gleichen Zeitraum dem Volumen nach nahezu konstant. Was die Einfuhren angeht, so verringerte sich das Volumen der Importe aus den Vereinigten Staaten und Asien weiter, während sich der Rückgang der Einfuhren aus dem Vereinigten Königreich im November 2001 stabilisierte.

Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen im Januar 2002

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen wies die Kapitalbilanz im Januar 2002 Netto-Kapitalabflüsse von 36,9 Mrd € aus (siehe Tabelle 8). Dies war hauptsächlich auf Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 41,3 Mrd € bei

den Wertpapieranlagen zurückzuführen. Die Netto-Kapitalzuflüsse im Bereich der Direktinvestitionen blieben dagegen mit 4,3 Mrd € moderat.

Wie schon im Dezember 2001 waren die Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen im Januar 2002 am stärksten von der Entwicklung bei den Schuldverschreibungen auf der Passivseite geprägt; dort beliefen sich die Netto-Kapitalabflüsse auf insgesamt 21,2 Mrd €. Ansässige außerhalb des Euro-raums führten sowohl ihren Bestand an Anleihen (7,8 Mrd €) als auch an Geldmarktpapieren (13,4 Mrd €) des Euro-Währungsgebiets zurück. Auch die Nettozuflüsse bei den Verbindlichkeiten aus Dividendenwerten fielen mit 8,9 Mrd € etwas geringer aus als in den Monaten zuvor.

Der beobachtete Abbau der Bestände Gebietsfremder an von Ansässigen im Euroraum begebenen Anleihen lässt sich zumindest teilweise mit einer Kapitalrückführung japanischer Investoren erklären. Insbesondere japanische Finanzinstitute und Versicherungsgesellschaften veräußerten vor dem Ende des japanischen Haushaltsjahrs im März 2002 Auslandsanleihen aus der ganzen Welt. Ansässige außerhalb des Eurogebiets verkauften per saldo ebenfalls Geldmarktpapiere des Euro-Währungsgebiets, wie auch bereits mehrfach im Jahresverlauf 2001. Dieser Rückgang der von Gebietsfremden gehaltenen Geldmarktpapiere des Eurogebiets im Januar 2002 könnte mit den sehr umfangreichen Netto-Tilgungen von Geldmarktpapieren des Eurogebiets, die im Dezember 2001 begeben worden waren, in Zusammenhang stehen.

Die Wirkungsweise automatischer fiskalischer Stabilisatoren im Euro-Währungsgebiet

Automatische fiskalische Stabilisatoren sind die Reaktion des Haushalts auf konjunkturelle Schwankungen ohne staatliche Eingriffe. Sind diese Stabilisatoren vorteilhaft ausgestaltet, gestatten sie zeitnahe und symmetrische Korrekturen zur Abfederung von Konjunkturschwankungen. Allerdings lassen sich die Vorzüge automatischer Stabilisatoren nur dann voll ausschöpfen, wenn die Länder gleichzeitig die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen durch eine vernünftige Haushaltslage und einen niedrigen Schuldenstand sichern.

Dieser Aufsatz stellt darauf ab, dass sich fiskalische Stabilisierung und Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen durchaus miteinander vereinbaren lassen. Sie sind zwei sich ergänzende Aspekte einer finanzpolitischen Strategie, die gemäß Stabilitäts- und Wachstumspakt einen mittelfristig nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt anstrebt. In einer derartigen Strategie sollten die nominalen Haushaltsziele, die sich die Mitgliedsländer in ihren Stabilitätsprogrammen stecken, sowohl einen angemessenen mittelfristigen Konsolidierungskurs – bei noch bestehenden Haushaltsungleichgewichten – als auch die Auswirkungen des Konjunkturzyklus widerspiegeln. Es kann statthaft sein, dass die tatsächlichen Ergebnisse von den Zielwerten abweichen, wenn sich darin eine automatische Stabilisierung widerspiegelt, die darauf zurückgeht, dass die Wirtschaftsentwicklung anders verläuft als erwartet. Dennoch müssen solide Finanzierungssalden beibehalten bzw. der grundlegende Konsolidierungskurs weiter verfolgt werden, und übermäßige Defizite sind zu vermeiden.

Eine solche Strategie der Erzielung und Beibehaltung solider Haushaltspositionen, die gleichzeitig eine automatische Stabilisierung zulässt, trägt auch zu einem stabilen und wachstumsfördernden gesamtwirtschaftlichen Umfeld bei. Demgegenüber gibt es erhebliche Zweifel bezüglich der Effektivität von finanzpolitischen Feinsteuervermaßnahmen zur Glättung von Konjunkturschwankungen. Ein entschiedenes finanzpolitisches Einschreiten seitens der Regierung ist allerdings zur strukturellen Korrektur und Konsolidierung der öffentlichen Finanzen vonnöten.

I Die Bedeutung wirtschaftlicher Stabilität

Ein stabiles und vorhersehbares gesamtwirtschaftliches Umfeld trägt zu sozialem und wirtschaftlichem Wohlstand bei. Auf kurze Sicht gesehen bevorzugen die privaten Haushalte wirtschaftliche Stabilität mit kontinuierlicher Beschäftigung und stabilem Einkommen, da ihnen dies die Beibehaltung eines relativ stabilen Konsumverhaltens im Zeitverlauf gestattet. Langfristig betrachtet können große unerwartete Schocks und konjunkturelle Schwankungen dämpfend auf das Wirtschaftswachstum wirken, indem sie beispielsweise die Risiken in Zusammenhang mit Investitionen und Innovationen erhöhen. Ein hochgradig volatiles gesamtwirtschaftliches Umfeld könnte die Menschen veranlassen, auf weniger risikobehaftete (aber womöglich auch weniger erfolgversprechende) Bildungsabschlüsse und berufliche Laufbahnen auszuweichen. Durch die Bewahrung eines stabilen gesamtwirtschaftlichen Umfelds trägt die Wirt-

schaftspolitik so zu Wirtschaftswachstum und Wohlstand bei.

Die Finanzpolitik kann durch das Glätten konjunktureller Schwankungen zur kurzfristigen Stabilität beitragen. Der vorliegende Aufsatz konzentriert sich auf die Wirkungsweise der fiskalischen Stabilisierung und die Frage, wie sich Stabilität am besten erreichen lässt. Die kurzfristige Stabilisierungsfunktion der Finanzpolitik kann für die einzelnen Länder an Bedeutung gewinnen, wenn sie einer Währungsunion beitreten. In einer solchen Union werden die kurzfristigen nominalen Zinsen nicht der Situation eines einzelnen Landes angepasst, sondern richten sich nach den in der Union insgesamt herrschenden Bedingungen. Unter den Instrumenten, die den nationalen Regierungen dann noch zur Verfügung stehen, ist es die Finanzpolitik, die für die kurzfristige Stabilisierung der Bin-

nennnachfrage und Produktion von Bedeutung ist.

Finanzpolitische Maßnahmen sind auch für die langfristige Stabilität der Wirtschaft von Bedeutung. Zielen sie darauf ab, die Konjunktur durch höhere Ausgaben anzukurbeln, kann dies in eine höhere Staatsquote münden, was wiederum zur Folge hat, dass die Steuerlast erhöht oder steigende Defizit- und Schuldenquoten hingenommen werden müssen. Wenn derartige Maßnahmen die Verfügbarkeit von finanziellen Mitteln für den privaten Sektor einschränken und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen aushöhlen, steigen die langfristigen Zinsen und die Wachstumsaussichten verschlechtern sich. Darüber hinaus untergraben anhaltende Defizite die stabilisierende Rolle der öffentlichen Finanzen. Wenn Länder kontinuierlich zusätzliche Verbindlichkeiten eingehen, verlieren ihre Regierungen den Spielraum, der notwendig ist, damit die öffentlichen Finanzen angemessen auf gesamtwirtschaftliche Schwankungen im Verlauf des Konjunkturzyklus reagieren können. In Ländern mit nicht tragbaren Defiziten werden in der Zukunft unvermeidbare und die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigende, umfassende Korrekturen erforderlich sein.

Die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen und die stabilisierende Rolle der Finanzpolitik stehen in engem Zusammenhang. Erwarten die Wirtschaftssubjekte für die Zukunft Pro-

bleme bezüglich der Tragfähigkeit, können sie ihr Verhalten bereits zum heutigen Zeitpunkt ändern und beispielsweise die Investitionen zurückfahren, wodurch auf kurze Sicht die wirtschaftliche Stabilität gefährdet ist. In einer Währungsunion können hohe Defizite und steigende Schuldenstände in einem oder mehreren Teilnehmerländern weitere Kosten mit sich bringen. Sie könnten zu steigenden langfristigen Zinsen und höheren Inflationserwartungen für das gesamte Währungsgebiet führen, was negative externe Effekte hätte und den auf Preisstabilität ausgerichteten geldpolitischen Maßnahmen entgegenwirkte.

Im folgenden Abschnitt werden die Wirkungsweise automatischer Stabilisatoren, ihre Grenzen und die angemessene Rolle diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen erläutert. Ferner wird gezeigt, wodurch sich die öffentlichen Finanzen des heutigen Euroraums während der letzten dreißig Jahre in erster Linie auszeichneten. Im dritten Abschnitt wird auf die Ziele des Maastricht-Vertrags und des Stabilitäts- und Wachstumspakts, nämlich tragfähige öffentliche Finanzen zu erreichen und aufrechtzuerhalten, sowie die stabilisierende Rolle der öffentlichen Finanzen eingegangen. In Abschnitt 4 wird sodann eine angemessene finanzpolitische Strategie, die mit diesen beiden Zielen in Einklang steht, erörtert, und im letzten Abschnitt folgen eine Zusammenfassung und Schlussfolgerungen aus dem Dargelegten.

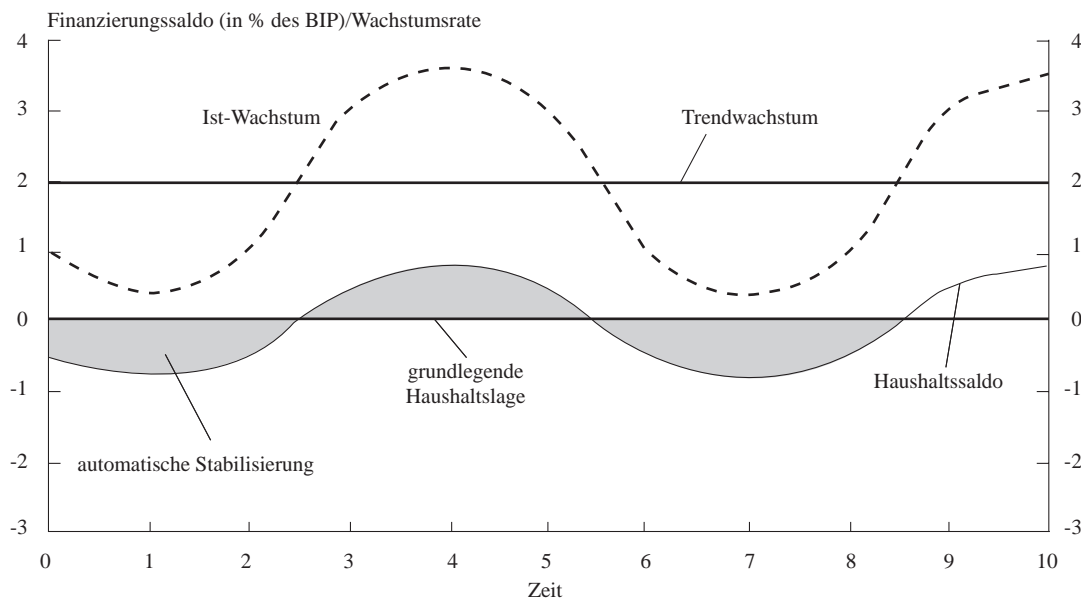
2 Die Rolle der Finanzpolitik bei der Stabilisierung der Konjunktur

Finanzpolitische Instrumente können auf unterschiedliche Weise zur Stabilisierung der Wirtschaft beitragen. Sie können Produktion, Einkommen und Nachfrage während eines Konjunkturabschwungs stabilisieren, indem die Staatsausgaben auf dem bisherigen Niveau verbleiben oder sogar erhöht werden oder das Steueraufkommen verringert wird. Ebenso können sie in Phasen starken Wachstums für eine Mäßigung der Wirtschaftsaktivität eingesetzt werden. Die Stabilisierung kann sich aus diskretionären finanzpolitischen

Maßnahmen ergeben, wenn sie auf bewussten Entscheidungen der betreffenden Regierungen beruht, die Ausgaben oder Steuern den Veränderungen im Konjunkturverlauf anzupassen. Veränderungen der Staatseinnahmen und -ausgaben, die auftreten, ohne dass hierzu neue politische Beschlüsse erforderlich wären, und sich aus den Auswirkungen der Konjunkturschwankungen auf Posten des Staatshaushalts ergeben, werden hingegen als automatische fiskalische Stabilisatoren bezeichnet.

Abbildung 1

Die Wirkungsweise automatischer Stabilisatoren während des Konjunkturzyklus



Automatische Stabilisierung von Nachfrage und Produktion über Staatsausgaben und -einnahmen

Die automatische fiskalische Stabilisierung ergibt sich aus bestimmten Merkmalen der Besteuerung und der Sozialtransfers, die im Steuerrecht und der Sozialgesetzgebung verankert sind. Aber sie rührt auch von der Widerstandsfähigkeit größerer Ausgabenposten gegenüber konjunkturellen Schwankungen her, da es sich bei diesen Posten um Mittel handelt, die in den Jahresetats oder gar in mehrjährigen Ausgabenplänen veranschlagt wurden.

Zur Veranschaulichung dieses Mechanismus soll das folgende Beispiel dienen: Eine Regierung plant, in einem bestimmten Jahr einen ausgeglichenen Haushalt zu haben. Die Konjunktur verläuft, beispielsweise aufgrund einer niedrigeren Verbrauchsnachfrage, jedoch schwächer als von der Regierung prognostiziert. Der größte Teil der Staatseinnahmen (in erster Linie Steuern) verringerte sich dann mehr oder weniger proportional zu dem verlangsamten Wirtschaftswachstum, während die Staatsausgaben, die zu Einkommen für private Haushalte und Unternehmen werden,

zum größten Teil unberührt blieben (in erster Linie Altersversorgungsbezüge, Löhne und Gehälter im öffentlichen Dienst und Subventionen) oder sich sogar erhöhten (arbeitsmarktbedingte Aufwendungen). Für die Regierung ergäbe sich hieraus eine Verschlechterung ihres Haushaltssaldos, während die privaten Haushalte und Unternehmen eher ihre ursprünglichen Ausgabenpläne beibehalten könnten, wodurch sie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage stützen und die Konjunkturabschwächung abfedern würden.

Abbildung 1 zeigt einen fiktiven Wirtschaftsraum, in dem das Wachstum des BIP im Konjunkturverlauf regelmäßig und symmetrisch um ein bestimmtes Trendwachstum herum schwankt, sowie die Umsetzung gesamtwirtschaftlicher Schwankungen in ein zyklisches Verlaufsmuster des Haushaltssaldos. In diesem Beispiel bleibt die durch die untere fett gedruckte Linie dargestellte grundlegende Haushaltslage während des Konjunkturzyklus annahmegemäß unverändert und ausgeglichen. Der graue Bereich zeigt die Auswirkungen der automatischen Stabilisatoren auf den Haushaltssaldo in Form des „konjunkturellen Atmens“ um die ausgeglichene Position herum an. Automatische Stabilisatoren füh-

ren demnach dazu, dass das Verlaufsmuster des Haushaltssaldos dem des Wirtschaftswachstums folgt.

Zielkonflikt zwischen dem Umfang automatischer Stabilisatoren und der Effizienz

Bei einem bestimmten zyklischen Verlaufsmuster der Wirtschaft spiegelt die Spannbreite der Schwankungen des Haushaltssaldos den Umfang der automatischen Stabilisatoren wider, der wiederum hauptsächlich durch das Steuer- und Ausgabensystem bedingt ist. In der Re-

gel verhält es sich so, dass der Umfang der automatischen fiskalischen Stabilisatoren parallel zur Größe des Staatssektors zunimmt. Je höher die Staatsquote ist, desto wirksamer ist die Wirtschaft vor Konjunkturschwankungen geschützt. Auf der Einnahmenseite des Haushalts erhöht sich die fiskalische Stabilisierung mit der Progressivität des Steuersystems. Kasten I enthält eine Erläuterung des Grades der Reagibilität der Haushalte der Euro-Länder gegenüber dem Konjunkturzyklus und zeigt, wie man zu einer Messgröße für die grundlegende Haushaltssituation – dem so genannten konjunkturbereinigten oder strukturellen Haushaltssaldo – gelangt.

Kasten I

Konjunkturbereinigte Haushaltssalden

Konjunkturbereinigung erleichtert die Beobachtung und Analyse der Finanzpolitik

Die Beurteilung der Finanzpolitik auf der Grundlage der Entwicklung der unbereinigten öffentlichen Haushaltssalden gestaltet sich schwierig, da sich in diesen Salden die Auswirkungen des Konjunkturzyklus über die Wirkung automatischer Stabilisatoren sowie die Zinsausgaben und von den Regierungen beschlossene neue finanzpolitische Maßnahmen niederschlagen. Diese Faktoren müssen isoliert betrachtet werden, um die Entwicklung der öffentlichen Finanzen richtig beurteilen zu können.

Wird der Finanzierungssaldo um die Auswirkungen der automatischen Stabilisatoren bereinigt, erhält man den konjunkturbereinigten beziehungsweise strukturellen Haushaltssaldo. Ein Ansatz zur Ermittlung des strukturellen Saldos besteht darin, zunächst die Reagibilität des Haushalts, die die automatischen Auswirkungen einer Veränderung der Produktion um 1 Prozentpunkt auf den Finanzierungssaldo misst, zu schätzen. Empirischen Studien verschiedener Organisationen zufolge bewegt sich die Reagibilität der öffentlichen Haushalte der Euro-Länder zwischen 0,3 und 0,7 Prozentpunkten des BIP. Im Durchschnitt des Eurogebiets führt ein Anstieg bzw. Rückgang des Wachstums des realen BIP um 1 Prozentpunkt aufgrund des Wirkens automatischer fiskalischer Stabilisatoren somit zu einer Verbesserung bzw. Verschlechterung des Haushaltssaldos um 0,5 Prozentpunkte des BIP. Als zweites Element wird eine Messgröße für die trendmäßige Produktion oder das Produktionspotenzial benötigt, um die Position der Wirtschaft im Konjunkturzyklus ermitteln zu können. Schätzt man dann die konjunkturelle Komponente und zieht sie vom tatsächlichen Finanzierungssaldo ab, erhält man den strukturellen Haushaltssaldo, der den Konsolidierungsbedarf beziehungsweise die Konsolidierungsanstrengungen eines Landes anzeigt. Ein hohes konjunkturbereinigtes Defizit lässt beispielsweise darauf schließen, dass das betreffende Land noch erhebliche Korrekturanstrengungen unternehmen muss, um eine gesunde Haushaltsposition zu erzielen.

In einem Beispielszenario sei angenommen, dass in einem bestimmten Land die Haushaltsreagibilität bei 0,5 liegt, der Überschuss von 1 % des BIP im Vorjahr auf 2 % im laufenden Jahr gestiegen ist und das tatsächliche Wirtschaftswachstum bei 3 % und damit 1 Prozentpunkt über dem Potenzialwachstum liegt. Hier lässt sich die Verbesserung der Haushaltssituation um 1 Prozentpunkt zur Hälfte auf den Effekt von automatischen Stabilisatoren zurückführen (die Haushaltsreagibilität von 0,5 multipliziert mit der Differenz von 1 Prozentpunkt zwischen dem tatsächlichen und dem trendmäßigen Wachstum); die andere Hälfte ergibt sich aus der Konsolidie-

rung der öffentlichen Finanzen und Veränderungen bei den Zinsausgaben. Obwohl der tatsächliche Finanzierungssaldo um 1 Prozentpunkt steigt, würde sich der konjunkturbereinigte Haushaltssaldo, der die aktiven Konsolidierungsanstrengungen des Landes widerspiegelt, also nur um 0,5 Prozentpunkte verbessern.

Folglich ist der konjunkturbereinigte Haushaltssaldo eine von mehreren Messgrößen für die Ausrichtung der Finanzpolitik. Zusätzlich lassen sich noch die Zinsausgaben abziehen, um die konjunkturbereinigten Primärsalden zu erhalten. Einige Fachleute vertreten die Ansicht, dass dies insofern die aussagekräftigere Messgröße für die finanzpolitische Ausrichtung einer Regierung sei, als die Zinsausgaben die Folge und nicht die Ursache von expansiven finanzpolitischen Maßnahmen beziehungsweise von Konsolidierungsanstrengungen seien.

Die Schätzungen sind mit Vorsicht zu interpretieren

Konjunkturbereinigte Zahlen sind nur unvollkommene Indikatoren für die mittelfristige Haushaltsposition und für Konsolidierungsanstrengungen oder den Konsolidierungsbedarf. Erstens ergeben sich bei der Schätzung der Haushaltsreagibilität und des Trend-Wachstums Probleme methodischer Art. Zweitens sind bei der Analyse konjunkturbereinigter Haushaltszahlen auch noch temporäre, das Haushaltsergebnis beeinflussende Faktoren zu berücksichtigen. Veränderungen der konjunkturbereinigten Haushaltssalden als Messgrößen für die jährlichen Konsolidierungsanstrengungen sind geeigneter als die Niveaugrößen, da sie weniger stark auf die jeweils gewählten Methoden reagieren und im Zeitverlauf nicht so volatil sind. Dies lässt sich anhand der unten stehenden Tabelle veranschaulichen, in der – jeweils für das Jahr 2001 – die konjunkturbereinigten Haushaltssalden den entsprechenden Veränderungen gegenüber dem Vorjahr gegenübergestellt werden. Die Zahlen sind aktuellen Schätzungen dreier internationaler Organisationen entnommen.

Schätzungen konjunkturbereinigter Haushaltssalden im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2001

(in Prozentpunkten des BIP)

	Veränderungen		Niveaus	
	Frühjahr 2001	Herbst 2001	Frühjahr 2001	Herbst 2001
Europäische Kommission	-0,2	0,0	-0,9	-1,3
OECD	-0,1	0,0	-0,7	-0,9
IWF	-0,1	0,0	-0,6	-0,7

Quellen: Europäische Kommission: Europäische Wirtschaft, Beiheft A, März/April 2001 und Oktober/November 2001; OECD: Wirtschaftsausblick, Juni 2001 und Dezember 2001; IWF: World Economic Outlook, Mai 2001 und Oktober 2001.

Für eine Erhöhung der öffentlichen Ausgaben sind höhere Einnahmen erforderlich, wodurch der erste größere Zielkonflikt in Bezug auf umfangreiche automatische Stabilisatoren hervorgerufen wird. Eine hohe Steuerlast und großzügige Sozialleistungen verringern Arbeits-, Investitions- und Innovationsanreize und schwächen dadurch die Wirtschaftsaktivität (siehe hierzu den Aufsatz über Finanzpolitik und Wirtschaftswachstum im Monatsbericht vom August 2001). Darüber hinaus können umfangreiche automatische Stabilisatoren den Anpassungsprozess einer Volks-

wirtschaft verlangsamen. So verringern großzügige Leistungen für Arbeitslose die Anreize für entlassene Personen, eine neue Stelle zu suchen, veränderte Beschäftigungsbedingungen zu akzeptieren oder eine neue Qualifikation zu erwerben. Ähnlich kann es für Unternehmen weniger ertragreich sein, sich angesichts einer hohen Steuerlast, gepaart mit Subventionszahlungen für notleidende Branchen, den wechselnden wirtschaftlichen Chancen anzupassen, was die Effizienz in einem bedeutendem Ausmaß beeinträchtigt.

Diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen in der Regel für die kurzfristige Nachfragesteuerung ungeeignet

Finanzpolitische Maßnahmen werden von der Regierung fallweise ergriffen, um die Höhe der Staatseinnahmen und -ausgaben zu verändern. Sie umfassen beispielsweise Veränderungen der Steuersätze oder Sozialleistungen, Erhöhungen der Anzahl oder der Löhne und Gehälter der Beschäftigten im öffentlichen Dienst sowie Anpassungen der öffentlichen Investitionen. In der Vergangenheit waren Versuche, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage durch finanzpolitische Maßnahmen – auch fiskalische Feinsteuerung genannt – zu lenken, weit verbreitet, was sich aber häufig als kontraproduktiv herausstellte.

Zum einen können diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen einer gesunden Haushaltslage entgegenwirken, da es den Regierungen leichter fällt, in Phasen geringen Wachstums die Ausgaben zu erhöhen, als diese während eines Konjunkturaufschwungs zurückzufahren und ihre Finanzpolitik straffer zu gestalten, mit der Folge, dass Defizite und Steuerlast tendenziell immer weiter steigen. Automatische Stabilisatoren dagegen wirken symmetrisch während des Konjunkturzyklus, indem sie in Wachstumsphasen dämpfend auf eine Überhitzung wirken und die Wirtschaftsaktivität während einer Konjunkturschwäche stützen. In der Regel wird dabei die grundlegende Solidität der Haushaltslage nicht beeinträchtigt, sofern die Schwankungen ausgewogen bleiben.

Zum anderen reagieren fallweise ergriffene finanzpolitische Maßnahmen möglicherweise weniger flexibel auf die Konjunkturlage als automatische Stabilisatoren. Diese sind unmittelbar mit der Struktur der Wirtschaft verbunden und reagieren daher zeitnah und auf vorhersehbare Weise, wodurch sie es den Wirtschaftssubjekten erleichtern, korrekte Erwartungen zu bilden, und das Vertrauen stärken. Auch entspricht die Intensität ihrer Reaktion dem Grad der Abweichung der Konjunkturlage von den zum Zeitpunkt der Ver-

abschiedung des Haushalts gehegten Erwartungen. Die Finanzpolitik kann ihre diskretionären Maßnahmen praktisch nicht mit diesen Merkmalen der automatischen Stabilisatoren ausstatten. So müssen Steueränderungen in der Regel vom Parlament beschlossen werden, und ihre Umsetzung erfolgt normalerweise erst, wenn der Haushalt bereits aufgestellt ist. Es ist daher nicht verwunderlich, dass in der Vergangenheit zur Steuerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ergriffene finanzpolitische Maßnahmen eher prozyklisch wirkten. Häufig wurden sie erst dann wirksam, wenn sich die Konjunkturlage bereits wieder umkehrte, wodurch die gesamtwirtschaftliche Instabilität womöglich noch verschärft wurde.

Der Raum für diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen

Zur Umsetzung struktureller Veränderungen bei den öffentlichen Finanzen und zur Bewältigung von Ausnahmesituationen bedarf es diskretionärer finanzpolitischer Maßnahmen, insbesondere wenn die Wirtschaft außergewöhnlichen Schocks ausgesetzt ist. Erstens spiegeln finanzpolitische Maßnahmen die wechselnden Prioritäten der öffentlichen Ausgaben, ihre Höhe und Zusammensetzung sowie die Sätze und Ausgestaltung verschiedener Steuern wider. Sie bestimmen die Struktur der öffentlichen Finanzen, die wiederum erheblichen Einfluss auf die Funktionsweise der Wirtschaft und – wie bereits erwähnt – die Merkmale der automatischen Stabilisatoren eines Landes hat.

Zweitens sind finanzpolitische Entscheidungen notwendig, um mittelfristig tragfähige öffentliche Finanzen zu gewährleisten. Diese sind die Voraussetzung dafür, dass die automatischen Stabilisatoren ungehindert wirken können. Insbesondere wenn Zweifel an der Nachhaltigkeit bestehen, haben expansive Maßnahmen oder sogar die automatischen Stabilisatoren möglicherweise nicht die gewünschte Wirkung auf die Produktion, weil die Menschen ihr Verhalten den Erwartungen, dass es wahrscheinlich in Zukunft zu

einer Haushaltskrise kommen wird, anpassen. Konsolidierungsmaßnahmen können dann das Vertrauen wiederherstellen und die Erwartungen in Bezug auf die langfristige Entwicklung der öffentlichen Finanzen verbessern. Solche „nichtkeynesianischen“ Effekte dürften die konjunkturdämpfende Wirkung der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen mildern. Eine aktive Konsolidierung der öffentlichen Finanzen mit Hilfe finanzpolitischer Maßnahmen ist daher bei nicht soliden Finanzierungssalden angebracht oder wenn sich aus hohen Schuldenständen und künftigen Haushaltsbelastungen (beispielsweise durch die Alterung der Bevölkerung) Risiken für die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen ergeben.

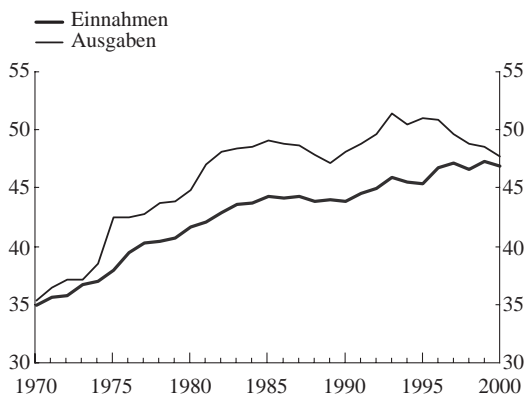
Schließlich ist zu erwähnen, dass die automatischen fiskalischen Stabilisatoren zwar normale Konjunkturschwankungen wirksam dämpfen, es aber Situationen gibt, die aktive finanzpolitische Entscheidungen erfordern können. Die automatischen Stabilisatoren reichen unter Umständen zur Stabilisierung der Wirtschaft allein nicht aus, wenn wirtschaftliche Ungleichgewichte nicht von normalen Konjunkturschwankungen herrühren oder als unumkehrbar angesehen werden. In solchen Situationen können von diskretionären finanzpolitischen Maßnahmen auch erwünschte angebotsseitige Impulse ausgehen. Allerdings müssen die Vorteile expansiver Maßnahmen in einer Rezession gegen die Risiken für die langfristige Nachhaltigkeit, anhaltende nachteilige Auswirkungen auf die Struktur der öffentlichen Finanzen, wie etwa ein dauerhaft höheres Steuerniveau, sowie die volkswirtschaftlichen Kosten eines schließlich erforderlichen Kurswechsels abgewogen werden.

Lehren aus der Vergangenheit

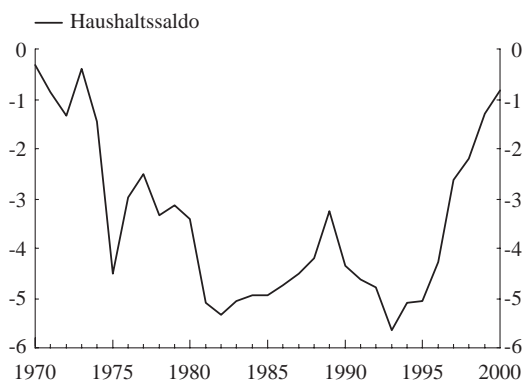
Mehrere Untersuchungen sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die öffentlichen Finanzen in Ländern des Euro-Währungsgebiets von Mitte der Siebzigerjahre bis Mitte der Neunzigerjahre die Aufgabe der Stabilisierung des Konjunkturverlaufs schlecht erfüllt haben. Zeitweise verstärkte die Finanzpolitik konjunkturelle Schwankungen sogar, statt sie ab-

Abbildung 2
Einnahmen und Ausgaben,
Haushaltssaldo und Verschuldung der
öffentlichen Haushalte im Euro-
Währungsgebiet (in % des BIP),
1970–2000

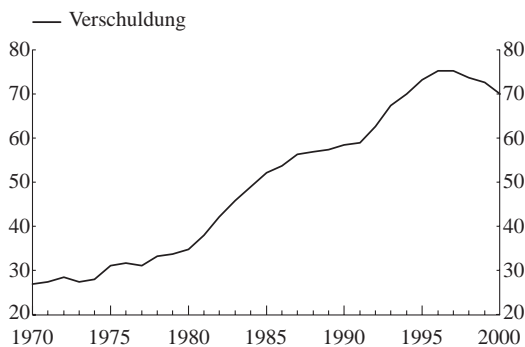
a) Einnahmen und Ausgaben



b) Haushaltssaldo



c) Verschuldung



Quellen: Europäische Kommission (Ameco) und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Ohne Luxemburg. Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

zumildern. Häufig kam es in Zeiten niedrigen Wachstums zu fiskalischen Kontraktionen und in Hochkonjunkturzeiten zu fiskalischen Expansionen. Die Finanzpolitik wirkte also häufig prozyklisch, setzte die automatischen Stabilisatoren außer Kraft und trug möglicherweise zur konjunkturellen Instabilität bei. Neben dieser unangemessenen Zeitwahl wiesen finanzpolitische Anpassungsmaßnahmen zweierlei Asymmetrien auf, die die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen untergruben.

Erstens verhielt sich die Finanzpolitik insofern asymmetrisch, als auf steigende Ausgaben in Zeiten einer Lockerung des finanzpolitischen Kurses keine Ausgabenkürzungen folgten, sondern bei einer Straffung der finanzpolitischen Zügel vielmehr an der Steuerschraube gedreht wurde. Dies führte zu einem erheblichen Anstieg der Abgabenlast und der Staatsquote (siehe Abbildung 2 a). Die durchschnittlichen Staatsausgaben und Abgabensätze im Eurogebiet erhöhten sich nach und nach so stark, dass sie inzwischen weit über denen in den meisten anderen Industrieländern liegen. Zweitens verbesserten sich die Haushaltssalden einiger Mitgliedstaaten in der Aufschwungsphase nicht im gleichen Umfang, wie sie sich während der Abschwungsphase verschlechtert hatten, was auf asymmetrische Reaktionen der Finanzpolitik

auf Schwankungen des Wirtschaftsablaufs hindeutet. Es zeigte sich eine deutliche Defizitneigung, die sich Anfang der Neunzigerjahre im Eurogebiet in chronischen Defiziten mit Höchstständen von durchschnittlich über 5 % des BIP niederschlug (siehe Abbildung 2 b).

Diese Politik beeinträchtigte die Nachhaltigkeit und wachstumsfördernde Rolle der öffentlichen Finanzen. Die chronisch hohen Defizite ließen zusammen mit dem investitions- und wachstumshemmenden Einfluss der zunehmenden Steuerlast die öffentlichen Schuldenquoten bis zum Jahr 1996 sehr rasch und stetig steigen. Die durchschnittliche Schuldenquote erhöhte sich bei Konjunkturabschwüngen deutlich. Selbst in Zeiten starken Wachstums stieg sie weiter leicht an oder stabilisierte sich gelegentlich, ohne aber je zurückzugehen (siehe Abbildung 2 c). In mehreren Ländern ließen wachsende Schuldenstände und Schuldendienstkosten Zweifel an der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen aufkommen und verringerten den Spielraum für eine automatische Stabilisierung. Erst in den letzten Jahren sind die Defizite deutlich gesunken, und die öffentlichen Schuldenquoten begannen mit der Umsetzung der finanzpolitischen Bestimmungen des Vertrags von Maastricht und anschließend des Stabilitäts- und Wachstumspakts zurückzugehen.

3 Der Vertrag von Maastricht und der Stabilitäts- und Wachstumspakt: Stabilisierung und Nachhaltigkeit

Die negativen Folgen einer destabilisierenden und auf Dauer nicht tragfähigen Finanzpolitik in den einzelnen Ländern zählten zu den Hauptsorgen bei der Gestaltung des finanzpolitischen institutionellen Rahmens im Vorfeld der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU). Hauptziel der finanzpolitischen Bestimmungen des Vertrags von Maastricht ist die Erreichung und Wahrung nachhaltiger öffentlicher Finanzen, während der Grundgedanke des Stabilitäts- und Wachstumspakts die Wiederherstellung der stabilisierenden Rolle der Finanzpolitik innerhalb dieses Rahmens finanzpolitischer Disziplin ist.

Förderung nachhaltiger öffentlicher Finanzen durch Konsolidierung

Zur Sicherung der Haushaltsdisziplin und zur Wahrung der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen legen der Vertrag von Maastricht und der Stabilitäts- und Wachstumspakt Regeln für eine umsichtige Finanzpolitik fest. Im Vertrag heißt es, dass Länder übermäßige Defizite vermeiden sollen (Artikel 104). Bei Ländern mit einem öffentlichen Defizit von mehr als 3 % des BIP oder einer öffentlichen Schuldenquote von mehr als 60 % besteht ein „übermäßiges Defizit“, sofern nicht besondere Umstände vorliegen.

Im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts, der die finanzpolitischen Bestimmungen des Vertrags von Maastricht präzisiert, verpflichten sich die Länder, das mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden gesamtstaatlichen Haushalts einzuhalten. Eine konsequente Umsetzung dieses Grundsatzes bedeutet, dass die durchschnittlichen Haushaltssalden über einen gesamten Konjunkturzyklus hinweg gesehen ausgeglichen sind. Gleichzeitig würden die durchschnittlichen öffentlichen Schuldenquoten im Verlauf eines Konjunkturzyklus zurückgehen, wobei das Tempo des Rückgangs allerdings von Jahr zu Jahr schwanken kann.

Sicherung der Stabilisierungsfunktion der öffentlichen Finanzen

Der Stabilitäts- und Wachstumspakt enthält zwei Instrumente, die die zur Sicherung der stabilisierenden Rolle der öffentlichen Finanzen erforderliche Flexibilität gewährleisten und zugleich für Haushaltsdisziplin sorgen. Erstens können Länder, indem sie einen mittelfristig nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss aufweisen, zulassen, dass sich die Haushaltssalden entsprechend der zyklischen Position der Wirtschaft verbessern und verschlechtern. Dieses „zyklische Atmen der Finanzierungssalden“ trägt zur Stabilisierung der Konjunktur bei, ohne dass die Defizitobergrenze von 3 % unter normalen konjunkturellen Bedingungen durchbrochen wird.

Zweitens enthält der Pakt eine „Ausnahmeklausel“, die dafür sorgt, dass bei einer schweren Rezession eine unangemessene finanzpolitische Reaktion durch eine allzu starre Einhaltung der 3 %-Grenze vermieden wird. Defizite, die über 3 % des BIP hinausgehen, werden als übermäßig angesehen, es sei denn, es wird erwartet, dass dieser Referenzwert vorübergehend und ausnahmsweise überschritten wird. Auf jeden Fall muss das Defizit in der Nähe des Referenzwerts bleiben. Der Referenzwert gilt als vorübergehend und ausnahmsweise überschritten, wenn dies auf ein außergewöhnliches Ereignis, das sich der

Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht, oder auf einen schwerwiegenden Wirtschaftsabschwung zurückzuführen ist. Bei einem aufgrund eines schweren Wirtschaftsabschwungs über 3 % hinausgehenden Defizit betrachtet die Kommission bei der Abfassung ihres Berichts an den Rat den Referenzwert in der Regel nur dann als ausnahmsweise überschritten, wenn das reale BIP innerhalb eines Jahres um mindestens 2 % zurückgegangen ist. Der Rat entscheidet, ob ein übermäßiges Defizit besteht. Ein geringerer Rückgang des BIP kann vom Rat auf Initiative des betreffenden Mitgliedstaats nur dann als außergewöhnlich angesehen werden, wenn dies durch weitere relevante Umstände belegt wird, insbesondere einen jähen Abschwung oder einen gegenüber den vorangegangenen Trends insgesamt sehr starken Rückgang der Produktion. Bei der Bewertung, ob ein Wirtschaftsabschwung schwerwiegend ist, verwenden die Mitgliedstaaten in der Regel als Richtwert einen Rückgang des realen BIP um mindestens 0,75 % innerhalb eines Jahres.

Gewährleistung der Umsetzung

Ein genau festgelegter Überwachungsmechanismus gewährleistet die Umsetzung und Beachtung des finanzpolitischen Rahmens der EU auf der Basis von drei Grundsätzen: Transparenz, Gruppendruck und der Möglichkeit von Sanktionen. In regelmäßig aktualisierten Stabilitätsprogrammen legen die Länder des Eurogebiets ihre kurz- und mittelfristigen Ziele für die Haushaltslage und öffentliche Verschuldung in Form eines nominalen Prozentsatzes des BIP vor. Die Programme enthalten außerdem die zugrunde liegenden makroökonomischen Annahmen und die geplanten finanzpolitischen Maßnahmen zur Erreichung dieser Ziele sowie eine Analyse, wie sich Veränderungen der wichtigsten wirtschaftlichen Annahmen auf die Haushalts- und Verschuldungslage auswirken würden. Darüber hinaus müssen die Länder der Europäischen Kommission zweimal jährlich ihre Haushaltsergebnisse und Projektionen melden. Dies trägt zur Transparenz der Entwicklung der öffentlichen Finanzen bei.

Transparenz fördert den Gruppendruck, der von der jährlichen Überprüfung von Stabilitätsprogrammen und verschiedenen anderen EU-Foren ausgeht. Wenn die Entwicklung der Staatsfinanzen in einem Land des Eurogebiets von den im Vertrag von Maastricht und im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Kriterien abweicht, können verschiedene Verfahrensschritte eingeleitet werden, um auf die Einhaltung hinzuwirken. Diese gipfeln im Haushaltsüberwachungsverfahren, das dazu

führen kann, dass gegen ein Land des Euro-raums Sanktionen verhängt werden, wenn keine Korrekturmaßnahmen getroffen werden. Finanzielle Sanktionen können nicht gegen EU-Mitgliedstaaten verhängt werden, die nicht an der Wirtschafts- und Währungsunion teilnehmen (Genaueres hierzu findet sich in dem Artikel über die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts im Monatsbericht vom Mai 1999).

4 Automatische Stabilisatoren – eine praktische Orientierungshilfe für eine angemessene finanzpolitische Strategie

Eine Doppelstrategie: fiskalische Stabilisierung mit nachhaltigen öffentlichen Finanzen vereinbar

Die vorangegangenen Ausführungen zur Wirkung automatischer Stabilisatoren und des Stabilitäts- und Wachstumspakts legen eine Doppelstrategie nahe: zum einen Förderung der Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen und zum anderen Sicherung der stabilisierenden Rolle der öffentlichen Finanzen. Um das erste Ziel der Nachhaltigkeit verwirklichen zu können, müssen die Staaten mittelfristig einen gesunden, nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt erreichen und beibehalten. Er ermöglicht eine Rückführung der Schuldenquote. Dies dürfte allerdings nicht immer ausreichen, damit der Schuldenstand in zufrieden stellendem Tempo sinkt. In diesem Fall ist zusätzlich eine über den Haushaltsausgleich hinausgehende Anstrengung notwendig. Dies ist besonders wichtig für diejenigen Länder, in denen die öffentliche Schuldenquote den Referenzwert von 60 % überschreitet.

Länder, die einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss haben, können auch das Stabilisierungsziel erreichen, indem sie die automatischen Stabilisatoren frei walten lassen. Auf diese Weise können sie die Wirtschaftsleistung stabilisieren, ohne Gefahr zu laufen, die Defizitobergrenze von 3 % unter normalen Konjunkturbedingungen zu überschreiten. Länder, deren

Haushalte sehr sensibel auf konjunkturelle Schwankungen reagieren, müssen jedoch ehrgeizigere mittelfristige Budgetziele erreichen als Länder, deren Haushalte nur geringfügige zyklische Schwankungen aufweisen. Wenn sie keine angemessene Haushaltsposition erreichen, können sie eher Gefahr laufen, den Referenzwert von 3 % zu überschreiten.

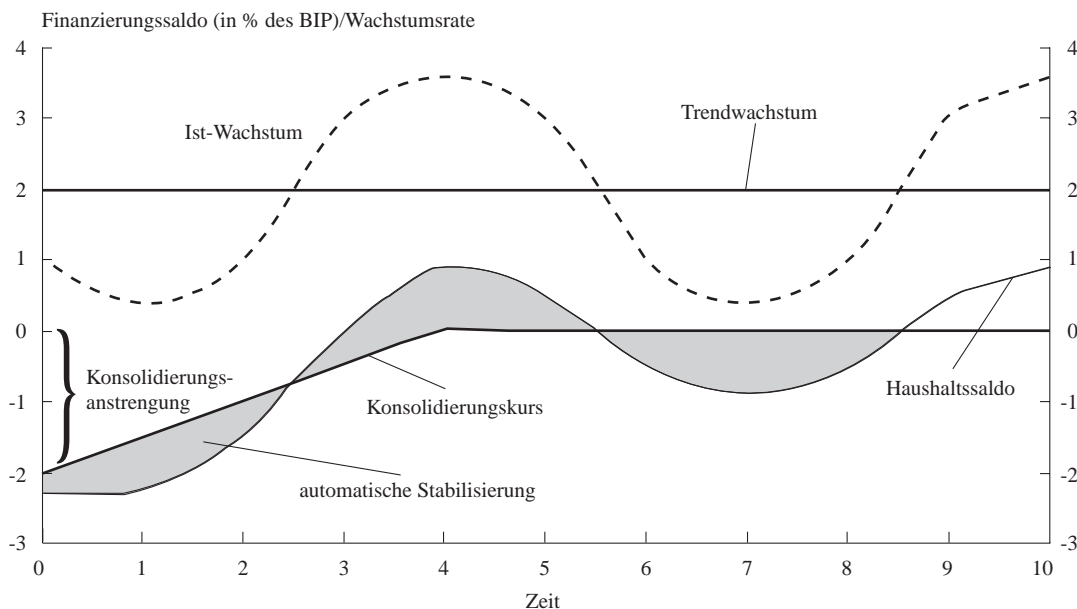
Normalerweise sind zusätzliche finanzpolitische Maßnahmen zur Stabilisierung nicht erforderlich. In bestimmten Fällen können sie notwendig sein, wenn Länder eine schwere Rezession durchmachen oder strukturelle Änderungen der öffentlichen Finanzen geboten sind. Diese Maßnahmen sollten aber gezielt eingesetzt werden und zur Bekämpfung der Ursachen geeignet sein.

Konsolidierungsstrategien uneingeschränkt mit automatischer Stabilisierung vereinbar

Eine finanzpolitische Strategie, die dafür sorgt, dass gesunde Haushaltspositionen erreicht werden und die automatischen Stabilisatoren wirken können, ist auch auf Länder mit noch erheblichen Ungleichgewichten anwendbar. Diese Länder sollten mittelfristige Defizit- und Schuldenziele auf der Grundlage einer ehrgeizigen und glaubwürdigen Konsolidierungsstrategie festlegen. Ihre jährlichen Zielvorgaben und die Umsetzung der Finanzpolitik in dieser Konsolidierungsphase können dann

Abbildung 3

Die Wirkungsweise automatischer Stabilisatoren während des Konjunkturzyklus in Verbindung mit einer mittelfristigen Konsolidierungsstrategie



über das Wirken automatischer Stabilisatoren die konjunkturellen Bedingungen widerspiegeln. Bei einer solchen Strategie sind Nachhaltigkeit und Stabilisierung in der Regel uneingeschränkt vereinbare Ziele, die in guten wie in schlechten Zeiten verfolgt werden können.

Die Strategie hängt entscheidend davon ab, dass sich die Konvergenz hin zu den angestrebten mittelfristigen Zielen in angemessenem Tempo vollzieht. Hier muss ein Mittelweg gefunden werden. Einerseits kann bei einer zu langsamen Anpassung das Vertrauen in die Erreichung nachhaltiger öffentlicher Finanzen untergraben und der Spielraum für das Wirken automatischer Stabilisatoren zu stark eingeschränkt sein, um ein übermäßiges Defizit zu vermeiden. Andererseits besteht die Konsolidierung definitionsgemäß aus finanzpolitischen Maßnahmen und dämpft die Nachfrage, sodass eine zu rasche Konsolidierung mit zu starken kurzfristigen Ausgabenkürzungen auch die Gefahr eines Kurswechsels bergen könnte, wenn die politischen Kosten der Konsolidierung zu hoch werden. Wenn das richtige Tempo gefunden wird und die Strategie gut durchdacht und glaubwürdig ist, können positive Vertrauenswirkungen die

direkten Nachfragewirkungen ausgleichen oder sogar mehr als aufwiegen.

Nach dem Stabilitäts- und Wachstumspakt müssen Mitgliedstaaten nominale Defizit- und Schuldenziele (in % des BIP) festlegen. Die Strategie der Konsolidierung bei gleichzeitiger automatischer Stabilisierung schlägt sich im gesamten staatlichen Haushaltssaldo nieder, wie Abbildung 3 zeigt. Das dort vorgestellte Szenario ist eine Variante des Szenarios in Abbildung 1, in der wiedergegeben wird, wie die Situation bei einem bereits nahezu ausgeglichenen Haushalt aussehen würde.

Die untere fett gedruckte Linie stellt einen möglichen Konsolidierungskurs eines Landes dar, das noch keine sichere Haushaltsposition erreicht hat, und führt auf mittlere Sicht zu einem konjunkturbereinigt ausgeglichenen Haushalt. Die dünne Linie steht für ein mögliches Beispiel nominaler jährlicher Haushaltsziele und berücksichtigt, ähnlich wie in Abbildung 1, auch die automatische Stabilisierung im Einklang mit dem Konjunkturzyklus. Die Klammer deutet die erforderliche Konsolidierungsanstrengung an, während der graue Bereich die Auswirkungen der erwarteten

Konjunktorentwicklung auf die tatsächliche Haushaltsposition beschreibt. Dieses Beispiel gibt einen linearen Konsolidierungskurs wieder; es ließen sich jedoch auch Gründe dafür anführen, die Anpassung umso ehrgeiziger durchzuführen, je näher die nominale Defizitquote bei 3 % liegt. Darüber hinaus zeigt das Beispiel, dass die jährliche nominale Anpassung in Zeiten verhaltenen Wachstums geringer ausfällt (hier zu Beginn der Anpassungsphase) bzw. größer ist, wenn das Wachstum nahe dem Wachstumstrend oder darüber liegt. Tatsächlich können die automatischen Stabilisatoren die Konsolidierungsanstrengungen auch völlig konterkarieren, wenn das Wachstum sehr gering ist. Dies ist in Abbildung 3 der Fall, wo sich der nominale Saldo, obgleich der grundlegende Anpassungspfad angemessen ist, anfangs nicht verändert.

Die Strategie der allmählichen Annäherung an eine mittelfristige Haushaltsposition kann nutzbringend in symmetrischer Weise für Länder angewandt werden, die über Spielraum für finanzpolitische Lockerungen verfügen. Dieser Spielraum sollte so genutzt werden, dass es nicht zu einer konjunkturellen Überhitzung und kräftigen prozyklischen expansiven Impulsen kommt. Insbesondere in guten Zeiten ist eine stark expansive Finanzpolitik unangebracht, so wie eine außerordentlich kontraktive Finanzpolitik in der Regel nicht gut in konjunkturelle Abschwungsphasen passt.

Automatische Stabilisierung kann zu einer Abweichung der Ergebnisse von den Zielen führen

Es ist wichtig, nicht nur (ex ante) die Angemessenheit der Haushaltsziele zu beurteilen, sondern auch (ex post) die Ergebnisse. Dies ist besonders entscheidend in Situationen, in denen sich die Annahmen über wirtschaftliche Entwicklungen nicht bewahrheitet haben und sich das Wachstum als bedeutend schwächer oder stärker als vorhergesagt erweist. Haben sich in den ursprünglichen Zielen sichere Haushaltspositionen oder ein glaubwürdiger Konsolidierungskurs widerspiegelt,

dann besteht kein Anlass, von automatischen Stabilisatoren herrührenden Zielabweichungen entgegenzuwirken. Länder, in denen Spielraum für eine expansive Finanzpolitik besteht, können ihre Zielvorgaben sogar in stärkerem Maße verfehlen, als sich durch die automatische Stabilisierung rechtfertigen lässt, solange sich dies nicht als unangemessener expansiver Impuls auf eine bereits kräftige Konjunktur auswirkt und nicht zu erneuten Ungleichgewichten führt. Länder mit noch bestehenden Ungleichgewichten und glaubwürdigen mittelfristigen Strategien hingegen müssen Zielverfehlungen, die über die Wirkung der automatischen Stabilisierung hinausgehen, vermeiden, da diese das Erreichen solider Haushaltspositionen verzögern und das Risiko eines übermäßigen Defizits erhöhen würden.

Am schwierigsten ist die Situation dort, wo die ursprünglichen Ziele nicht ehrgeizig genug waren und in der Folge diese zu niedrig angesetzten Ziele verfehlt werden. In diesen Fällen könnte es angebracht sein, die automatischen Stabilisatoren bei einer deutlichen Abweichung vom Konsolidierungskurs nicht in vollem Umfang wirken zu lassen; dies gilt in jedem Fall, wenn das Risiko eines übermäßigen Defizits besteht. Über die automatische Stabilisierung hinausgehende Haushaltsüberschreitungen sind in einem solchen Szenario strikt zurückzuweisen. Tatsächlich dürften die Regierungen ein Interesse daran haben, zusätzliche Anstrengungen zur Begrenzung von Abweichungen von den ursprünglichen Haushaltszielen zu unternehmen, die aus der Wirkung der automatischen Stabilisatoren resultieren, falls dadurch erhebliche Vorteile aufgrund einer größeren Glaubwürdigkeit ihres Konsolidierungswillens entstehen.

Ausgabenrückhaltung sollte im Mittelpunkt der Konsolidierung stehen

Die finanzpolitische Strategie muss in Zahlen für die Einnahmen- und Ausgabenseite umgesetzt werden. Auch hier lohnt es sich, zwischen Konsolidierung und Stabilisierung zu unterscheiden. Wie bereits angemerkt sind

finanzpolitische Maßnahmen zur Erreichung der Konsolidierung erforderlich. Eine Fülle von empirischen Untersuchungen weist darauf hin, dass sich Ausgabendisziplin besser dafür eignet als Steuererhöhungen. Konsolidierungen, die sich auf die Ausgaben konzentrieren, besondere solche, die Transfer- und Personalausgaben im Visier haben, verringern den Schuldenstand tendenziell nachhaltiger und erfolgreicher als Konsolidierungen, die sich auf die Einnahmen konzentrieren. Auch der Glaubwürdigkeitsfaktor und die Aussicht auf zukünftig durch die Ausgabenzurückhaltung bedingte geringere Steuern haben ihrer Tendenz nach einen positiveren Einfluss auf den privaten Verbrauch und die Investitionstätigkeit. Auf Ausgabenzurückhaltung gründende Konsolidierungen können Regierungen auch die Durchführung struktureller Ausgabenreformen erleichtern. Nur durch Ausgabendisziplin lassen sich sowohl die Konsolidierung des Haushalts als auch weitere Steuerensenkungen erreichen und der Trend zu wachsenden Staatssektoren umkehren.

Die Wirkung automatischer Stabilisatoren sollte sich auch in der Einnahmen- und Ausgabenentwicklung entsprechend widerspiegeln. Da die Ausgabenverpflichtungen mit Ausnahme der Arbeitslosenunterstützung im Verlauf des Konjunkturzyklus weitgehend unverändert bleiben, könnten die nominalen Ausgaben insgesamt unverändert gehalten werden, vorausgesetzt sie folgen mittelfristig einem Kurs, der in Einklang steht mit der Erreichung und Beibehaltung eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts. So sollte jegliche konjunkturell bedingte Zieländerung beim Finanzierungssaldo eher konjunkturabhängige Einnahmeschwankungen widerspiegeln.

Durchführung und Überwachung der Strategie erfordern eine solide statistische und institutionelle Grundlage

Bei dem Bemühen, die oben beschriebene Strategie der Haushaltskonsolidierung und automatischen Stabilisierung umzusetzen, stellen sich einige Herausforderungen praktischer

Art. Im Vertrag von Maastricht und im Stabilitäts- und Wachstumspakt werden das Defizit- und das Schuldenziel als nominale, nicht bereinigte Verhältniszahl zum BIP definiert und die Ergebnisse dann im Einklang mit der mittelfristigen Ausrichtung des Stabilitäts- und Wachstumspakts unter Berücksichtigung konjunktureller Faktoren beurteilt.

Zur Einschätzung, ob die nominalen Defizitquoten einen nahezu ausgeglichenen Haushalt bzw. einen Haushaltsüberschuss widerspiegeln, ist eine Reihe von Faktoren zu berücksichtigen. So muss festgestellt werden, ob die Haushaltsposition sicher ist, wenn die konjunkturellen Einflussgrößen herausgerechnet sind. Der konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo kann als (wenn auch unvollkommener) Maßstab gelten. Kasten 2 erläutert, wie die EZB die Haushaltsentwicklung, einschließlich konjunkturbereinigter Haushalts- und Primärsalden, anhand von Haushaltsindikatoren überwacht und analysiert.

Es genügt nicht, alleine die Berechnungen zur Konjunkturbereinigung vorzunehmen. Es sollte auch untersucht werden, ob die öffentlichen Finanzierungssalden robust genug sind, um unerwartet auftretenden Veränderungen der Produktion oder Zinsen standzuhalten, ohne die Defizitobergrenze von 3 % des BIP zu überschreiten oder ihr auch bloß nahe zu kommen. Eine solche Untersuchung lässt sich durchführen, indem man unter Zugrundelegung unterschiedlicher Wachstums- und Zinsszenarien die öffentlichen Haushalte einem „Stresstest“ unterzieht. Schließlich sind auch andere Indikatoren hilfreich zur Beurteilung weiterer Aspekte der Tragfähigkeit, die im konjunkturbereinigten Haushalt oder im Stresstest nicht widerspiegelt werden. So berücksichtigen diese Berechnungen keinen zusätzlichen Konsolidierungsbedarf, der sich aus einer sehr hohen Staatsverschuldung oder künftigen finanziellen Belastungen, die an den Haushaltsdaten noch nicht abzulesen sind, ergibt. Es ist zu erwarten, dass von dem durch die Alterung der Bevölkerung bedingten Ausgabenwachstum, so z. B. der Renten-, Gesundheits- und Langzeitpflegeausgaben, auf lange Sicht ein sehr hoher Druck auf die öf-

Kasten 2

Beobachtung der Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Bei der Untersuchung der Entwicklung der öffentlichen Finanzen wird regelmäßig, so auch im Abschnitt „Entwicklung der öffentlichen Finanzen“ in den Quartalsausgaben des Monatsberichts, auf die unten stehenden Abbildungen zurückgegriffen, um die finanzpolitische Ausrichtung und die Veränderungen in der Zusammensetzung des Haushalts, die der aktuellen Entwicklung der öffentlichen Finanzen zugrunde liegen, darzustellen:

Abbildung A: Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr und Bestimmungsfaktoren
(in % des BIP)

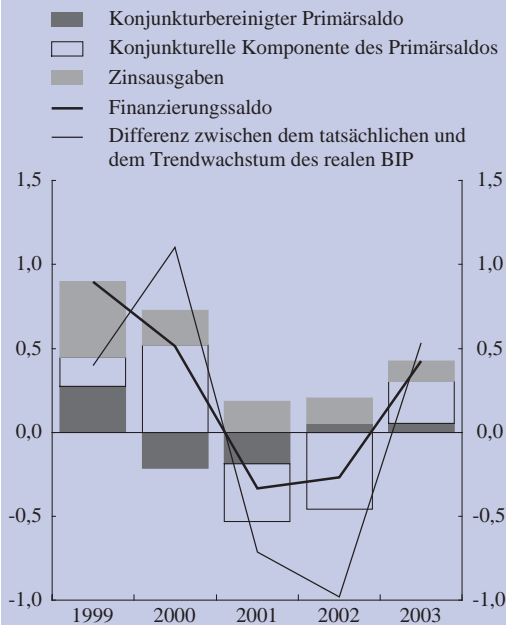
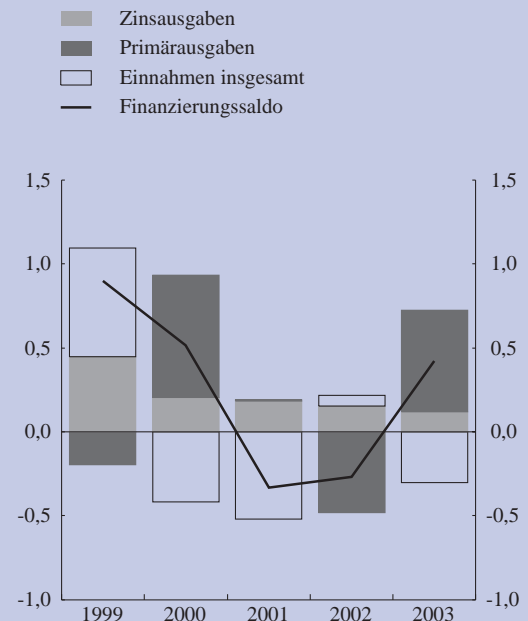


Abbildung B: Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr – Beitrag der Einnahmen, Primärausgaben und Zinsausgaben
(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, Herbst 2001, und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Positive Werte zeigen einen Beitrag zu einer Verringerung der Defizite an, während negative Werte einen Beitrag zu ihrem Anstieg anzeigen. Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Die Abbildung links enthält eine Aufgliederung der Entwicklung des gesamten Finanzierungssaldos zur Veranschaulichung der Veränderungen der nichtkonjunkturellen Komponente des Haushalts, die die Konsolidierungsanstrengungen der Regierungen näherungsweise wiedergibt. Letztere werden ohne Berücksichtigung der konjunkturellen Schwankungen, die sich über automatische Stabilisatoren und den Beitrag der Zinsausgaben auf den Haushaltssaldo auswirken, abgebildet. So zeigen die Balken an, inwieweit sich Veränderungen des konjunkturbereinigten Primärsaldos, der konjunkturellen Komponente und der Zinsausgaben (gemessen in Prozent des BIP) auf den Gesamtsaldo auswirken. Positive Werte (die sich beispielsweise aus sinkenden Zinsausgaben ergeben) zeigen einen Beitrag zur Verringerung des Defizits an. Die Linien stehen für die Veränderung des gesamten Finanzierungssaldos (die auch der Summe der Balken entspricht) und für die Differenz zwischen dem tatsächlichen und dem trendmäßigen Wachstum des BIP (die der Berechnung der konjunkturellen Komponente zugrunde liegt).

Aus dieser Abbildung, die anhand der Schätzungen und Prognosen der Europäischen Kommission erstellt wurde, geht beispielsweise hervor, dass sich der durchschnittliche Finanzierungssaldo des Eurogebiets im Jahr 2001 verschlechterte und im laufenden Jahr weiter abnehmen dürfte. Diese Verschlechterung hängt hauptsächlich mit der Konjunkturabschwächung und der Wirkung automatischer Stabilisatoren zusammen. Die Finanzpolitik trug mit einer Lockerung in geringerem Maße zur 2001 verzeichneten Verschlechterung bei. Die Veränderungen des konjunkturbereinigten Primärsaldos sprechen jedoch für einen größtenteils neutralen Beitrag der Finanzpolitik im laufenden Jahr. Aus den Zinsausgaben ergibt sich für beide Jahre ein positiver Beitrag zur Veränderung des Finanzierungssaldos.

Auch die Zusammensetzung der den Veränderungen des Haushaltssaldos zugrunde liegenden Stromgrößen ist von Interesse, da sie sich auf die gesamte Steuerlast und die Qualität der öffentlichen Finanzen auswirkt. Daher zeigt die Abbildung rechts den Beitrag der Einnahmen, Primärausgaben und Zinsausgaben (in Form von Balken) zur Entwicklung des gesamten Finanzierungssaldos. Aus der Abbildung geht hervor, dass die Verschlechterung der Jahre 2001 und 2002 von verschiedenen Quellen herrührt. Während im vergangenen Jahr Einnahmefälle (gemessen am BIP) die Ursache für die Verschlechterung waren, ist die im laufenden Jahr zu verzeichnende Verschlechterung auf erhöhte Primärausgaben (gemessen am BIP) zurückzuführen.

fentlichen Finanzen ausgehen wird. Daher müssen auch die Zahlen mit Blick auf die Verschuldung und zukünftige finanzielle Verbindlichkeiten sorgfältig beobachtet werden, um weiteren Reformbedarf und Risiken für die Tragfähigkeit zu erkennen.

Die erfolgreiche Umsetzung und Überwachung der Strategie setzt auch eine solide statistische und institutionelle Grundlage voraus. Zum einen gilt es, die strikte Einhaltung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Vorgaben sicherzustellen. Dazu gehört die rechtzeitige Vorlage von qualitativ hochwertigen Stabilitätsprogrammen und Haushaltsdaten. Nur dann sind die EU-Institutionen und die Regierungen nämlich in der Lage, die Regelungen des Pakts durchzusetzen und zu überwachen sowie Gruppendruck auf Länder auszuüben, die ihren Verpflichtungen (noch) nicht vollständig nachkommen. Das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) liefert einen konzeptionellen und praktischen Rahmen für die volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen einschließlich der statistischen Behandlung von staatlichen Transaktionen. Bestimmte Transaktionen innerhalb dieses Rahmens be-

dürfen in einigen Fällen einer sorgfältigen Beurteilung. Die Mitgliedstaaten sollten es nicht riskieren, die Glaubwürdigkeit des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu untergraben, indem sie staatliche Transaktionen so ausgestalten, dass sie die Flexibilität des Rechnungslegungsrahmens zu einer optisch vorteilhaften Darstellung nutzen können.

Zum anderen können die Länder ihre Chancen auf das Erreichen einer soliden Haushaltsposition weiter verbessern, indem sie für geeignete nationale Haushaltsinstitutionen sorgen. So unterstreichen in der Vergangenheit gemachte Erfahrungen mit Ausgabenüberschreitungen, die die Defizite in die Höhe treiben und die Steuern höher als eigentlich nötig halten, in vielen Ländern die Bedeutung der Einführung bzw. des Ausbaus von Mechanismen zur Ausgabenkontrolle. Umfangreiche Belege sprechen dafür, dass angemessene Haushaltsverfahren und gesetzlich verankerte finanzpolitische Beschränkungen die Haushaltsdisziplin stärken. Auch haushaltsebenenübergreifend lassen sich Verbesserungen der Ausgabendisziplin erzielen, so z. B. durch die Schaffung nationaler Stabilitätspakte.

5 Schlussbemerkungen

Im vorliegenden Aufsatz wurde dargelegt, dass die automatische fiskalische Stabilisierung und die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen vollkommen kompatible Ziele sind. Mehr noch, sie sind sich ergänzende Aspekte einer finanzpolitischen Strategie, die mittelfristig nahezu ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushalte sicherstellen will. Zum einen ermöglicht die Erzielung bzw. Beibehaltung eines mittelfristig nahezu ausgeglichenen Haushalts oder eines Haushaltsüberschusses gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt und den Defizit- und Verschuldungsreferenzwerten die Sicherung der Nachhaltigkeit aufgrund weitgehend ausgeglichener Haushalte und rückläufiger Schuldenquoten. Zum anderen stehen sowohl sichere Haushaltsspositionen als auch eine hinreichend ehrgeizige Konsolidierungsstrategie vollkommen in Einklang mit dem Wirken automatischer Stabilisatoren. Dies sichert die Stabilisierungsfunktion der öffentlichen Finanzen und minimiert die Wahrscheinlichkeit von übermäßigen Defiziten.

Die von den automatischen Stabilisatoren erwartete Wirkung kann bei der Aufstellung der jährlichen Haushaltsziele immer dann berücksichtigt werden, wenn solide Haushaltsspositionen erreicht sind oder ein ehrgeiziger Konsolidierungskurs festgelegt worden ist, da sie die grundlegende Haushaltslage nicht beeinflussen. Automatische fiskalische Stabilisatoren können auch zu unerwarteten Abweichungen zwischen den Zielwerten und Ergebnissen des Haushalts führen.

Automatische Stabilisatoren sind der geeignete Weg zur Stabilisierung der Produktion, da ihre Auswirkungen vorhersehbar, zeitnah und symmetrisch sind. Dennoch birgt auch die automatische Stabilisierung Nachteile und

stößt an Grenzen. Extensive Stabilisatoren, die einen ausgedehnten Staatssektor widerspiegeln, können aufgrund von stark verzerrend wirkenden Steuersätzen die Effizienz hemmen und die Anpassung an ein sich veränderndes wirtschaftliches Umfeld hinauszögern. In Ländern mit einer unangemessenen Finanzpolitik oder in denen die Nachhaltigkeit anzuzweifeln ist, können nichtkeynesianische Effekte die Stabilisierungswirkung wieder aufheben.

Von Ausnahmesituationen abgesehen sind diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen häufig ungeeignete Nachfragesteuerungsinstrumente. Sie greifen nicht sofort und sind schwer rückgängig zu machen. Eine Konsolidierung oder strukturelle Reform der Staatsfinanzen macht jedoch definitionsgemäß diskretionäre politische Entscheidungen erforderlich.

Bei der Umsetzung der Strategie der Konsolidierung und der automatischen Stabilisierung in die Praxis stellen sich weitere Herausforderungen. Transparenz, Gruppendruck und die volle Anwendung des institutionellen Rahmens sollten nicht als selbstverständlich angesehen werden. Geeignete statistische Informationen und qualitativ hochwertige Daten hinsichtlich der Haushaltsziele bei verschiedenen Zeithorizonten sind für eine sorgfältige Überwachung und Beurteilung finanzpolitischer Strategien grundlegend. Darüber hinaus dürfte eine strikte Einhaltung der Regelungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts und die Stärkung komplementärer Haushaltsinstitutionen langfristig entscheidend sein für die Sicherstellung der langfristigen Tragfähigkeit und der Stabilisierungsfunktion der öffentlichen Finanzen.

Die Rolle des Eurosystems bei Zahlungs- und Verrechnungssystemen

Eine grundlegende Aufgabe des Eurosystems ist es, das reibungslose Funktionieren von Zahlungssystemen zu fördern. Wie die meisten Zentralbanken formuliert auch das Eurosystem Grundprinzipien für Zahlungssysteme, überwacht diese, erfüllt eine Katalysatorfunktion mit Blick auf die Verbesserung der Zahlungs- und Verrechnungssysteme und betreibt Zahlungsverkehrseinrichtungen. Die enge Verbindung zwischen Zahlungssystemen und Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen deutet darauf hin, dass Zentralbanken im Allgemeinen und das Eurosystem im Besonderen auch eine wichtige Rolle bei den Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen spielen, auch wenn die Zuständigkeiten der Zentralbanken für diese Systeme traditionell begrenzter waren. In der Einleitung dieses Aufsatzes wird erläutert, weshalb die Zentralbanken generell ein wichtiges Mandat im Hinblick auf Zahlungssysteme sowie Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme haben (Abschnitt 1). Im Folgenden wird der rechtliche Rahmen untersucht, innerhalb dessen das Eurosystem tätig ist, um dieses Mandat zu erfüllen (Abschnitt 2). Des Weiteren werden die verschiedenen Funktionen des Eurosystems und aktuelle Maßnahmen behandelt (Abschnitt 3).

I Einleitung

Definitionen

Zahlungssysteme spielen in einer modernen Volkswirtschaft eine Schlüsselrolle, zumal ein Großteil der wirtschaftlichen Aktivitäten über solche Systeme abgewickelt wird. Die Infrastruktur der Wertpapierabwicklung an den Wertpapiermärkten ist für die Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte ebenfalls von grundlegender Bedeutung. Aus diesem Grund müssen Zahlungssysteme sowie Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme sicher und effizient sein.

Seit mehr als zehn Jahren versuchen die Zentralbanken, international anerkannte Definitionen für die wichtigsten Konzepte festzulegen, die von ihnen auf diesem Gebiet verwendet werden. Diese Definitionen finden sich im Glossar des EZB-Berichts vom Juni 2001 „Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)“ (Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme in der Europäischen Union („Blaues Buch“)). Für den vorliegenden Aufsatz sind vor allem die folgenden drei Definitionen, die auf dem Blauen Buch basieren, von Nutzen.

Zahlungssysteme bestehen aus einem Instrumentarium, Bankverfahren und in der Regel aus Interbank-Überweisungssystemen, die den Geldumlauf vereinfachen. Im Besonderen bedarf es u. a. einheitlicher technischer Standards und Verfahren für die Zustellung von

Zahlungsnachrichten an die Teilnehmer sowie eines anerkannten Aktivums und gemeinsamer Verfahrensweisen und Regelungen, z. B. hinsichtlich der Zugangsvoraussetzungen und der Preisgestaltung.

Abwicklungssysteme bestehen aus Verfahren, durch die Finanzinstitute Daten und/oder Dokumente über Zahlungen oder Wertpapierübertragungen vorlegen und untereinander austauschen. Meist beinhalten die Verfahren auch einen Mechanismus zur Berechnung der bilateralen und/oder multilateralen Nettopositionen der Teilnehmer. Durch Netting wird die Abwicklung der Transaktionen vereinfacht, indem eine große Anzahl einzelner Verbindlichkeiten oder Positionen auf eine geringere Anzahl von Verbindlichkeiten oder Positionen reduziert wird.

Wertpapierabwicklungssysteme umfassen die gesamte Bandbreite der institutionellen Regelungen für die Emission von Wertpapieren und meist auch für die Verrechnung, Abwicklung und Aufbewahrung bei Wertpapiergeschäften.

Die Verantwortlichkeiten und Interessen der Zentralbanken

Die Zentralbanken tragen die Verantwortung für die Wirksamkeit der Geldpolitik und haben ein grundlegendes Interesse an der Gesamtstabilität des Finanzsystems. Die solide

Struktur und Funktionsweise der Zahlungssysteme und vor allem der für die Stabilität des Finanzsystems wichtigen Zahlungssysteme sind eine Grundvoraussetzung für die Effektivität der Geldpolitik und der Finanzmärkte sowie, ganz allgemein, für die effektive Funktionsweise anderer nationaler und internationaler Finanzmärkte (wie zum Beispiel Devisenmärkte, Wertpapier- und Derivatmärkte). Im Bericht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich vom Januar 2001 „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“ wird ein System als bedeutsam für die Stabilität des Finanzsystems angesehen, „wenn eine unzureichende Risikoabsicherung des Systems zur Folge haben könnte, dass bei einer Störung innerhalb des Systems weitere Störungen bei den Systemteilnehmern oder systemweite Störungen im Finanzbereich ausgelöst oder weitergegeben werden könnten“. Die große Bedeutung, die Zentralbanken der Stabilität des Finanzsystems beimessen, ergibt sich zum einen aus der möglichen schnellen Übertragung finanzieller Schocks unter den Marktteilnehmern (vor allem über Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssysteme) und zum anderen daraus, dass finanzielle Schocks Störungen in der Wirtschaft allgemein auslösen und somit zu erheblichen Wohlfahrtsverlusten und Produktionseinbußen führen können.

Die wesentlichen Ziele der Zentralbanken

Die wesentlichen Ziele der Zentralbanken im Hinblick auf Zahlungssysteme sind darauf ausgerichtet, die Wirtschaft mit sicheren, effizienten Systemen für Zahlungen in Zentralbank- und Geschäftsbankengeld auszustatten. Durch die Verfolgung des zweifachen Ziels Effizienz und Sicherheit tragen sie zur Stabilität des Finanzsystems bei und erleichtern gleichzeitig die Durchführung der Geldpolitik. Die Förderung sicherer und effizienter Zahlungssysteme ist schon seit jeher das wichtigste und vorrangige Ziel der Zentralbanken gewesen. Seit kurzem verfolgen die Zentralbanken diese Ziele nun auch mit Blick

auf die Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme.

Förderung sicherer und wirtschaftlich effizienter Systeme

In der Regel sind Zahlungssysteme sowie Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme nur dann wirtschaftlich effizient, wenn sie von einer ausreichend großen Anzahl an Teilnehmern genutzt werden. Die Nutzung und Akzeptanz dieser Systeme hängen wiederum von deren Sicherheit ab. Zentralbanken schaffen deshalb durch ihre Bemühungen, den mit diesen Systemen verbundenen Risiken entgegenzuwirken, eine Voraussetzung für deren wirtschaftliche Effizienz und fördern die Stabilität der Finanzmärkte insgesamt. Es gibt im Wesentlichen zwei Arten von finanziellen Risiken, die mit Zahlungssystemen und Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen verbunden sind. Erstens das Kreditrisiko: Eine Partei innerhalb des Systems kann ihre Verpflichtungen weder bei Fälligkeit noch zu irgendeinem Zeitpunkt in der Zukunft erfüllen. Zweitens das Liquiditätsrisiko: Eine Partei innerhalb des Systems verfügt über unzureichende Mittel oder Wertpapiere, um ihren Verpflichtungen pünktlich und erwartungsgemäß nachzukommen, wobei nicht ausgeschlossen ist, dass sie zu einem späteren Zeitpunkt dazu in der Lage ist. Beide Kategorien finanzieller Risiken könnten dazu führen, dass der Ausfall eines Teilnehmers an einem Interbank-Überweisung- oder einem Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystem zur Folge hat, dass andere Teilnehmer ihren Verpflichtungen zum Fälligkeitsdatum ebenfalls nicht nachkommen können (Dominoeffekt), was möglicherweise weitgreifende Störungen an den Finanzmärkten insgesamt nach sich zieht (Systemrisiko). Probleme, die in Zahlungssystemen auftreten, können sich auch auf andere Wirtschaftssektoren auswirken, da diese Systeme von Unternehmen zum Kauf oder Verkauf von Waren und Dienstleistungen oder für Gehaltszahlungen an ihre Angestellten genutzt werden; darüber hinaus vertraut die Öffentlichkeit im Einzelhandel auf Zahlungssysteme,

und der Staat benötigt sie für Steuereinnahmen und Leistungszahlungen. Bei Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen besteht außerdem das Risiko des Verlusts oder der Nichtverfügbarkeit depotverwahrter Wertpapiere aufgrund der Zahlungsunfähigkeit oder Fahrlässigkeit der Depotbank oder anderer widriger Umstände für die Depotbank (Depotrisiko). Auch dies hat einen Einfluss darauf, ob ein Teilnehmer Wertpapiere zum Fälligkeitsdatum liefern kann. Im Ergebnis würde das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Nutzung von Zahlungssystemen sowie Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen, von Zahlungs- und Finanzinstrumenten oder gar die Nutzung von Geld als allgemeines Tauschmittel leiden und könnte merklich zurückgehen, wenn wichtige Infrastrukturen in Mitleidenschaft gezogen würden.

Zahlungssysteme sowie Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme sollten nicht nur sicher, sondern auch sowohl für die Nutzer als auch für die Gesamtwirtschaft effizient und zweckmäßig sein. Dabei muss immer ein Kompromiss zwischen möglichst niedrigen Kosten und der Erreichung anderer Ziele, wie zum Beispiel maximaler Sicherheit, geschlossen werden. Die Zentralbanken und Aufsichtsinstanzen legen Mindeststandards für die Sicherheit und Effizienz fest und sprechen Empfehlungen aus, die den Betreibern von Zahlungssystemen sowie Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen bei ihren Entscheidungen als Orientierungshilfe dienen. Diese Standards und Empfehlungen fördern sowohl den Wettbewerb zwischen Zahlungssystemen als auch zwischen Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen und tragen zur Vermeidung regulatoriver Arbitrage bei. Sie können bis zu einem gewissen Grad auch zu einheitlicheren Regelungen und Verfahren führen.

Erleichterung der Umsetzung der Geldpolitik

Zahlungssysteme sind das wichtigste Medium für die Verteilung von Liquidität an die Marktteilnehmer bzw. unter den Marktteilnehmern. Die Zentralbanken nutzen Zahlungssysteme

zur Durchführung ihrer eigenen geldpolitischen Operationen und Innertageskreditgeschäfte. Da solche Zentralbankgeschäfte besichert sein müssen, sind Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme, Zahlungssysteme und Geldpolitik miteinander verknüpft. Darüber hinaus trägt auch die Einführung von Echtzeit-Bruttosystemen (RTGS) durch die Zentralbanken, bei denen die Verarbeitung und Verrechnung in Zentralbankgeld transaktionsorientiert (ohne Netting) und in Echtzeit (fortlaufend) erfolgen, dazu bei, dass die Teilnehmerbanken vermehrt Zentralbankgeld nachfragen.

Das Instrumentarium der Zentralbanken

Zur Erfüllung ihrer Aufgaben im Zahlungsverkehr verfügen die Zentralbanken über folgende Instrumente: Sie können i) Zahlungssysteme betreiben, ii) als Katalysator für Veränderungen dienen und iii) Sicherheits- und Effizienzstandards festlegen, die bei Bedarf mittels bestimmter Regelungsbefugnisse umgesetzt werden können. Hier spricht man bei der Festlegung von Standards und der Überprüfung der Anwendung dieser Standards in der Regel von der Überwachung der Zahlungssysteme. Die Überwachung unterscheidet sich in diesem Zusammenhang von der Bankenaufsicht. Bankenaufsicht beinhaltet die Überprüfung einzelner Banken/Finanzinstitute zwecks Gewährleistung ihrer finanziellen Stabilität. Sie konzentriert sich auf die einzelnen Teilnehmer an einem Zahlungssystem, ist vorrangig darauf ausgerichtet, Einleger/Bankkunden zu schützen, und basiert auf umfangreichen Rahmenregelungen. Die Überwachung von Zahlungssystemen hingegen betrifft Systeme, Regelungen und Instrumente und basiert auf einer Mischung aus moralischem und regulativem Druck. Sie soll primär die Funktionsfähigkeit des Systems gewährleisten, indem Aufbau und Funktionsweise überprüft werden. Die Überwachung von Zahlungssystemen ist Aufgabe einer Zentralbank. Man könnte hier anführen, dass die gleichen Instrumente im Prinzip auch bei Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen Anwendung finden, wobei jedoch zu berücksich-

tigen ist, dass die Befugnisse der Zentralbanken in Bezug auf diese Systeme weniger explizit sind. In diesem Zusammenhang kann die Zusammenarbeit des G-10-Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) und der Internationalen Vereinigung der Wertpapieraufseher (IOSCO) auf dem

Gebiet der Wertpapierabwicklungssysteme als internationale Anerkennung der (wenn auch nicht exklusiven) Interessen und Aufgaben der Zentralbanken bei der Überwachung von Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen gesehen werden.

2 Rechtsgrundlage für die Einbeziehung des Eurosystems in Zahlungs- und Verrechnungssysteme

EG-Vertrag und ESZB-Satzung

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) und das Protokoll über die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung) enthalten eine Reihe von Bestimmungen, die die Bedeutung von Verrechnungs- und Zahlungssystemen für das Eurosystem unterstreichen.

In Artikel 105 Absatz 2 vierter Gedankenstrich des EG-Vertrags sowie in Artikel 3 Absatz 1 vierter Gedankenstrich der ESZB-Satzung heißt es, dass eine der grundlegenden Aufgaben des ESZB darin besteht, „das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern“. Diese Artikel, deren Sinngehalt zum Teil bereits in den Satzungen der nationalen Zentralbanken (NZBen) enthalten war, bevor diese in das Eurosystem integriert wurden, sind seit jeher die Grundlage für die Bereitstellung von Zahlungsverkehrseinrichtungen und die Überwachung von Zahlungssystemen im jeweiligen Zuständigkeitsbereich durch die NZBen. Nach der Errichtung des Eurosystems haben die EZB und die nationalen Zentralbanken des Euroraums gemeinsam diese Funktionen übernommen, wie im EG-Vertrag und in der ESZB-Satzung vorgesehen. Diese bilden die Rechtsgrundlage für die Einbeziehung des Eurosystems in Verrechnungs- und Zahlungssysteme.

Die EZB ist befugt, Richtlinien, Weisungen, Verordnungen und Entscheidungen zu erlassen sowie Empfehlungen und Stellungnahmen abzugeben. Gemäß Artikel 22 der ESZB-Satzung können die EZB und die NZBen Einrich-

tungen zur Verfügung stellen und die EZB kann Verordnungen erlassen, um effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme innerhalb der Gemeinschaft und im Verkehr mit dritten Ländern zu gewährleisten. In Verbindung mit Artikel 34.1 der ESZB-Satzung entsprechen „Verordnungen“ in diesem Kontext den Verordnungen im Sinne des Gemeinschaftsrechts, d. h., sie sind Rechtsakte mit allgemeiner Geltung, die in allen ihren Teilen verbindlich sind und unmittelbar in jedem Mitgliedstaat gelten. Während die Bereitstellung von Zahlungsverkehrseinrichtungen durch die EZB und die NZBen (siehe Abschnitt 3) auf dem ersten Teil von Artikel 22 beruht, wurde der zweite Teil des Artikels über den Erlass von Verordnungen noch nicht angewandt.

Artikel 34.1 der ESZB-Satzung ermächtigt die EZB, im Bereich der Verrechnungs- und Zahlungssysteme Verordnungen und Entscheidungen zu erlassen sowie Empfehlungen und Stellungnahmen abzugeben. Die EZB hat bereits mehrfach (für die Adressaten verbindliche) Entscheidungen erlassen, etwa um Sanktionen gegen Geschäftspartner des Eurosystems wegen Missachtung von EZB-Rechtsakten zu verhängen; im Zusammenhang mit Zahlungssystemen findet dieses Instrument derzeit jedoch keine Anwendung. Im Bereich der Verrechnungs- und Zahlungssysteme hat die EZB bisher noch keine Empfehlungen (unverbindliche Rechtsinstrumente) abgegeben.

Bei den (nicht verbindlichen) Stellungnahmen der EZB handelt es sich um solche, die gemäß Artikel 105 Absatz 4 des EG-Vertrags und Artikel 4 a der ESZB-Satzung abgegeben wer-

den, wie in der Ratsentscheidung (98/415/EG) vom 29. Juni 1998 über die Anhörung der Europäischen Zentralbank durch die nationalen Behörden zu Entwürfen für Rechtsvorschriften näher ausgeführt. Diese beiden Artikel und die Ratsentscheidung verpflichten die Gemeinschaft und die nationalen Gesetzgeber dazu, die EZB zu Entwürfen für Rechtsvorschriften, die in deren Zuständigkeitsbereich fallen, zu hören; hierzu zählt auch der Bereich der Verrechnungs- und Zahlungssysteme. Die EZB und das Europäische Währungsinstitut (der Vorläufer der EZB, für den ähnliche Bestimmungen galten) haben bislang vier Stellungnahmen zu Entwürfen des Gemeinschaftsrechts und 30 zu Entwürfen für nationale Rechtsvorschriften im Bereich der Verrechnungs- und Zahlungssysteme abgegeben.

Aufgrund ihrer allgemeinen und unmittelbaren Gültigkeit stellt die Verordnung das wirksamste Rechtsinstrument dar, das der EZB aus der ESZB-Satzung im Bereich der Verrechnungs- und Zahlungssysteme zur Verfügung steht. Die Artikel 22 und 34.I der ESZB-Satzung übertragen der EZB das Recht, Verordnungen für „Verrechnungs- und Zahlungssysteme“ zu erlassen. Diese sind nur für teilnehmende Mitgliedstaaten (d. h. Euro-Länder) bindend.

Artikel 22 der ESZB-Satzung

Um festzulegen, welche Befugnisse sich für die EZB aus Artikel 22 im Hinblick auf den Erlass von Verordnungen ergeben, ist es erforderlich, den Anwendungsbereich dieses Artikels zu bestimmen. Eine nähere Betrachtung der Entstehungsgeschichte dieses Artikels, der erst recht spät Eingang in die ESZB-Satzung fand, trägt allerdings nicht zu einer Klärung bei. So gibt eine Untersuchung der Vorbereitungen zu Artikel 22 nicht einmal hinreichend Aufschluss darüber, welche Ziele die Verfasser des Vertrags im Hinblick auf die Übertragung von Regelungsbefugnissen an die EZB im Bereich der Verrechnungs- und Zahlungssysteme verfolgten. Dabei ist jedoch auch in Anbetracht von Artikel 34.I der ESZB-Satzung (siehe oben) unbestritten, dass

der Gemeinschaftsgesetzgeber eindeutig beabsichtigte, der EZB das Recht zum Erlass von Verordnungen (im Sinne des Gemeinschaftsrechts) im Bereich der Verrechnungs- und Zahlungssysteme zu übertragen. Da Artikel 22 überdies sehr allgemein formuliert ist (Verordnungen können von der EZB erlassen werden, um „effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme innerhalb der Gemeinschaft und im Verkehr mit dritten Ländern zu gewährleisten“), kann man davon ausgehen, dass er innerhalb angemessener Grenzen weit genug gefasst ist, um mit einer gewissen Flexibilität angewandt zu werden und damit auch künftigen Entwicklungen auf dem sich schnell entwickelnden Gebiet der Verrechnungs- und Zahlungssysteme gerecht zu werden. Derzeit ist es zwar noch nicht möglich, diese Grenzen genau und umfassend festzulegen, doch lassen sich anhand einer Untersuchung der Kompetenzverteilung zwischen der EZB, anderen Instanzen der Gemeinschaft und den nationalen Gesetzgebern der Mitgliedstaaten einige Anhaltspunkte erkennen.

Im Hinblick auf die Überwachung von Verrechnungs- und Zahlungssystemen wurde in der Stellungnahme der EZB (CON/99/19) bezüglich einer Anfrage Luxemburgs zu einem Gesetzesentwurf zur Umsetzung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Mai 1998 über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungs- sowie Wertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (98/26/EG; Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften L 166 vom 11. Juni 1998, S. 45 ff.) (Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen) ausdrücklich festgestellt, dass die Zuständigkeit für die Überwachung von Verrechnungs- und Zahlungssystemen bei den Zentralbanken liegt, und zwar aufgrund ihrer engen Verbindung zur Geldpolitik, zu geldpolitischen Transmissionsmechanismen, zum Geldmarkt und zur Stabilität des Finanzsystems. Jedwede Einmischung in die Zuständigkeiten eines Gemeinschaftsorgans bzw. eines nationalen Organs mit Ausnahme einer Zentralbank, die im Rahmen des ESZB/Eurosystems agiert, ist daher ausgeschlossen. Da für die Überwachungsaufgaben – anders als im

Falle der Bankenaufsicht – traditionell kein so festes Regelwerk besteht, würde sich die EZB zur Wahrnehmung dieser Aufgaben erforderlichenfalls auf die in Artikel 22 der ESZB-Satzung genannte Befugnis berufen.

Was die Organe der Gemeinschaft betrifft, so sind der EU-Rat und das Europäische Parlament gemäß EG-Vertrag befugt, Rechtsakte im Bereich der Finanzdienstleistungen zu verabschieden, die auch Verrechnungs- und Zahlungssysteme betreffen können. Ein Beispiel hierfür ist die oben genannte Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen. Darin sind Regeln über die Wirksamkeit von Zahlungsaufträgen, die Rechtswirksamkeit bilateraler und multilateraler Aufrechnungen (Netting), die Nichtrückwirkung einer Insolvenz von Teilnehmern an Zahlungssystemen sowie Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen und den Schutz der von solchen Teilnehmern geleisteten Sicherheiten im Falle ihrer Insolvenz niedergelegt. Zwar ist klar, dass die EZB Regeln für die operationalen Anforderungen und technischen Aspekte von Verrechnungs- und Zahlungssystemen aufstellen kann, doch stellt sich die Frage, ob sich diese Befugnis auch auf Bereiche erstrecken könnte, die etwa in der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen erfasst sind. Es mag theoretisch möglich sein, zwischen den technisch-operationalen Anforderungen von Verrechnungs- und Zahlungssystemen einerseits und zivil- und insolvenzrechtlichen Aspekten andererseits zu differenzieren. In der Praxis jedoch könnte eine solche Unterscheidung wesentlich schwerer fallen, sollte die EZB eine Verordnung zur Gewährleistung eines zuverlässigen und effizienten Funktionierens von Verrechnungs- und Zahlungssystemen erlassen. So würde Artikel 22 wohl seines Sinngehaltes beraubt, wenn Auswirkungen einer EZB-Verordnung auf das Zivil- und Insolvenzrecht ausgeschlossen wären. Es ließe sich daher einwenden, dass aufgrund von Artikel 22 erlassene Verordnungen durchaus auch diese Rechtsgebiete betreffen können, sofern sie auf den konkreten Zweck der Gewährleistung der Effizienz und Zuverlässigkeit von Verrechnungs- und Zahlungssystemen beschränkt bleiben.

Die nationalen Gesetzgeber können in den Zuständigkeitsbereich der EZB und sonstiger Organe der Gemeinschaft nur dann regulierend eingreifen, wenn weder die EZB noch die Gemeinschaft ihre Befugnisse in den betreffenden Bereichen ausgeübt haben. Der Grundsatz des Vorrangs des Gemeinschaftsrechts impliziert, dass einzelstaatliche Rechtsvorschriften nicht anzuwenden sind, wenn sie mit einer Rechtsakte der Gemeinschaft, einschließlich EZB-Rechtsakten, unvereinbar sind.

Betrachtet man nun konkret den Geltungsbereich von Artikel 22, so bedarf der Begriff der Verrechnungs- und Zahlungssysteme einer Definition. Anzumerken ist, dass dieser Begriff weder im Vertrag noch in der ESZB-Satzung weiter ausgeführt wird. Einen Ausgangspunkt für die Analyse bildet dabei die enge Beziehung, die moderne Finanzsysteme zwischen Zahlungssystemen und Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen herstellen. Durch die Anwendung von DvP-Verfahren („delivery versus payment“ – „Lieferung gegen Zahlung“), bei denen Wertpapiere nur gegen gleichzeitige Übertragung von Guthaben geliefert werden, sind Wertpapiergeschäfte im Allgemeinen mit einer geldlichen Verrechnung verbunden. Die Abwicklung beider Teilgeschäfte muss den gleichen Schutzvorkehrungen unterliegen, sonst können Asymmetrien mit Auswirkungen auf das gesamte System auftreten. Artikel 22 spricht einerseits von „Verrechnungssystemen“ und andererseits von „Zahlungssystemen“. Der Wortlaut lässt also darauf schließen, dass mit „Verrechnung“ etwas anderes gemeint ist als mit „Zahlung“. Bei dieser Interpretation lässt sich daher die Frage, ob Artikel 22 Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme einschließt, mit Ja beantworten.

Für diese Auslegung sprechen auch noch einige andere Argumente. So wird in der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen beispielsweise nicht zwischen Verrechnungs- und Zahlungssystemen unterschieden, sondern der Oberbegriff „System“ verwendet, der sowohl Zahlungssysteme als auch Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme

me umfasst. Die Richtlinie wurde beschlossen, um Systemrisiken in „Systemen“ entgegenzuwirken. Dieses Ziel deckt sich mit dem von Artikel 22, nämlich der Gewährleistung der Effizienz und Zuverlässigkeit von Verrechnungs- und Zahlungssystemen. Folglich lässt sich der Schluss ziehen, dass der Begriff „Systeme“ im Sinne der Richtlinie über die Wirksamkeit von Abrechnungen mit dem Begriff „Verrechnungs- und Zahlungssysteme“ in Artikel 22 der ESZB-Satzung übereinstimmt und sowohl Systeme für die Übertragung von Guthaben als auch Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme umfasst.

Ein weiteres Indiz für die enge Verbindung zwischen Zahlungssystemen und Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen kann darin gesehen werden, dass die Rolle der Zentralbanken bei der Überwachung von Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen kürzlich – wenngleich noch informell – auf nationaler und internationaler Ebene im Rahmen eines gemeinsamen Projekts zwischen dem ESZB und dem Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) anerkannt wurde. In Anbetracht des gemeinsamen Interesses von Zentralbanken und Wertpapierregulierungsbehörden auf dem Gebiet der Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme in der EU wurden kürzlich vom EZB-Rat und dem CESR die Rahmenbedingungen für eine Kooperation in diesem Bereich verabschiedet. Dies dürfte zur Festlegung einheitlicher Standards und Empfehlungen für Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme in der gesamten EU führen, wobei die Überwachungsaufgaben gemeinsam von Zentralbanken und Wertpapierregulierungsbehörden wahrgenommen werden.

Es gibt einen allgemeinen Grundsatz, wonach das Gesetz entsprechend der gesellschaftlichen Wirklichkeit und Umstände zum Zeitpunkt der Anwendung zu interpretieren und anzuwenden ist. Dieser Grundsatz gilt auch für im Vertrag und der ESZB-Satzung enthaltene Rechtsvorschriften in Bezug auf Verrech-

nungs- und Abwicklungssysteme. Es wäre unbillig, davon auszugehen, dass Artikel 22 (eine Vertragsbestimmung) regelmäßig an das sich rasch wandelnde Umfeld der Verrechnungs- und Abwicklungssysteme angepasst werden muss. Daher kann Artikel 22 im Zusammenhang mit modernen Verrechnungs- und Zahlungssystemen so angewandt werden, dass er sowohl Zahlungssysteme als auch Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme umfasst. Allerdings würde die EZB *ultra vires* handeln, d. h. ihre gesetzlichen Befugnisse überschreiten, wenn sie die ihr nach Artikel 22 verliehenen Regelungsbefugnisse dazu nutzen würde, in die Zuständigkeit der Gemeinschaft oder der Mitgliedstaaten als den allgemeinen Gesetzgebern im Bereich des Wertpapier-, Privat- oder Insolvenzrechts einzugreifen. Die EZB ist kein allgemeiner Gesetzgeber; ihre Regelungsbefugnisse sind darauf beschränkt, entweder die Regeln für die vom Eurosystem selbst bereitgestellten Einrichtungen im gesamten Euroraum einheitlich und unter Beachtung einzelstaatlicher Gesetze festzulegen oder die Effizienz und Zuverlässigkeit der Systeme zu gewährleisten, sofern diese die Geschäfte des Eurosystems betreffen. Darüber hinaus sind eine Reihe von Einschränkungen hinsichtlich der Ausübung der Regelungsbefugnis zu nennen: erstens der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit, demzufolge die Pflichten der Teilnehmer an einem Verrechnungs- oder Zahlungssystem in einem angemessenen Verhältnis zu den Zielen der EZB stehen müssen; zweitens ist die EZB an den Grundsatz gebunden, im Rahmen einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb zu handeln, sodass in den Bestimmungen einer EZB-Verordnung keine Beschränkung des Wettbewerbs vorgesehen sein darf; drittens der Grundsatz der Nichtdiskriminierung, wonach alle Marktteilnehmer gleich zu behandeln sind. Sollten Zweifel darüber bestehen, ob eine EZB-Verordnung gemäß Artikel 22 den oben genannten Anforderungen entspricht, so kann sie nach Artikel 35.1 der ESZB-Satzung vor dem Europäischen Gerichtshof angefochten werden.

3 Die unterschiedlichen Aufgaben des Eurosystems

Nachdem in der Einleitung ein Überblick über die Grundlage und das allgemeine Spektrum der Aufgaben von Zentralbanken auf dem Gebiet der Zahlungssysteme sowie Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme vermittelt wurde, wird im Folgenden erläutert, wie das Eurosystem seine Funktionen in der Praxis wahrnimmt. Das Eurosystem fungiert als Betreiber von Zahlungssystemen und erfüllt seinen Auftrag, indem es als Katalysator für Veränderungen wirkt und Standards festlegt. Diese drei Funktionen werden in unterschiedlichem Maße auf drei Gebieten ausgeübt: im Großzahlungsverkehr (vorwiegend bei Interbankzahlungen und Zahlungen im Rahmen von Finanzmarkttransaktionen), im Massenzahlungsverkehr und bei Wertpapierabwicklungsdienstleistungen.

Operationale Rolle

Die Befugnis der EZB und der NZBen, Zahlungssysteme und Verrechnungseinrichtungen (i) innerhalb der Gemeinschaft und (ii) im Verkehr mit dritten Ländern zur Verfügung zu stellen, lässt sich unter anderem aus Artikel 105 Absatz 2 vierter Gedankenstrich des EG-Vertrags in Verbindung mit Artikel 3 Absatz 1 vierter Gedankenstrich und Artikel 22 der ESZB-Satzung ableiten.

Transeuropäisches automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem (TARGET)

Das Eurosystem hat seine operationalen Befugnisse mit der Einrichtung und dem Betrieb von TARGET, einem Großbetragszahlungssystem für die Abwicklung von Euro-Zahlungen, ausgeübt. Die EU-Zentralbanken waren der Ansicht, dass die Einführung der gemeinsamen Währung eine wie auch immer geartete Vernetzung der Zahlungssysteme erfordern würde, um ein einheitliches „inländisches“ Zahlungsgebiet und somit gleiche Wettbewerbsbedingungen für die Marktteilnehmer zu schaffen und ein Instrument zur Verfügung zu

stellen, mit dem geldpolitische Geschäfte zwischen den NZBen des Eurosystems und den Kreditinstituten rechtzeitig und sicher abgewickelt werden können und die Einheitlichkeit des Geldmarktes gefördert wird. TARGET wurde aufgrund einer Entscheidung des Rates des Europäischen Währungsinstituts (EWI) vom März 1995 entwickelt, um Großbetragszahlungen in Euro im gesamten Euro-Währungsgebiet effizient abzuwickeln. Ohne TARGET hätte dem Angebot an bzw. der Nachfrage nach Zentralbankgeld auf nationaler Ebene Rechnung getragen werden müssen. Dies wäre mit dem Gedanken der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) unvereinbar gewesen; die nationalen Geldmärkte wären weiterhin zersplittert und eine einheitliche Geldpolitik unmöglich gewesen. TARGET wurde am 4. Januar 1999 in Betrieb genommen. Das System erfüllt seine Ziele mit Erfolg, da es ein effizientes und sicheres Verfahren zur Verarbeitung und Verrechnung von Großbetragszahlungen in Euro auf RTGS-Basis zur Verfügung stellt und den geldpolitischen Bedürfnissen der EZB Rechnung trägt. TARGET ist das einzige „Instrument“ für den „grenzüberschreitenden“ Zahlungsverkehr in Euro, das allen geldpolitischen Geschäftspartnern direkten Zugang gewährt. Es ist dezentral strukturiert und besteht aus 15 nationalen RTGS-Systemen und dem EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus¹, die über das Interlinking-System so miteinander verknüpft sind, dass sie eine einheitliche Plattform für die Verarbeitung von Euro-Zahlungen bilden. Das Eurosystem hat festgestellt, dass die technische Entwicklung und der Druck der Märkte seit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 einen Prozess der Konsolidierung von Marktinfrastrukturen, die auch das TARGET-System beeinflussen können, be-

¹ Im Jahr 1999 wurden die Bedingungen für die Nutzung des EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus (EPM) von der EZB beschlossen. Sie nimmt über den EPM an TARGET teil, um Zahlungen (insbesondere eigene Zahlungen und solche von EPM-Teilnehmern) abzuwickeln und für Stellen, die grenzüberschreitende Verrechnungs- und Abwicklungsdienste anbieten, über das TARGET-System Dienste für den Zahlungsausgleich bereitzustellen.

günstig haben. In diesem Zusammenhang prüft das Eurosystem gegenwärtig, wie sich TARGET in den kommenden Jahren entwickeln könnte. Dies ist besonders wichtig für Länder, die die Mitgliedschaft in der Europäischen Union beantragt haben. Für den Beitritt zur EU reicht die Einrichtung eines RTGS-Systems allein sicherlich nicht aus. Die Beitrittsländer sollten vorrangig moderne Marktinfrastrukturen entwickeln, die den Bedürfnissen ihrer Wirtschaft gerecht werden, die Entwicklung sicherer und effizienter Finanzmärkte fördern und die Marktteilnehmer in ihrem Land unterstützen, damit sie mit anderen Marktteilnehmern sowohl in der EU als auch weltweit konkurrieren können. Da Marktinfrastrukturen speziell auf eine Währung zugeschnitten sind, wird die in den einzelnen Beitrittsländern bereits bestehende Infrastruktur auch nach dem Beitritt dieser Länder zur EU weiter in Anspruch genommen werden. Eine Überprüfung der Nutzung nationaler Infrastrukturen müsste erst dann erfolgen, wenn die Beitrittsländer auch dem Euro-Währungsgebiet angehören.

Die Artikel 12.1 und 14.3 der ESZB-Satzung ermächtigen die EZB, Leitlinien und Weisungen an die NZBen zu erlassen; sie bildeten die Grundlage für die Leitlinie EZB/2001/3 der Europäischen Zentralbank über ein trans-europäisches automatisches Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem (TARGET) vom 26. April 2001 (ABl. L 140/72) in der Fassung der Leitlinie EZB/2002/01 (ABl. L 67/74). In der TARGET-Leitlinie sind die Regeln für den Betrieb des Systems als solchem, einschließlich seiner nationalen Komponenten, niedergelegt. Sie enthält unter anderem Bestimmungen zu einer Reihe von gemeinsamen Mindestanforderungen, die alle an TARGET teilnehmenden bzw. angeschlossenen nationalen RTGS-Systeme zu erfüllen haben (z. B. Zugangsvoraussetzungen, Währungseinheit, Preisgestaltung, Betriebszeiten, Zahlungsvorschriften, Unwiderruflichkeit, Endgültigkeit und Innertageskredite), Bestimmungen für den grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr über das Interlinking-System, Sicherheitsbestimmungen, Revisionsvorschriften und Bestimmungen zur Verwaltung von TARGET.

Diese Regeln gelten nur für die NZBen des Eurosystems. Um den NZBen der Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, die gleichen Voraussetzungen zu bieten, ist zwischen den NZBen des Eurosystems und der EZB einerseits sowie den nicht teilnehmenden NZBen andererseits eine multilaterale Vereinbarung getroffen worden, in der sich die Bestimmungen der TARGET-Leitlinie widerspiegeln. Die Vorschriften der TARGET-Leitlinie und die TARGET-Vereinbarung haben über vertragliche und/oder gesetzliche Bestimmungen Eingang in die nationale Rechtsdokumentation zwischen den NZBen und ihren Geschäftspartnern gefunden.

Da die NZBen der aktuellen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro am 1. Januar 1999 nicht eingeführt haben, ihre TARGET-Verbindungen einrichten mussten, wurde ihnen der Zugang zu TARGET gewährt, sofern sie die in der unterzeichneten Vereinbarung genannten Bestimmungen und Verfahren vorbehaltlich bestimmter weiterer Abänderungen und Spezifikationen einhalten.² Bis zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind von der EZB keine weiteren Rechtsinstrumente zur Bereitstellung von Zahlungssystemen innerhalb der EU beschlossen oder angewandt worden.

TARGET wickelt nur Überweisungen ab. Gemäß der TARGET-Leitlinie müssen alle Zahlungen, die sich unmittelbar aus (i) geldpolitischen Geschäften, (ii) der Verrechnung des auf Euro lautenden Teils von Devisengeschäften unter Beteiligung des Eurosystems und (iii) der Verrechnung von Euro-Überweisungen aus Großbetragszahlungssystemen ergeben oder damit in Zusammenhang stehen, über TARGET ausgeführt werden. Auch bei sonstigen Zahlungen, wie etwa Interbankzahlungen und kommerziellen Zahlungen in Euro, kann TARGET genutzt werden. Es gibt keine Ober- bzw. Untergrenze für den Wert der abgewickelten Zahlungen.

2 Siehe „Conditions for the participation of non-euro area EU national central banks and credit institutions in TARGET“ unter http://www.ecb.int/press/pr980708_3.htm.“

Automatisierte Clearinghäuser (ACH)

Das Eurosystem ist auf recht unterschiedliche Weise am Massenzahlungsverkehr beteiligt. Viele nationale Zentralbanken des Eurosystems, wie zum Beispiel die Banca d'Italia, die Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique und die Deutsche Bundesbank, blicken auf eine lange Tradition der operativen Beteiligung am Massenzahlungsverkehr zurück. Sie stellen ein neutrales und offenes Verbundsystem zur Verfügung, an dem die Banken ungeachtet ihres jeweiligen Geschäftsumfangs teilnehmen können. Inwieweit das Eurosystem in den Massenzahlungsverkehr eingebunden wird, hängt wesentlich von den Bemühungen des Bankensektors ab, künftig eine effiziente Infrastruktur für den Massenzahlungsverkehr in Euro bereitzustellen.

Verrechnungsagent für private Systeme

Neben seinen eigenen Groß- und Massenzahlungssystemen bietet das Eurosystem auch Verrechnungseinrichtungen für nicht von ihm selbst betriebene Zahlungssysteme an (wie z. B. privat betriebene Massenzahlungssysteme, Wertpapierabwicklungssysteme für die geldliche Verrechnung und das von der Euro Banking Association betriebene Euro-I-System).

Continuous-Linked-Settlement-System (CLS)

Das Eurosystem ist auch für die Förderung effizienter und zuverlässiger Systeme im Verkehr mit anderen Ländern verantwortlich. Ein Beispiel hierfür ist das CLS-System, das für die Verrechnung von Devisenhandelstransaktionen zwischen Teilnehmerbanken auf Zahlung-gegen-Zahlung-Basis in den Büchern der CLS Bank, die ihren Sitz in New York hat, konzipiert wurde. Das CLS-System soll das Erfüllungsrisiko für Transaktionen beseitigen, die über das System abgewickelt werden; es wird außerdem den zur Abrechnung der Devisengeschäfte jeweils erforderlichen Liquiditätsbedarf gegenüber dem gegenwärtigen Verfahren erheblich reduzieren, da die am Ver-

rechnungsverfahren Beteiligten nur einen Saldo pro Währung im System aufweisen werden. Da CLS-Zahlungen zeitkritische Zahlungen sind, stellen sie eine Herausforderung für die Innertages-Liquiditätsdispositionen der Banken dar. Die Überwachung des CLS-Systems und sonstiger, in Ländern außerhalb des Eurogebiets betriebener Systeme und Zahlungsverkehrseinrichtungen wird eine enge Zusammenarbeit mit anderen Nicht-EU-Behörden und bis zu einem gewissen Grad auch einen harmonisierten Überwachungsansatz der beteiligten Behörden mit sich bringen. Zu diesem Zweck wurden bereits Arbeiten in verschiedenen internationalen Gremien – wie beispielsweise dem Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS) unter Federführung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – in Angriff genommen. Für das CLS-System ist die Federal Reserve Bank oberstes Überwachungsorgan. Dem festgelegten „Rahmen für die abgestimmte Überwachung der Zahlungsverkehrssysteme“ zufolge (siehe Bericht des Ausschusses für Interbank-Netting-Systeme der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe – „Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries“, BIZ, 1990) fungiert die EZB als Überwachungsorgan in Bezug auf den Euro. (Von der Bedeutung her nimmt der Euro unter den Währungen im CLS-System eindeutig den zweiten Rang ein, und es wird erwartet, dass rund ein Viertel der vom System getätigten Umsätze auf den Euro entfallen werden.)

Tätigkeiten als Zentralverwahrer von Wertpapieren

Traditionell haben die nationalen Zentralbanken des Eurosystems bei der Abwicklung von Wertpapieren schon immer eine operationale Rolle gespielt. Obwohl inzwischen verschiedene Aufgaben privaten Einrichtungen übertragen worden sind, agieren einige NZBen immer noch als Zentralverwahrer von Wertpapieren oder als Registrierungsstelle („registrar“) für bestimmte staatliche Wertpapiere und sonstige Wertpapierarten.

Korrespondenz-Zentralbankmodell (CCBM)

In Ermangelung einer befriedigenden Lösung für die grenzüberschreitende Mobilisierung von Vermögenswerten führte das Eurosystem im Jahr 1999 für seine eigenen Geschäfte das Korrespondenz-Zentralbankmodell ein, um sicherzustellen, dass sämtliche seiner Zahlungssystemteilnehmer und geldpolitischen Geschäftspartner in der Lage sind, Sicherheiten für die Kreditgeschäfte des Eurosystems – unabhängig vom Standort der Hinterlegung – zur Verfügung zu stellen. Beim Korrespondenz-Zentralbankmodell handeln die NZBen als Verwahrer füreinander. Die Schaffung des CCBM war als eine Zwischenlösung gedacht, die so lange eingesetzt werden sollte, bis der Markt Alternativen entwickelt hat; es war nicht beabsichtigt, mit Marktinitiativen zur Bereitstellung von Dienstleistungen für grenzüberschreitende Marktoperationen zu konkurrieren.

Katalysator für Veränderungen

Das Eurosystem handelt nicht nur als Betreiber, sondern hat sich – wie im speziellen Fall der Massenzahlungssysteme – zuweilen auch zum Ziel gesetzt, Veränderungen zu bewirken oder dem Markt den Weg in eine bestimmte Richtung zu weisen. Dies geschieht durch seine Kontakte und Beziehungen zu den Banken im Geiste der Kooperation und in dem Bestreben, Lösungen für die künftigen Herausforderungen zu finden. Durch bilaterale und multilaterale Sitzungen, Präsentationen, Vorträge, Veröffentlichungen usw. bildet das Eurosystem ein Forum für Gespräche mit Marktteilnehmern und ebnet den Weg für weitere Verbesserungen der Zahlungssysteme und neue infrastrukturelle Entwicklungen.

Der Katalysatorfunktion des Eurosystems kommt eine große Bedeutung zu, beispielsweise mit Blick auf die Entwicklung grenzüberschreitender Massenzahlungen in Euro, deren Effizienz infolge der unzureichenden Koordination zwischen den Teilnehmern beeinträchtigt worden ist. Trotz der Einführung des Euro und der Tatsache, dass das Euro-

Währungsgebiet nun als ein einheitlicher „Binnenmarkt“ gilt, ist der Markt der Massenzahlungssysteme entlang nationaler Grenzen aufgrund des weitgehend unterschiedlichen Leistungsniveaus im nationalen und grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr nach wie vor gespalten. In den Berichten „Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem’s view“ und „Improving cross-border retail payment services – progress report“ von September 1999 bzw. September 2000 sowie in dem Aufsatz „Auf dem Weg zu einem einheitlichen Leistungsniveau für Massenzahlungen im Euro-Währungsgebiet“ (siehe Monatsbericht vom Februar 2001) brachte das Eurosystem gegenüber dem Bankengewerbe und der breiten Öffentlichkeit deutlich zum Ausdruck, dass es mit einer erheblichen Reduzierung der Unterschiede im Leistungsniveau für inländische und grenzüberschreitende Massenzahlungen bis zum Jahr 2002 und einer vollkommenen Beseitigung dieser Unterschiede auf mittlere Sicht rechnet. In seinem Bericht „Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro“ (November 2001) schlug das Eurosystem eine Reihe von Maßnahmen vor, zu denen sich der Bankensektor verpflichten sollte, um die Kosten für grenzüberschreitende Überweisungen bis zum Jahresende 2004 auf das für Inlandsüberweisungen geltende Niveau zu bringen. Dabei hätten die Banken allerdings selbst zu entscheiden, welche Maßnahme ihren jeweiligen Bedürfnissen am ehesten entspricht. Am 19. Dezember 2001 verabschiedeten das Europäische Parlament und der Rat die Verordnung (EG) Nr. 2560/2001 über grenzüberschreitende Zahlungen in Euro (ABl. L 344 vom 28. Dezember 2001). Im Einklang mit den Bestimmungen des EG-Vertrags gab die EZB ihre Stellungnahme zum Entwurf der Verordnung ab. Um die Zusammenarbeit der Marktteilnehmer zu fördern, unterstreicht das Eurosystem die Bedeutung von Koordinierungsorganen für das Eurogebiet. Derartige Organe gibt es bereits in den meisten Ländern, und sie haben sich hinsichtlich der Festlegung und Einführung technischer Standards und Geschäftspraktiken als sehr nützlich erwiesen. Die Schaffung eines solchen Koordinierungsorgans für das gesamte Euro-Wäh-

rungsgebiet wird für notwendig erachtet, und das Eurosystem beabsichtigt, dabei die Rolle eines Katalysators zu übernehmen.

Das Eurosystem kann dem zurzeit im Eurogebiet laufenden Konsolidierungsprozess bei der Wertpapierverrechnung und -abwicklung nicht gleichgültig gegenüberstehen. Eine zunehmende Konsolidierung hat das Potenzial, die Effizienz zu fördern, kann die Risiken aber auch verschärfen. In letzter Zeit haben die Zentralbanken ihr Augenmerk auch verstärkt auf Wertpapierclearingstellen und insbesondere auf die zentralen Kontrahenten gerichtet. Letztere sind Vertragsparteien, die Verpflichtungen im Namen ihrer Teilnehmer übernehmen. Die potenzielle Risikokonzentration ist bei den zentralen Kontrahenten sehr viel höher als bei den Wertpapierabwicklungssystemen. Deshalb gilt das besondere Interesse des Eurosystems den zentralen Kontrahenten und ihrer Systemrelevanz. Am 27. September 2001 gab das Eurosystem eine Grundsatzklärung zur Konsolidierung des Clearingverfahrens der zentralen Kontrahenten ab. Die Einstellung des Eurosystems gegenüber Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen orientiert sich an den Prinzipien der Effizienz und Neutralität. Zur Effizienz bedarf es der Konsolidierung der Infrastruktur in diesem Bereich, und einer der ersten Schritte in diese Richtung besteht in der Schaffung der Voraussetzungen, unter denen die Geschäftspartner des Eurosystems bei geldpolitischen Transaktionen alle Arten an refinanzierungsfähigen Sicherheiten im gesamten Euroraum nutzen können. Allerdings sollten die Vorteile einer Konsolidierung nicht allein auf Zentralbankgeschäfte beschränkt bleiben. Die jetzige Infrastruktur muss umgestaltet werden, damit alle Wertpapiere des Eurogebiets problemlos von einem Teil Europas in den anderen übertragen werden können. Das Prinzip der Neutralität bedeutet, dass das Eurosystem zur Verwirklichung der Integration keine spezifische Lösung favorisiert: Das Eurosystem wird nicht in den Marktwettbewerb zwischen den verschiedenen Systemen, Finanzzentren oder Bankengruppen eingreifen, um zu einer integrierteren Lösung zu gelangen.

Festlegung von Standards

Der EZB-Rat hat die Aufgabe, Sicherheits- und Effizienzstandards festzulegen, die von den in Euro operierenden Zahlungssystemen zu erfüllen sind. Im Juni 2000 verabschiedete und veröffentlichte der EZB-Rat eine „Grundsatzklärung zur Rolle des Eurosystems im Bereich der Zahlungsverkehrsüberwachung“. Darin werden die zahlungsverkehrsrelevanten Ziele klar definiert sowie die Rolle und grundlegende Politik in Bezug auf Zahlungssysteme erläutert. Durch die Wahrnehmung seiner Aufgaben unterstützt das Eurosystem die weitere Verwirklichung und das reibungslose Funktionieren des Binnenmarkts und trägt somit zur Marktintegration bei. Es gewährleistet gleiche Wettbewerbschancen für die Anbieter von Dienstleistungen in den Bereichen Zahlungsverkehr sowie Wertpapierverrechnung und -abwicklung und handelt dabei im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird.

Überwachungsstandards für Zahlungssysteme

Mit Blick auf das Eurosystem als Ganzes entscheidet der EZB-Rat über die Einführung der von anderen maßgeblichen Stellen empfohlenen Standards für Zahlungssysteme. So nahm der EZB-Rat beispielsweise mit Wirkung vom Februar 2001 die vom CPSS erarbeiteten „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“ (die sog. „Core Principles“) in den Anforderungskatalog auf, der als Grundlage für die Bewertung der Sicherheit und Effizienz von Großbetragszahlungssystemen, die Zahlungen in Euro abwickeln, dient. Auch werden im Falle neuer Entwicklungen oder potenzieller grenzüberschreitender Auswirkungen von Massenzahlungssystemen allgemeine Grundsätze für die Überwachung auf Eurosystem-Ebene festgelegt. Durch die Überwachung der Zahlungssysteme stellt das Eurosystem die ordnungsgemäße Anwendung der festgelegten Standards sicher.

Da der Zahlungsverkehr in zunehmendem Maße über private, von Großbanken betriebene Systeme abgewickelt wird, richtet das Eurosystem sein Augenmerk nun auch auf fortgeschrittene Korrespondenzbankmodelle und innovative Zahlungsverfahren. Die mit diesen Verfahren verbundenen Risiken sind mit den Risiken vergleichbar, mit denen die Zahlungssysteme behaftet sind, und bei verfahrenstechnischen Störungen ist mit ähnlichen negativen Auswirkungen auf das System zu rechnen. Deshalb wird das Eurosystem die Bedeutung solcher Systeme für die Stabilität des Finanzsystems und die Entwicklungen auf dem Gebiet des Zahlungsverkehrs weiter aufmerksam verfolgen.

Standards für den Einsatz von Wertpapierverrechnungssystemen bei den Kreditgeschäften des Eurosystems

Nach dem EG-Vertrag sind die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems voll zu besichern, und Innertageskredite im TARGET-System dürfen nur gegen Sicherheiten gewährt werden. Dies macht eine reibungslose Lieferung von Wertpapieren/refinanzierungsfähigen Si-

cherheiten an das Eurosystem unentbehrlich. Um nicht vertretbare Risiken bei der Durchführung der eigenen Kreditgeschäfte zu vermeiden und die Wettbewerbsgleichheit innerhalb des Eurogebiets sicherzustellen, hat das Eurosystem neun Standards entwickelt und verabschiedet, die von den EU-Wertpapierabwicklungssystemen als Voraussetzung zu erfüllen sind, damit sie für die Kreditgeschäfte des Eurosystems genutzt werden können („Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations“, EZB, Januar 1998). Um für die Nutzung durch das Eurosystem infrage zu kommen, werden Sicherheit und Effizienz der einzelnen Wertpapierabwicklungssysteme und die von diesen für die grenzüberschreitende Übertragung von Wertpapieren eingerichteten Verbindungen regelmäßig anhand dieser Standards bewertet. Wenngleich die Standards vom Eurosystem als Nutzer von Wertpapierabwicklungssystemen festgelegt wurden, haben die Betreiber dieser Systeme selbst erhebliche Anstrengungen unternommen, um diese Standards zu erfüllen. Dies macht deutlich, dass den Standards mittlerweile der Status eines allgemein gültigen Regelwerks zukommt.

4 Schlussbemerkungen

Zahlungsverkehrs- und Verrechnungseinrichtungen bilden die Kerninfrastruktur des Finanzsektors. Ihr reibungsloses Funktionieren ist für moderne Marktwirtschaften nicht nur von Vorteil, sondern auch unverzichtbar. Damit die Zentralbanken ihrer grundlegenden Aufgabe, der Versorgung der Wirtschaft mit Zentralbankgeld, gerecht werden können, müssen sie Zahlungsverkehrs- und Verrechnungs-Infrastrukturen bereitstellen und nutzen.

Zahlungs- und Verrechnungssysteme sind aufgrund der systembedingten engen Verbindung zwischen den Teilnehmern Systemrisiken ausgesetzt. Weltweit unternehmen die Zentralbanken gemeinsame Anstrengungen zur Überwachung und Reduzierung dieser Risiken; sie sind daher naturgemäß und in unmittelbarem

Zusammenhang mit der Erfüllung ihrer grundlegenden Aufgabe der Umsetzung der Geldpolitik und der Gewährleistung der Stabilität des Finanzsystems an den Zahlungs- und Verrechnungssystemen beteiligt. Ihre Aktivitäten auf diesem Gebiet zielen darauf ab, zuverlässige und effiziente Systeme zu verwirklichen. Dieses Ziel verfolgen sie, indem sie eigene Zahlungs- und Verrechnungssysteme betreiben, Regelungen erlassen, als Katalysator für die Verbesserung der Systeme agieren und die Zahlungs- und Verrechnungssysteme überwachen.

Mit dem zunehmenden Gewicht von Wertpapieren als Finanzierungsinstrument der Wirtschaft haben auch die Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme in den vergangenen Jahren entsprechend an Bedeutung

gewonnen. Die Zentralbanken haben die Entwicklungen aktiv verfolgt. Ihr Vorgehen auf diesem Gebiet fußt auf denselben Zielen und Beweggründen, von denen auch die Dienstleistungsanbieter, Aufsichtsorgane, Katalysatoren für Verbesserungen und die für die Festlegung und Umsetzung von Standards maßgeblichen Überwachungsorgane geleitet werden. Dabei arbeiten sie eng mit den Wertpapieraufsichtsbehörden zusammen.

Die Verantwortlichkeiten und Aktivitäten des Eurosystems im Bereich der Zahlungssysteme sowie der Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme entsprechen den Gepflogenheiten auf internationaler Ebene. Der EG-Vertrag hat dem Eurosystem die grundlegende Aufgabe übertragen, das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern. Die ESZB-Satzung sieht vor, dass die EZB und die nationalen Zentralbanken Einrichtungen zur Verfügung stellen können und dass die EZB Verordnungen erlassen kann, um effiziente und zuverlässige Zahlungssysteme innerhalb der Gemeinschaft und im Verkehr mit dritten Ländern zu gewährleisten.

In der Praxis gilt das TARGET-System als das „Rückgrat des Zahlungsverkehrs“ des Eurosystems. Die Mitwirkung des Eurosystems am Aufbau des CLS-Projekts ist sowohl als operationale Beteiligung an der Bereitstellung von Zahlungsverkehrseinrichtungen im Verkehr mit anderen Ländern als auch als ein Projekt für die Zusammenarbeit bei Überwachungstätigkeiten anzusehen. Weitere Beispiele für die operationalen Aktivitäten des Eurosystems im Bereich der Dienstleistungen des Zahlungsverkehrs und der Wertpapierabwicklung sind die von einigen Zentralbanken im Eurosystem bereitgestellten automatisierten Verrechnungseinrichtungen für den Massenzahlungsverkehr, die Funktion der EZB als Verrechnungsagent („settlement agent“) für

das Euro-I-System sowie die Bereitstellung des Korrespondenzzentralbankmodells.

Die ESZB-Satzung hat die EZB mit eindeutigen Regelungsbefugnissen ausgestattet. Die EZB kann auf dem Gebiet der Zahlungs- und Verrechnungssysteme Verordnungen und Entscheidungen erlassen sowie Empfehlungen und Stellungnahmen abgeben. Ihr kommt eine wichtige beratende Funktion gegenüber der Gemeinschaft und den nationalen Gesetzgebern zu. Bislang haben die EZB und das Eurosystem noch keine Verordnungen auf diesem Gebiet erlassen. Ihr Hauptaugenmerk in beiden Bereichen, den Zahlungssystemen sowie den Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssystemen, konzentriert sich auf ihre Rolle als Katalysator für Veränderungen unter Einsatz ihrer moralischen Appelle. Als Beispiel hierfür sei der Bereich des grenzüberschreitenden Massenzahlungsverkehrs genannt. Zu diesem Thema hat das Eurosystem eine Reihe von Berichten mit dem Ziel veröffentlicht, die Entwicklung zuverlässiger und effizienter Massenzahlungen im Euro-Währungsgebiet voranzutreiben und zu unterstützen. Im Bereich der Wertpapiere überwacht das Eurosystem intensiv den Konsolidierungsprozess, wobei es einen die Effizienz fördernden Ansatz unter Wahrung der Neutralität verfolgt.

Schließlich ist das Eurosystem ein proaktives Organ zur Überwachung von Zahlungs- und Verrechnungssystemen, das öffentlich seine Absicht erklärt hat, sich bei der Überwachung an die „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“ zu halten. Im Bereich der Wertpapierverrechnung und -abwicklung arbeitet es zurzeit eng mit den Wertpapieraufsichtsbehörden zusammen, um spezielle Kriterien für die Überwachung dieser Systeme festzulegen.

Neuerungen im Bereich der MFI-Bilanzstatistik sowie der MFI-Zinsstatistik

Im nachfolgenden Artikel sollen die anstehenden Änderungen in der Geld- und Bankenstatistik, die von den NZBen erhoben und von der EZB aufbereitet und veröffentlicht wird, erläutert werden. Die weit reichenden Änderungen betreffen unter anderem die monatliche MFI-Bilanzstatistik. Die EZB veröffentlicht seit Dezember 1998 Daten zu den Geldmengenaggregaten und ihren Gegenposten, die weitgehend aus der MFI-Bilanzstatistik abgeleitet werden. Diese wurde vom Europäischen Währungsinstitut (EWI) festgelegt und stellte die für die Durchführung der Geldpolitik erforderliche Mindestdatensammlung dar. Die Neuerungen umfassen vor allem eine Erweiterung der sektoralen Untergliederung bei den Bestandsgrößen sowie detailliertere Angaben in der Stromgrößenstatistik. Seit Januar 1999 veröffentlicht die EZB darüber hinaus ausgewählte Zinssätze des Euro-Währungsgebiets, die auf nur unzureichend vorliegenden nationalen Angaben beruhen. Mittlerweile wird ein Konzept zur Erhebung harmonisierter, detaillierterer Daten zu den Einlagen- und Kreditzinsen der MFIs im Geschäft mit privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ausgearbeitet. Die erweiterte MFI-Bilanzstatistik und die neue MFI-Zinsstatistik werden erstmals im Jahr 2003 veröffentlicht. Die nunmehr geltenden Anforderungen sollen mindestens fünf Jahre lang unverändert beibehalten werden.

I Einleitung

Der Vertrag über die Europäische Union verpflichtet die EZB dazu, die zur Erfüllung der Aufgaben des ESZB benötigten statistischen Daten mit Unterstützung der NZBen einzuholen. Die Verordnung (EG) Nr. 2533/98 des Rates vom 23. November 1998 über die Erfassung statistischer Daten durch die Europäische Zentralbank gibt den Rahmen für die Erfüllung der statistischen Berichtspflichten gegenüber der EZB vor. Sie definiert den Referenzkreis der Berichtspflichtigen und enthält Vorgaben zur Verhängung von Sanktionen sowie Bestimmungen zur Vertraulichkeit. Ebenso räumt sie der EZB die Befugnis ein, Verordnungen zur Festlegung und Durchsetzung ihrer statistischen Berichtspflichten zu erlassen.

Die statistischen Erfordernisse des ESZB wurden ursprünglich in dem Papier „Statistical requirements for Stage Three of Monetary Union (Implementation Package)“ festgelegt, das vom EWI, der Vorgängerinstitution der EZB, im Juli 1996 herausgegeben und im Jahr 2000 aktualisiert wurde. Von zentraler Bedeutung für die erforderliche Geld- und Bankenstatistik ist die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors, aus der die Geldmengenaggregate und ihre Gegenposten abgeleitet werden. Da das Implementation Package nicht rechtsverbindlich war, wurden die darin enthaltenen Vorgaben Ende 1998 in die Verordnung der EZB über die konsolidierte Bilanz

des Sektors der monetären Finanzinstitute (EZB/1998/16) übernommen. Diese Verordnung trat mit Beginn der dritten Stufe der Währungsunion am 1. Januar 1999 in Kraft und wurde im August 2000 durch die EZB-Verordnung EZB/2000/8 novelliert, da Änderungen für die Anwendung der Mindestreservebestimmungen erforderlich geworden waren. Seit Dezember 1998 veröffentlicht die EZB auf der Basis der EZB-Verordnung EZB/1998/16 in der jeweils geltenden Fassung harmonisierte Geldmengenstatistiken.

Die MFI-Bilanzstatistik gemäß der EZB-Verordnung EZB/1998/16 galt stets als die für die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik der EZB erforderliche Mindestdatensammlung. Deshalb wurde der Umfang der Statistik nun, fünf Jahre nach der Festlegung der anfänglichen statistischen Anforderungen der EZB im Jahr 1996, erweitert, um neue Erfordernisse, die für die Geldpolitik als unentbehrlich erachtet werden, abzudecken. Die Neuerungen bestehen insbesondere in der Bereitstellung von stärker nach Sektoren gegliederten monatlichen Angaben zu Einlagen und Krediten und ausführlicheren Stromgrößenstatistiken. Sie werden in einer neuen EZB-Verordnung über die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors (EZB/2001/13) geregelt.

Zur Überwachung der monetären Entwicklungen und zur Beurteilung der Wirkung geld-

politischer Maßnahmen wurde im Implementation Package auch die Erhebung von Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken für erforderlich befunden. Seit Januar 1999 werden zehn Zeitreihen ausgewählter Zinssätze veröffentlicht, die den anfänglichen Mindest-Informationsbedarf der EZB zur Durchführung der Geldpolitik abdecken. Zur Erstellung dieser Statistik werden verfügbare nationale Statistiken herangezogen, die nicht harmonisiert und in ihrem Umfang und ihrer Ausführlichkeit sehr begrenzt sind. Deshalb wurde eine völlig neue, harmonisierte, detaillierte und unter den Mitgliedstaaten vergleichbare Statistik über die Einlagen- und Kreditzinsen der MFIs im Geschäft mit privaten Haushalten und Kapitalgesellschaften ausgearbeitet. Die neuen statistischen Anforderungen sind in der EZB-Verordnung über die Statistik über die von monetären Finanzinstituten angewandten Zinssätze für Einlagen und Kredite gegenüber privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (EZB/2001/18) geregelt.

Um insbesondere die Umsetzungskosten für die meldepflichtigen MFIs niedrig zu halten und eine Gesamtbeurteilung der neuen An-

forderungen zu ermöglichen, wurden die neuen EZB-Verordnungen über die MFI-Bilanzstatistik und die MFI-Zinsstatistik zusammen ausgearbeitet. Damit sollte der Meldeaufwand für die berichtspflichtigen Institute möglichst gering gehalten werden. Außerdem ist vorgesehen, die Meldevorschriften mindestens fünf Jahre unverändert beizubehalten.

Die neuen EZB-Verordnungen wurden Ende vergangenen Jahres vom EZB-Rat verabschiedet und anschließend im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften veröffentlicht. Sie traten im Januar 2002 in Kraft. Im Lauf dieses Jahres sollen Erläuterungen zu den Verordnungen erscheinen, die ein besseres Verständnis der statistischen Anforderungen und Vorgaben ermöglichen sollen. Die monatlichen Meldungen für Januar 2003 sollen erstmals die neuen Angaben enthalten. Bis dahin ist entsprechend der bisherigen Regelungen zu melden.

Im Folgenden wird nun zunächst auf die Erweiterung der MFI-Bilanzstatistik und anschließend auf die neuen Vorgaben für die MFI-Zinsstatistik eingegangen.

2 MFI-Bilanzstatistik

Die MFI-Bilanzstatistik verfolgte gemäß der Definition der EZB-Verordnung EZB/1998/16 ursprünglich das Ziel, Daten mit ausreichender Untergliederung und Flexibilität zur Verfügung zu stellen, um die Geldmengenaggregate und ihre Gegenposten für das Euro-Währungsgebiet ab Beginn der dritten Stufe der Währungsunion zu berechnen. Ebenso wurden zur weiteren Analyse der monetären und finanziellen Entwicklung Quartalsdaten erhoben; diese Daten gehen auch in die Finanzierungsrechnung ein. Die EZB-Verordnung regelte lediglich die Erhebung der Bestandsgrößenstatistik. Daten für Bereinigungen zur Ableitung der Stromgrößenstatistik wurden aus Quellen, die den NZBen bereits zur Verfügung standen, bereitgestellt. Diese Daten werden verwendet, um die Effekte von Fak-

toren, die keine Transaktionen darstellen, herauszurechnen.

Nach einer Neubewertung der für die Geldpolitik wesentlichen statistischen Erfordernisse verabschiedete der EZB-Rat am 22. November 2001 erneut eine Verordnung (EZB/2001/13) mit zusätzlichen statistischen Anforderungen bezüglich der MFI-Bilanzstatistik. Diese ersetzt die EZB-Verordnung EZB/1998/16.

Bestände

Die Geldmengenaggregate und ihre Gegenposten werden monatlich berechnet, also entsprechend dem bei der monetären Analyse

hauptsächlich verwendeten Betrachtungszeitraum. Nach der EZB-Verordnung EZB/1998/16 ist die Verfügbarkeit der Daten mit dieser Periodizität jedoch beschränkt. Derzeit enthält die *monatliche* MFI-Bilanzstatistik Angaben über Verbindlichkeiten aus Einlagen untergliedert nach Währungen (Euro und sonstige Währungen) und weiter nach Instrumentenkategorie und Fälligkeit. Die Gliederung dieser Einlagen nach Sektoren ist zurzeit recht grob. So werden Einlagen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen Gläubigergruppen außer MFIs und öffentliche Haushalte nur als Gesamtsummen angegeben. Eine genauere Aufschlüsselung nach Sektoren liegt nur *vierteljährlich* vor, doch diese ist nicht nach Laufzeiten gegliedert, entspricht also nicht der Aufschlüsselung der monatlichen Angaben.

Eine monatlich erhobene Fristengliederung der Einlagen von sonstigen Finanzintermediären, Versicherungsgesellschaften, nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften oder privaten Haushalten ist erforderlich, um eine monatliche sektorale Untergliederung der Geldmengensaggregate zu erhalten. Die Analyse der monetären Entwicklungen in den einzelnen Sektoren ist wiederum für die Beurteilung der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB von Bedeutung, weil die Geldnachfrage der verschiedenen Sektoren in unterschiedlichem Maße mit dem gesamtwirtschaft-

lichen Ausgabeverhalten zusammenhängt. Während bei den Geldbeständen der privaten Haushalte beispielsweise von einem engen Zusammenhang auszugehen ist, dürfte dies auf die sonstigen Finanzintermediäre nicht zutreffen. Außerdem ist eine weitere Aufschlüsselung der Einlagen nach Teilsektoren und nach Währungen (Euro und sonstige Währungen) erforderlich, um die Entwicklung der Fremdwährungskomponenten innerhalb der monetären Instrumente genauer analysieren zu können. Eine sektorale Betrachtung dieser Komponenten erleichtert die Untersuchung des Substitutionsverhältnisses zwischen auf Fremdwährung und auf Euro lautenden Komponenten von M3.

Auch bei den Krediten der MFIs bestehen derzeit entsprechende Einschränkungen bezüglich der Verfügbarkeit monatlicher Daten. So werden Kredite an gebietsansässige Sektoren außer MFIs und öffentliche Haushalte lediglich als Gesamtsumme angegeben. Bei den vierteljährlich erhobenen Daten werden diese Kredite in Teilsektoren untergliedert (sonstige Finanzintermediäre, Versicherungsgesellschaften, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte). Kredite an private Haushalte werden ferner nach Verwendungszweck aufgeschlüsselt (Wohnungsbaukredite, Konsumentenkredite und sonstige Kredite). Die Angabe dieser zusätzlichen

Tabelle I
Wesentliche Änderungen an der MFI-Bilanzstatistik – Verbindlichkeiten aus Einlagen

	Gebietsansässige Sektoren (außer MFIs und öffentliche Haushalte)				
	Insgesamt	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften usw.	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Private Haushalte usw.
Einlagen – insgesamt	M	V			M
Täglich fällig	M	V			M
Mit vereinbarter Laufzeit – insgesamt	M	V			M
nach Euro/sonstiger Währung und Laufzeit	M	-			M
Mit vereinbarter Kündigungsfrist – insgesamt	M	V			M
nach Euro/sonstiger Währung und Laufzeit	M	-			M
Repogeschäfte	M	V			M

M: monatlich, V: vierteljährlich

Tabelle 2**Wesentliche Änderungen an der MFI-Bilanzstatistik – Kredite und Wertpapierbestände**

	Gebietsansässige Sektoren (außer MFIs und öffentliche Haushalte)						
	Insgesamt	Sonstige Finanzintermediäre	Versicherungsgesellschaften usw.	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Private Haushalte usw.		
					Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige
	Aktuell/Künftig	Aktuell/Künftig			Aktuell/Künftig		
Kredite – insgesamt	M	V		M	V*	M*	
nach Laufzeit	M	V		M	V*	M*	
auf Euro lautend	M	-		M	-	M	
Wertpapiere ohne Aktien – insgesamt	M		V			V	
nach Laufzeit	M		V			V	
auf Euro lautend	M		-			-	
Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	M	-		V		-	

M: monatlich, V: vierteljährlich.

* Gleichzeitig gegliedert nach Verwendungszweck: Konsumentenkredite, Wohnungsbaukredite, Sonstige.

Untergliederung auf monatlicher Basis ist für die Beurteilung der Kreditvergabe von Bedeutung, da sich hinter einer gleichbleibenden Wachstumsrate der Kredite an den privaten Sektor insgesamt gegenläufige Entwicklungen bei den Krediten je nach Teilsektor, Verwendungszweck und Fälligkeit verbergen können. Dies hat wiederum unterschiedliche Auswirkungen auf die Beurteilung der künftigen Entwicklung der Preisstabilität. So lassen die Erfahrungen der Vergangenheit tendenziell darauf schließen, dass ein Wohnungsbaukredit unmittelbar mit einer geringeren anteiligen Zunahme der Gesamtnachfrage einhergeht als ein Konsumentenkredit in derselben Höhe.

Mit der neuen EZB-Verordnung EZB/2001/13 sollten die bestehenden Unzulänglichkeiten bei der Datenbereitstellung für geldpolitische Zwecke behoben werden. Nach der neuen Verordnung werden bislang nur vierteljährlich erhobene Daten nun auch monatlich erfasst, wodurch eine ausführliche Aufschlüsselung der in M3 enthaltenen Einlagen und der Kredite der MFIs nach Sektoren ermöglicht

wird. Dies wird die Aussagekraft der monatlichen Analyse der monetären Entwicklung im Euro-Währungsgebiet deutlich erhöhen.

Um die Erfassung der gesamten Kreditgewährung nach Teilsektoren zu ermöglichen, ist nunmehr eine vierteljährliche Aufgliederung der MFI-Bestände an Aktien, sonstigen Dividendenwerten und Beteiligungen nach Teilsektor erforderlich. Darüber hinaus sieht die neue EZB-Verordnung gewisse weitere Änderungen an der Bilanzstatistik vor. So müssen die Positionen (Einlagen und Kredite) gegenüber der übrigen Welt nach Laufzeit und Währung aufgeschlüsselt werden, sodass anhand der Geld- und Bankenstatistik Stromgrößen für den „übrigen Kapitalverkehr“ der MFIs im Rahmen der Zahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet berechnet werden können. Die Zugrundelegung eines einheitlichen Systems zur Erhebung dieser Daten könnte so den Meldeaufwand für die Berichtspflichtigen verringern. Schließlich wurde auch noch eine Reihe technischer Änderungen vorgenommen.

Stromgrößen

Die monetäre Statistik für den Euroraum beinhaltet nicht nur Bestände, sondern auch eine Stromgrößenstatistik sowie Wachstumsraten für die Geldmenge M3 und ihre Gegenposten. Die EZB errechnet die Stromgrößenstatistik und die daraus abgeleiteten Wachstumsraten, indem sie die monatlichen Bestandsveränderungen um den Effekt von „transaktionsunabhängigen“ Faktoren bereinigt. Somit geben die Stromgrößen nur transaktionsbedingte Bestandsveränderungen zwischen zwei Stichtagen wider, also Veränderungen aufgrund des Erwerbs bzw. der Veräußerung von Finanzaktiva oder des Eingehens bzw. der Rückzahlung von finanziellen Verbindlichkeiten. Die EZB untersucht sowohl die Bestands- als auch die Stromgrößen- und zieht beide Statistiken zur Berechnung von Indizes für fiktive Bestände und Wachstumsraten heran, um die Entwicklung von M3 und der Gegenposten zu bewerten.

Der Bedarf der EZB an Bereinigungsdaten zur Erstellung der Stromgrößenstatistik ist bislang in der EZB-Leitlinie über bestimmte statistische Berichtsansforderungen der Europäischen Zentralbank und die von den nationalen Zentralbanken anzuwendenden Verfahren zur Übermittlung statistischer Daten im Bereich der Geld- und Bankenstatistik (EZB/2000/13) spezifiziert worden. Da sich Leitlinien an die NZBen und nicht unmittelbar an die Berichtspflichtigen richten, wird die Qualität der an die EZB gelieferten Aggregate hauptsächlich durch die tatsächliche Verfügbarkeit der Daten bestimmt. Zwar liegen qualitativ hochwertige Angaben zu Neuklassifizierungen und anderen statistischen Faktoren vor, doch stehen den NZBen Angaben zu „Abschreibungen/Wertberichtigungen“ von MFI-Krediten und zur Neubewertung der Wertpapierbestände derzeit nur teilweise oder gar nicht zur Verfügung.

Um die Daten zu den Stromgrößen in vergleichbarer Qualität wie die Bestandsangaben bereitstellen zu können, werden die Be-

Kasten

Bereinigungen zur Ableitung von Stromgrößen

Folgende „transaktionsunabhängige“ Faktoren werden berücksichtigt, um von den Bestandsveränderungen bereinigte Stromgrößen abzuleiten:

1. *Neuklassifizierungen und sonstige statistische Faktoren*, zu denen im Wesentlichen Brüche in den Zeitreihen gehören, die durch die Änderung des Kreises der berichtspflichtigen MFIs aus statistischen oder rechtlichen Gründen oder durch die Neuklassifizierung von Aktiva und Passiva entstanden sind.
2. *Preiseffekte*, d.h. Bestandsveränderungen der Aktiva und Passiva der MFIs infolge von Bewertungsänderungen. Es wird zwischen zwei Effekten unterschieden: a) *Wechselkursänderungen*, d. h. Änderungen des Euro-Werts von auf Fremdwährung lautenden Aktiva und Passiva, die auf Wechselkursschwankungen zurückgehen, und b) *Berichtigungen infolge Neubewertung*, die wiederum zwei unterschiedliche Effekte umfassen, nämlich „Abschreibungen/Wertberichtigungen“ von Krediten und *Neubewertungen von Wertpapierkursen*. Die Position „Abschreibungen/Wertberichtigungen“ von Krediten bezieht sich auf den Effekt von Wertänderungen bei Krediten, der dadurch entsteht, dass zweifelhafte Forderungen, die als teilweise oder vollständig uneinbringlich gelten, aus der Bilanz herausgerechnet werden. Unter *Neubewertungen von Wertpapierkursen* versteht man Veränderungen im Wertpapierbestand, die entstanden sind, weil sich der Kurs, zu dem diese Wertpapiere in der Bilanz verbucht werden, geändert hat (ausgenommen sind Auswirkungen von Wechselkursänderungen).

Weitere Informationen finden sich in Kasten 1, „Die Ableitung und Verwendung von Daten zu Veränderungswerten in der monetären Statistik“ des Monatsberichts vom Februar 2001.

Tabelle 3

**Wesentliche Änderungen an der MFI-Bilanzstatistik – Berichtigungen infolge Neubewertung
(Abschreibungen/Wertberichtigungen und Neubewertung von Wertpapierkursen)**

Bilanzpositionen	Statistische Anforderungen Anzahl der für Berichtigungen infolge Neubewertung zu meldenden Zeitreihen			
	Meldepflicht der MFIs (Zeitreihen, die den NZBen zu melden sind)		Meldepflicht der NZBen (Zeitreihen über MFIs, die der EZB zu melden sind)	
	Aktuell/Künftig ¹⁾		Aktuell/Künftig	
Passiva	-	-	10	8
Ausgegebene Schuldverschreibungen ²⁾	-	-	8	6
Kapital und Rücklagen sowie sonstige Passiva ²⁾	-	-	2	2
Aktiva	-	27	43	84
Kredite	-	15	11	56
Wertpapiere außer Aktien	-	7	25	21
Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	-	5	5	5
Sachanlagen und sonstige Aktiva	-	-	2	2

1) Zu meldende Mindestanzahl. Die EZB-Verordnung sieht eine gewisse Flexibilität vor, indem sie es den NZBen gestattet, innerhalb eines bestimmten Rahmens Zusatzdaten zu erheben.

2) Es wird nicht erwartet, dass bei „ausgegebenen Schuldverschreibungen“ Neubewertungen vorgenommen werden. Die Positionen „Kapital und Rücklagen“ und „sonstige Passiva“ sind lediglich die Gegenposten für die Neubewertungen der Aktivseite.

richtspflichtigen in der EZB-Verordnung EZB/2001/13 aufgefordert, Berichtigungen infolge Neubewertung zu übermitteln. Die neue Verordnung deckt die Erhebung von Daten über Preiseffekte ab, die unter *Berichtigungen infolge Neubewertung* fallen, zu denen „Abschreibungen/Wertberichtigungen“ von Krediten und „Neubewertung von Wertpapierkursen“ gehören. Die Berichtspflicht bezieht sich auf Positionen und Aufgliederungen in der monatlichen Bilanzstatistik. Die Berichtspflichtigen müssen den NZBen ein Minimum an Daten liefern, wobei die NZBen zusätzliche Daten erheben können, um bereinigte Stromgrößen für eine größere Palette an Bestandsdaten bereitstellen zu können.

Bei der Meldung von Berichtigungen infolge Neubewertung können die NZBen gewisse Ausnahmeregelungen anwenden. Die wichtigste Ausnahmeregelung bezieht sich darauf, dass Geldmarktfonds von der Berichtspflicht befreit werden können. Weitere Ausnahmeregelungen und zusätzliche Flexibilität bestehen hinsichtlich der Berichtsfrequenz bei der Neubewertung von Wertpapierkursen durch die Berichtspflichtigen, die Anzahl der an die NZBen zu meldenden Kategorien und die

Möglichkeit des Einsatzes alternativer Erhebungssysteme. Durch diese Ausnahmeregelungen soll die allgemeine Berichtslast deutlich verringert werden, ohne jedoch die Qualität und Vergleichbarkeit der Daten insgesamt zu beeinträchtigen.

Geldmarktfondsanteile in Händen von Gebietsfremden

Obwohl bereits Daten vorliegen, anhand derer die Geldmarktfondsanteile in Händen von Gebietsfremden aus M3 herausgerechnet werden können, findet sich dafür noch keine angemessene Rechtsgrundlage. Es ist beabsichtigt, dass Geldmarktfonds (als Anteilsemittenten), sonstige MFIs und „sonstige Finanzintermediäre“ – soweit diese von Geldmarktfonds begebene Anteile verwahren oder derartige Anteile in ihrem Namen oder im Namen Dritter handeln – unterscheiden sollen zwischen Beständen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Beständen Gebietsfremder. Die rechtlichen Bestimmungen, die bei Inhabern von Geldmarktfondsanteilen eine nach Gebietsansässigkeit aufgegliederte Meldung vorsehen, sind noch nicht endgültig fertiggestellt.

3 MFI-Zinsstatistik

Seit Januar 1999 werden monatlich in Tabelle 3.4 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts zehn ausgewählte Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im Euroraum veröffentlicht. Diese werden entsprechend einem *vorläufigen Ansatz* auf der Grundlage bereits bestehender nationaler Zinsstatistiken ermittelt. Damit war zwar gewährleistet, dass seit Beginn der Währungsunion Zinssätze im Kundengeschäft der Banken zur Verfügung stehen, allerdings beinhaltet der Ansatz einige methodische Schwächen. Da die zugrunde liegenden Daten nicht harmonisiert sind, ist die Statistik mit Vorsicht zu verwenden. Sie sollte in erster Linie der Analyse von Zinsentwicklungen im Zeitablauf und weniger der Beobachtung der Zinshöhe dienen.

Für die Statistik über die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken (nunmehr als *MFI-Zinsstatistik* bezeichnet) wurde ein dauerhafter Ansatz entwickelt. Ziel ist die Erstellung einer Statistik über die Einlagen- und Kreditzinsen der MFIs, die ein umfassendes, detailliertes und harmonisiertes statistisches Bild über die Höhe der von den MFIs angewandten Zinssätze und deren Entwicklung im Laufe der Zeit zur Verfügung stellt. Die Anforderungen für die MFI-Zinsstatistik wurden in einer vom EZB-Rat am 20. Dezember 2001 verabschiedeten Verordnung der EZB festgelegt. Diese Verordnung (EZB/2001/18) definiert die statistischen Standards, nach denen die MFI-Zinssätze erhoben und zusammengestellt werden sollen. Sie legt den tatsächlichen Kreis der Berichtspflichtigen und deren statistische Meldepflichten fest. Die erste Meldung der neuen Daten ist für den Referenzmonat Januar 2003 vorgesehen, wobei das Jahr 2003 insgesamt als Einführungsphase gilt.

Zweck der MFI-Zinsstatistik

Die MFI-Zinsstatistik liefert wichtige Informationen für die Analyse der Wirkung geldpolitischer Maßnahmen. Die von den MFIs

gewährten bzw. erhobenen Zinsen sind der wichtigste Teil der Übertragung monetärer Impulse auf die Realwirtschaft. Die Zinsen auf die verschiedenen Einlagen bilden die Eigenverzinsung der Komponenten der Geldmengenaggregate ab und tragen somit zum Verständnis und zur Erklärung der Geldmengenentwicklung bei. Die Kreditzinsen liefern Informationen über die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen bei der Kreditaufnahme, und die Spreads zwischen den Kredit- und Einlagenzinsen können Aufschluss über die Wettbewerbssituation und die Bankenrentabilität geben. Darüber hinaus dienen diese Informationen auch sonstigen, nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Zwecken.

Die Gliederung der Zinsdaten nach Verwendungszweck (z. B. Wohnungsbaukredite) erlaubt eine sektorale Analyse, während die Unterscheidung zwischen Neugeschäft und Beständen eine Analyse sowohl der Geschwindigkeit als auch des Ausmaßes der Transmission monetärer Impulse und sonstiger Fragen wie der Einkommenseffekte ermöglicht. Unter Neugeschäft sind alle neuen Vereinbarungen zwischen dem Kunden und dem Kreditinstitut, d. h. alle Finanzkontrakte, deren Bedingungen erstmals den Zinssatz der Einlage oder des Kredits festlegen, sowie alle neuen Verhandlungen über bestehende Einlagen und Kredite zu verstehen. Bestände sind alle Einlagen von Kunden bei Kreditinstituten und alle von Kreditinstituten an ihre Kunden gewährten Kredite. Die MFI-Zinssätze geben, zusammen mit dem Einlagen- und Kreditvolumen, Aufschluss über die Entwicklung der Finanzintermediation und können wichtige Informationen für die Analyse der Finanzmarktstabilität liefern.

Berichtspflichten

Die neuen statistischen Anforderungen richten sich an einen Kreis von Berichtspflichtigen, der zum größten Teil aus Kreditinstituten besteht. Die NZBen können die Daten

Tabelle 4**Nutzung der gemeldeten Daten für geldpolitische Zwecke**

Zinsen auf	Umfang der Analyse						
	Transmission der Geldpolitik				Monetäre Analyse		Finanzmarktstabilität
	Zinskanal			Kreditkanal	Geldnachfrage	Kreditnachfrage	
	Durchschlagen der Zinssätze	Kosten des Kapitalsubstitutionseffekts	Einkommenseffekt				Externe Finanzierungsprämie
Bestände ¹⁾			×		×	×	×
Neugeschäft	×	×		×	×	×	×

1) Wenn ein erheblicher Teil der Bestände aus Geschäften mit variabler Verzinsung besteht, können die entsprechenden Zinssätze auch Informationen über das Durchschlagen der Zinssätze liefern.

entweder mittels einer Vollerhebung oder eines Stichprobenverfahrens erheben. Bei Anwendung eines Stichprobenverfahrens werden die potenziellen Berichtspflichtigen in homogene Untergruppen oder „Schichten“ aufgliedert. Aus jeder dieser Schichten muss dann eine Auswahl an Berichtspflichtigen die entsprechenden Daten melden. Um die Qualität der Daten zu sichern, wird für jedes Land ein nationaler Mindeststichprobenumfang definiert. Die Stichprobe muss zur Wahrung ihrer Repräsentativität regelmäßig überprüft werden.

Die MFI-Zinsstatistik umfasst die von gebietsansässigen Kreditinstituten und sonstigen Finanzinstituten für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im Euroraum ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewandten Zinssätze. Sie wird sowohl für Bestände als auch für das Neugeschäft monatlich zur Verfügung gestellt. Insgesamt werden 45 Meldepositionen erfragt, die alle wesentlichen Instrumentenkategorien für auf Euro lautende Einlagenverbindlichkeiten und Kredite abdecken (siehe Tabelle 5). Die Instrumentenkategorien entsprechen weitgehend den Instrumentenkategorien der MFI-Bilanzstatistik. Es erfolgt eine Aufgliederung nach Ursprungslaufzeit, Kündigungsfrist oder anfänglicher Zinsbindung. Außerdem wird bei fast allen Instrumentenkategorien eine weitere Aufgliederung nach Sektoren

(private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) vorgenommen.

Die Berichtspflichtigen melden den *annualisierten vereinbarten Jahreszinssatz (AVJ)*, d. h. den individuell zwischen dem Berichtspflichtigen und dem privaten Haushalt oder der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaft vereinbarten, auf Jahresbasis umgerechneten und in Prozent pro Jahr angegebenen Zinssatz für eine Einlage oder einen Kredit. Der AVJ umfasst sämtliche Zinszahlungen auf Einlagen und für Kredite, jedoch keine eventuell anfallenden sonstigen Kosten, z. B. für Anfragen und Verwaltung. Die NZBen können die Berichtspflichtigen auch auffordern, statt des AVJ den *eng definierten Effektivzinssatz* für sämtliche oder einige Einlagen oder Kreditinstrumente in Bezug auf das Neugeschäft und die Bestände zu melden. Dieser Zinssatz unterscheidet sich vom AVJ lediglich hinsichtlich der für die Annualisierung der Zinszahlungen angewandten Methode. Um die sonstigen Kosten im Zusammenhang mit den Krediten, Konsumentenkrediten und Wohnungsbaukrediten an private Haushalte abzudecken, wird zusätzlich zu den annualisierten vereinbarten Jahreszinssätzen der *effektive Jahreszins* erhoben. Dieser umfasst die Gesamtkosten des Kredits für den Verbraucher, d. h. die Zinszahlungen sowie die sonstigen mit dem Kredit verbundenen Kosten.

Tabelle 5**Überblick über die zinsstatistischen Meldepositionen**

	Sektor	Art des Instruments	Anzahl der Meldepositionen		
			Bestände	Neugeschäft	
			AVJ	AVJ	Effekt. Jahreszins
Einlagen	Private Haushalte, nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Täglich fällig	-	2	-
		Mit vereinbarter Laufzeit	4	6	-
		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		2	-
	Private Haushalte und nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften zusammengekommen	Repogeschäfte	1	1	-
Kredite	Private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Überziehungskredite	-	2	-
		Private Haushalte	Wohnungsbaukredite	3	4
		Konsumentenkredite und sonstige Kredite	3	3	1
		Sonstige Kredite	-	3	-
	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Kredite	3	6	-
Insgesamt			14	29	2

4 Schlussbemerkungen

In diesem Beitrag wurden die Neuerungen der MFI-Bilanzstatistik und der MFI-Zinsstatistik beschrieben. Bisher galten die der EZB zur Verfügung stehenden Statistiken stets als die für die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik erforderliche Mindestdatensammlung. Die nun vorgenommenen Änderungen erweitern das Spektrum in erheblichem Maße. Bei der Erarbeitung der Neuerungen verfolgte die EZB stets den Zweck, die damit einhergehende Berichtslast zu verringern.

In der MFI-Bilanzstatistik liegt der Schwerpunkt darauf, die sektorale Aufgliederung der Kredite und Einlagen der MFIs, die zurzeit nur vierteljährlich vorliegt, nun monatlich verfügbar zu machen. Außerdem wird aufgrund der Kombination dieser sektoralen Angaben mit einer weiteren Aufgliederung nach Laufzeiten erstmals eine detaillierte sektorale Aufschlüsselung der Geldmengenaggregate er-

möglicht. Es werden auch erweiterte Transaktionsdaten für MFI-Kredite zur Verfügung gestellt, die sowohl Kredite als auch Wertpapierbestände abdecken. Dafür müssen von den Berichtspflichtigen zusätzliche Daten erhoben werden. Außerdem ist im Rahmen dieser Änderungsrunde die Meldung von Daten zur Gebietsansässigkeit der Inhaber von Geldmarktfondsanteilen vorgesehen.

Zur Ergänzung der MFI-Bilanzstatistik soll eine völlig neue Statistik über die tatsächlichen Einlagen- und Kreditzinsen der MFIs im Geschäft mit privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erstellt werden. Diese Daten, die nicht aus Marktquellen erhältlich sind, werden wichtige zusätzliche Informationen für die Analyse der Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf die Realwirtschaft liefern.

