



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

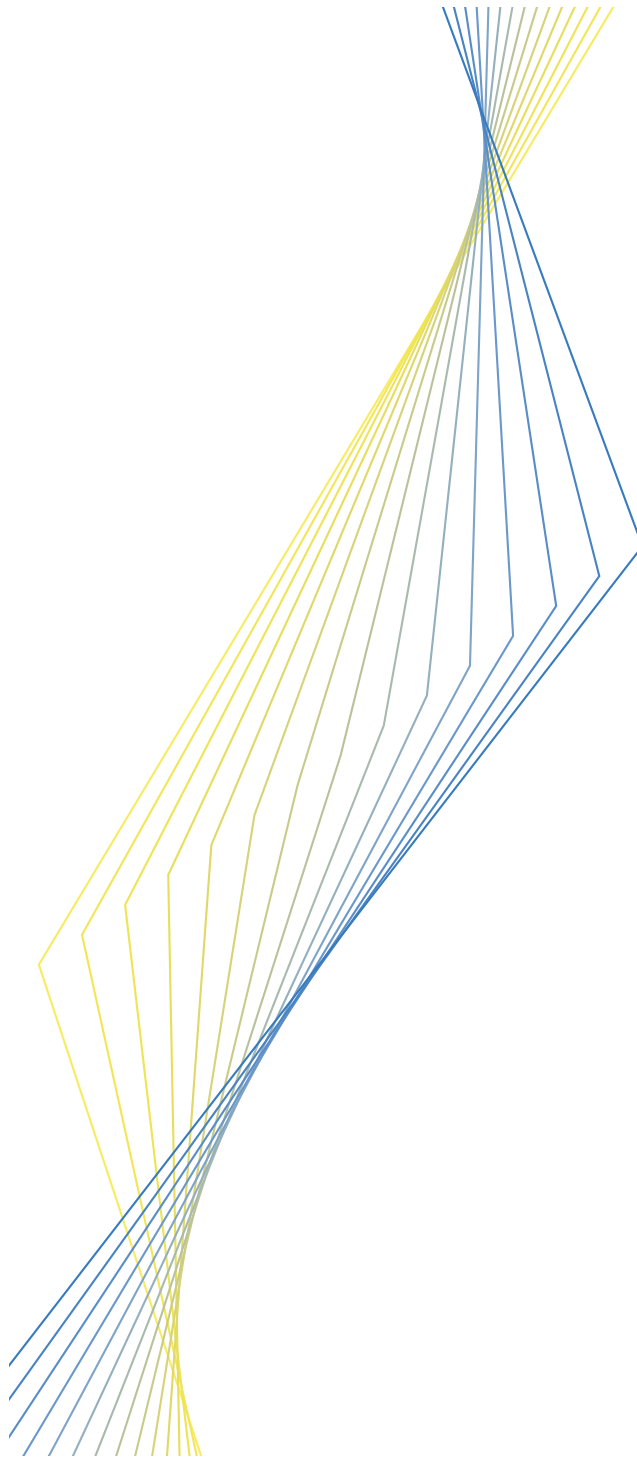
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Januar 2003



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Januar 2003

© **Europäische Zentralbank, 2003**

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 15. Januar 2003.

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	28
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	32
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	38
Kästen	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Dezember 2002 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	15
2 Jüngste Verbesserungen bei der Statistik über Wertpapieremissionen	18
3 Neue EZB-Statistik über Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet	25
Die Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet im Zeichen der Euro-Bargeldumstellung	45
Ziel, Konzept und Auswirkungen des CLS-Systems	59
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	93*
Publikationen der Europäischen Zentralbank	97*

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
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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 9. Januar 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,75 % bzw. 1,75 %.

Diese Entscheidungen stützten sich auf eine umfassende Analyse der monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklungen, die im Rahmen der geldpolitischen Strategie der EZB durchgeführt wurde. Insgesamt kam der EZB-Rat zu der Einschätzung, dass sich die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht seit seiner Entscheidung vom 5. Dezember 2002, die Leitzinsen zu senken, nicht geändert haben. Der EZB-Rat hielt den eingeschlagenen geldpolitischen Kurs für angemessen, um die günstigen Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht aufrechtzuerhalten.

Was die Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so belief sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von September bis November 2002 auf 7,1 % und war damit unverändert gegenüber dem Zeitraum von August bis Oktober 2002. In einem Umfeld anhaltender Unsicherheit an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft sowie geopolitischer Spannungen bleibt die Präferenz der Anleger für liquide und sichere Anlageformen weiterhin ausschlaggebend für das starke Geldmengenwachstum. Gleichzeitig sind monetäre Anlageformen aufgrund des derzeit niedrigen Zinsniveaus im Euro-Währungsgebiet relativ attraktiv.

Infolge des Geldmengenwachstums ist im Euroraum reichlich Liquidität vorhanden. Angesichts der Tatsache, dass die wegen der Unsicherheit in der Wirtschaft und an den Finanzmärkten vorgenommenen Portfolioumschichtungen ein vorübergehendes Phänomen sein dürften, und in Anbetracht des verhaltenen Wirtschaftswachstums erscheint es gegenwärtig jedoch unwahrscheinlich, dass dieser

Liquiditätsüberschuss zu inflationären Spannungen führen wird. Die anhaltende Verlangsamung des Wachstums der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor untermauert diese Einschätzung.

Hinsichtlich der zweiten Säule sind die Konjunkturaussichten für das Euro-Währungsgebiet seit Anfang Dezember 2002 weitgehend unverändert geblieben. Kürzlich veröffentlichte Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum auch zur Jahreswende verhalten blieb. Die wahrscheinlichste Entwicklung besteht nach wie vor darin, dass die Wachstumsrate des realen BIP langsam ansteigen und im späteren Verlauf des Jahres 2003 nahe am Potenzialwachstum liegen wird. Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass der Einfluss der Faktoren, die derzeit zur allgemeinen Unsicherheit beitragen, langsam nachlässt. An den Finanzmärkten war zwar in den letzten Monaten eine gewisse Stabilisierung zu beobachten, doch stehen die Anleger weiterhin unter dem Eindruck einer ausgeprägten Unsicherheit. Gleichzeitig bestehen noch immer Risiken im Hinblick auf eine abrupte Korrektur der in der Vergangenheit außerhalb des Euroraums aufgebauten gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichte. Darüber hinaus wird das Vertrauen weiterhin von geopolitischen Spannungen beeinträchtigt. So spiegelt der Anstieg der Ölpreise in der letzten Zeit – neben den Auswirkungen zeitweiliger Angebotsverknappungen – die Gefahr von künftig stärkeren Spannungen an den Ölmärkten wider. Diese wiederum würden sich negativ auf die Konjunkturperspektiven weltweit auswirken. Es bestehen also noch immer Abwärtsrisiken für die Wirtschaftsaussichten im Euro-Währungsgebiet, wengleich der gegenwärtig niedrige Stand der Zinsen dazu beitragen dürfte, diesen entgegenzuwirken.

Was die Preisentwicklung angeht, so lag die jährliche Teuerung gemessen am HVPI der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im Dezember 2002 wie schon im Vormonat bei 2,2 %. Aufgrund der gestiegenen Ölpreise dürfte um die Jahreswende erneut ein gewisser Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise

entstanden sein, der durch die Effekte verschiedener Erhöhungen von indirekten Steuern und administrierten Preisen, die zum Jahresbeginn wirksam wurden, möglicherweise noch verstärkt worden ist. Gleichzeitig werden Basiseffekte – vor allem im Zusammenhang mit den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel, teilweise aber auch aufgrund früherer Anstiege der Dienstleistungspreise – dazu beitragen, dass die jährliche Teuerung nach dem HVPI Anfang des laufenden Jahres zurückgeht. Darüber hinaus dürften die direkten Auswirkungen des jüngsten Euro-Kursanstiegs auf die Einfuhrpreise und ihr allmähliches Durchschlagen auf die Volkswirtschaft des Euroraums zu einer Dämpfung des Verbraucherpreisanstiegs beitragen. Das derzeit schwache Wirtschaftswachstum sollte den Inflationsdruck ebenfalls eindämmen. Insgesamt sind zum jetzigen Zeitpunkt kurzfristige Vorhersagen wegen der erheblichen Risiken im Zusammenhang mit der Ölpreisentwicklung zwar schwierig zu treffen, am wahrscheinlichsten bleibt aber, dass die Inflation zurückgehen und sich im Jahresverlauf 2003 schließlich auf einem Niveau unterhalb von 2 % stabilisieren wird.

Eine wesentliche Voraussetzung dafür, dass diese Aussichten für die Preisentwicklung auch tatsächlich eintreten, ist eine moderate Lohnentwicklung. Ungeachtet der Konjunkturabschwächung setzte das Lohnwachstum seinen Aufwärtstrend bis Anfang 2002 fort, worin sich die Verkrustungen des Arbeitsmarkts im Euroraum widerspiegeln. Es steht noch nicht fest, ob dieser Trend mittlerweile gebrochen ist. Lohnzurückhaltung ist für die Wahrung der Preisstabilität entscheidend. Darüber hinaus würde sie dazu beitragen, die Perspektiven für das Wirtschafts- und Beschäftigungswachstum zu verbessern.

Ein wichtiger Beitrag zur Verbesserung der Wachstumsaussichten im Euro-Währungsgebiet sollte auch von der Finanz- und Strukturpolitik ausgehen. In diesen Politikfeldern sind entschlossene Reformanstrengungen erforderlich, damit die Anreize für Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen im Eurogebiet verstärkt werden.

Mit Blick auf die Finanzpolitik haben sich die Länder mit noch bestehenden Haushaltsungleichgewichten dazu verpflichtet, Konsolidierungsvorhaben auf den Weg zu bringen, um das mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts zu erreichen. Als Teil dieses Prozesses sollten die Regierungen darauf achten, eine wachstumsorientierte Konsolidierungspolitik zu verfolgen, die die produktiven Kräfte der Volkswirtschaft stärkt. Eine solche Politik dürfte immer dann am wirksamsten greifen, wenn sie in eine umfassende, auf struktureller Ausgabenreduzierung basierende Reformstrategie eingebettet ist.

Der im EG-Vertrag und im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankerte fiskalische Handlungsrahmen liefert eine solide Basis dafür, das Risiko eines Auftretens nicht ausgeglichener Haushalte zu begrenzen. Gleichzeitig bietet er der Finanzpolitik eine angemessene mittelfristige Orientierung. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, dass die Stabilitätsprogramme auf klar festgelegten Maßnahmen und realistischen Annahmen hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung beruhen und die Konsolidierungspläne hinreichend ehrgeizige Anstrengungen vorsehen. Der EZB-Rat unterstützt die von der Kommission unternommenen Schritte zur Wahrung der Funktionsfähigkeit dieses Handlungsrahmens, zu denen – sofern erforderlich – die Einleitung von Verfahren bei einem übermäßigen Defizit oder das Aussprechen von Frühwarnungen gehören.

Was die Strukturreformen betrifft, so ist es von wesentlicher Bedeutung, dass die Regierungen ihre Anstrengungen verstärken, das Potenzial des Euro-Währungsgebiets für inflationsfreies Wachstum auszuweiten und die hohe Arbeitslosigkeit zu verringern. Die Notwendigkeit, auf diesem Gebiet weitere Fortschritte zu erzielen, ist besonders augenfällig in einer Phase, in der sich die Wirtschaft des Euroraums an eine Reihe negativer Schocks anpassen muss. So könnten Reformen, die darauf abzielen sollten, Verkrustungen an den Güter- und Arbeitsmärkten abzubauen, die Widerstandsfähigkeit der Konjunktur gegen-

über solchen Schocks sowohl im Euro-Währungsgebiet insgesamt als auch in den einzelnen Regionen deutlich erhöhen. Es ist wichtig, dass die Strukturreformen wieder an Dynamik gewinnen, damit das Vertrauen von Verbrauchern und Anlegern im Hinblick auf die langfristigen Wachstums- und Beschäftigungsaussichten im Euroraum gestärkt wird. Dies wiederum dürfte sich kurz- und mittelfristig auch positiv auf die Ausgaben- und Investitionsentscheidungen auswirken.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Aufsätze. Der erste untersucht die Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet im Zeichen der Euro-Bargeldumstellung. Der zweite analysiert Ziel, Konzept und Auswirkungen des CLS-Systems (Continuous Linked Settlement), eines Systems zur Abwicklung und Verrechnung von Devisentransaktionen, das sieben wichtige Währungen, darunter den Euro, unterstützt.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

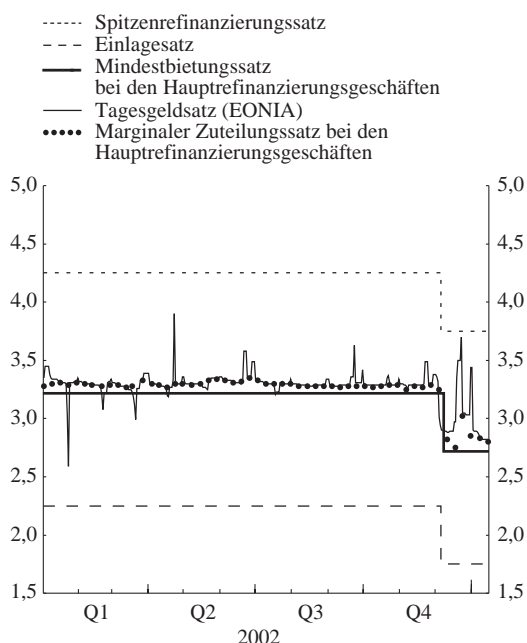
Auf seiner Sitzung am 9. Januar 2003 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die als Zinstender durchgeführt werden, bei 2,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,75 % bzw. 1,75 % (siehe Abbildung 1).

M3-Wachstum im November weiterhin hoch

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 lag im November 2002 bei 7,1 % gegenüber 7,0 % im Vormonat (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 betrug im Zeitraum von September bis November des vergangenen Jahres 7,1 % und war damit gegenüber der Zeit von August bis Oktober unverändert. Gleichzeitig war das kurzfristige Wachstum von M3

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

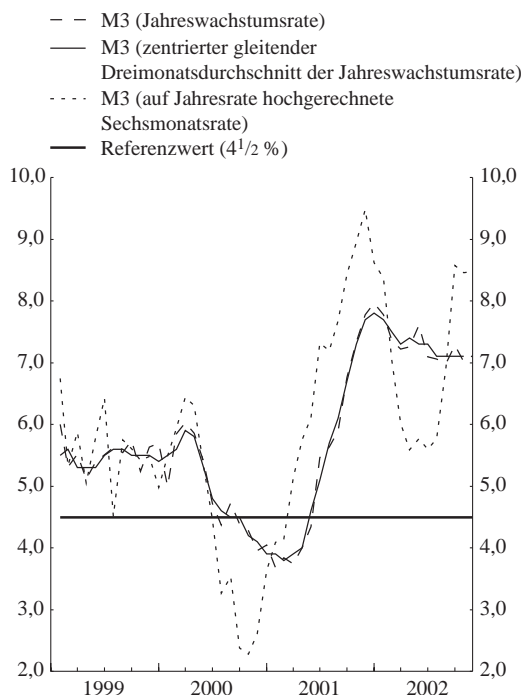


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(bereinigt um Saison- und Kalendereffekte)



Quelle: EZB.

weiterhin sehr ausgeprägt: Die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate lag im November bei 8,5 %.

Hauptgrund für das anhaltend starke Wachstum von M3 ist angesichts der hohen Unsicherheit an den Finanzmärkten und der wirtschaftlichen und geopolitischen Unwägbarkeiten die weiterhin deutliche Präferenz der Anleger für sichere und liquide Anlageformen. Gleichzeitig trugen auch die niedrigen Opportunitätskosten der Geldhaltung zu der starken Dynamik von M3 in den vergangenen Monaten bei. Das kontinuierlich hohe M3-Wachstum hat zur Folge, dass im Euro-Währungsgebiet reichlich Liquidität vorhanden ist. Dies könnte, sofern nicht gegengesteuert wird, ein Risiko für die Preisstabilität auf mittlere Sicht darstellen. Aufgrund der starken Auswirkungen, die Portfolioumschichtungen auf die Geldmengenentwicklung haben, könnte ein Teil dieser Überschussliquidität ein vorübergehendes Phänomen

sein. Darüber hinaus ist es angesichts des verhaltenen Wirtschaftswachstums zum gegenwärtigen Zeitpunkt unwahrscheinlich, dass die Überschussliquidität zu einem Inflationsdruck führen wird.

Bei den Hauptkomponenten von M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 im November weiter auf 9,1 % gegenüber 8,2 % im Oktober (siehe Tabelle 1). Dieser Anstieg rührte von einem deutlichen Wiederanziehen des Bargeldumlaufs her, der sich – wenngleich etwas langsamer als seit Beginn des Jahres 2002 – weiterhin stark erholte (im November lag die monatliche saisonbereinigte Zunahme bei 5 Mrd €, verglichen mit durchschnittlich 8 Mrd € in der Zeit von März bis Oktober 2002). Dieser Trend spiegelt den allmählichen Wiederaufbau von Bargeldbeständen durch Ansässige innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets wider, nachdem die Bargeldbestände im Vorfeld der Bargeldumstellung stark abgenommen hatten. Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen verringerte sich im November auf 8,3 %, verglichen mit 8,6 % im Oktober. Dieser

Rückgang war allerdings hauptsächlich auf Basiseffekte zurückzuführen, da das kurzfristige Wachstum der täglich fälligen Einlagen in den vergangenen Monaten relativ hoch war. Betrachtet man den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen zusammen, so ist festzustellen, dass die anhaltend hohe Nachfrage nach diesen liquidesten in M3 enthaltenen Vermögenswerten wahrscheinlich auf die wegen der großen Unsicherheit an den Finanzmärkten vorgenommenen Portfolioumschichtungen sowie die niedrigen Opportunitätskosten der Haltung dieser Anlageformen zurückgeführt werden kann.

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging im November 2002 auf 4,9 % zurück, verglichen mit 5,5 % im Vormonat. Die Vorjahrsrate der marktfähigen Finanzinstrumente erhöhte sich im November leicht auf 8,5 % gegenüber 8,3 % im Oktober. Insbesondere die Geldmarktfondsanteile nahmen weiterhin stark zu. Diese Entwicklung bestätigt, dass Nicht-MFIs liquide und sichere Anlageformen deutlich bevorzugten.

Tabelle 1

Tabellarische Übersicht monetärer Variablen für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalsdurchschnitte)

	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Aug.	2002 Sept.	2002 Okt.	2002 Nov.
<i>Bereinigt um Saison- und Kalendereffekte</i>							
M1	6,2	6,6	7,6	7,6	8,2	8,2	9,1
darunter: Bargeldumlauf	-28,0	-19,9	-7,7	-5,7	-0,5	6,2	14,8
darunter: Täglich fällige Einlagen	13,0	11,7	10,3	10,0	9,6	8,6	8,3
M2–M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	6,7	6,4	5,5	5,4	5,2	5,5	4,9
M2	6,5	6,5	6,5	6,4	6,6	6,8	6,9
M3–M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,6	12,7	10,7	10,2	11,5	8,3	8,5
M3	7,6	7,3	7,1	7,0	7,3	7,0	7,1
<i>Nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt</i>							
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)	3,1	4,0	5,0	5,2	5,1	5,1	5,2
Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	5,1	4,5	4,2	4,2	4,3	4,3	3,9
Kredite an öffentliche Haushalte	1,7	1,8	1,1	0,8	1,7	2,2	1,7
darunter: Buchkredite an öffentliche Haushalte	-0,8	-0,9	-0,9	-1,4	-1,1	-0,8	-1,6
Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	6,1	5,2	5,0	5,1	5,0	4,9	4,6
darunter: Buchkredite an den privaten Sektor	5,7	5,6	5,3	5,4	5,2	5,0	4,5

Quelle: EZB.

Bei den in der MFI-Bilanz enthaltenen Gegenposten zu M3 belief sich das jährliche Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im November auf 5,2 % und war damit gegenüber dem Vormonat (5,1 %) fast unverändert. Die Nachfrage nach diesen Instrumenten dürfte von gegenläufigen Faktoren beeinflusst worden sein. Einerseits führt die Unsicherheit an den Aktienmärkten tendenziell zu einer größeren Präferenz für langfristige Einlagen und Anleihen. Andererseits könnten das Abflachen der Zinsstrukturkurve und die relativ hohe Volatilität an den Anleihemärkten einen dämpfenden Effekt gehabt haben.

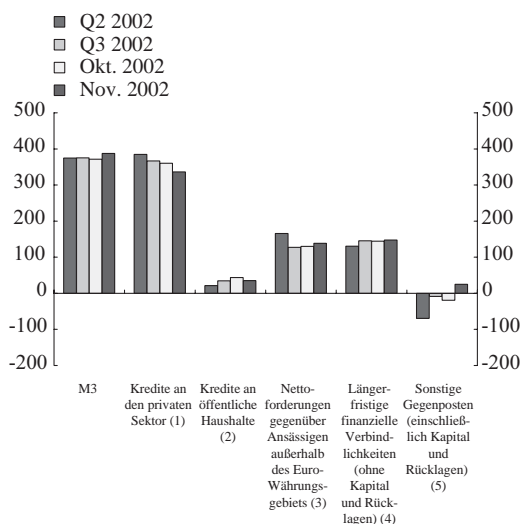
Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor weiterhin rückläufig

Auf der Aktivseite der MFI-Bilanz ging die jährliche Wachstumsrate der Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im November 2002 auf 3,9 % zurück, verglichen mit 4,3 % im Vormonat. Ursächlich hierfür waren rückläufige Jahreswachstumsraten bei der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte (von 2,2 % im Oktober auf 1,7 %) und an den privaten Sektor (von 4,9 % auf 4,6 %). Beim privaten Sektor sank die Jahreswachstumsrate der Buchkredite im November weiter, und zwar von 5,0 % im Oktober auf 4,5 %. Dieser anhaltende Rückgang sollte vor dem Hintergrund des gedämpften Wirtschaftswachstums und des schwachen Vertrauens gesehen werden. Was die anderen Komponenten der Kreditvergabe angeht, so erhöhten sich die MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien auf 6,0 % gegenüber 5,8 % im Oktober. Auch die Jahreswachstumsrate der MFI-Bestände an Aktien sowie sonstigen Dividendenwerten und Beteiligungen stieg von 3,6 % im Oktober auf 4,8 % im November. Damit setzte sich eine Entwicklung fort, die seit August zu beobachten war und die teilweise auf die Zurückhaltung der Nicht-MFIs bei der Investition in Dividendenwerte und Beteiligungen zurückgeführt werden dürfte.

Abbildung 3

Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

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



Quelle: EZB.

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

Im November erhöhten sich die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Eurogebiets in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 36 Mrd €. Im Zwölfmonatszeitraum bis November stiegen diese Forderungen um 139 Mrd € gegenüber 130 Mrd € in den zwölf Monaten bis Oktober (siehe Abbildung 3). Die Zahlungsbilanzdaten lassen darauf schließen, dass der anhaltende Netto-Kapitalzufluss in den Euroraum sowohl auf eine verbesserte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets als auch auf hohe Netto-Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen zurückzuführen ist. Letztere resultieren unter anderem aus der verhaltenen Wertpapieranlage von Gebietsansässigen in Dividendenwerte außerhalb des Euro-Währungsgebiets, die auch vor dem Hintergrund der derzeit hohen Liquiditätspräferenz von Nicht-MFIs im Euroraum gesehen werden muss.

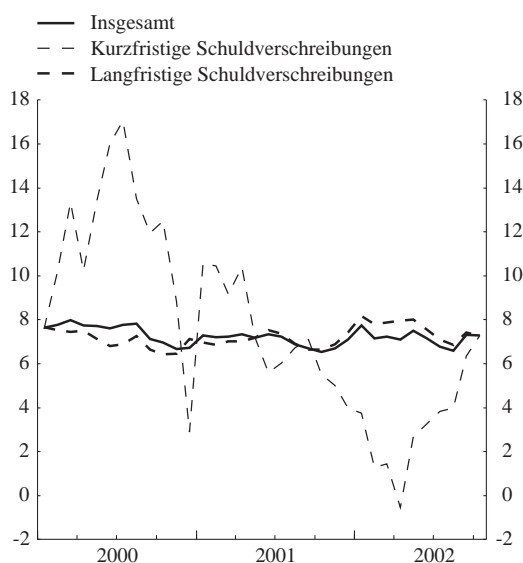
Emission von Schuldverschreibungen im Oktober stabil

Im Oktober betrug die Jahreswachstumsrate des Umlaufs der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen 7,3 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat gleich (siehe Abbildung 4).¹ Ausschlaggebend hierfür war eine weitgehend unveränderte Jahreswachstumsrate des Umlaufs langfristiger Schuldverschreibungen von 7,3 %. Die Vorjahrsrate des Umlaufs kurzfristiger Schuldverschreibungen erhöhte sich um 0,9 Prozentpunkte auf 7,3 %. Die Jahreswachstumsraten des Umlaufs an Schuldverschreibungen waren bei allen privaten Sektoren rückläufig; dies wurde jedoch durch einen Anstieg der Wachstumsrate bei den öffentlichen Haushalten ausgeglichen.

Die Aufgliederung nach Währungen zeigt, dass sich die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euroraum begebenen Euro-Schuldverschreibungen von 6,7 % im September auf 6,5 % im Oktober verringerte. Im gleichen Zeitraum stieg die

Abbildung 4
Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Zur Berechnung der Jahreswachstumsrate siehe „Technischer Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

Jahreswachstumsrate von auf Fremdwährung lautenden Schuldverschreibungen im Bestand von Ansässigen im Eurogebiet von 13,7 % auf 15,3 % (siehe Kasten 2 über die jüngsten Verbesserungen bei der Berechnung der Wachstumsraten von Schuldverschreibungen, insbesondere von auf Fremdwährung lautenden Schuldverschreibungen).

Aus der Aufschlüsselung der Begebung von Euro-Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen geht hervor, dass die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an vom MFI-Sektor begebenen Schuldverschreibungen, die den größten Teil der umlaufenden nichtstaatlichen Emissionen ausmachen, von 5,3 % im September auf 4,4 % im Oktober zurückging. Die Emissionstätigkeit dieses Sektors ist seit Jahresbeginn 2002 im Vergleich zu früheren Jahren relativ verhalten. Grund hierfür ist der angesichts einer starken Zunahme der Einlagen und einer schwachen Kreditnachfrage relativ geringe Finanzierungsbedarf der MFIs.

Bei den nichtmonetären finanziellen und den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verringerte sich das jährliche Wachstum des Umlaufs an Schuldverschreibungen von 17,7 % im September auf 16,7 % im Oktober 2002. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen fiel von 6,4 % im September auf 5,9 % im Oktober. Die Emissionstätigkeit dieses Sektors hat seit Anfang 2002 stetig nachgelassen. Dies gilt vor allem für kurzfristige Papiere: So schrumpfte der Umlauf kurzfristiger Schuldverschreibungen, die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, im Oktober um 20,2 % gegenüber dem Vorjahr (nach einem Rückgang um 18,0 % im September). Rückgänge dieser Größenordnung, die zuletzt in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre beobachtet wurden, lassen darauf schließen, dass der Betriebskapitalbedarf der Kapitalgesell-

¹ Ab dieser Ausgabe des Monatsberichts werden die Jahreswachstumsraten des Umlaufs an Schuldverschreibungen auf der Grundlage eines „Index für fiktive Bestände“ dargestellt, wie in Kasten 2 („Jüngste Verbesserungen bei der Statistik über Wertpapieremissionen“) erläutert.

schaften angesichts der Konjunkturlage und der anhaltend rückläufigen Fusions- und Übernahmeaktivitäten gering war. Darüber hinaus dürften zunehmende Bonitätsbedenken der Anleger einigen Kapitalgesellschaften die Mittelaufnahme erschwert haben.

Bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften betrug die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen im September 33,1 % (nach 30,8 % im Oktober). Das kontinuierlich starke Wachstum in diesem Sektor ist darauf zurückzuführen, dass zahlreiche Kapitalgesellschaften die Emission von Schuldverschreibungen über Zweckgesellschaften abwickelten. Insbesondere in der Automobilbranche und im Telekommunikationssektor tätige Unternehmen nutzten die Möglichkeiten strukturierter Finanzierungsformen, die von ihren zum nichtmonetären Finanzsektor zählenden Finanztöchtern angeboten wurden. Die relativ starke Ausweitung der vom nichtmonetären Finanzsektor begebenen Schuldverschreibungen deutet somit darauf hin, dass diese Papiere bis zu einem gewissen Grad die von den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften selbst begebenen Schuldverschreibungen ersetzen.

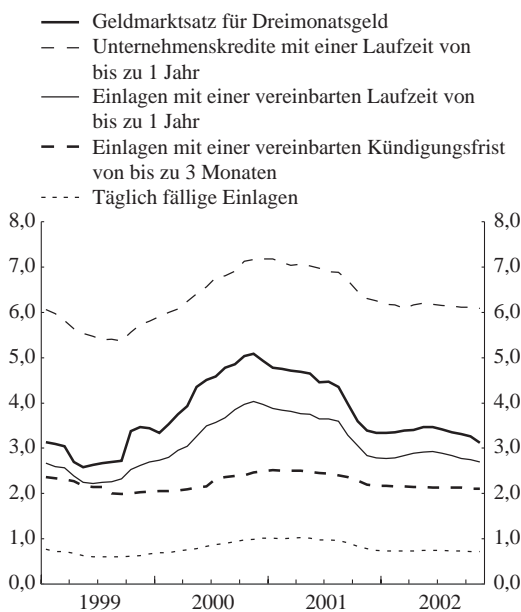
Was die öffentlichen Haushalte anbelangt, so stieg die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen von 4,5 % im September auf 5,0 % im Oktober. Im selben Zeitraum verringerte sich die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von sonstigen öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen geringfügig von 30,2 % auf 28,6 %. Diese Wachstumsraten waren jedoch verglichen mit vergangenen Jahren immer noch sehr hoch und spiegelten die Verschlechterung der Haushaltslage auf kommunaler Ebene in einigen Ländern wider.

Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken im November rückläufig

Die Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken blieben im November weitgehend unverändert und lagen in etwa auf dem Niveau

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

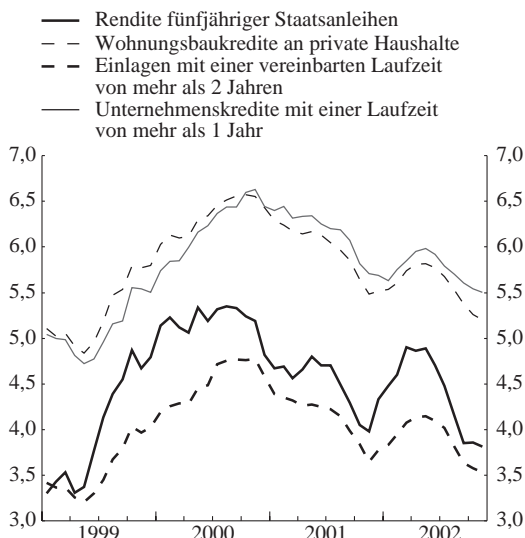
vom Jahresbeginn 2002. Dies stand mit der Gesamtentwicklung der Geldmarktsätze in den ersten elf Monaten des letzten Jahres in Einklang (siehe Abbildung 5).

Die Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken waren im November weiter rückläufig, womit sich der seit Juni 2002 beobachtete Trend fortsetzte (siehe Abbildung 6). Die von Juni bis November insgesamt verzeichneten Rückgänge lagen zwischen 50 und 60 Basispunkten. Im gleichen Zeitraum ging die durchschnittliche Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um etwas mehr als 100 Basispunkte zurück. Die Langfristzinsen im Kundengeschäft sind in der Regel weniger volatil als vergleichbare Kapitalmarktsätze. Die Veränderung des Abstands zwischen den langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken und den vergleichbaren Renditen von Staatsanleihen dürfte auf die langsamere Anpassung der Zinsen im Kundengeschäft zu-

Abbildung 6

Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Monatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Anmerkung: Seit Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

rückzuführen sein; bei den Kreditzinsen dürfte auch die Entwicklung des Kreditrisikos eine Rolle gespielt haben.

Rückgang der Geldmarktzinsen im Dezember

Im Dezember 2002 waren die Geldmarktzinsen rückläufig und setzten damit den seit Mitte Mai vorherrschenden Trend fort. Bei den kurzen Laufzeiten war dieser Rückgang auf die Anpassung an den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems zurückzuführen, der um 50 Basispunkte auf 2,75 % gesenkt wurde und erstmals für das am 11. Dezember 2002 abgewickelte Geschäft galt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) war Ende November leicht negativ und blieb bis zum 15. Januar nahezu unverändert, worin sich die entlang der Zinsstrukturkurve weitgehend parallel verlaufenden Zinsrückgänge widerspiegeln.

Am sehr kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt war im Dezember 2002 und Anfang Januar 2003 eine gewisse Volatilität zu beobachten. Zwischen Ende November und dem 15. Januar bewegte sich der am EONIA gemessene Tagesgeldsatz zwischen 2,82 % und 3,70 %, wodurch der EONIA zeitweise deutlich über dem neuen für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte geltenden Mindestbietungssatz von 2,75 % lag. Nachdem sich der EONIA Mitte Dezember knapp unter 3,0 % bewegt hatte, stieg er im späteren Monatsverlauf deutlich an. Darin spiegelten sich die außergewöhnlichen Marktbedingungen nach der Unterbietung bei dem am 17. Dezember abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft wider sowie der übliche Jahresultimoeffekt (der darauf zurückzuführen ist, dass die Finanzinstitute bestrebt sind, ihre Bilanzen zum Jahresende anzupassen). Anfang Januar stabilisierte sich der EONIA der Tendenz nach allmählich auf einem Niveau, das näher am Mindestbietungssatz von 2,75 % lag.

Nachdem der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei dem am 4. Dezember 2002 abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft des Eurosystems jeweils 3,25 % betragen und damit dem zu diesem Zeitpunkt bestehenden Mindestbietungssatz entsprochen hatten, lagen sie in den darauf folgenden Dezemberwochen und Anfang Januar 2003 im Durchschnitt 10 bzw. 15 Basispunkte über dem neuen Mindestbietungssatz von 2,75 % (siehe Kasten 1). Bei dem am 15. Januar abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft betrug die Differenz 5 bzw. 6 Basispunkte. Nach den Unterbietungen am 17. Dezember und angesichts der angespannten Liquiditätssituation wurde am 18. Dezember eine Feinsteuerungsoperation durchgeführt, um die Geschäftspartner mit Liquidität zu versorgen und ein reibungsloses Auslaufen der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu ermöglichen.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR fielen zwischen Ende November und dem 15. Januar um 33 bzw. 22 Basispunkte auf 2,85 % bzw. 2,83 % (siehe Abbildung 7). Bei dem am 23. Dezember abgewi-

Kasten I

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

In der betrachteten Mindestreserve-Erfüllungsperiode wickelte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG), zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRG) und eine liquiditätszuführende Feinsteuerungsoperation ab.

Offenmarktgeschäfte

(Mrd €; Zinssätze in % p.a.)

Art des Geschäfts	Abwicklungs-tag	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	27/11/2002	11/12/2002	108,9	62,0	1,76	255	3,25	3,29	3,31
HRG	04/12/2002	18/12/2002	111,8	111,8	1,00	175	3,25	3,25	3,25
HRG	11/12/2002	24/12/2002	100,5	65,0	1,55	247	2,75	2,82	2,83
HRG	18/12/2002	31/12/2002	103,5	103,5	1,00	224	2,75	2,75	2,87
LRG	28/11/2002	27/02/2003	38,6	15,0	2,58	162	-	3,02	3,04
LRG	23/12/2002	27/03/2003	42,3	15,0	2,82	172	-	2,93	2,95
Sonstige	18/12/2002	24/12/2002	28,5	10,0	2,85	50	2,75	2,80	2,82

Quelle: EZB.

Der marginale Zuteilungssatz ging von 3,29 % beim ersten HRG der Mindestreserve-Erfüllungsperiode auf 3,25 % bei dem am 4. Dezember abgewickelten Geschäft zurück. Bei dem zuletzt genannten Geschäft berücksichtigte die EZB alle abgegebenen Gebote, wobei diese leicht unter dem Niveau lagen, das für eine reibungslose Erfüllung der Mindestreservepflicht in der Woche nach der Abwicklung dieses Geschäfts erforderlich war. Nach dem Beschluss des EZB-Rats vom 5. Dezember, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 3,25 % auf 2,75 % zu senken, ging der marginale Zuteilungssatz bei dem am 11. Dezember abgewickelten HRG auf 2,82 % zurück. Bei dem am 18. Dezember abgewickelten HRG, dem letzten der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, lag das Bietungsaufkommen erneut knapp unter dem Niveau, das für die Erfüllung der Mindestreservepflicht erforderlich war. Die EZB teilte alle Gebote voll zu, was zu einem marginalen Zuteilungssatz von 2,75 % und einem gewichteten Durchschnittssatz von 2,87 % führte. Um die sich daraus ergebende Liquiditätsknappheit zu reduzieren, führte die EZB am 18. Dezember eine liquiditätszuführende Feinsteuerungsoperation mit einer Laufzeit von einer Woche durch und teilte bei diesem Geschäft 10 Mrd € zu einem marginalen Zuteilungssatz von 2,80 % und einem gewichteten Durchschnittssatz von 2,82 % zu. Das Zuteilungsvolumen zeigte, dass die EZB ihr Ziel erreicht hatte, einerseits normale Liquiditätsbedingungen wiederherzustellen und andererseits den Geschäftspartnern weiterhin Anreize für die Abgabe ausreichender Gebote bei den HRG zu bieten.

Der EONIA verharrte zu Beginn der Erfüllungsperiode unverändert bei rund 3,30 %. Am 29. November erhöhte er sich aufgrund des Ultimoeffekts auf 3,38 %. An den darauf folgenden Tagen blieb er relativ hoch. Dies war auf die Besorgnis zurückzuführen, dass es aufgrund von Markterwartungen, der EZB-Rat werde auf seiner Sitzung am 5. Dezember 2002 den Mindestbietungssatz für die HRG senken, zu Unterbietungen kommen könnte. Nachdem dieser Beschluss gefasst worden war, ging der EONIA allmählich auf ein Niveau etwas unterhalb von 2,90 % zurück und verharrte vom 9. bis 16. Dezember auf diesem Stand. Ein erneuter Aufwärtsdruck auf die kurzfristigen Zinsen ging von der Unterbietung bei dem am 17. Dezember zugeteilten HRG und den in der Folge angespannten Liquiditätsbedingungen aus. Der EONIA stieg im restlichen Verlauf der Erfüllungsperiode beständig und erreichte am 23. Dezember, dem letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, mit 3,70 % ein Niveau, das nur 5 Basispunkte unter dem Satz der Spitzenrefinanzierungsfazilität lag.

Die Erfüllungsperiode endete mit einer relativ starken Nettoanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 18 Mrd €. Dies war teilweise auf stärker als erwartet ausgefallene autonome Faktoren zurückzuführen. Die durchschnittliche Differenz zwischen den Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreserve-Soll belief sich auf 0,75 Mrd €.

Der liquiditätsabschöpfende Nettoeffekt der autonomen, d. h. nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden, Faktoren betrug durchschnittlich 86,7 Mrd € (Posten (b) in der unten stehenden Tabelle). Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen, durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 72,6 Mrd € und 93,8 Mrd €. Die größte Abweichung zwischen der veröffentlichten Schätzung und den tatsächlichen Zahlen trat in der Zeit vom 25. November bis 3. Dezember auf und belief sich auf 3,6 Mrd €.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. November bis 23. Dezember 2002

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	216,2	0,2	+215,9
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	168,1	-	+168,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+45,0
Ständige Fazilitäten	1,1	0,2	0,9
Sonstige Geschäfte	2,0	-	2,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	371,5	458,2	-86,7
Banknotenumlauf	-	350,7	-350,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	51,7	-51,7
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	371,5	-	+371,5
Sonstige Faktoren (netto)	-	55,8	-55,8
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			129,3
(d) Mindestreserve-Soll			128,8

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

ckelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei 2,93 % bzw. 2,95 %, was dem zu diesem Zeitpunkt verzeichneten Dreimonats-EURIBOR von 2,95 % entsprach. Damit waren sie jeweils 9 Basispunkte niedriger als die entsprechenden Sätze bei dem am 28. November abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft.

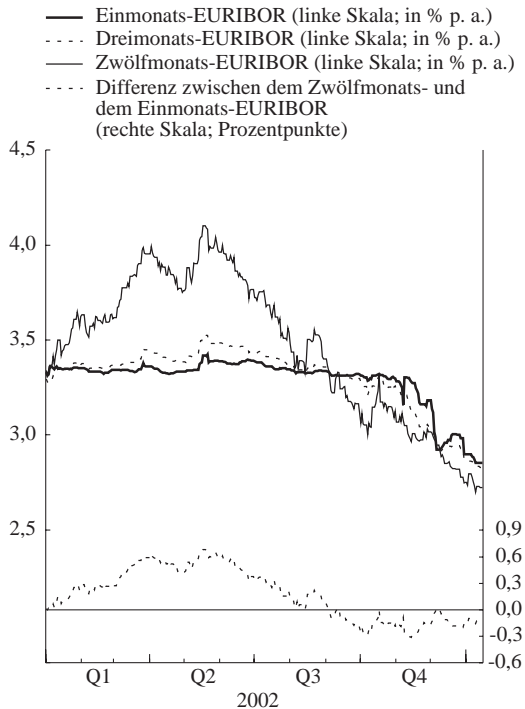
Zwischen Ende November und dem 15. Januar fielen der Sechsmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR um 22 bzw. 30 Basispunkte auf 2,77 % bzw. 2,72 %. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als

Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) belief sich am 15. Januar auf -13 Basispunkte und war damit gegenüber Ende November weitgehend unverändert.

Die Zinserwartungen für den Dreimonats-EURIBOR, die an den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2003 abzulesen sind, sind seit Ende November rückläufig. Die Zinssätze, die in den Preisen für Terminkontrakte mit Fälligkeit im März, Juni, September und Dezember 2003 zum Ausdruck kommen, fielen um 15, 35, 47 bzw. 58 Basispunkte und lagen am 15. Januar bei 2,68 %, 2,54 %, 2,53 % bzw. 2,63 %.

Abbildung 7
Kurzfristzinsen im Euro-Währungs-
gebiet und Verlauf der
Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

(Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Renditen langfristiger Staatsanleihen im Dezember volatil

Die Anleiherenditen waren im Dezember 2002 und Anfang Januar 2003 relativ volatil (siehe Abbildung 8). Insgesamt fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum zwischen Ende November und dem 15. Januar um 25 Basispunkte auf 4,3 %. In den Vereinigten Staaten wurde im selben Zeitraum ein etwas schwächerer Rückgang der entsprechenden Renditen um rund 15 Basispunkte auf etwa 4,1 % verzeichnet. Damit verkleinerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum zwischen Ende November und dem 15. Januar um 10 Basispunkte auf rund -20 Basispunkte.

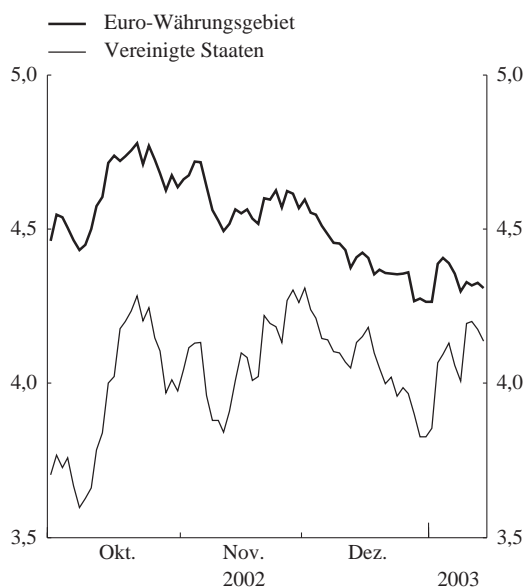
In den Vereinigten Staaten gingen die Renditen der Staatsanleihen im Dezember 2002 stark zurück und stiegen dann Anfang Janu-

ar 2003 wieder an. Im Dezember schienen die Marktteilnehmer zunehmend von einem Krieg gegen den Irak auszugehen, was den anfänglichen Rückgang auslöste. Darüber hinaus wuchsen anscheinend die Sorgen der Marktteilnehmer über die möglichen Auswirkungen von Spannungen im Nahen Osten auf die Ölpreise sowie die konjunkturelle Entwicklung. Weitere Faktoren, die zum Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen im Dezember beitrugen, waren Veröffentlichungen gesamtwirtschaftlicher Daten, die scheinbar eine etwas schwächer als erwartete Konjunkturerholung signalisierten, sowie Gewinnwarnungen einiger Unternehmen. Der Anstieg der Anleiherenditen Anfang Januar wurde durch die Veröffentlichung von besser als erwartet ausgefallenen Daten für das verarbeitende Gewerbe in den Vereinigten Staaten und den Plan für ein neues finanzpolitisches Konjunkturprogramm in den USA angestoßen.

Die reale Rendite zehnjähriger indexgebundener US-Staatsanleihen fiel zwischen Ende

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

Kasten 2

Jüngste Verbesserungen bei der Statistik über Wertpapieremissionen

In dieser Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht die EZB erstmals eine monatliche Statistik über börsennotierte Aktien (siehe Tabelle 3.8 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Darüber hinaus werden neue Daten, durch die das Wachstum des Bestands an Schuldverschreibungen besser gemessen werden kann, veröffentlicht (siehe Tabelle 3.7).¹ In diesem Kasten werden die neue Statistik über börsennotierte Aktien und die Verbesserungen an der bestehenden Statistik über die Emission von Schuldverschreibungen näher erläutert.

Veröffentlichung einer monatlichen Statistik über börsennotierte Aktien

Die neue Statistik über den Umlauf der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien gibt einen Überblick über die Größe des Aktienmarkts im Euroraum. Aus geldpolitischer Sicht ist die Beobachtung dieser Daten wegen der Zusammenhänge zwischen der Entwicklung am Aktienmarkt und dem gesamtwirtschaftlichen Angebot beziehungsweise der Nachfrage sowie des geldpolitischen Transmissionsmechanismus von Interesse.²

Den im Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) festgelegten Standards zufolge umfassen Aktien alle Anteilsrechte, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften repräsentieren. Mit diesen Forderungen ist in der Regel ein Anspruch auf einen Anteil am Gewinn der Kapitalgesellschaften und auf einen Anteil an ihren Eigenmitteln im Fall der Liquidation verbunden. Zu den börsennotierten Aktien zählen alle Aktien, die an einer amtlichen Börse oder einem anderen geregelten Markt gehandelt werden. Sie umfassen von Aktiengesellschaften begebene Aktien, Dividendenaktien und Genussscheine sowie Vorzugsaktien.

Die Statistik über börsennotierte Aktien ist nach Emittentengruppen gegliedert und unterscheidet zwischen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Monetären Finanzinstituten (MFIs) und nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften. Die Zeitreihe beginnt im Januar 1999 und beruht auf Marktkursen. Zukünftige Erweiterungen könnten Transaktionsdaten umfassen.

Abbildung A: Umlauf der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet zwischen Januar 1999 und Oktober 2002 begebenen börsennotierten Aktien

(Mrd €; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Marktkurse)



Quelle: EZB.

Aus Abbildung A wird ersichtlich, dass es seit Januar 1999 zu starken Schwankungen beim Wert des Umlaufs der von Gebietsansässigen begebenen börsennotierten Aktien gekommen ist. Zwischen Januar 1999 und März 2000 stieg dieser um 44 %, was hauptsächlich auf den deutlichen Anstieg der Aktienkurse im Euroraum in dieser Periode zurückzuführen war. Ab März 2000 hingegen verzeichnete der Aktienmarkt einen beträchtlichen Kursverfall; so ging der Umlauf der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien von 5 841 Mrd € auf 3 262 Mrd € im Oktober 2002 zurück. Im Oktober 2002 belief sich der Anteil der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Aktien auf mehr als drei Viertel (76 %) (siehe Abbildung B). Der verbleibende Anteil wurde von MFIs (14 %) und nichtmonetären finanziellen

1 Das Eurosystem erstellt Statistiken über Wertpapieremissionen auf monatlicher Basis; die vollständigen Daten werden im Monatsbericht unter Punkt 3 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ sowie auf der Website der EZB veröffentlicht.
2 Nähere Erläuterungen zur Rolle des Aktienmarktes in der Volkswirtschaft und bei der geldpolitischen Strategie der EZB finden sich im Artikel „Aktienmarkt und Geldpolitik“ des Monatsberichts vom Februar 2002.

Kapitalgesellschaften (10 %) emittiert. Zu letzterer Kategorie zählen Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen sowie sonstige Finanzinstitute.

Verbesserte Methode zur Berechnung der Wachstumsraten des Umlaufs von Schuldverschreibungen

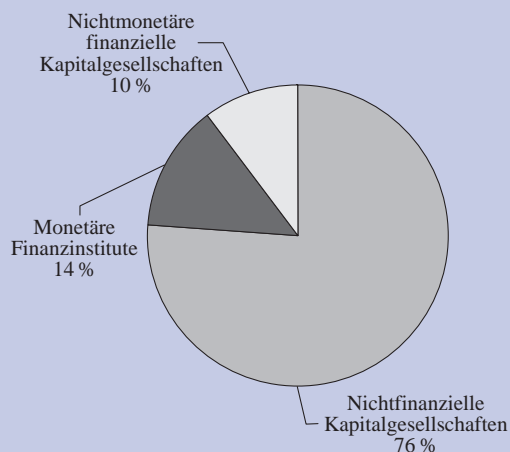
Die Wachstumsraten des Umlaufs von Schuldverschreibungen werden nicht mehr auf der Grundlage von Veränderungen der Bestände errechnet. Die neue Berechnungsmethode basiert auf einer Akkumulierung der tatsächlichen Stromgrößen unter Verwendung der verfügbaren Informationen über den Bruttoabsatz und die Tilgungen. Diese Methode spiegelt daher Finanztransaktionen wider, die daraus resultieren, dass eine institutionelle Einheit Finanzaktiva erwirbt oder verkauft und Schulden aufnimmt oder tilgt. Aus diesem neuen Ansatz ergeben sich genauere und konsistentere Jahreswachstumsraten

bei der Wertpapierstatistik, und es werden Verzerrungen aufgrund von Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen vermieden. Die Jahreswachstumsraten der Schuldverschreibungen werden nunmehr auf der Basis eines „Index für fiktive Bestände“ berechnet (nähere Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“ des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Abbildung C zeigt den Unterschied zwischen der Berechnung der Jahreswachstumsraten bei Verwendung eines Index für fiktive Bestände auf der Grundlage von Finanztransaktionen (fette Linie) und der Berechnung auf der Grundlage unbereinigter Bestände (dünne Linie). Bei den gesamten Schuldverschreibungen über alle Währungen

Abbildung B: Umlauf der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien nach Emittentengruppen

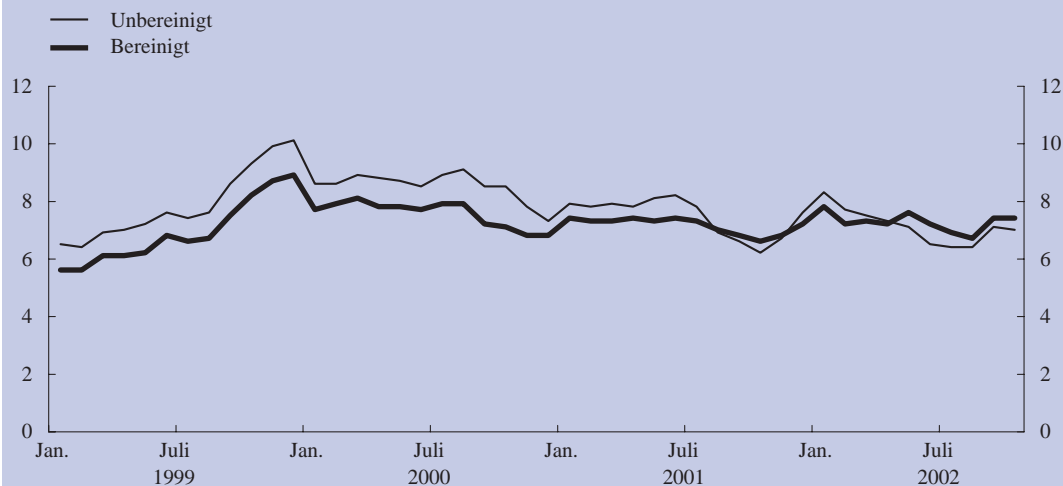
(in %; Stand: Ende Oktober 2002)



Quelle: EZB.

Abbildung C: Emission von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet zwischen Januar 1999 und Oktober 2002 (alle Währungen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

aggregiert betrug der Unterschied zwischen den bereinigten und den unbereinigten Jahreswachstumsraten im Zeitraum von Januar 1999 bis Oktober 2002 durchschnittlich 0,7 Prozentpunkte, wobei die größte Differenz (1,4 Prozentpunkte) im Oktober 2000 zu verzeichnen war. Ausschlaggebend hierfür waren die Auswirkungen der Wechselkursänderungen auf von Gebietsansässigen begebene Schuldverschreibungen in Fremdwährung. Diese waren in den ersten beiden Jahren der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) am größten und hingen mit der Abwertung des Euro in diesem Zeitraum zusammen. Bei Schuldverschreibungen, die zuvor in Fremdwährung begeben worden waren, erhöhte sich mit dem Kursverlust des Euro der in Euro ausgedrückte Wert dieser Verbindlichkeiten, wodurch es zu höheren Wachstumsraten bei Datenreihen, die nicht um Bewertungsänderungen bereinigt wurden, kam.

Neue Statistik weist umfangreiche Emission von Fremdwährungsschuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet aus

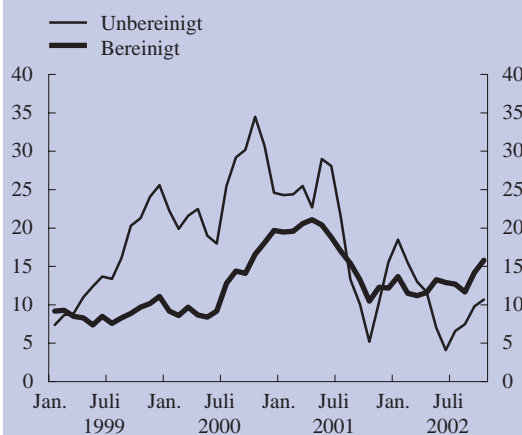
Eine Bereinigung der Daten um die durch Wechselkursschwankungen bedingten Bewertungsänderungen ermöglicht eine genauere Messung der Bestandsveränderungen bei den Fremdwährungsschulden, die auf die Wahl der Währung durch die Emittenten zurückzuführen sind. Im Durchschnitt lag die Differenz zwischen den neuen, bereinigten Jahreswachstumsraten der von Gebietsansässigen begebenen Schuldverschreibungen in Fremdwährung und den unbereinigten Raten zwischen Januar 1999 und Oktober 2002 bei 7,2 Prozentpunkten. Im Oktober 2000 wurde mit 17,9 Prozentpunkten der größte Unterschied verzeichnet (siehe Abbildung D).

Eine Betrachtung der bereinigten Wachstumsraten aus dem Zeitraum von Anfang 1999 bis Anfang 2000 zeigt, dass der Bestand an Schuldverschreibungen in Fremdwährung recht kontinuierlich mit Vorjahrsraten von rund 10 % angewachsen ist. Etwa Mitte 2000 begann sich allerdings die Emission dieser Titel durch Ansässige im Euroraum zu beschleunigen, was zu Jahreswachstumsraten von über 20 % führte. In den Jahren 2001 und 2002 gingen die Zuwachsraten dann wieder auf ein Niveau von etwa 10 % zurück, blieben jedoch konstant über den Wachstumsraten bei Papieren in Inlandswährung.

Die im Jahresverlauf 2000 deutlich gestiegene Begebung von Fremdwährungsschuldverschreibungen könnte teilweise auf Hedging-Aktivitäten im Zusammenhang mit umfangreichen Direktinvestitionen von Unternehmen des Euro-Währungsgebiets in den Vereinigten Staaten zurückzuführen sein (siehe Kasten 5 im Monatsbericht

Abbildung D: Emission von Schuldverschreibungen in Fremdwährung durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet zwischen Januar 1999 und Oktober 2002

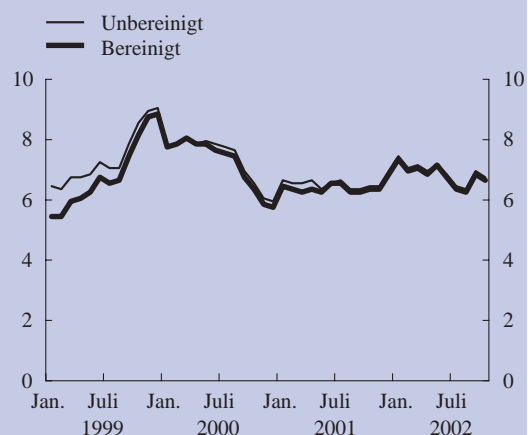
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Abbildung E: Emission von Euro-Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet zwischen Januar 1999 und Oktober 2002

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

von Oktober 2002, „Entwicklung der Nettokapitalströme zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten“, S. 43 ff.). Diese erheblichen Direktinvestitionen im Ausland führten – ceteris paribus – zu einer stärkeren Sensitivität der Bilanzen und des Netto-Cashflows der Unternehmen des Euroraums gegenüber Schwankungen im Kursverhältnis zwischen dem Euro und dem US-Dollar. Um diese Risiken zu begrenzen, könnten sich einige Unternehmen des Eurogebiets dazu veranlasst gesehen haben, ihre Fremdwährungsrisiken durch die stärkere Begebung von Schuldverschreibungen in Fremdwährung abzusichern. Mit dem Nachlassen der Direktinvestitionen im Ausland im Jahresverlauf 2001 ging bezeichnenderweise auch die Emission von Fremdwährungstiteln durch Gebietsansässige zurück.

Abgesehen von Absicherungsmotiven ist auch nicht auszuschließen, dass im Euro-Währungsgebiet ansässige Emittenten vor dem Hintergrund ihrer Erwartungen bezüglich der Entwicklung des Euro-Wechselkurses im Jahr 2000 darauf spekulierten, ihre Schuldendienstbelastungen auf längere Sicht verringern zu können. Tatsächlich verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar im Verlauf des Jahres 2000 weiter an Boden. Emittenten mit Finanzierungsbedarf, die der Auffassung waren, dass der Euro letztendlich wieder an Wert gewinnen würde, sodass der in Euro gemessene Wert der Fremdwährungsschuld und die entsprechenden Aufwendungen für den Schuldendienst sinken würden, könnten sich dafür entschieden haben, Schuldverschreibungen in Fremdwährung statt in Euro zu begeben.

Ungeachtet der bereits genannten Absicherungs- und Spekulationsmotive ist der Umlauf der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen, auf Fremdwährung lautenden Schuldverschreibungen seit Beginn der dritten Stufe der WWU systematisch stärker gestiegen als der Umlauf von Euro-Schuldverschreibungen. Dies könnte mit der zunehmenden Globalisierung der Kapitalmärkte zusammenhängen, die die Emittenten des Euro-Währungsgebiets zu einer größeren Währungsdiversifizierung veranlasst hat.

Bei den Schuldverschreibungen in Inlandswährung war die Differenz zwischen den bereinigten und unbereinigten Wachstumsraten zwischen Januar 1999 und Oktober 2002 gering (siehe Abbildung E). Im Schnitt betrug sie nur 0,2 Prozentpunkte und war mit 1,0 Prozentpunkten im Januar 1999 am größten.

Insgesamt dürfte das neue Verfahren zur Ermittlung der Wachstumsraten zu einem besseren Verständnis der Entwicklung bei der Emission von Schuldverschreibungen und insbesondere bei den Fremdwährungstiteln beitragen.

November 2002 und dem 15. Januar 2003 um rund 30 Basispunkte auf 2,2 %, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der langfristigen Wachstumsaussichten im Allgemeinen etwas zurückgeschraubt hatten. Da die realen Anleiherenditen stärker zurückgingen als die Nominalrenditen, stieg die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexgebundenen Anleihen im Zehnjahresbereich errechnet, zwischen Ende November 2002 und dem 15. Januar 2003 um rund 10 Basispunkte auf 1,9 %. Angesichts einiger im Zeitverlauf variierender Risikoprämien ist bei der Interpretation der Entwicklung von Breakeven-Inflationsraten jedoch eine gewis-

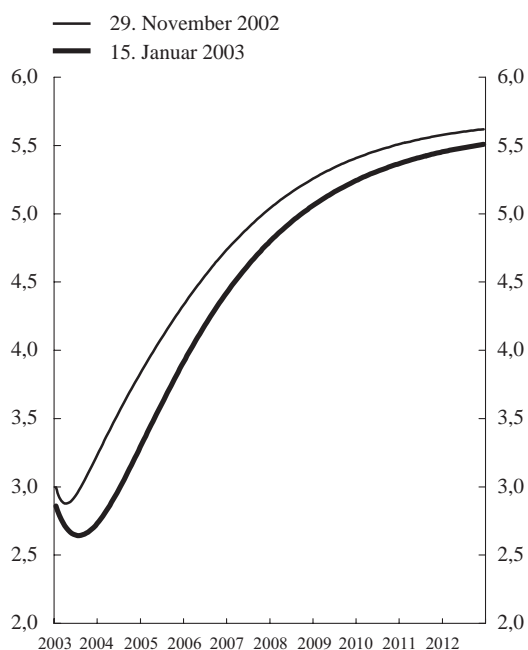
se Vorsicht geboten. Trotz der im Berichtszeitraum verzeichneten starken Schwankungen bei den Anleiherenditen nahm die Unsicherheit an den Anleihemärkten, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte auf zehnjährige US-Staatsanleihen, zwischen Ende November und dem 15. Januar um rund 1,2 Prozentpunkte auf 7,3 % ab.

In Japan war im Dezember 2002 und Anfang Januar 2003 ein leichter Rückgang der Renditen der Staatsanleihen zu beobachten, was auf die Besorgnis der Marktteilnehmer über das Bankensystem und die Veröffentlichung von relativ schwachen gesamtwirtschaftlichen Daten zurückzuführen ist. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen sanken von Ende

jähriger Staatsanleihen fielen zwischen Ende November und dem 15. Januar um rund 15 Basispunkte auf 0,9 % und damit auf den niedrigsten Stand seit 1998.

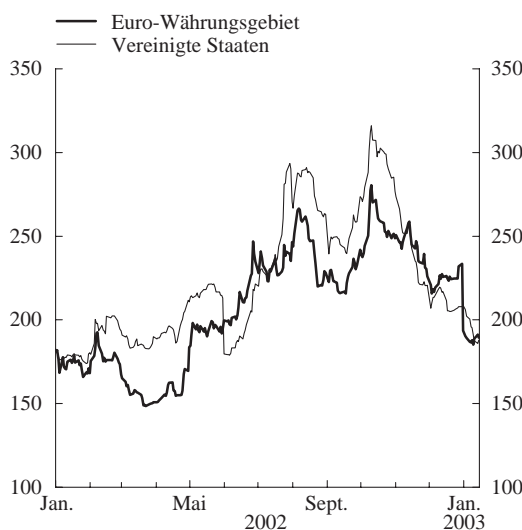
Im Euro-Währungsgebiet waren die Renditen der Staatsanleihen im Dezember 2002 deutlich rückläufig, zogen jedoch Anfang Januar wieder an. Wie in den Vereinigten Staaten schlug sich in den Rückgängen vom Dezember in erster Linie die von einer Verstärkung der geopolitischen Spannungen im Nahen Osten ausgehende Markteinschätzung nieder. Für den Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen im Dezember waren daneben auch die Reaktionen der Marktteilnehmer auf im Eurogebiet veröffentlichte Umfrageergebnisse verantwortlich. Anfang Januar bewegten sich die Renditen langfristiger nominaler Anleihen im Euroraum ähnlich wie an den US-Rentemärkten dann wieder etwas nach oben.

Abbildung 9
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Abbildung 10
Renditeabstände von Unternehmensanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten
(in Basispunkten; Tageswerte; BBB-Rating)



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

Insgesamt hatten die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums zwischen Ende November 2002 und Anfang Januar 2003 offenbar etwas zurückgenommen. Dies zeigt sich an der Tatsache, dass die realen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet, gemessen an den Renditen indexgebundener (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelter) Anleihen im Zehnjahresbereich, von Ende November bis zum 15. Januar um rund 45 Basispunkte auf 2,3 % fielen. Die pessimistischere Einschätzung spiegelte sich auch darin wider, dass sich die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euroraum, insbesondere bei den kurzen und mittleren Laufzeiten, zwischen Ende November und dem 15. Januar nach unten verschob (siehe Abbildung 9). Wie auch in den Vereinigten Staaten war bei den realen Renditen im Zehnjahresbereich insgesamt ein stärkerer Rückgang zu verzeichnen als bei den nominalen Renditen, was zur Folge hatte, dass die Breakeven-Inflationsrate, die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und

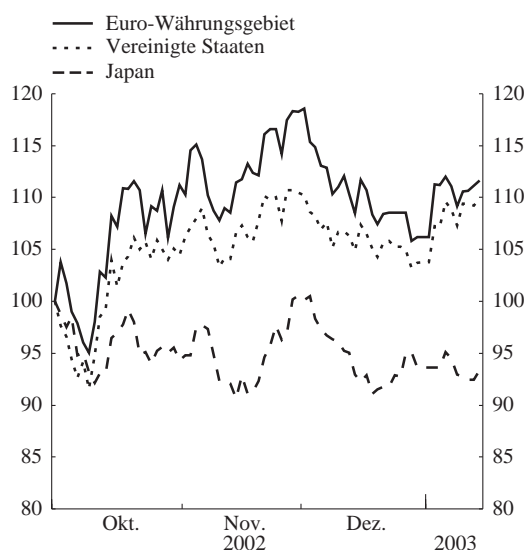
indexgebundenen (an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelten) zehnjährigen Anleihen errechnet, in diesem Zeitraum um rund 15 Basispunkte zunahm. Allerdings vollzog sich dieser Anstieg größtenteils Anfang Januar, als von den Anlegern offenbar Mittel aus Staatsanleihen in Aktien umgeschichtet wurden.

Was den Markt für Unternehmensanleihen anbelangt, so nahm ihr Renditevorsprung gegenüber Staatsanleihen sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten im Dezember 2002 und Anfang Januar 2003 weiter ab (siehe Abbildung 10). Dies lässt auf eine leichte Verbesserung in diesem Kapitalmarktsegment schließen, obgleich die Unterschiede am 15. Januar immer noch etwas größer als Anfang 2002 waren.

Rückgang der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet im Dezember

Nach dem Wiederanstieg im Oktober und November 2002 gaben die Aktienkurse im

Abbildung 11
Aktienindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan
 (Index: 1. Oktober 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.

Euroraum im Dezember etwas nach, um dann Anfang Januar 2003 wieder anzuziehen. Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet büßten, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, von Ende November bis zum 15. Januar insgesamt 7 % ein (siehe Abbildung 11). In den Vereinigten Staaten legte der Standard-&Poor's-500-Index insgesamt um 1 % zu, während in Japan der Nikkei 225 im gleichen Zeitraum 7 % verlor.

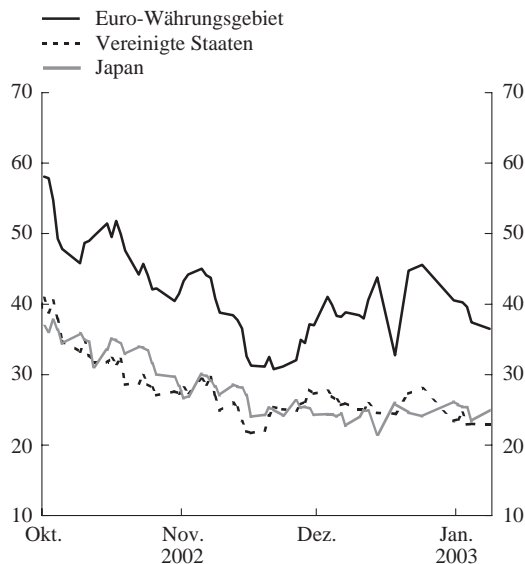
In den Vereinigten Staaten waren die Aktienkurse im Dezember 2002 über lange Strecken rückläufig, was in erster Linie der Besorgnis der Marktteilnehmer hinsichtlich der geopolitischen Spannungen sowie den Gewinnwarnungen einiger US-Unternehmen zuzuschreiben war. Der Wiederanstieg Anfang Januar folgte auf die Veröffentlichung von Daten aus dem verarbeitenden Gewerbe in den USA, die besser als erwartet ausfielen, sowie auf die Bekanntgabe des Plans für ein neues Konjunkturpaket in den Vereinigten Staaten. Die Unsicherheit, gemessen an der von Optionen auf den Standard & Poor's 500 abgeleiteten impliziten Volatilität, verharrte im Zeitraum von Ende November bis zum 15. Januar nahe am Durchschnittswert der vergangenen zwei Jahre (siehe Abbildung 12).

In Japan dürften die insgesamt fallenden Aktienkurse zwischen Ende November und dem 15. Januar auf die weltweiten Spillover-Effekte und die Besorgnis der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Wachstumsaussichten für die japanische Wirtschaft zurückzuführen sein. Die Unsicherheit, gemessen an der von Optionen auf den Nikkei 225 abgeleiteten impliziten Volatilität, blieb zwischen Ende November und dem 15. Januar unverändert und lag etwa 4 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre.

Im Euro-Währungsgebiet gingen die Aktienkurse im Dezember 2002 deutlich zurück, zogen dann Anfang Januar aber wieder etwas an. Die Kurseinbußen waren insgesamt breit gestreut und sind vor dem Hintergrund geopolitischer Spannungen und einer anhaltenden Besorgnis der Marktteilnehmer be-

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 für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

züglich der Wirtschaftsaussichten zu sehen. Dazu kamen Gewinnwarnungen, insbesondere

von Technologieunternehmen, Fluggesellschaften, Einzelhandelsunternehmen und Versicherungsgesellschaften, die den Druck auf die Kurse noch verstärkten. Der Wiederanstieg Anfang Januar scheint das Ergebnis positiver Spillover-Effekte aus den Vereinigten Staaten zu sein. Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten und Japan stieg die Unsicherheit der Anleger im Eurogebiet, gemessen an der von Optionen auf den Euro-STOXX-Index abgeleiteten impliziten Volatilität, von Ende November bis zum 15. Januar um 4 Prozentpunkte und lag zuletzt rund 5 Prozentpunkte über ihrem Zweijahresdurchschnitt. Verglichen mit dem zweiten und dritten Quartal 2002 hat die Unsicherheit jedoch deutlich nachgelassen.

In der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts erscheint erstmals eine Gesamtstatistik über Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet (siehe Kasten 3). Investmentfonds sind bedeutende Anleger sowohl an den Anleihe- als auch Aktienmärkten. Ende Juni 2002 beliefen sich die Anleihe- und Aktienbestände der Investmentfonds im Eurogebiet auf 1 312 Mrd € (19 % des BIP) bzw. 1 057 Mrd € (16 % des BIP). Diese neue Statistik wird künftig vierteljährlich, jeweils um rund vier Monate zeitverzögert, veröffentlicht.

Kasten 3

Neue EZB-Statistik über Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet

In dieser Ausgabe des Monatsberichts erscheint erstmals eine Statistik der EZB über im Euro-Währungsgebiet ansässige¹ Investmentfonds (siehe Tabellen 2.9, 2.10 und 2.11 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Diese bilden unter den finanziellen Kapitalgesellschaften die wichtigste Gruppe innerhalb des Teilssektors „Sonstige Finanzinstitute (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen“ im Sinne des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) und stellen etwa vier Fünftel der gesamten Aktiva dieser sonstigen Finanzinstitute. In der neuen Statistik nicht erfasst sind die Geldmarktfonds; diese gehören zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs).

Ein wesentlicher Unterschied zwischen sonstigen Finanzinstituten (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) und MFIs besteht darin, dass die sonstigen Finanzinstitute auf der Passivseite ihrer Bilanzen keine Einlagen von Nicht-MFIs ausweisen. Gemäß Definition des ESVG 95 sind sonstige Finanzinstitute (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) „alle finanziellen Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften, deren Hauptfunktion darin besteht, finanzielle Mittlertätigkeiten auszuüben, und die gegenüber anderen institutionellen Einheiten (jedoch ohne die Zentralbank und Kreditinstitute) zu diesem Zweck Verbindlichkeiten eingehen, die nicht die Form von Zahlungsmitteln, Einlagen und/oder Substituten für Einlagen oder von versicherungstechnischen Rückstellungen haben.“ Neben Investmentfonds zählen dazu auch Wertpapierhändler und Händler derivativer Finanzinstrumente sowie finanzielle Kapitalgesellschaften, die im Bereich der Kreditgewährung tätig sind. Die Passiva von Investmentfonds bestehen in der Regel aus Investmentfondsanteilen.

Angaben zu sonstigen Finanzinstituten (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) im Allgemeinen und zu Investmentfonds im Besonderen sind in mehrfacher Hinsicht für die monetäre und die Finanzanalyse von Bedeutung. Erstens werden Veränderungen des Vermögens von Investmentfonds durch die Bewertung ihrer Anteile auch an die privaten Haushalte und Unternehmen weitergegeben und führen indirekt zu Vermögenseffekten. Da es sich zweitens bei Investmentgesellschaften um institutionelle Großanleger handelt, kann deren Portfolio-Auswahl auch auf allgemeinere Trends bei der Portfolio-Diversifizierung hinweisen, was zum Beispiel zur Erklärung der Entwicklung der Geldmenge M3 beitragen kann. Drittens geben Angaben zu Investmentfonds Aufschluss über die Finanzierungsstruktur des Euroraums, insbesondere gegenüber dem MFI-Sektor.

Grundzüge der erstmals veröffentlichten Statistik über Investmentfonds

Die erstmals veröffentlichte vierteljährliche Statistik über Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet wird von der EZB auf der Grundlage der im Eurosystem verfügbaren Daten erstellt. Sie sind innerhalb des Euroraums noch nicht vollständig harmonisiert. Die in dieser Statistik verwendeten Grunddefinitionen entsprechen, soweit möglich und zweckdienlich, den im ESVG 95 vorgegebenen europäischen Standards.

Die veröffentlichten Daten beziehen sich auf Bestände am Ende eines Quartals. Stromgrößen (Angaben zu Transaktionen) sind noch nicht verfügbar, sodass sich bislang nur Pseudo-Wachstumsraten auf der Basis von Bestandsveränderungen berechnen lassen. Aufgrund fehlender Angaben für Irland umfassen die Aggregate des Euro-Währungsgebiets derzeit nur elf Euro-Länder. Die Daten werden mit einer zeitlichen Verzögerung von rund vier Monaten für den Zeitraum ab Ende 1999 veröffentlicht.

Die Berechnung der Aggregate des Euroraums erfolgt für a) die Investmentfonds insgesamt, b) Investmentfonds in einer Aufgliederung nach Anlageschwerpunkten und c) Investmentfonds in einer Aufgliederung nach

1 Der Begriff „ansässig“ bezieht sich auf Institute mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, einschließlich Tochtergesellschaften von außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Unternehmen, und gebietsansässige Zweigniederlassungen von Instituten mit Sitz außerhalb des Euroraums.

möglichen Beschränkungen hinsichtlich des Erwerbs der Fondsanteile. Mit Blick auf den Anlageschwerpunkt werden die Fonds in fünf Kategorien unterteilt: Aktienfonds, Rentenfonds, Gemischte Fonds, Immobilienfonds und sonstige Investmentfonds. Die Untergliederung richtet sich also nach der Art der Vermögenswerte, in die der jeweilige Fonds vorrangig investiert (wenn er zum Beispiel vorrangig in Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen investiert, wird er der Kategorie „Aktienfonds“ zugeordnet). Fonds, die sowohl in Aktien als auch in Renten investieren, ohne dass der Schwerpunkt von vornherein auf einem der beiden Vermögenswerte liegt, werden der Kategorie „Gemischte Fonds“ zugeordnet. Die Fonds, die sich nicht nach Aktien-, Renten-, Gemischten Fonds oder Immobilienfonds aufgliedern lassen, werden unter der Restkategorie „Sonstige Fonds“ zusammengefasst. Mit Blick auf den Zugang zum Fonds wird zwischen Publikumsfonds und Spezialfonds unterschieden. Bei Letzteren ist der Erwerb der Anteile auf bestimmte Anlegergruppen (zum Beispiel institutionelle Anleger) beschränkt.

Die Daten zu den Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet sind zusammen mit einigen methodischen Erläuterungen auf der Website der EZB (<http://www.ecb.int>) unter „Statistics“ abrufbar.

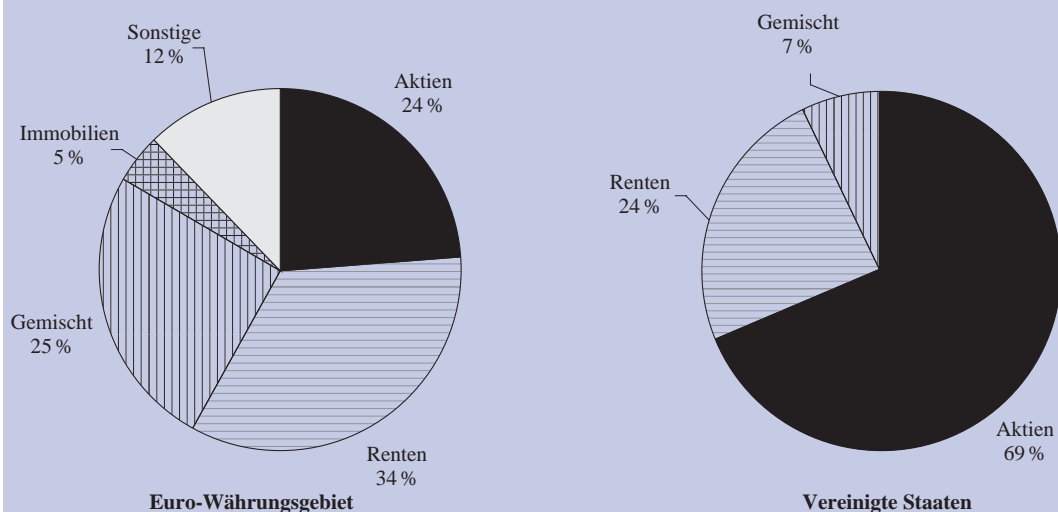
Merkmale der Investmentgesellschaften im Euro-Währungsgebiet

Das Gesamtvermögen der Investmentfonds im Eurogebiet (ohne Irland) belief sich Ende des zweiten Quartals 2002 auf 3 038 Mrd €. Am bedeutendsten waren in diesem Zeitraum die Investmentfonds in Luxemburg, Deutschland und Frankreich mit einem Marktanteil von 26 %, 25 % bzw. 21 %, gefolgt von Italien mit einem Anteil von 11 %. Die gesamten Aktiva der Investmentfonds im Euroraum beliefen sich im zweiten Quartal 2002 auf 45 % des BIP und erreichten damit den gleichen Prozentsatz wie in den Vereinigten Staaten. Das gesamte Fondsvermögen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet (ohne Eurosystem) betrug im zweiten Quartal des vergangenen Jahres 266 % des BIP.

Eine Aufgliederung der Aktiva von Investmentfonds im Euroraum nach Anlageschwerpunkten zeigt, dass die Rentenfonds mit rund einem Drittel des gesamten Fondsvermögens im zweiten Quartal 2002 die größte Gruppe bildeten (siehe Abbildung). Auf Aktienfonds und Gemischte Fonds entfiel jeweils ein Anteil von rund einem

Zusammensetzung des Investmentfondsvermögens im zweiten Quartal 2002 nach Anlageschwerpunkten

(in % des Gesamtvermögens)



Quellen: EZB und Investment Company Institute.

Anmerkung: Gesamtvermögen des Euro-Währungsgebiets ohne Irland; Nettovermögen der US-amerikanischen Investmentfonds ohne Geldmarktfonds, jedoch einschließlich geschlossener Fonds, börsengehandelter Fonds und Unit Investment Trusts (geschlossene Fonds mit beschränkter Laufzeit).

Viertel der Aktiva. Bemerkenswert ist, dass in den Vereinigten Staaten rund zwei Drittel des gesamten Investmentfondsvermögens auf Aktienfonds entfallen. Dies lässt darauf schließen, dass Inhaber von Investmentfondsanteilen im Euroraum möglicherweise stärker auf Veränderungen der Anleiherenditen und weniger stark auf Veränderungen der Aktienkurse reagieren als in den Vereinigten Staaten.

Nach Anlegergruppen untergliedert handelt es sich bei den Investmentfonds sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch in den Vereinigten Staaten vorwiegend um Publikumsfonds. Allerdings sind Spezialfonds im Euroraum mit einem Anteil von rund 25 % an den gesamten Aktiva der Fondsgesellschaften von weit größerer Bedeutung als in den Vereinigten Staaten, wo nur rund 2 % des Gesamtvermögens auf sie entfallen.

In den letzten Jahren ist der Anteil der Renten am gesamten Buchwert von Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet gestiegen, während der Anteil der Aktien rückläufig war (siehe Tabelle unten, in der die Renten als „Wertpapiere ohne Aktien“ aufgeführt sind). Dieses Auseinanderlaufen spiegelt jedoch zum Großteil Bewertungsänderungen bei Aktienfonds wider.

Zusammensetzung des gesamten Investmentfondsvermögens im Euro-Währungsgebiet

(in % des Gesamtvermögens)

	Ende 1999	Ende 2000	Ende 2001	2002-Q1	2002-Q2
Einlagen	7,5	7,0	7,7	7,8	8,0
Wertpapiere ohne Aktien	42,1	38,7	41,1	40,2	43,2
<i>darunter:</i>					
Mit einer Laufzeit von bis zu 1 Jahr	2,7	1,8	2,0	2,2	2,5
Mit einer Laufzeit von mehr als 1 Jahr	39,4	36,9	39,1	38,0	40,7
Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen	40,9	42,8	38,2	38,8	34,8
Investmentfondsanteile	4,1	5,7	6,6	6,9	7,2
Sachanlagen	2,6	3,0	3,4	3,4	3,6
Sonstiges Vermögen (einschließlich Finanzderivaten)	2,8	2,8	3,1	3,0	3,3
Gesamtvermögen	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Nachrichtlich:</i>					
Gesamtvermögen in Mrd €	2 969	3 256	3 189	3 259	3 038

Quelle: EZB.

2 Preisentwicklung

HVPI-Inflation im Dezember 2002 wohl unverändert

Der Vorausschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate des Eurogebiets im Dezember 2002 wie bereits im Vormonat bei 2,2 % (siehe Tabelle 2). Allerdings weisen kürzlich verfügbar gewordene Daten zu den einzelnen Ländern darauf hin, dass dieses Ergebnis auch etwas höher ausfallen könnte. Im November, dem letzten Monat, für den detaillierte Angaben zur Entwicklung der einzelnen Komponenten des HVPI vorliegen, verringerte sich die Teuerung gegenüber Oktober, als sie bei 2,3 % gelegen hatte, um 0,1 Prozentpunkte.

Dieser Rückgang war auf niedrigere Jahresänderungsraten der Preise für Energie, verarbeitete Nahrungsmittel und Dienstleistungen zurückzuführen. Auch die Vorjahrsrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie sank um 0,1 Prozentpunkte, und zwar von 2,4 % im Oktober auf 2,3 % im November. Was die kurzfristige Entwicklung angeht, so waren die auf Jahresrate hochgerechneten Dreimonatsraten des HVPI insgesamt wie auch des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie im November 2002 niedriger als ihre Vorjahrsraten. Die jüngsten Entwicklungen in der kurzfristigen Dynamik stehen somit im Einklang mit der Erwartung, dass sich die jährli-

Tabelle 2

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
				Q1	Q2	Q3	Q4	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex ¹⁾	2,3	2,5	.	2,6	2,1	2,0	.	1,9	2,1	2,1	2,3	2,2	2,2
<i>darunter:</i>													
Waren	2,7	2,5	.	2,2	1,4	1,3	.	1,2	1,4	1,4	1,7	1,8	.
Nahrungsmittel	1,4	4,5	.	4,9	2,8	2,2	.	2,1	2,3	2,3	2,2	2,3	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,1	2,8	.	3,5	3,1	2,9	.	2,9	2,9	2,8	2,6	2,5	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,7	7,0	.	7,0	2,4	1,3	.	0,9	1,3	1,7	1,6	1,9	.
Industrieerzeugnisse	3,4	1,5	.	0,9	0,7	0,9	.	0,7	0,9	1,0	1,5	1,5	.
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	0,7	1,1	.	1,8	1,7	1,4	.	1,5	1,4	1,4	1,3	1,3	.
Energie	13,3	2,7	.	-2,1	-2,4	-0,9	.	-1,7	-0,5	-0,4	2,3	2,1	.
Dienstleistungen	1,7	2,5	.	3,1	3,2	3,3	.	3,2	3,3	3,3	3,2	3,1	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ²⁾	5,5	2,2	.	-0,8	-0,8	-0,1	.	-0,3	-0,1	0,1	0,9	1,1	.
Lohnstückkosten ³⁾	1,2	2,6	.	3,1	2,4	2,3	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ³⁾	1,4	0,1	.	-0,4	0,1	0,6	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ³⁾	2,6	2,7	.	2,7	2,5	2,8	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ⁴⁾	3,3	3,4	.	4,0	3,6	3,7	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁵⁾	31,0	27,8	26,5	24,6	27,8	27,2	26,5	25,9	27,0	28,9	27,9	24,2	27,1
Rohstoffpreise ⁶⁾	16,7	-7,6	-1,7	-3,6	-5,5	-1,6	4,4	-7,6	-1,3	4,7	7,8	3,4	2,1

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, Thomson Financial Datastream, 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 Dezember 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).

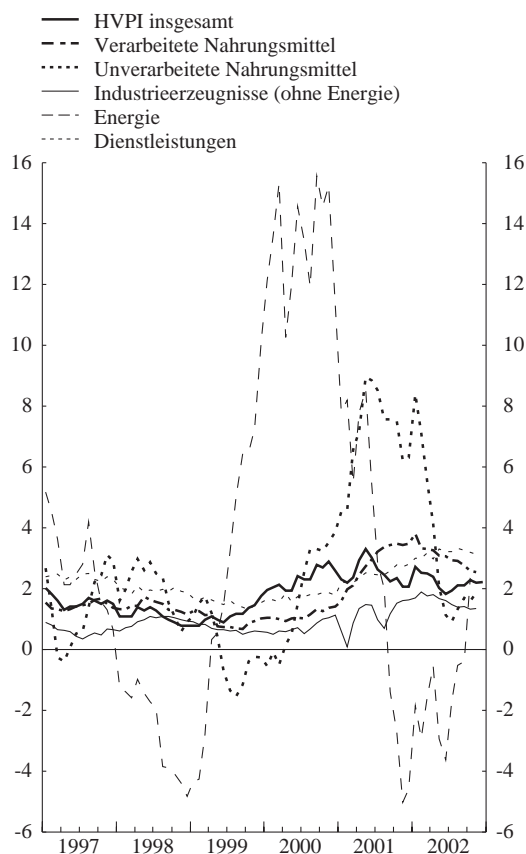
6) Ohne Energie. Angaben in Euro. Gewichtet nach den Rohstoffimporten aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets.

che Teuerung in den nächsten Monaten verlangsamt wird.

Die Jahresänderungsraten der beiden volatileren Komponenten des HVPI – unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie – entwickelten sich im November 2002 gegenläufig. Zwar gaben die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Berichtsmonat aufgrund gesunkener Obst- und Gemüsepreise im Vormonatsvergleich nach, ihre Jahresrate erhöhte sich im November 2002 jedoch infolge eines Basiseffekts auf 1,9 % gegenüber 1,6 % im Oktober. Dagegen verringerten sich die Energiepreise im Vorjahrsvergleich von 2,3 % im Oktober auf 2,1 % im November 2002 (siehe Abbildung 13). Dies lässt sich in erster

Abbildung 13
Die Teuerungsraten 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.

Linie durch den im November verzeichneten Rückgang der in Euro ausgedrückten Ölpreise erklären. Allerdings dürfte ein ungünstiger Basiseffekt in Verbindung mit höheren in Euro gerechneten Ölpreisen im Dezember 2002 einen Anstieg der Jahresrate der Energiepreiskomponente bewirkt haben.

Die Jahresteuersatzrate nach dem HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie verringerte sich im November 2002 auf 2,3 %, nach 2,4 % im Oktober. Hierin schlug sich ein Rückgang der Jahresraten der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel (auf 2,5 %) und Dienstleistungen (auf 3,1 %) um je 0,1 Prozentpunkte nieder. Letztere Komponente wurde stark von den im November 2002 günstigeren Preisen für Pauschalreisen beeinflusst. Die Jahresrate der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) blieb im Berichtsmonat mit 1,3 % gegenüber dem Vormonat zwar unverändert, jedoch ist bereits seit Jahresbeginn 2002 ein verlangsamer Anstieg dieser Preise zu beobachten, der sich hauptsächlich mit dem Nachlassen der indirekten Effekte vergangener Preisschocks erklären lässt.

Preisaufrtrieb bei den Erzeugerpreisen im November 2002 weiterhin moderat

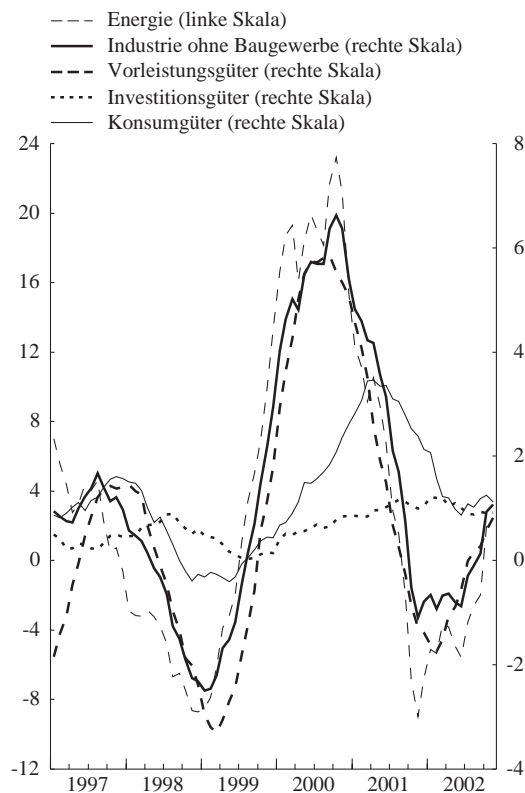
Die Jahresänderungsraten der industriellen Erzeugerpreise im Euroraum erhöhte sich von 0,9 % im Oktober auf 1,1 % im November 2002 (siehe Abbildung 14). Diese Entwicklung ist ausschließlich auf die von den Preisen für Energie und Vorleistungsgüter ausgehenden Basiseffekte zurückzuführen. Betrachtet man die weitere Produktionskette, so war der von den Erzeugerpreisen ausgehende Preisdruck weiterhin moderat. Die Vorjahrsrate der Investitionsgüterpreise verharrte im November 2002 auf ihrem im Oktober gemessenen Stand von 0,9 %, während die Jahresrate der Konsumgüterpreise im selben Zeitraum um 0,1 Prozentpunkte auf 1,1 % zurückging.

Aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index für Dezember 2002 geht ebenfalls

hervor, dass der Preisauftrieb bei den Erzeugerpreisen moderat blieb. Der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet lag im Dezember zwar weiterhin bei einem Wert von über 50, er gab aber erneut nach, was auf einen nur geringen Anstieg der Erzeugerpreise hindeutet (siehe Abbildung 15). Als Hauptgründe für diesen Rückgang gaben die Umfrageteilnehmer die schwache Nachfrage nach Rohstoffen (außer Öl) sowie die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar an. Weitere Basiseffekte bei den Komponenten Energie und Vorleistungsgüter dürften im Dezember 2002 jedoch zu einer Erhöhung der Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise insgesamt geführt haben. Ferner dürfte vom Anstieg der Ölpreise (von 24,2 € je Barrel im November auf 27,1 € im Dezember) in unmittelbarer Zukunft ein zusätzlicher Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise ausgehen.

Abbildung 14 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



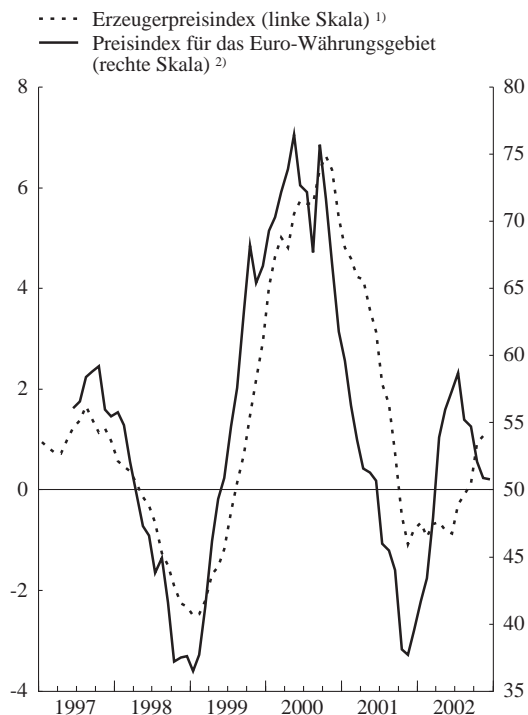
Quelle: Eurostat.

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

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.

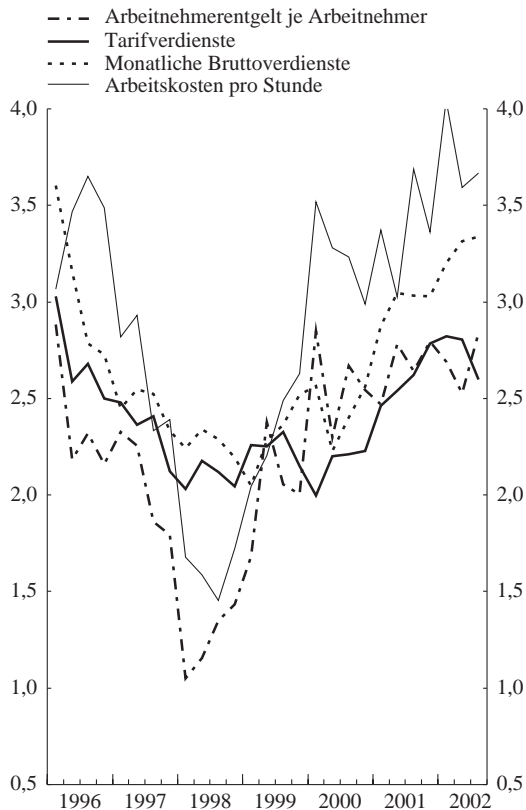
Im dritten Quartal 2002 stärkerer Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer

Die Jahreswachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer stieg im dritten Quartal 2002 auf 2,8 % gegenüber 2,5 % im zweiten Quartal (siehe Abbildung 16). Der zweiten Schätzung von Eurostat zufolge stieg im Berichtsquartal auch die Jahresrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im nichtlandwirtschaftlichen Gewerbe um 3,7 % und erhöhte sich damit gegenüber dem Vorquartal um 0,1 Prozentpunkte. Zugleich blieb die Jahreswachstumsrate der monatlichen Bruttoverdienste vom zweiten auf das dritte Quartal 2002 unverändert. Die Vorjahrsrate

Abbildung 16

Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

der Tarifverdienste hingegen ging im selben Zeitraum von 2,8 % auf 2,6 % zurück.

Nach zwei Quartalen negativen Wachstums trat bei der Arbeitsproduktivität im zweiten und dritten Quartal 2002 eine Erholung ein, die zu einer deutlichen Verlangsamung des Anstiegs der Jahresrate der gesamtwirtschaftlichen Lohnstückkosten führte, und zwar von

3,1 % im ersten Quartal auf 2,4 % im zweiten und schließlich auf 2,3 % im dritten Quartal. Infolgedessen wurde der vom zweiten auf das dritte Quartal 2002 beobachtete Anstieg des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer durch das beschleunigte Produktivitätswachstum mehr als ausgeglichen.

In den nächsten Monaten Nachlassen der HVPI-Teuerung erwartet

Sollten die Ölpreise auf dem Niveau ihres jüngsten Anstiegs verharren, so dürfte dies in der unmittelbaren Zukunft zu einem gewissen Aufwärtsdruck auf den Preisanstieg gemessenen am HVPI führen. Darüber hinaus dürften verschiedene Erhöhungen indirekter Steuern und administrierter Preise Anfang 2003 zu einem weiteren Auftrieb der Verbraucherpreise führen. Allerdings werden von den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel und Dienstleistungen ausgehende Basiseffekte in die entgegengesetzte Richtung wirken und in den ersten Monaten des Jahres 2003 zu einer Senkung der am HVPI gemessenen Jahresteuerrate beitragen. Darüber hinaus dürfte es auch aufgrund des jüngsten Anstiegs des Euro-Wechselkurses und der damit verbundenen langsameren Erhöhung der Importpreise zu einer Abschwächung des Inflationsanstiegs bei den Verbraucherpreisen kommen. Durch die derzeit gedämpfte Nachfrage dürfte der Inflationsdruck ebenfalls gemindert werden. All diese Faktoren zusammen genommen stützen die Einschätzung, dass sich die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI im Verlauf des Jahres 2003 auf einem Niveau unterhalb von 2 % stabilisieren dürfte.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Zweite Schätzung bestätigt moderates Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 2002

Laut der zweiten Schätzung von Eurostat nahm das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im dritten Quartal des letzten Jahres – unverändert gegenüber dem Ergebnis der ersten Schätzung – um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal zu. Die einzelnen BIP-Komponenten wurden nur geringfügig revidiert, wobei sich die Abwärtskorrekturen bei den Importen und den Vorratsveränderungen mehr oder weniger ausglich. Insgesamt gesehen hat sich damit das Wachstumsmuster des realen BIP gegenüber der ersten Schätzung nicht verändert. Die zweite Schätzung bekräftigte insbesondere den Eindruck eines gedämpften Wachstums im Jahresverlauf 2002. Sie bestä-

tigte auch, dass sich der Wachstumsbeitrag der inländischen Endnachfrage (d. h. der inländischen Nachfrage ohne Vorratsveränderungen) im dritten Quartal weiter erhöhte, während der Beitrag der Vorratsveränderungen negativ ausfiel. Vom Außenbeitrag gingen in diesem Zeitraum Wachstumsimpulse für das reale BIP aus, da die Zunahme der Importe durch das kräftige und beschleunigte Exportwachstum mehr als ausgeglichen wurde (siehe Tabelle 3).

Leichter Anstieg der Industrieproduktion im Oktober 2002

Die Industrie im Euro-Währungsgebiet startete mit geringer Dynamik in das Schlussquartal. Die Produktion in diesem Sektor

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	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2001 Q3	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,8	3,5	1,4	1,3	0,5	0,3	0,7	0,8	0,2	-0,2	0,4	0,3	0,3
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	3,5	2,9	0,9	0,7	-0,2	-0,3	-0,2	0,2	-0,3	-0,3	0,1	0,3	0,1
Private Konsumausgaben	3,5	2,5	1,8	1,8	1,7	0,6	0,4	0,7	0,1	0,1	-0,1	0,3	0,5
Konsumausgaben des Staats	2,0	1,9	1,9	2,2	1,6	2,2	2,5	2,3	0,4	0,5	0,8	0,7	0,3
Bruttoanlageinvestitionen	6,0	4,8	-0,7	-1,6	-2,5	-3,1	-3,6	-2,9	-0,7	-0,8	-1,0	-1,2	0,1
Vorratsveränderungen ^{3), 4)}	-0,2	0,0	-0,4	-0,4	-0,8	-0,4	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	0,2	0,2	-0,2
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,9	0,7	0,5	0,0	0,3	0,1	0,2
Exporte ⁵⁾	5,3	12,6	2,7	1,4	-2,6	-2,5	0,5	2,8	-0,1	-1,1	0,0	1,7	2,2
<i>darunter:</i> Waren	5,0	12,5	2,6	1,3	-2,8	-1,8	0,8	3,6	-0,1	-1,3	0,7	1,5	2,8
Importe ⁵⁾	7,4	11,3	1,4	-0,3	-4,4	-4,2	-1,9	1,2	-1,3	-1,2	-0,9	1,6	1,7
<i>darunter:</i> Waren	7,1	11,3	0,6	-1,4	-5,6	-4,1	-2,2	1,8	-1,7	-1,1	-0,8	1,4	2,3
Reale Bruttowertschöpfung:													
Landwirtschaft und Fischerei ⁶⁾	2,8	-0,8	-1,2	-1,1	-0,6	1,1	1,1	0,2	1,7	-0,4	-0,1	-0,1	0,8
Industrie	1,3	3,7	0,7	0,5	-1,5	-1,8	-0,6	-0,2	0,0	-1,3	0,5	0,2	0,4
Dienstleistungen	3,3	3,9	2,3	2,2	1,7	1,4	1,5	1,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2

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

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

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet. Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die zwölf Euro-Länder.**1) Verarbeitendes Gewerbe ohne Kokerei und Mineralölverarbeitung, jedoch einschließlich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (ohne Energie).***Tabelle 5****Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	2000	2001	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002	2002
				Q1	Q2	Q3	Q4	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,5	-2,8	-1,9	0,3	0,3	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	0,3	-0,2	-0,4	0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	12	6	0	1	3	1	-3	1	0	2	-1	-3	-5
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	12	-1	-5	-7	-4	-5	-3	-4	-5	-5	-4	-4	-2
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	16	10	1	5	3	-2	-3	0	-4	-2	-2	-4	-2
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	5	0	-9	-9	-11	-10	-8	-10	-9	-10	-9	-7	-9
Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor ²⁾	9	-6	-20	-18	-16	-22	-25	-21	-23	-21	-25	-25	-26
Geschäftsklimaindikator ³⁾	1,3	-0,1	-0,5	-0,8	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,2
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	84,4	83,1	.	81,1	81,1	81,3	.	81,0	-	-	81,5	-	-

*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.*

(ohne Baugewerbe) stieg im Vormonatsvergleich im Oktober letzten Jahres nur um 0,1 %, nachdem sie im September unverändert gewesen war. Es gibt jedoch Hinweise darauf, dass die Oktoberzahlen die Schwäche der Industrieproduktion überzeichnen, da sie teilweise Sondereinflüsse wie Streiks und Kalendereffekte widerspiegeln. Gemessen am Dreimonatsdurchschnitt nahm die Erzeugung in der Industrie von August bis Oktober um 0,1 % gegenüber dem Zeitraum von Mai bis Juli zu, nachdem im Dreimonatszeitraum bis September ein Nullwachstum zu verzeichnen gewesen war (siehe Tabelle 4). Im selben Zeitraum blieb die Wachstumsrate im verarbeitenden Gewerbe verglichen mit dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum unverändert bei 0,1 %.

Eine Aufschlüsselung der jüngsten Angaben nach industriellen Hauptgruppen lässt unterschiedliche Entwicklungen erkennen. Gegenüber dem vorherigen Dreimonatszeitraum sanken die Wachstumsraten in der Investitions- und Gebrauchsgüterindustrie im Zeitraum bis Oktober weiter. In der Verbrauchsgüterproduktion fiel die Wachstumsrate nicht mehr so negativ aus. Der einzige Sektor, in dem nach wie vor positive Dreimonatsraten verbucht werden konnten, war die Vorleistungsgüterproduktion.

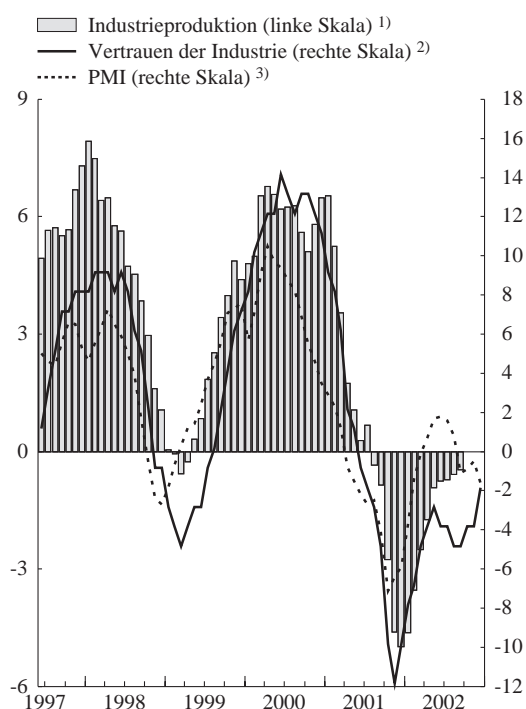
Branchenumfrage zeichnet uneinheitliches Bild der Konjunkturentwicklung Ende 2002

Sowohl der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie als auch der Purchasing Managers' Index (PMI) stiegen im Zeitraum Oktober/November 2002 leicht an, nachdem sie im dritten Quartal rückläufig gewesen waren (siehe Abbildung 17). Im Dezember bewegten sich die beiden Indikatoren in unterschiedliche Richtungen: Der Einkaufsmanager-Index sank und der Vertrauensindikator für die Industrie stieg. Im Schnitt lag der Einkaufsmanager-Index im Schlussquartal 2002 unter dem Stand des dritten Vierteljahrs, während der Vertrauensindikator für die Industrie darüber lag (siehe

Tabelle 5). Beide Indizes verharrten jedoch auf einem recht niedrigen Niveau, was weiterhin auf eine Konjunkturschwäche im verarbeitenden Gewerbe hindeutet. Eine Betrachtung der Indexkomponenten zeigt, dass der Anstieg des Vertrauensindikators für die Industrie im Dezember in erster Linie auf weniger pessimistische Produktionserwartungen zurückzuführen war. Auch die Beurteilung der Auftragslage und der Fertigwarenlager verbesserte sich. Der Rückgang des PMI rührte vor allem von einer Verschlechterung im Neugeschäft und in der Produktion her.

Mit Blick auf die Umfrageergebnisse für den Sektor der marktbestimmten Dienstleistung-

Abbildung 17
Industrieproduktion, Vertrauen
der Industrie und PMI für das Euro-
Währungsgebiet
 (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-tägig 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.

gen waren sowohl der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor als auch der Einkaufsmanager-Index für diesen Sektor im Dezember letzten Jahres rückläufig, nachdem die Ergebnisse im Vormonat besser ausgefallen waren. Im Durchschnitt lagen beide Indizes im Schlussquartal etwas unter ihrem Stand vom Vorquartal. Ausschlaggebend für den im Dezember verzeichneten Rückgang des Vertrauensindikators für den Dienstleistungssektor waren vor allem pessimistischere Nachfrageerwartungen. Laut der PMI-Umfrage war die Konjunktorentwicklung zuletzt zwar rückläufig, doch die Erwartungen hellten sich erstmals seit Mitte 2002 wieder auf.

Verbrauchervertrauen im Dezember 2002 weiter gesunken

Von den jüngsten monatlich veröffentlichten Indikatoren gingen uneinheitliche Signale hinsichtlich der Entwicklung der privaten Konsumausgaben im Schlussquartal 2002 aus.

Einerseits sank der von der Europäischen Kommission berechnete Vertrauensindikator für die Verbraucher im Dezember letzten Jahres im dritten Monat in Folge und hat nun seinen niedrigsten Stand seit etwa sechs Jahren erreicht (siehe Tabelle 5). Der Rückgang im Dezember spiegelt vor allem die erneut deutlich gesunkenen Erwartungen hinsichtlich der allgemeinen Wirtschaftslage und der Entwicklung der Arbeitslosigkeit wider. Dagegen blieben die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf ihre eigene finanzielle Lage unverändert. Dies deutet darauf hin, dass die Stimmung der Verbraucher zurzeit stärker von der anhaltenden allgemeinen Unsicherheit aufgrund der geopolitischen Spannungen und der Finanz- und Arbeitsmarktentwicklung beeinflusst wird als von ihrer persönlichen Lage.

Andererseits nahm das Umsatzvolumen im Einzelhandel im Oktober um 0,7 % gegenüber dem Vormonat zu, nachdem es im September rückläufig gewesen war. Gemessen am Drei-

monatsdurchschnitt blieb die Wachstumsrate im Zeitraum bis Oktober verglichen mit dem Zeitraum bis September unverändert. Im Vorjahresvergleich erhöhte sich die durchschnittliche Wachstumsrate in den Dreimonatszeiträumen zwar allmählich, blieb jedoch unter 1 % (siehe Abbildung 18). Der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für den Einzelhandel sank im Dezember 2002 leicht, lag jedoch im Durchschnitt des Schlussquartals etwas über seinem Stand vom dritten Vierteljahr. Diese Entwicklung stünde mit einem Anstieg der Vorjahrsraten der Einzelhandelsumsätze Ende 2002 im Einklang. Die Anzahl der Pkw-Neuzulassungen hat sich im Dezember kräftig erhöht und lag im Schlussquartal insgesamt mehr als 4 % über dem Wert des dritten Quartals.

Wachstumsaussichten weiterhin von Unsicherheit geprägt

Die Ergebnisse der aktuellen Indikatoren entsprechen insgesamt den früheren Erwartungen eines weiterhin verhaltenen Wachstums des realen BIP zum Jahreswechsel 2002/2003. Auf etwas längere Sicht dürften eine Reihe von Faktoren, wie ein geringerer Preisanstieg und das in realer Rechnung niedrige Zinsniveau, eine allmähliche Konjunkturbelebung im laufenden Jahr begünstigen. Angesichts der anhaltend großen wirtschaftlichen Unsicherheit im Euro-Währungsgebiet und weltweit bleibt es schwierig, den Beginn und das Ausmaß dieser Belebung genau vorherzusagen.

Arbeitslosenquote im November 2002 unverändert

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet blieb im November 2002 mit 8,4 % der Erwerbspersonen unverändert (siehe Tabelle 6). In absoluten Zahlen verbirgt sich dahinter jedoch ein weiterer monatlicher Anstieg um rund 63 000 Arbeitslose. Nach einer geringeren Zunahme in den Sommermonaten ist die Arbeitslosigkeit damit wieder in etwa so stark gestiegen wie in der ersten Jahreshälfte 2002. Insgesamt belief sich die Zahl der

Tabelle 6**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

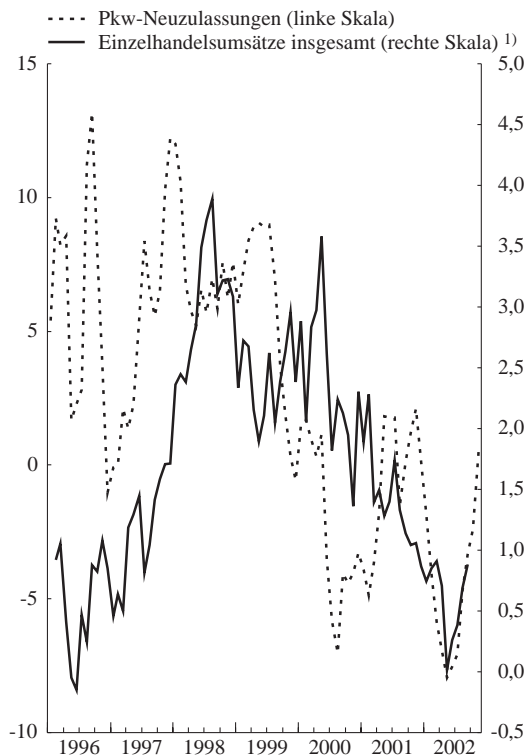
	1999	2000	2001	2001 Q4	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3	2002 Juni	2002 Juli	2002 Aug.	2002 Sept.	2002 Okt.	2002 Nov.
Insgesamt	9,4	8,5	8,0	8,0	8,1	8,2	8,3	8,3	8,3	8,3	8,3	8,4	8,4
Unter 25 Jahren ¹⁾	18,5	16,7	15,7	15,7	15,8	16,1	16,1	16,2	16,1	16,1	16,1	16,1	16,2
25 Jahre und älter	8,2	7,4	7,0	7,0	7,1	7,2	7,3	7,2	7,3	7,3	7,3	7,4	7,4

*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 22,9 % der Arbeitslosen insgesamt.*

Arbeitslosen im Euroraum im November vergangenen Jahres auf 11,7 Millionen.

Bei den unter 25-Jährigen erhöhte sich die Arbeitslosenquote von 16,1 % im Oktober auf 16,2 % im November 2002. Die Zahl der jugendlichen Arbeitslosen scheint im Herbst

wieder stärker angestiegen zu sein. Analog hierzu blieb die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen im November mit 7,4 % zwar unverändert, die Zahl der Arbeitslosen nahm jedoch ähnlich stark wie im Vormonat und deutlich stärker als noch in den Sommermonaten zu.

Abbildung 18**Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet***(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; arbeitstäglich bereinigt)**Quellen: Eurostat und ACEA (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.***Beschäftigung im dritten Quartal 2002 rückläufig**

Gemäß den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, die sich mit früheren Schätzungen decken, ging die Beschäftigung im dritten Quartal des vergangenen Jahres im Vergleich zum Vorquartal um 0,1 % zurück (siehe Tabelle 7). Das jährliche Beschäftigungswachstum verlangsamte sich weiter von 0,5 % im zweiten auf 0,3 % im dritten Quartal und erreichte damit den niedrigsten Stand seit 1994.

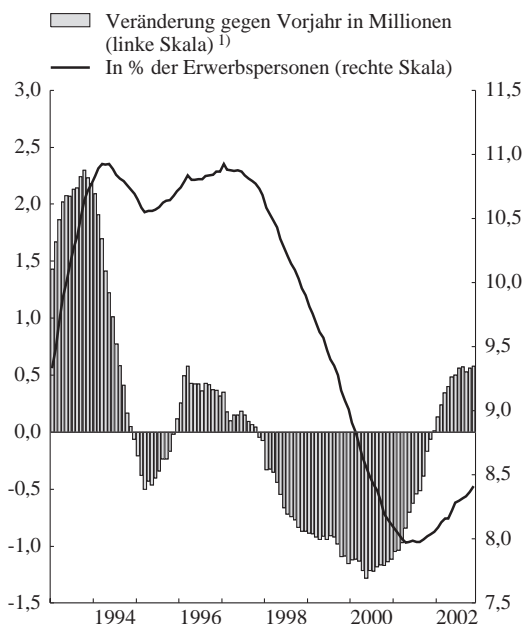
Von der weiteren Abschwächung des Beschäftigungswachstums waren alle Sektoren betroffen. Während es im zweiten Vierteljahr noch den Anschein hatte, dass sich der Beschäftigungsabbau in der Industrie etwas verlangsamt, war im dritten Quartal wieder ein deutlich stärkerer Rückgang zu verzeichnen: Gegenüber dem Vorquartal sank die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) um 0,4 % und im Baugewerbe um 0,8 %. Der Dienstleistungssektor verzeichnete im gleichen Zeitraum zwar weiterhin einen Beschäftigungszuwachs, dieser ging jedoch im Vergleich zum Vorquartal um 0,1 Prozentpunkte auf 0,1 % zurück. Der Hauptgrund hierfür war eine spürbare Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im Teilbereich „Finan-

zierung und Unternehmensdienstleister“ von 0,6 % im zweiten auf null im dritten Quartal 2002. In anderen marktbestimmten Dienstleistungsbereichen (Handel, Verkehr und Nachrichtenübermittlung) blieb der Beschäftigungsstand im dritten Quartal unverändert. Verglichen mit dem im zweiten Quartal beobachteten Rückgang bedeutet dies eine leichte Verbesserung.

Die Beschäftigungserwartungen bis Ende 2002 deuten nicht auf eine kurzfristige Verbesserung der Beschäftigungsaussichten hin und unterstreichen insgesamt das Risiko einer weiteren Verringerung des Nettozuwachses an Arbeitsplätzen. Den jüngsten Ergebnissen der Umfrage zum Einkaufsmanager-Index zufolge war die Beschäftigung bis Ende des vergangenen Jahres sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch im Dienstleistungssektor rückläufig. Auch die Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission lassen für das Schlussquartal 2002 eine weitere Verschlechterung der Beschäftigungssituation im Baugewerbe und ein anhaltend schwaches Beschäftigungswachstum im Einzelhandel erwarten. Insgesamt gesehen ist nach den Umfrageergebnissen wohl mit einer weiter rückläufigen Beschäftigung im vierten Quartal 2002 zu rechnen.

Abbildung 19 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.

Tabelle 7

Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1999	2000	2001	2001	2001	2002	2002	2002	2001	2001	2002	2002	2002
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft	1,8	2,1	1,4	1,2	0,8	0,7	0,5	0,3	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1
<i>darunter:</i>													
Landwirtschaft und Fischerei ²⁾	-2,6	-1,6	-0,8	-1,1	-1,6	-2,2	-1,9	-1,9	-0,9	-0,5	-0,3	-0,2	-0,8
Industrie	0,4	0,9	0,3	0,1	-0,5	-1,0	-1,0	-1,3	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,5
Ohne Baugewerbe	-0,2	0,6	0,3	0,0	-0,6	-1,1	-1,1	-1,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-0,4
Baugewerbe	2,0	1,6	0,3	0,3	-0,2	-0,7	-0,8	-1,5	-0,1	-0,2	-0,4	-0,1	-0,8
Dienstleistungen	2,7	2,9	1,9	1,8	1,5	1,6	1,4	1,1	0,4	0,4	0,4	0,2	0,1
Handel und Verkehr ³⁾	2,3	2,8	1,5	1,4	1,2	1,6	1,0	0,4	0,6	0,3	0,2	-0,2	0,0
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁴⁾	5,6	6,0	3,8	3,3	2,8	1,8	1,7	1,2	0,5	0,5	0,0	0,6	0,0
Öffentliche Verwaltung ⁵⁾	1,8	1,5	1,4	1,4	1,2	1,6	1,5	1,5	0,2	0,4	0,6	0,2	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.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Anstieg des Euro im Dezember 2002 und in der ersten Januarhälfte 2003

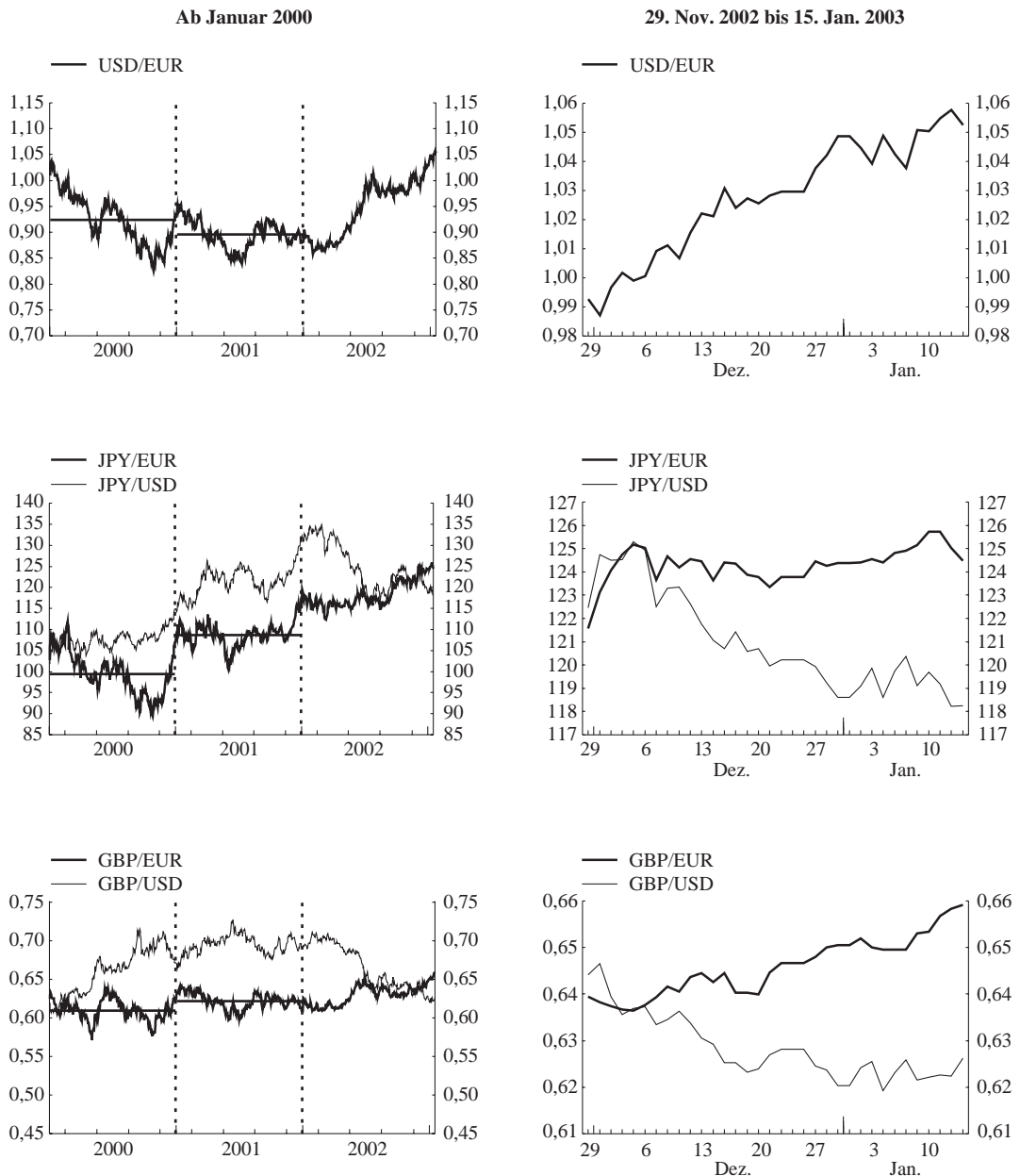
Im Dezember 2002 und in der ersten Januarhälfte 2003 wertete der Euro gegenüber allen wichtigen Währungen mit Ausnahme des Schweizer Franken auf. Besonders ausgeprägt

war der Anstieg gegenüber dem US-Dollar und – etwas weniger stark – gegenüber dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen.

In den ersten Wochen im Dezember schwächte sich der US-Dollar vor dem Hintergrund der aktuellen Unsicherheit über die

Abbildung 20
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

Konjunkturaussichten in den Vereinigten Staaten und der finanzpolitischen Vorhaben wie auch angesichts des anhaltenden Leistungsbilanzdefizits weiter ab. Gegen Jahresende und in der ersten Januarhälfte geriet die US-Währung unter dem Einfluss der zunehmenden geopolitischen Spannungen und der infolgedessen steigenden Präferenz der Anleger für Investitionen im Heimatland weiter unter Druck (siehe Abbildung 20). Zugleich wurden in den Vereinigten Staaten Konjunkturdaten veröffentlicht, die eine nach wie vor schwache wirtschaftliche Erholung bei sich verschlechternden Bedingungen am Arbeitsmarkt und schleppendem Wachstum der Investitionen des privaten Sektors erkennen ließen. Der Beschluss der amerikanischen Notenbank vom 10. Dezember, die Zinsen unverändert zu belassen, war wie die von der EZB am 5. Dezember bekannt gegebene Leitzinssenkung um 50 Basispunkte von den Märkten allgemein erwartet worden und hatte keine nennenswerten Auswirkungen auf die Wechselkurse. Am 15. Januar 2003 notierte der Euro bei 1,05 USD und damit 6,0 % über seinem Stand von Ende November 2002 und rund 11 % über seinem Jahresdurchschnitt 2002.

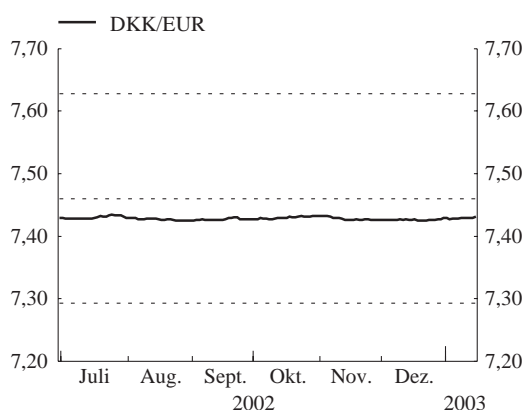
Gegenüber dem japanischen Yen legte der Euro in den ersten Tagen im Dezember 2002 zunächst zu und stabilisierte sich dann im verbleibenden Berichtszeitraum insgesamt auf einem höheren Niveau (siehe Abbildung 20). Diese Entwicklung der japanischen Währung hängt offenbar mit den vor allem wegen des Rückgangs der japanischen Exporte ungünstiger gewordenen kurzfristigen Konjunkturaussichten in Japan zusammen. Gegenüber dem US-Dollar gewann der japanische Yen im Dezember 2002 allerdings angesichts der allgemein schwach tendierenden US-Währung deutlich an Boden. Am 15. Januar 2003 wurde der Eurokurs bei 124 JPY festgestellt, das heißt 2,4 % höher als Ende November 2002 und 5,4 % über seinem Durchschnittswert im vergangenen Jahr.

Im Dezember 2002 und in der ersten Januarhälfte büßte das britische Pfund gegenüber dem Euro an Wert ein (siehe Abbildung 20).

Dieser Kursrückgang stand mit Befürchtungen in Zusammenhang, dass die wirtschaftlichen Aussichten im Vereinigten Königreich etwas hinter den ursprünglichen Erwartungen zurückbleiben könnten. Im Verhältnis zum US-Dollar bewegte sich die britische Währung hingegen in die entgegengesetzte Richtung. Diese Aufwertung spiegelt zum Teil die recht großen Zinsdifferenzen zugunsten des Pfund Sterling wider. Am 15. Januar 2003 notierte der Euro bei 0,66 GBP, also rund 3,1 % höher als Ende November 2002 und rund 4,8 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2002.

Was andere europäische Währungen betrifft, so pendelte die dänische Krone weiterhin in einem engen Band knapp unterhalb ihres Leitkurses im WKM II (siehe Abbildung 21). Der Euro wertete sich gegenüber der schwedischen Krone auf und gab im Verhältnis zum Schweizer Franken leicht nach. Der Schweizer Franken gewann im Berichtszeitraum gegenüber den meisten anderen wichtigen Währungen an Wert. Ausschlaggebend hierfür waren hauptsächlich Kapitalströme, die vor dem Hintergrund der geopolitischen Lage einen „sicheren Hafen“ suchten. Gegenüber der schwedischen Krone wurde der Euro am 15. Januar 2003 mit 9,17 SEK und somit rund 1,4 % unter seinem Durchschnittswert im Vorjahr gehandelt, während er gegenüber

Abbildung 21
Wechselkursentwicklung im WKM II
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

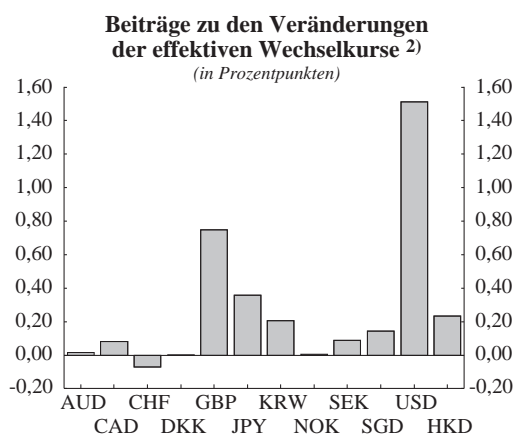
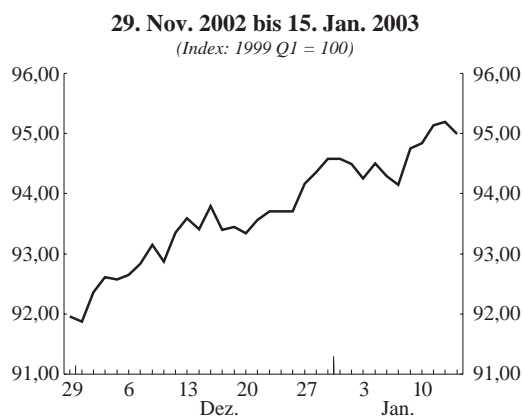
Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs (7,46 DKK) und die Bandbreite ($\pm 2,25\%$) für die dänische Krone an.

dem Schweizer Franken mit einem Kurs von 1,46 CHF in etwa sein durchschnittliches Vorjahrsniveau erreichte.

Aufgrund der geschilderten Entwicklungen übertraf der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen gegenüber den Währungen der zwölf wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – am 15. Januar 2003 seinen Stand von Ende November 2002 um 3,3 % (siehe Abbildung 22) und seinen Jahresdurchschnitt 2002 um knapp 6,0 %. Der nominale effektive Wechselkurs des US-Dollar ging im Berichtszeitraum um rund 3,5 % zurück und lag am 15. Januar 2003

Abbildung 22
Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung¹⁾

(Tageswerte)

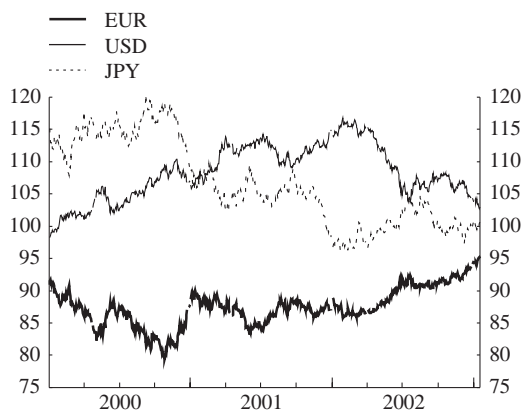


Quelle: EZB.

- 1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des effektiven Wechselkurses gegenüber den Währungen von zwölf Partnerländern.
- 2) Die Veränderungen werden anhand der Außenhandelsgewichte gegenüber den Währungen zwölf wichtiger Partnerländer berechnet.

Abbildung 23
Effektiver Wechselkurs des Euro, des US-Dollar und des japanischen Yen¹⁾

(Tageswerte; 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

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

gut 6 % unter seinem Durchschnittswert im Jahr 2002. Der japanische Yen wertete im gleichen Zeitraum in nominaler effektiver Rechnung leicht auf. Am 15. Januar 2003 notierte er 1,1 % über dem Niveau von Ende November und knapp 1 % über dem Durchschnitt des vergangenen Jahres (siehe Abbildung 23).

Leistungsbilanzüberschuss im Oktober 2002 leicht zurückgegangen

Die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Oktober 2002 einen Überschuss in Höhe von 3,7 Mrd € aus, verglichen mit 4,1 Mrd € im Oktober 2001. Dieser leichte Rückgang war vor allem darauf zurückzuführen, dass der Anstieg des Überschusses bei den Dienstleistungen durch die höheren Netto-Ausgaben bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden Übertragungen mehr als ausgeglichen wurde. Der Warenhandelsüberschuss nahm indes im Zeitraum von Oktober 2001 bis Oktober 2002 nur geringfügig zu (siehe Tabelle 8).

In den ersten zehn Monaten des Jahres 2002 kehrte sich der Saldo der kumulierten Leistungsbilanz im Vergleich zum entspre-

chenden Vorjahrszeitraum von einem Defizit in Höhe von 18,7 Mrd € in einen Überschuss von 40,9 Mrd € um. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war vor allem ein deutlicher Anstieg des Warenhandelsüberschusses um 51,4 Mrd € und ein Anstieg des Überschusses bei den Dienstleistungen, während die Defizite sowohl bei den Erwerbs- und

Vermögenseinkommen als auch bei den laufenden Übertragungen weitgehend unverändert blieben. Die Zunahme des Warenhandelsüberschusses resultierte vornehmlich aus einem Rückgang der Einfuhrwerte (-4,0 %) in Verbindung mit einem geringen Anstieg der Ausfuhrwerte (um 2,2 %).

Tabelle 8

Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

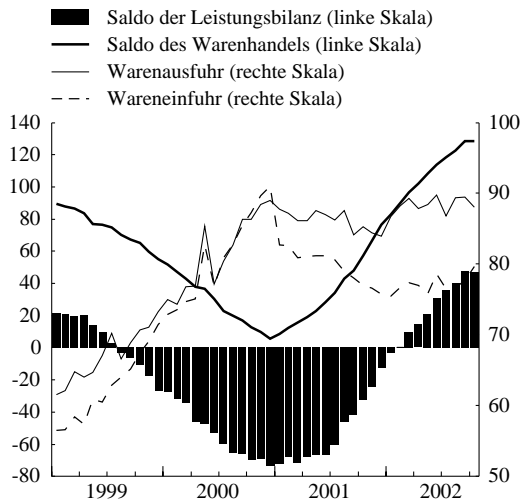
	2001 Jan. - Okt.	2001 Okt.	2002 Jan. - Okt.	2002 Aug.	2002 Sept.	2002 Okt.
Saldo der Leistungsbilanz	-18,7	4,1	40,9	9,7	8,0	3,7
Einnahmen	1 428,4	148,8	1 416,1	132,8	139,5	150,2
Ausgaben	1 447,2	144,7	1 375,2	123,1	131,5	146,5
Saldo des Warenhandels	56,5	11,4	107,9	11,7	11,3	11,7
Ausfuhr	862,9	94,5	881,8	80,8	88,4	97,6
Einfuhr	806,4	83,1	773,9	69,1	77,1	85,9
Saldo der Dienstleistungen	2,0	0,5	9,3	1,3	3,9	1,4
Einnahmen	268,1	28,0	271,6	28,4	29,4	28,7
Ausgaben	266,2	27,5	262,3	27,1	25,5	27,3
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-37,8	-2,4	-37,8	-0,1	-2,6	-3,1
Saldo der laufenden Übertragungen	-39,5	-5,4	-38,4	-3,2	-4,5	-6,3
Saldo der Vermögensübertragungen	8,0	0,4	10,4	0,7	1,2	1,5
Saldo der Kapitalbilanz	-30,5	-22,0	-113,5	-11,8	-20,3	-21,5
Direktinvestitionen	-114,0	4,0	-29,7	1,7	-3,4	-5,0
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-220,3	7,3	-131,6	-0,2	-13,5	-11,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-145,4	-8,2	-104,2	-5,7	-10,4	-6,4
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-74,8	15,5	-27,4	5,5	-3,1	-5,0
Im Euro-Währungsgebiet	106,3	-3,3	101,9	1,9	10,1	6,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	77,0	-9,6	64,6	2,1	6,4	5,4
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	29,3	6,2	37,3	-0,3	3,7	1,0
Wertpapieranlagen	34,2	1,4	69,2	4,5	15,8	19,4
Dividendenwerte	101,9	15,1	25,6	3,3	12,1	-3,5
Aktiva	-91,8	-8,0	-36,3	4,0	12,8	0,6
Passiva	193,7	23,1	61,9	-0,7	-0,7	-4,2
Schuldverschreibungen	-67,7	-13,7	43,6	1,1	3,8	23,0
Aktiva	-141,9	-24,7	-106,1	-7,5	-10,9	-3,0
Passiva	74,2	11,0	149,6	8,6	14,7	26,0
Nachrichtlich:						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengefasst	-79,8	5,4	39,5	6,2	12,4	14,4
Finanzderivate	0,2	-2,9	-9,2	-1,9	0,9	-0,0
Übriger Kapitalverkehr	37,2	-21,8	-145,1	-17,8	-29,8	-38,0
Währungsreserven	11,9	-2,7	1,3	1,8	-3,8	2,1
Restposten	41,3	17,5	62,2	1,4	11,1	16,3

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 zur Zahlungsbilanz der zwölf Euro-Länder finden sich auf der Website der EZB.

Abbildung 24
Saldo der Leistungsbilanz, Saldo
des Warenhandels sowie Warenausfuhr
und -einfuhr des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

Betrachtet man die Entwicklung des Handelsvolumens und der Preise im Außenhandel des Euro-Währungsgebiets seit Anfang 2002 (Daten liegen bis Juli 2002 vor; siehe Tabelle 9.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“), so verlief sowohl die Entwicklung der Warenausfuhr als auch der Wareneinfuhr etwas schleppend, das gilt insbesondere für die Importseite (siehe Abbildung 24 und 25).

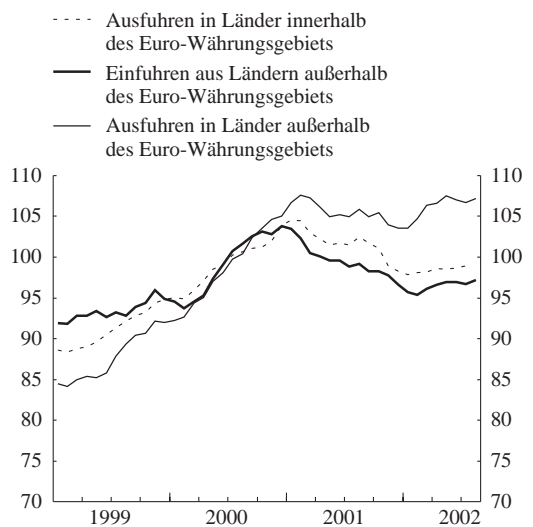
Obwohl auf der Exportseite die Ausfuhr des Eurogebiets in Drittländer infolge der Belebung der Auslandsnachfrage im Jahresverlauf 2002 dem Volumen nach zugenommen haben, schlug sich dieser Anstieg nicht vollständig in den Exportwerten nieder, da er teilweise durch einen Rückgang der Preise für Ausfuhr in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets (gemessen an den Durchschnittswertindizes der Ausfuhr, siehe Abbildung 26) ausgeglichen wurde. Der Rückgang der Preise für die Ausfuhr in Drittländer deutet darauf hin, dass die Exporteure aus dem Euroraum ihre Gewinnmargen möglicherweise verringert haben, um damit den

durch die Aufwertung des Euro bedingten Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit wettzumachen.

Das gedämpfte Wachstum der Importwerte in den ersten sieben Monaten 2002 indessen ist darauf zurückzuführen, dass in diesem Zeitraum sowohl das Importvolumen aus Ländern außerhalb des Eurogebiets als auch die Importpreise weitgehend stagnierten und dabei unterhalb ihres Niveaus im Jahr 2001 lagen (siehe Abbildung 25 und 26). Das niedrigere Niveau der Einfuhrvolumen seit Anfang 2002 ist vor allem eine Folge der schwachen Inlandsnachfrage im Eurogebiet und scheint insbesondere mit einer Abnahme der Ausgaben in einigen importintensiven Kategorien, wie vor allem Investitionsgüter, zusammenzuhängen. Die Entwicklung des Volumens der Intra-Wareneinfuhr (das definitionsgemäß dem Volumen der Ausfuhr in Länder innerhalb des Eurogebiets entspricht) in den ersten sieben Monaten des Jahres 2002 zeichnete weitgehend die Entwicklung der

Abbildung 25
Volumen des Handels mit Ländern
innerhalb und außerhalb des Euro-
Währungsgebiets¹⁾

(Index: 2000 = 100, saisonbereinigt, gleitender Dreimonats-durchschnitt)

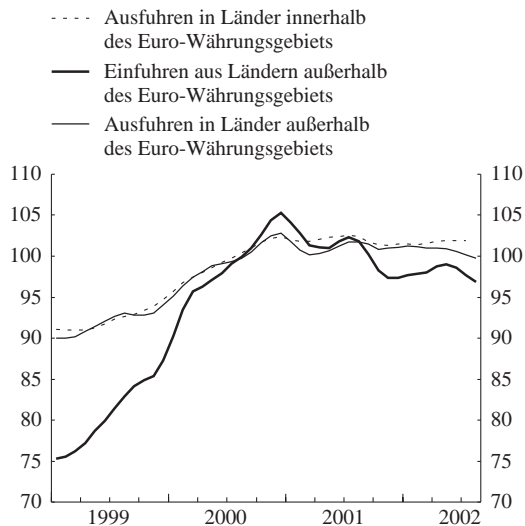


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Basis von Eurostat-Daten.

1) Die letzten Angaben zu Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets beziehen sich auf August 2002 und zu Ländern innerhalb des Euro-Währungsgebiets auf Juli 2002; beide sind teilweise geschätzt.

Abbildung 26
Durchschnittswerte des Handels mit
Ländern innerhalb und außerhalb des
Euro-Währungsgebiets¹⁾

(Index: 2000 = 100, saisonbereinigt, gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



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

1) Die letzten Angaben zu Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets beziehen sich auf August 2002 und zu Ländern innerhalb des Euro-Währungsgebiets auf Juli 2002; beide sind teilweise geschätzt.

Einfuhren des Eurogebiets aus Drittländern im gleichen Zeitraum nach und spiegelt ebenfalls die gedämpfte Nachfrage im Euro-raum wider.

Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen setzten sich im Oktober 2002 fort

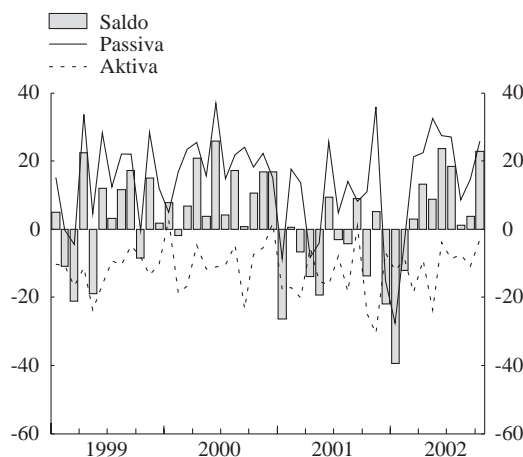
Die Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Oktober 2002 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 14,4 Mrd € aus, die vor allem den Netto-Kapitalzuflüssen bei den Wertpapieranlagen von 19,4 Mrd € zuzuschreiben waren. Gleichzeitig waren in der Bilanz der Direktinvestitionen des Eurogebiets Netto-Kapitalabflüsse von 5,0 Mrd € zu verzeichnen (siehe Tabelle 8). Die Entwicklung der Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet im Oktober deckt sich mit der Entwicklung in der

jüngsten Vergangenheit, in der in dieser Bilanz allgemein geringe monatliche Kapitalflüsse zu verbuchen waren.

Die im Oktober ausgewiesenen umfangreichen Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen sind den hohen Netto-Kapitalzuflüssen im Bereich der Schuldverschreibungen (23,0 Mrd €) zuzuschreiben (siehe Abbildung 27). Für diese wiederum waren vor allem Netto-Kapitalzuflüsse bei den Geldmarktpapieren von 17,6 Mrd € verantwortlich, die hauptsächlich aus den Anlagen Gebietsfremder in von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen kurzfristigen Papieren in Höhe von 13,9 Mrd € resultierten. Insgesamt bildet der Nettoerwerb von im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen durch Ansässige außerhalb des Eurogebiets, der sich allein im Oktober auf 26,0 Mrd € belief, nach wie vor den Hauptgrund für die Netto-Kapitalzuflüsse, die das Eurogebiet bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengekommen zu verzeichnen hat. Die Mittelabflüsse von per saldo 38,0 Mrd € beim übrigen Kapitalverkehr spiegelten im Wesentlichen den Anstieg der Netto-Forderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums wider.

Abbildung 27
Wertpapieranlagen des
Euro-Währungsgebiets in
Schuldverschreibungen

(Mrd €, Monatswerte)



Quelle: EZB.

Der Monat Oktober 2002 war der dritte Monat in Folge, in dem Ansässige des Eurogebiets im Ausland in Dividendenwerten angelegte Gelder repatriierten (0,6 Mrd €), obgleich sich der im September bei den Wertpapieranlagen zu beobachtende umfangreiche Mittelrückfluss (12,8 Mrd €) nicht wiederholte. Per saldo verkauften Gebietsfremde im Oktober erneut Dividendenwerte von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet (4,2 Mrd €). Insgesamt deuten diese Entwicklungen auf weitere Portfolioveränderungen innerhalb der Kapitalbilanz des Euro-Währungsgebiets hin, wobei sich in den letzten Monaten die Tendenz zur Umschichtung bei den Kapitalanlagen von Dividendenwerten hin zu Schuldverschreibungen fortgesetzt hat.

In kumulierter Betrachtung wiesen die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammen genommen einen Umschwung von Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 79,8 Mrd € in den ersten zehn Monaten des Jahres 2001 hin zu Netto-Kapitalzuflüssen von 39,5 Mrd € im entsprechenden Zeitraum 2002 aus. Darüber hinaus werden die allgemeinen Veränderungen im Bereich der Wertpapieranlagen in den vergangenen Monaten zunehmend von der Entwicklung bei den Schuldverschreibungen und nicht mehr überwiegend – wie noch über weite Strecken des Jahres 2001 und zu Beginn des Jahres 2002 – von Entwicklungen bei den Anlagen in Dividendenwerten bestimmt.

Die Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet im Zeichen der Euro-Bargeldumstellung

In diesem Aufsatz werden die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Nachfrage nach Bargeld im Euro-Währungsgebiet unter besonderer Berücksichtigung des Einflusses der Euro-Bargeldeinführung untersucht. Bargeld wird zu Transaktionszwecken sowie aus Vorsichts- und Spekulationsgründen gehalten. Bei der Bargeldnachfrage spielen transaktionsbezogene Größen (wie der private Verbrauch) und die Opportunitätskosten der Bargeldhaltung (beispielsweise in Form von entgangenen Zinsgewinnen), aber auch weitere Faktoren wie die Auslandsnachfrage nach Bargeld, Steuern und rechtliche Bestimmungen eine wichtige Rolle.

Im Vorfeld der Bargeldumstellung, vor allem im Jahr 2001, verringerten sich die Bargeldbestände hauptsächlich aufgrund einer Abnahme der gehorteten Banknoten rapide. In den ersten elf Monaten nach der Euro-Bargeldumstellung erhöhte sich der Bargeldbestand deutlich, was vor allem auf die Wiederaufstockung der Bargeldbestände durch Gebietsansässige und die neu erstarkte Nachfrage in Drittstaaten nach Euro-Banknoten zurückzuführen war. Dennoch bestand im November 2002 weiterhin eine Lücke zwischen der aktuellen und der Ende 2000 beobachteten Höhe des Bargeldumlaufs. Allerdings lässt sich zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht abschließend beurteilen, ob die Einführung der Euro-Banknoten zu einer strukturellen Veränderung der Nachfrage nach Banknoten geführt hat.

I Einleitung

Am 1. Januar 2002 traten die Euro-Banknoten und -Münzen an die Stelle der nationalen Währungen der zwölf Länder des Euro-Währungsgebiets, was sich stark auf den Bargeldumlauf der Jahre 2001 und 2002 auswirkte. Die Bargeldumstellung könnte aber auch einen langfristigen Effekt auf die Bargeldnachfrage haben. Vor diesem Hintergrund ist die Einführung des Euro-Bargelds ein guter Anlass, um einige Aspekte der Geldnachfrage genauer zu betrachten.

In Abschnitt 2 des vorliegenden Beitrags werden die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Bargeldnachfrage im Euroraum vorgestellt. Abschnitt 3 analysiert die wichtigsten Ent-

wicklungen im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung, und in Abschnitt 4 wird anhand der gegenwärtig verfügbaren Informationen die Nachfrage nach Euro-Banknoten und -Münzen für den Zeitraum nach der Bargeldumstellung untersucht. Im fünften Abschnitt folgen Schlussbemerkungen auf der Grundlage der vorangegangenen Analyse. Dieser Aufsatz enthält drei Kästen. Kasten I liefert eine Definition des Banknotenumlaufs und des Bargeldumlaufs. In Kasten 2 werden die Auswirkungen der Bargeldumstellung auf die Geldmengenaggregate M1 und M3 erörtert, und der dritte Kasten befasst sich mit der Nachfrage nach auf Euro lautenden Banknoten und Einlagen in Drittländern.

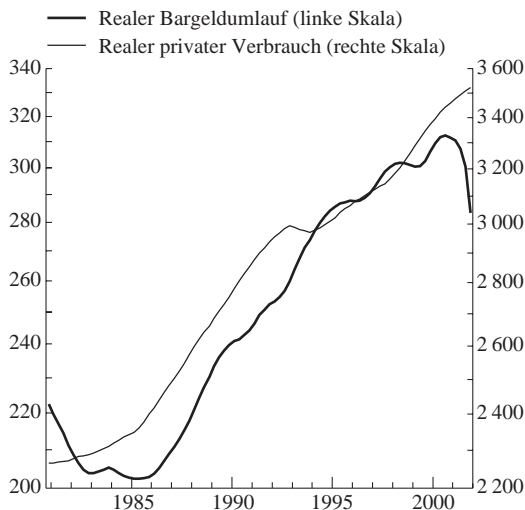
2 Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet

Die Nachfrage nach Bargeld (siehe die Definitionen in Kasten I) wird hauptsächlich durch den Einsatz von Geld für Transaktionszwecke und seine Verwendung aus Vorsichts- und Spekulationsgründen bestimmt. Es besteht ein positiver Zusammenhang zwischen der Bargeldnachfrage und Transaktionsvariablen wie der Produktion, dem privaten Verbrauch

und den Einzelhandelsumsätzen und ein negativer Zusammenhang zwischen der Bargeldnachfrage und den Opportunitätskosten der Bargeldhaltung, wie z. B. den Geldmarktzinsen, welche die Rendite auf alternative Geldanlageformen angeben. Neben diesen Determinanten richtet sich die Geldnachfrage im Eurogebiet auch nach anderen Faktoren

Abbildung 1 Realer Bargeldumlauf und realer privater Verbrauch im Euro-Währungsgebiet

(Mrd €, logarithmischer Maßstab)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Quartalsdurchschnitt des Bargeldumlaufs, deflationiert mit dem Deflator für den privaten Verbrauch. Auf Jahresrate hochgerechneter realer privater Verbrauch.

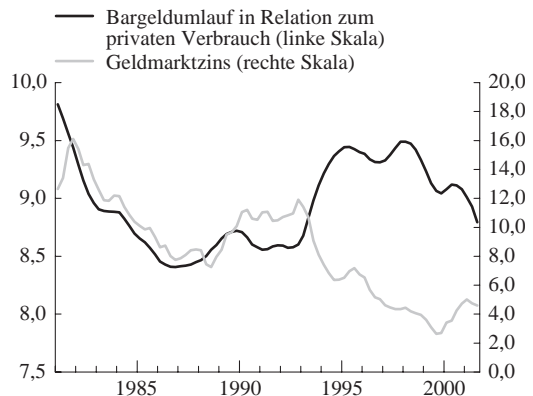
wie der Auslandsnachfrage nach Banknoten, Steuern und rechtlichen Bestimmungen, der Schattenwirtschaft oder der Substitution von Bargeld durch andere Zahlungsmittel.

In der Vergangenheit gab es zwischen den zwölf Ländern des Euroraums deutliche Un-

terschiede in der Bargeldnachfrage aufgrund der uneinheitlichen Entwicklung ihrer Bestimmungsfaktoren. Dies lässt sich beispielsweise anhand des Verhältnisses von Bargeld und privatem Verbrauch in den Euro-Ländern erkennen (siehe Tabelle 1). Im Durchschnitt des Eurogebiets blieb dieses Verhältnis im Zeitraum von 1980 bis 2000 mit rund 9 % bis 10 % jedoch relativ stabil.

Abbildung 2 Bargeldumlauf in Relation zum privaten Verbrauch und Opportunitätskosten der Bargeldhaltung

(in %; Quartalsangaben)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der ausgewiesene Geldmarktzins ist ein mit dem BIP gewichteter Durchschnitt der Geldmarktsätze in den Ländern des Euro-Währungsgebiets.

Tabelle 1 Bargeldumlauf in Relation zum privaten Verbrauch

(in %)

	1980	1985	1991 ¹⁾	1995	1998	1999	2000	2001
Euro-Währungsgebiet	10,0	9,2	8,8	9,6	9,4	9,3	9,2	8,0
Belgien ²⁾	16,9	12,5	10,0	8,5	8,3	8,6	8,5	7,4
Deutschland ¹⁾	9,6	9,6	9,8	11,2	11,1	10,8	10,6	8,8
Griechenland	14,2	11,9	9,8	8,1	8,0	8,3	8,1	7,7
Spanien	10,4	10,3	14,1	16,4	15,6	15,2	14,8	13,1
Frankreich	9,0	7,6	6,8	6,0	5,7	5,6	5,7	4,8
Irland	4,4	6,6	7,4	7,5	8,0	9,2	8,8	7,6
Italien	9,5	8,4	8,1	8,7	8,6	8,9	9,1	8,8
Luxemburg ²⁾	6,9	5,9	4,4
Niederlande	11,6	12,6	12,8	11,3	9,6	8,8	8,2	6,5
Österreich	12,1	10,4	9,8	9,9	9,4	9,4	9,7	8,9
Portugal	15,7	9,8	8,3	7,4	6,5	6,7	7,0	6,6
Finnland	3,8	3,3	3,2	3,8	4,1	4,1	4,0	3,9

Quellen: EZB, NZBen, Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen.

Anmerkung: Angaben für Irland, Portugal und Luxemburg teilweise geschätzt. Ab 2001 ist Griechenland in den Angaben zum Euro-Währungsgebiet enthalten.

1) Zeitraum vor 1991: Früheres Bundesgebiet.

2) Für den Zeitraum vor 1999 sind die Angaben für Luxemburg in jenen für Belgien enthalten.

Kasten I

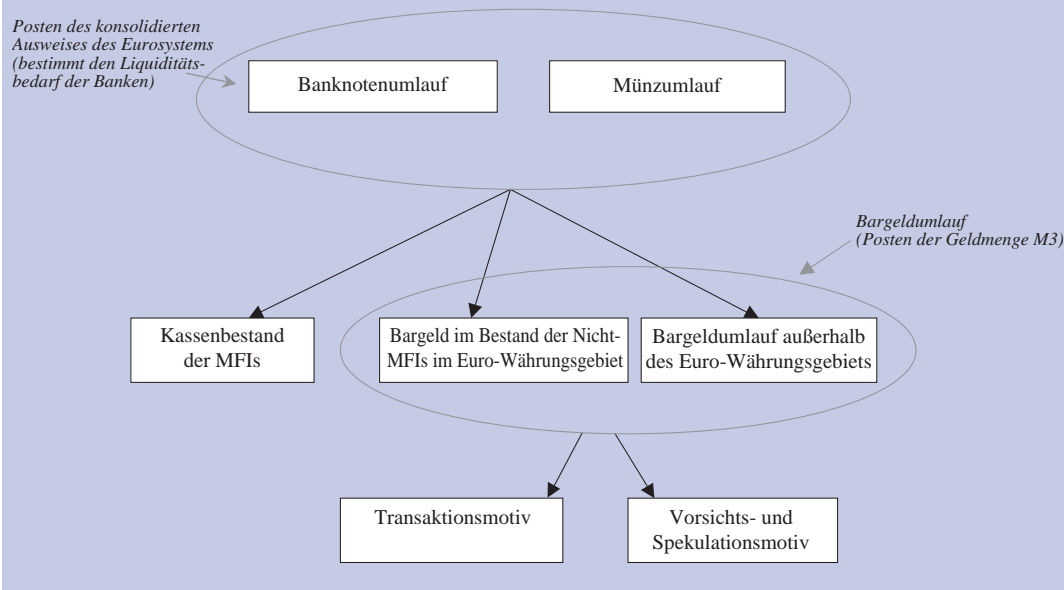
Definition von Banknotenumlauf und Bargeldumlauf

Dieser Kasten enthält eine kurze Erläuterung der Begriffe „Banknotenumlauf“ und „Bargeldumlauf“, die im vorliegenden Aufsatz zur Untersuchung der Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet verwendet werden.

Die auf Euro lautenden *Banknoten* werden vom Eurosystem emittiert. Sie stellen einen wichtigen Bestimmungsfaktor des Liquiditätsbedarfs der Banken im Zusammenhang mit den geldpolitischen Geschäften der EZB dar. Die Euro-Münzen hingegen werden von den Regierungen der Staaten des Euroraums ausgegeben.

Der Begriff „*Bargeldumlauf*“ (im Aufsatz wird auch häufig „*Bargeld*“ als Synonym verwendet) ist enger gefasst als „Banknoten- und Münzumlauf“, da er nur den Banknoten- und Münzbestand der Nicht-MFIs und somit nicht den Kassenbestand der MFIs im Eurogebiet umfasst. Der Bargeldumlauf ist eine Komponente des weit gefassten Geldmengenaggregats M3. Im November 2002 betrug sein Anteil am Gesamtbestand dieser Geldmenge 6 %. Mit Ausnahme der gebietsansässigen MFIs gibt es keine Informationen darüber, wer in welchem Umfang Euro-Banknoten und -Münzen hält. Daher umfasst der Bargeldumlauf nicht nur die Bargeldbestände der Nicht-MFIs im Eurogebiet, sondern auch den Bargeldbestand im Ausland.

Definition von Banknotenumlauf und Bargeldumlauf



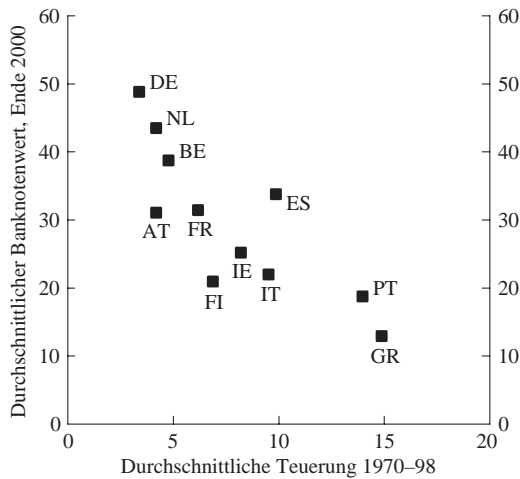
Wie oben dargelegt, entwickelt sich der Bargeldbestand im Allgemeinen parallel zum Gesamtvolumen der realen *Transaktionen*. Da Bargeld großenteils für kleine und mittlere Anschaffungen verwendet wird, kann der private Verbrauch als eine Variable angesehen werden, die das Transaktionsmotiv der Geldnachfrage in geeigneter Form widerspiegelt. Wie aus Abbildung I ersichtlich, erhöhte sich der reale Bargeldbestand im Euroraum in den letzten zwanzig Jahren weitgehend parallel zum realen privaten Verbrauch. Vor allem die Nachfrage nach Banknoten mit niedrigem

Nennwert hängt vom Transaktionsvolumen ab.

Dagegen führen gesunkene *Opportunitätskosten* der Bargeldhaltung im Allgemeinen zu einem Anstieg der Geldnachfrage. Hierin spiegeln sich hauptsächlich das Spekulations- und das Vorsichtsmotiv der Bargeldhaltung wider. Niedrigere Opportunitätskosten der Geldhaltung wirken sich in der Regel vor allem auf den Umlauf von Banknoten mit hohem Nennwert, die sich gut zur Wertaufbewahrung eignen, positiv aus. Abbildung 2 zeigt, dass dies

Abbildung 3
Durchschnittlicher Banknotenwert und durchschnittliche Teuerung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(in €; Jahresangaben in %)



Quelle: EZB.

im Eurogebiet vor allem seit den Neunzigerjahren, als die Nominalzinsen auf einen verhältnismäßig niedrigen Stand fielen, der Fall ist.¹

Neben den Nominalzinsen, die sich in Realzinsen und Inflationserwartungen zerlegen lassen, ist auch die tatsächliche Inflationsrate ein Maß für die Kosten der Bargeldhaltung, da sie den Wert von Geldvermögen (jedoch nicht den der Sachwerte) reduziert. Vor diesem Hintergrund ist es interessant zu beobachten (siehe Abbildung 3), dass in Ländern, die im Zeitraum von 1970 bis 1998 eine hohe durchschnittliche Teuerung verzeichneten, der durchschnittliche Wert der damaligen nationalen Banknoten (d. h. der Gesamtwert der umlaufenden Banknoten geteilt durch deren Anzahl), in Euro ausgedrückt, zum Jahresende 2000 verhältnismäßig niedrig war. Umgekehrt war dieser Wert in Ländern mit niedriger Inflation (und niedrigen Zinsen) besonders hoch, was die Bedeutung von Bargeld (insbesondere von großen Banknotenstückelungen) als Wertaufbewahrungsmittel in diesen Ländern erklären mag.²

Ferner hat sich in der Entwicklung des Bargeldumlaufs im Eurogebiet die Auslands-

nachfrage nach den Vorgängerwährungen des Euro niedergeschlagen. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass sich der Betrag des im Ausland umlaufenden Bargelds aufgrund dessen Anonymität im Allgemeinen nur sehr schwer ermitteln lässt. Zwar bieten die verfügbaren Statistiken über den grenzüberschreitenden Verkehr von Banknoten innerhalb des Bankensystems sowie Umfragen einige direkte Anhaltspunkte, und aus ökonometrischen Schätzungen lassen sich einige indirekte Hinweise gewinnen, jedoch gibt es keine Statistik über den genauen Betrag des außerhalb des heimischen Währungsgebiets zirkulierenden Bargelds.

Es ist möglich, dass die Wirtschaftsakteure in Währungsgebieten mit einem weniger stabilen monetären System Bargeld aus Ländern des jetzigen Euroraums als Wertaufbewahrungsmittel gehalten haben, und zwar insbesondere aus solchen Ländern, deren Währung in der Vergangenheit tendenziell aufwertete. Gebietsfremde fragten vor allem große Banknotenstückelungen nach, die sich besonders für die Bargeldhortung eignen.

Hierbei war die Auslandsnachfrage nach den einzelnen Euro-Vorläuferbanknoten während der vergangenen zwei Jahrzehnte sehr uneinheitlich. Die im Ausland am weitesten verbreitete Vorläuferwährung war die Deutsche Mark. Auch der österreichische Schilling und der Französische Franc wurden im Ausland gehalten, allerdings in deutlich geringerem Maße. Zu den Faktoren, die zu einer erhöhten Nachfrage nach D-Mark beitrugen, zählten Überweisungen von ausländischen Arbeitnehmern, der Reiseverkehr, der politische und wirtschaftliche Wandel in Mittel- und Osteuropa Ende der Achtzigerjahre – der anfänglich eine rapide Teuerung in diesen Transformationsländern zur Folge hatte – und der Krieg im ehemaligen Jugoslawien mit der

¹ In Hochzinsphasen kann es vorkommen, dass die Geldnachfrage relativ unelastisch auf Zinsveränderungen reagiert.

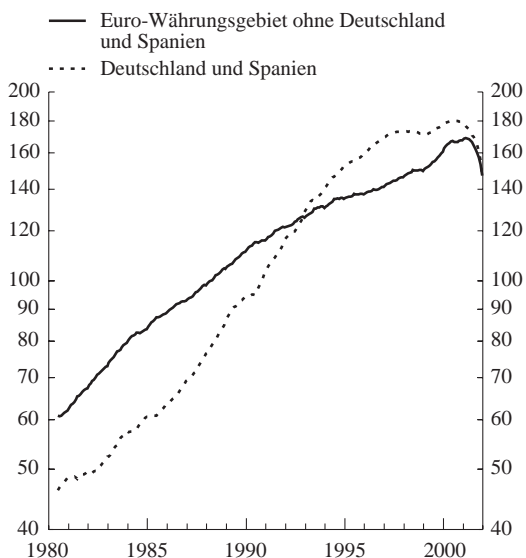
² Zur Struktur der Stückelungen der Euro-Vorläuferwährungen (in Euro umgerechnet) siehe Tabelle 1 im Aufsatz „Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf den Bargeldumlauf“ im Monatsbericht vom Mai 2002.

anschließenden Hyperinflation. Einer Untersuchung der Deutschen Bundesbank zufolge waren Mitte der Neunzigerjahre schätzungsweise rund 30 % bis 40 % aller DM-Noten im Ausland in Umlauf, und zwar wahrscheinlich grobenteils in Mittel- und Osteuropa, auf dem westlichen Balkan und in der Türkei; ihr Wert belief sich damals auf rund 35 Mrd € bis 45 Mrd €. ³ In der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre dürfte die sich stabilisierende Lage in Osteuropa allerdings dazu geführt haben, dass die Nachfrage nach Vorläuferwährungen des Euro in diesen Ländern nachließ.

Darüber hinaus lässt sich die Bargeldnachfrage in den Ländern des Euroraums auch anhand wichtiger Faktoren wie der *Besteuerung von Arbeitseinkommen und Kapitaleinkünften* sowie der Überwachung der Steuerzahlungen durch die Behörden erklären. Diese Faktoren wirken sich in der Regel auf die Höhe von Bargeldtransfers ins Ausland und den Umfang der *Schattenwirtschaft*, in welcher Bargeld aufgrund seiner Anonymität breite Verwendung findet, ⁴ aus. In Deutschland und Spanien zusammengenommen war die durchschnittliche Jahreswachstumsrate

Abbildung 4 Bargeldumlauf in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

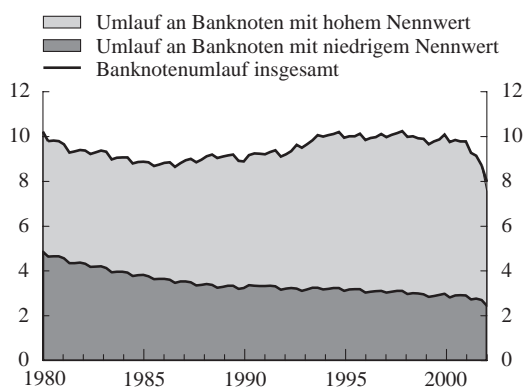
(Mrd €; gleitender Sechsmonatsdurchschnitt; logarithmischer Maßstab)



Quelle: EZB.

Abbildung 5 Entwicklung des Umlaufs an Euro-Vorläuferbanknoten mit niedrigem bzw. hohem Nennwert im Euro-Währungsgebiet

(Wert in % des privaten Verbrauchs)



Quellen: EZB und NZBen.

Anmerkung: Die Banknotenbestände wurden anhand der festen Umrechnungskurse in Euro umgerechnet und dann aggregiert. Banknoten mit niedrigem (hohem) Nennwert haben einen Wert von umgerechnet bis zu (über) 49 €.

des Bargeldumlaufs im Zeitraum von 1986 bis 1994 unter anderem infolge von Änderungen der nationalen steuerrechtlichen Vorschriften mit 10,6 % mehr als doppelt so hoch wie im Durchschnitt des übrigen Eurogebiets (4,2 %) (siehe Abbildung 4). ⁵ In Deutschland hatten sowohl die Ankündigung einer Quellensteuer auf Zinserträge aus Geldvermögen im Jahr 1987 als auch das Urteil des Bundesverfassungsgerichts zur Kapitalertragsbesteuerung von 1991 einen deutlichen Anstieg des Bargeldbestands zur Folge. ⁶ Die gleichfalls deutliche Zunahme des Bargeldbestands in Spanien in diesem Zeitraum ergab sich aus der Einführung eines Gesetzes zur stärkeren steuerlichen Gleichbehandlung von Kapitalerträgen aus Finanz-

3 Siehe F. Seitz, *Der DM-Umlauf im Ausland*, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Diskussionspapier 1/95, April 1995. Die Auslandsbestände an US-Dollar werden auf rund 60 % geschätzt. Siehe R. Porter und R. Judson, *Overseas Dollar Holdings: What do we know?*, *Wirtschaftspolitische Blätter*, 2001, 48 (4), S. 431-440.

4 Zum geschätzten Umfang der Schattenwirtschaft siehe F. Schneider und D. H. Enste, *Shadow Economies: Size, Causes, and Consequences*, *Journal of Economic Literature*, Vol. XXXVIII, März 2000, S. 77-114.

5 Im Fall Deutschlands war dies auch auf den politischen und wirtschaftlichen Wandel in Mittel- und Osteuropa zurückzuführen.

6 Siehe Deutsche Bundesbank, *Der DM-Bargeldumlauf – von der Währungsreform zur Europäischen Währungsunion*, Monatsbericht, März 2002.

anlagen im Jahr 1985⁷ sowie der Einführung einer Mehrwertsteuer im darauf folgenden Jahr, welche zu einem Anstieg von auf Steuervermeidung ausgerichteten Transaktionen führte.⁸

In den vergangenen beiden Jahrzehnten trug auch die zunehmende Verwendung *unbarer Zahlungsmittel* zu einer Verringerung der Nachfrage nach Bargeld zu Transaktionszwecken bei. Dies zeigt sich beispielsweise am Verhältnis des Bargeldumlaufs zum Geldmengenaggregat M3, das seit Anfang der Achtzigerjahre leicht rückläufig ist. Während dieses Verhältnis im genannten Jahrzehnt durchschnittlich rund 9 % betrug, verringerte es sich im Jahr 2000 auf 7,1 % (und im Jahr 2001 infolge der Bargeldumstellung auf 6,1 %). Analog hierzu ist die Verwendung von Zahlungskarten wie Debit- und Kreditkarten in Relation zum privaten Verbrauch im Allgemeinen in den Ländern höher, in denen das Verhältnis von Bargeldumlauf zu privatem Verbrauch relativ niedrig ist. Dies ist beispielsweise in Finnland der Fall, wo der bargeldlose Zahlungsverkehr traditionell sehr gebräuchlich ist. Dagegen finden Zahlungskarten insbesondere in Spanien, aber auch in Deutschland, Griechenland, Italien und Österreich, nur in relativ bescheidenem Umfang Verwendung.

In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass in einigen Ländern *Rechtsvorschriften* erlassen wurden, die den Einsatz von bargeldlosen Zahlungsmitteln vorschreiben. So ist die Verwendungsmöglichkeit von Bargeld für Großbetrags-

und Gehaltszahlungen in Frankreich gesetzlich eingeschränkt. In Belgien ist der Handel bei Großbetragszahlungen zur Annahme bestimmter bargeldloser Zahlungsmittel verpflichtet. Den niederländischen Ministerien wurde gesetzlich auferlegt, bei Zahlungen an den Staat auf eine verstärkte Nutzung von Banküberweisungen hinzuwirken, während es in Finnland ein Gesetz über die bargeldlose Begleichung von Mietzahlungen gibt.

Schließlich ist darauf hinzuweisen, dass der Anteil der Euro-Vorläuferbanknoten mit hohem Nennwert (im Rahmen dieses Artikels sind dies Banknoten mit einem Wert von umgerechnet mehr als 49 €) am Gesamtwert der im Umlauf befindlichen Vorläuferbanknoten zwischen 1980 und 2000 im Verhältnis zum privaten Verbrauch erheblich gestiegen ist. Umgekehrt ging der Anteil der Vorläuferbanknoten mit niedrigem Nennwert (d. h. von bis zu 49 €) im gleichen Zeitraum – speziell in den Achtzigerjahren – zurück (siehe Abbildung 5). Darin zeigt sich vermutlich sowohl die größere Bedeutung der Geldhortung als auch der reale Wertverlust der Banknoten. Ende Dezember 2000 belief sich der Anteil der Vorläuferbanknoten mit hohem Nennwert auf 70 % des Gesamtwerts der im Umlauf befindlichen Euro-Vorläuferbanknoten, wobei der durchschnittliche Banknotenwert zu jener Zeit 36 € betrug.

7 Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros.

8 Siehe Banco de España, *Determinantes de la demanda de efectivo en España*, Monatsbericht, März 1996.

3 Im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung

Im Jahr 2001 stand die Bargeldentwicklung im Euro-Währungsgebiet ganz im Zeichen der Vorbereitungen für die Euro-Bargeldumstellung. In dieser Phase wie auch in der Zeit nach der Euro-Einführung war es häufig nicht möglich, die Bargeldentwicklung im Euroraum anhand der üblichen wirtschaftlichen Bestimmungsfaktoren für die Bargeldnachfrage zu erklären. Offenbar wurde die Bargeldentwicklung im Vorfeld der Euro-Umstellung im Wesentlichen durch einen Abbau der Bestände an Vorläuferbanknoten im Eurogebiet und im

Ausland geprägt, die zur Wertaufbewahrung oder in der Schattenwirtschaft eingesetzt worden waren. Diese Entwicklung deutet auf die Notwendigkeit hin, die auf Euro-Vorläuferwährungen lautenden Banknoten in Euro umzutauschen oder sie zum Zwecke des Umtauschs auf ein Bankkonto einzuzahlen. Die Auswirkungen des gesunkenen Bargeldumlaufs auf die Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet hielten sich allerdings in Grenzen, da der Rückgang zu großen Teilen durch Umschichtungen in andere Komponen-

Kasten 2

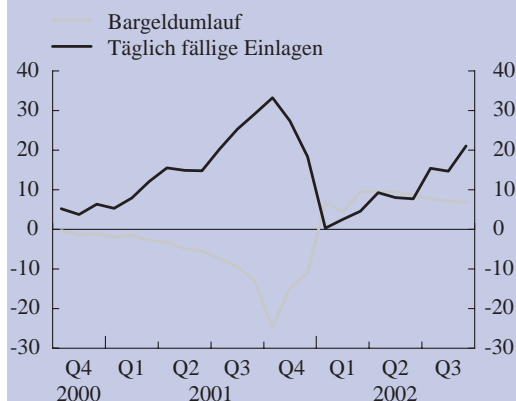
Kurzfristige Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf die Geldmengenaggregate

In diesem Kasten werden die Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf die Geldmengenentwicklung untersucht. Der Bargeldumlauf machte im November 2002 zwar lediglich 6 % des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 aus. Dessen ungeachtet stellt sich jedoch die Frage, ob der im Jahr 2001 verzeichnete deutliche Rückgang des Bargeldumlaufs sowie der Wiederanstieg der Bargeldbestände im Jahr 2002 die Geldmengenentwicklung in nennenswerter Weise beeinflusst haben.

Die vorliegenden Daten deuten darauf hin, dass der gesunkenen Bargeldnachfrage eine entsprechend stärkere Nachfrage nach anderen Komponenten von M3 gegenüberstand. Die im Jahr 2001 zurückgeführten Banknoten der Euro-Vorläuferwährungen wurden offensichtlich im Wesentlichen durch täglich fällige Einlagen ersetzt. Deren Volumen stieg entweder direkt auf dem Wege der Einzahlung von Banknoten auf ein Bankkonto oder indirekt über den Barkauf von Waren und Dienstleistungen von anderen Wirtschaftsakteuren des geldhaltenden Sektors. Die nachstehende Abbildung verdeutlicht die enge Korrelation zwischen dem Rückgang der Bargeldhaltung und dem gleichzeitig kräftigen Anstieg der täglich fälligen Einlagen im Jahr 2001. Darüber hinaus weisen ökonometrische Modelle der Geldmenge M1¹, die sowohl den Bargeldumlauf als auch täglich fällige Einlagen umfasst, keine Negativimpulse auf die Nachfragegleichung für M1 im Jahr 2001 auf und stützen damit die Hypothese, dass Bargeld in hohem Maße durch andere Vermögenswerte innerhalb der Geldmenge M1 ersetzt wurde. Es ist offensichtlich, dass auch andere in M3 enthaltene Vermögenswerte wie kurzfristige Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) als Ersatz für Bargeld in Frage kommen. Daher ist es wahrscheinlich, dass der Rückgang des Bargeldumlaufs überwiegend mit einer entsprechenden Zunahme der sonstigen in M3 enthaltenen Vermögenswerte einherging. Anfang 2002 wurde der deutliche Wiederanstieg des Bargeldumlaufs von einer gegenläufigen Entwicklung bei den täglich fälligen Einlagen begleitet (siehe Abbildung), was dafür spricht, dass ein beträchtlicher Teil dieser erneuten Zunahme aus einer Verlagerung der Vermögenswerte innerhalb der Geldmenge M1 des Euro-Währungsgebiets stammt.

Täglich fällige Einlagen und Bargeldumlauf

(Dreimonatsdurchschnitt der monatlichen Veränderungen in Mrd €)



Quelle: EZB.

außerhalb des Euro-Währungsraums) umgeschichtet haben. Überdies zeigt die in den Abschnitten 3 und 4 dieses Artikels dargelegte Entwicklung anderer wichtiger Währungen in den Jahren 2001 und 2002, dass Banknoten der Euro-Vorläuferwährungen zu einem verhältnismäßig geringen Teil in andere Währungen – vor allem in US-Dollar und Schweizer Franken – umgetauscht wurden. Inzwischen dürften die vor der Euro-Bargeldumstellung außerhalb des Eurogebiets gehaltenen Banknotenbestände an Vorläuferwährungen jedoch weitgehend durch Euro-Banknoten ersetzt worden sein. Dies bedeutet, dass die begrenzten Auswirkungen der Euro-Bargeldeinführung auf die Geldmenge M3 wohl bis zum Herbst 2002 größtenteils abgeklungen waren.

Wenngleich sich nennenswerte Auswirkungen der Bargeldsubstitution auf die Geldmenge M3 aufgrund der obigen Ausführungen nicht nachweisen lassen, kann doch nicht ausgeschlossen werden, dass das jährliche Wachstum von M3 besonders gegen Ende des Jahres 2001 geringfügig gedämpft wurde. Hierauf weist vor allem die anekdotische Evidenz in Bezug auf die Substitution von Vorläuferbanknoten des Euro durch sonstige nicht in M3 enthaltene Vermögenswerte (insbesondere durch Ansässige außerhalb des Euroraums) hin. Der im Jahr 2001 erfolgte Rückfluss der Vorläuferbanknoten von außerhalb des Euro-Währungsgebiets könnte zu einer leichten Verringerung der Geldmengenaggregate geführt haben, da Gebietsfremde diese Mittel vermutlich in nicht in M3 enthaltene Vermögenswerte (zum Beispiel auf Euro oder eine Drittwährung lautende Einlagen bei Banken

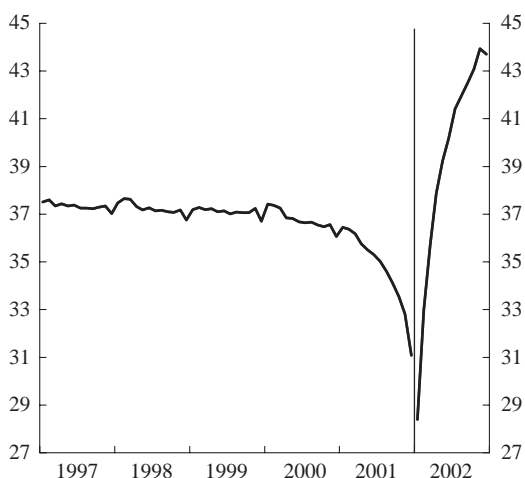
¹ Zum Beispiel das M1-Nachfragemodell von L. Stracca, „The functional form of the demand for euro area M1“, Working Paper Nr. 51 der EZB, 2001.

ten innerhalb dieser Aggregate ausgeglichen wurde (siehe Kasten 2).

Zwischen Dezember 2000 und dem entsprechenden Monat des Folgejahres nahm der Bargeldumlauf um 116 Mrd €, also um annähernd ein Drittel, ab. Ein gravierender Rückgang des zum Zwecke der Wertaufbewahrung gehaltenen Bargeldvolumens lässt sich aus der deutlichen Abnahme der Bestände an Vorläuferbanknoten mit hohem Nennwert ablesen, welche vorwiegend zu Hortungszwecken gehalten wurden; in der Zeit von Dezember 2000 bis Dezember 2001 betrug der Rückgang etwa 30 %. Der Umlauf an Vorläuferbanknoten mit niedrigem Nennwert verringerte sich dagegen im selben Zeitabschnitt lediglich um rund 20 %. Darüber hinaus vollzog sich der Rückgang dieser Banknoten überwiegend im Dezember 2001 und spiegelte damit ihren Gebrauch als Transaktionsmittel wider; im Gegensatz dazu war der Umlauf an Banknoten mit hohem Nennwert bereits in der zweiten Jahreshälfte 2001 merklich gesunken. Infolge dieser Entwicklungen verringerte sich der Durchschnittswert der Vorläuferbanknoten von 36 € im Dezember 2000

Abbildung 6
Durchschnittlicher Banknotenwert im Euro-Währungsgebiet

(in €)

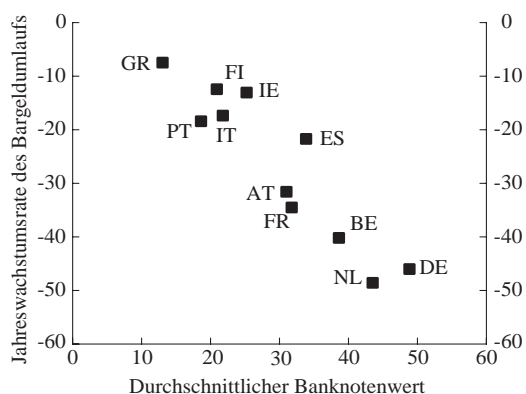


Quelle: EZB; teilweise geschätzt.

Anmerkung: Für die Zeit vor 2002 wurde der aggregierte Wert der Vorläuferbanknoten angegeben (wobei die verschiedenen Währungen mithilfe der festen Umrechnungskurse in Euro umgerechnet wurden). Ab dem 1. Januar 2002 wurden ausschließlich Euro-Banknoten berücksichtigt.

Abbildung 7
Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs im Dezember 2001 und der durchschnittliche Banknotenwert im Dezember 2000

(in €; Jahresangaben in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Angaben zu Luxemburg fehlen, da dort auch Banknoten aus Belgien verwendet wurden.

auf 31 € im Dezember 2001 (siehe Abbildung 6).

Ein weiterer Hinweis darauf, dass gerade der Teil des zum Zwecke der Wertaufbewahrung gehaltenen Bargelds signifikant zurückging, ist darin zu sehen, dass der Bargeldumlauf im Vorfeld der Euro-Umstellung am deutlichsten in den Ländern mit den höchsten Banknotenwerten abnahm (siehe Abbildung 7). So fiel die Verringerung des Bargeldumlaufs in Deutschland und den Niederlanden, die die Banknoten mit dem höchsten Nennwert besaßen (1000 DEM bzw. 1000 NLG), zwischen Ende 2000 und Ende 2001 mit $-46,0\%$ bzw. $-48,6\%$ am stärksten aus. In Griechenland, das den niedrigsten Durchschnittswert der im Umlauf befindlichen Banknoten hatte, betrug die Jahresänderungsrate des Bargeldumlaufs dagegen im Dezember 2001 lediglich $-7,2\%$.

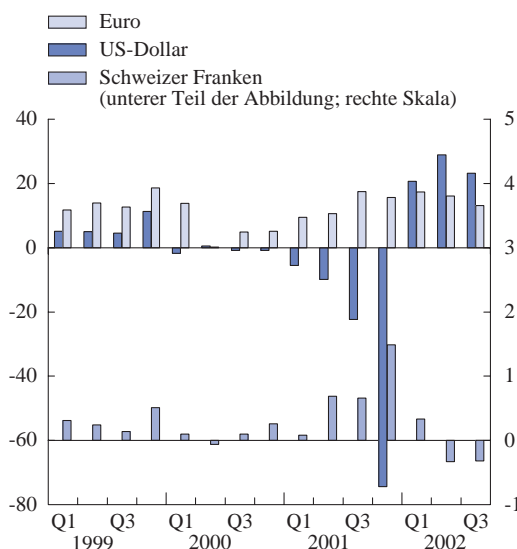
Auch bei Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets scheint der Bestand an Euro-Vorläuferwährungen im Jahr 2001 zurückgegangen zu sein. Die Euro-Vorläuferbanknoten wurden, wie bereits erwähnt, in Mittel- und Osteuropa, auf dem westlichen Balkan und in der Türkei weitgehend zur Wertaufbewahrung und in geringerem Maße

auch für Transaktionszwecke eingesetzt. Während die Vorläuferbanknoten des Euro zum Teil bis Ende 2001 gehalten wurden, um dann direkt in Euro-Banknoten umgetauscht zu werden, gibt es auch Anzeichen dafür, dass Gebietsfremde ihre Banknotenbestände an Vorläuferwährungen in ihren jeweiligen Heimatländern gegen auf Euro lautende Einlagen eingetauscht haben (siehe Kasten 3).⁹

Die Euro-Bargeldeinführung könnte in einigen mittel- und osteuropäischen Ländern sogar als Katalysator zugunsten eines Anstiegs von Bankguthaben im jeweiligen Heimatland gewirkt haben; dieser Anstieg war die Folge eines in der mehrjährigen Phase niedrigerer Inflation und vergleichsweise größerer Stabilität des Bankensystems gewachsenen Vertrauens sowohl in den inländischen Bankensektor als auch in die jeweilige Landeswährung. Der Bankensektor in einigen Ländern Mittel- und Osteuropas sowie des westlichen Balkans leistete diesem Austauschprozess sogar noch Vorschub; dort wurden nämlich Sonderkonditionen für den Umtausch von Vorläuferbanknoten in auf Euro oder die nationale Währung lautende Anlagen angeboten, wenn ein Konto bei einer inländischen Bank eröffnet wurde. Die Euro-Bargeldumstellung ermöglichte dem Bankensektor in diesen Ländern somit eine Steigerung seiner Verbindlichkeiten aus Bankeinlagen. In den Ländern Mittel- und Osteuropas, des westlichen Balkans sowie in der Türkei nahm der Anteil der auf Euro lautenden Einlagen im Jahr 2001, insbesondere im letzten Quartal, erheblich zu. Die anekdotische Evidenz deutet darauf hin, dass der größte Teil der Vorläuferbanknoten des Euro in dieser Zeit aus dem Ausland ins Euro-Währungsgebiet zurückgeführt wurde.

Nicht unerwähnt bleiben sollte auch, dass sowohl Ansässige im Euro-Währungsgebiet als auch Gebietsfremde Vorläuferbanknoten des Euro in andere wichtige Währungen, beispielsweise den US-Dollar oder den Schweizer Franken, umgetauscht haben dürften (siehe Abbildung 8). Ein Umtausch in Schweizer Franken hat zwar offenbar in gewissem Umfang stattgefunden, doch hatte dies in den Jahren 2001 und 2002 angesichts der relativ geringen Zirkulation dieser Währung lediglich

Abbildung 8
Vierteljährliche Veränderung des Bargeldumlaufs wichtiger Währungen
 (Mrd. €¹⁾)



Quellen: BIZ und EZB (saisonbereinigte Angaben für den Schweizer Franken; EZB-Berechnungen).

1) Die Angaben zum US-Dollar und dem Schweizer Franken wurden anhand des durchschnittlichen Wechselkurses im Jahr 2001 in Euro umgerechnet.

begrenzte Auswirkungen auf den Bargeldumlauf im Euroraum. Die Nachfrage nach US-Dollar hingegen war im Jahr 2001, aber auch 2002, deutlich stärker als im Durchschnitt der Jahre 1995 bis 2000. Allerdings ist der Nachweis, dass dies den Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung zuzuschreiben ist, schwierig zu führen. So hat die Situation in Lateinamerika in den Jahren 2001 und 2002 in dieser Zeit möglicherweise zu einer erhöhten Nachfrage nach US-Dollar außerhalb der Vereinigten Staaten geführt, was vermutlich größere Auswirkungen hatte als jegliche Effekte, die sich aus der Euro-Bargeldeinführung ergaben. Zieht man dies und auch die weitere anekdotische Evidenz in Betracht, so lässt sich der in Euro gerechnete Betrag der möglicherweise durch den US-Dollar ersetzten Vorläuferbanknoten des Euro mit einiger Wahrscheinlichkeit auf einen Wert in einstelliger Milliardenhöhe festlegen.

9 Zum umfangreichen Umtausch von Vorläuferbanknoten des Euro in Euro-Banknoten und lokale Währungen in Mittel- und Osteuropa siehe H. Stix, „The euro in central and eastern Europe – survey evidence from five countries“, CESifo Forum, 3/2002, im Auftrag der Oesterreichischen Nationalbank, durchgeführt von Gallup.

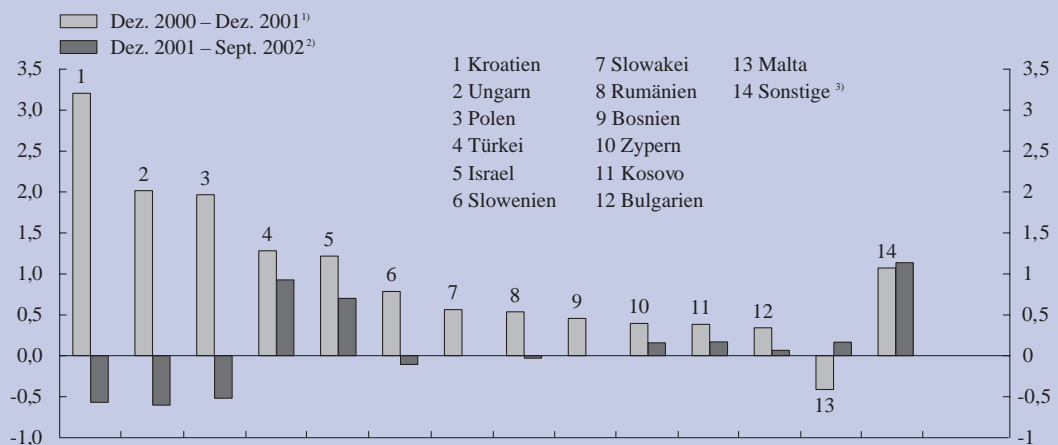
Kasten 3

Auslandsnachfrage nach Euro-Banknoten und auf Euro lautende Einlagen¹

Die Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen im Januar 2002 war für die EZB eine einzigartige Gelegenheit, Informationen über die Auslandsnachfrage nach Euro-Banknoten zu sammeln, da mit der Bargeldumstellung der Umtausch der Banknoten der Vorgängerwährungen in Euro-Banknoten einherging. Die Versorgung von Drittländern mit Banknoten über das Bankensystem dürfte eine gute Grundlage für die Schätzung der ausländischen Nachfrage nach Euro-Banknoten im Jahr 2002 liefern. Es kann davon ausgegangen werden, dass diese Lieferungen durch Banken Anfang 2002 den wichtigsten Übertragungsweg für den Versand von Euro-Banknoten in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets darstellten und hauptsächlich für den Umtausch des noch außerhalb des Euroraums umlaufenden Bestands an Altwährungen genutzt wurden.

Veränderungen bei den auf Euro lautenden Bankeinlagen

(Mrd €; geordnet nach der Höhe des absoluten Anstiegs der auf Euro lautenden Bankeinlagen im Jahr 2001)



Quellen: Jeweilige Zentralbanken und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für einen Großteil des Jahres 2002 sind keine Angaben zu Albanien, Bosnien und Herzegowina, Mazedonien (EJR), Litauen, der Slowakei, Weißrussland und der Ukraine verfügbar.

1) Ungarn und Slowakei: Dezember 2001 im Vergleich zu Juni 2001.

2) Kroatien: Juni 2002, Südafrika: August 2002, Moldau: Mai 2002. Montenegro führte 2002 eine neue Statistik ein.

3) BR Jugoslawien (Serbien), Lettland, Südafrika, Ägypten, Estland, Albanien, Mazedonien (EJR), Marokko, Litauen, Weißrussland, Moldau, Ukraine, Montenegro und Libanon.

Den vorliegenden Informationen zufolge belief sich der Nettoversand von Euro-Banknoten – einschließlich des Erstausstattungsbedarfs, der während der vorzeitigen Abgabe von Euro-Banknoten im Dezember 2001 ausgegeben wurde – bis Ende Oktober 2002 auf insgesamt rund 27 Mrd €. Ein Großteil der vorzeitig abgegebenen Euro-Banknoten und des Erstausstattungsbedarfs floss in mittel- und osteuropäische Länder, die westlichen Balkanländer, die Türkei und andere Mittelmeerländer. In diesen Ländern hatte es bereits zuvor Anhaltspunkte für eine starke Nachfrage nach den Vorläuferwährungen des Euro gegeben, die als Wertaufbewahrungsmittel und zur Durchführung von Großbetragszahlungen verwendet wurden. Schätzungen der Zentralbanken von Bulgarien, dem Kosovo, Kroatien, Serbien und Slowenien deuten darauf hin, dass ein Fünftel der an Länder außerhalb des Eurogebiets versandten Banknoten in diesen Staaten gehalten wird. Gleichzeitig scheinen Euro-Altwährungen kaum in andere Währungen, seien es nun Fremd- oder Inlandswährungen, umgetauscht worden zu sein, wobei die Türkei hier möglicherweise eine Ausnahme bildet. Im Übrigen werden in Russland, wo der US-Dollar bisher die meistverwendete Fremdwährung gewesen ist, immer mehr Fremdwährungsgeschäfte durch autorisierte Banken in Euro getätigt. Den Angaben der russischen Zentralbank zufolge war der Verkauf von Euro an Kunden Mitte 2002 sogar fast ebenso hoch wie der Verkauf von US-Dollar. Dies lässt darauf schließen, dass die aus dem

¹ Genauere Angaben zur Verwendung des Euro als Parallelwährung in Drittländern finden sich in der Veröffentlichung „Review of the international role of the euro“ der EZB aus dem Jahr 2002.

Fremdenverkehr resultierende Nachfrage nach Fremdwährungen in Russland mittlerweile gleichmäßiger zwischen dem Euro und dem US-Dollar verteilt ist.

Es gibt Hinweise darauf, dass sich die Nachfrage nach auf Euro lautenden Einlagen im Zuge der Bargeldumstellung deutlich verstärkte (siehe Abbildung). Eine Umfrage der EZB in Zusammenarbeit mit den Zentralbanken von 30 Nachbarländern zeigt, dass auf Euro lautende Einlagen 2001 um 13,5 Mrd € (rund 40 %) zunahm, wobei der Großteil dieses Anstiegs am Jahresende kurz vor der Euro-Bargeldeinführung verzeichnet wurde. Ein Grund dafür war, dass private Haushalte ihren Bestand an Euro-Vorläuferwährungen bei Banken anlegten, worin sich die größere Stabilität des Bankensystems in den betroffenen Regionen und günstige Konditionen für den Umtausch von Euro-Altwährungen bei Eröffnung eines Bankkontos widerspiegelten. Die meisten der oben erwähnten Zentralbanken bestätigten, dass die starke Zunahme der auf Euro lautenden Einlagen im Jahr 2001 mit der Bargeldumstellung zusammenhing.

Die Zunahme der Einlagen war in Ländern mit geographischer Nähe zur Europäischen Union, wie etwa in Kroatien, Ungarn, Polen, der Türkei und Israel, am ausgeprägtesten. Die Aufgliederung nach Regionen zeigt, dass die auf Euro lautenden Einlagen im vergangenen Jahr in den Ländern des ehemaligen Jugoslawien am stärksten zunahm, und zwar um mehr als 80 % (4,4 Mrd €). An zweiter Stelle standen die Beitrittsländer mit ungefähr 50 % bzw. 4,0 Mrd €.

Die Angaben für die ersten neun Monate des Jahres 2002 sprechen dafür, dass auf Euro lautende Einlagen im Allgemeinen auf dem hohen Stand von Ende 2001 verharrten. Lediglich in einigen Ländern (v. a. in Kroatien, Polen und Ungarn), in denen der Anstieg 2001 besonders drastisch war, wurde ein leichter Rückgang dieser Einlagen verzeichnet. Da es mit wenigen Ausnahmen keine weitere merkliche Zunahme dieser Einlagen gegeben hat, kann davon ausgegangen werden, dass es sich um eine einmalige Nachfrageverlagerung von Vorgängerwährungen hin zu Euro-Einlagen aufgrund der Bargeldumstellung handelte.

4 Die Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung auf die Nachfrage nach Bargeld

In den ersten elf Monaten des Jahres 2002 erholte sich der Bargeldumlauf stetig um (auf Jahresrate hochgerechnet) 40,9 % gegenüber Dezember 2001. Allerdings bestand im November des vergangenen Jahres immer noch eine Lücke zwischen der aktuellen und der Ende 2000 verzeichneten Höhe des Bargeldumlaufs (siehe Abbildung 9). Angesichts der Geschwindigkeit, mit der sich die Bargeldnachfrage erholt, ist es jedoch für eine Beurteilung, ob die Euro-Bargeldumstellung zu einer Strukturveränderung bei der Geldnachfrage im Euro-Raum geführt hat, noch zu früh.

Nach dem im Jahr 2001 verzeichneten Abbau der Geldhorte war die Erholung der Bargeldnachfrage im Jahr 2002 hauptsächlich auf den erneuten Aufbau von Geldhorten sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums zurückzuführen. Vor allem bei den hohen

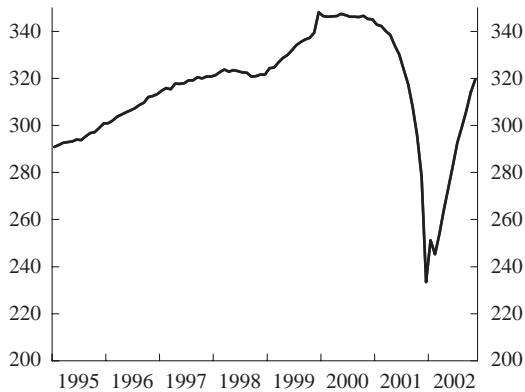
Euro-Notenwerten war eine starke Zunahme zu verzeichnen, was sich an der Anzahl der umlaufenden 500 Euro-Banknoten zeigte, die sich zwischen Januar und Dezember 2002 fast verdreifachte. Während die Nachfrage nach den übrigen großen Banknotenstückelungen ebenfalls erheblich zunahm, nahm der Bedarf an umlaufenden Banknoten mit niedrigem Nennwert im selben Zeitraum ab.¹⁰ Wie aus Tabelle 2 hervorgeht, stieg der durchschnittliche Euro-Banknotenwert zwischen Ende Januar 2002 (28 €) und Ende Dezember 2002 (44 €) um mehr als 50 %.¹¹ Damit lag er Ende Dezember 21 % über dem im Dezember 2000

¹⁰ Der im Dezember verzeichnete Anstieg gegenüber November hängt größtenteils mit Saisoneffekten zusammen.

¹¹ Die Zunahme des durchschnittlichen Werts der Euro-Banknoten wurde auch von der großen Menge kleiner Banknotenstückelungen beeinflusst, die in den ersten Wochen nach der Euro-Bargeldumstellung vorsorglich und aus logistischen Gründen in Umlauf gegeben wurde.

Abbildung 9
Entwicklung des Bargeldumlaufs im Euro-Währungsgebiet

(Umlauf in Mrd €, Monatsendstände)



Quelle: EZB.

verzeichneten Durchschnittswert der im Euroraum umlaufenden Vorläuferbanknoten.¹²

Der durchschnittliche Euro-Banknotenwert liegt derzeit etwas über dem im Dezember 2000 verzeichneten Durchschnittswert der niederländischen Banknoten, aber noch unter dem damaligen Durchschnittswert der DM-Banknoten. In beiden Ländern entsprach die Stückelungsstruktur weitgehend der des Euro. Der durchschnittliche Nennwert der Vorläuferbanknoten lag in Deutschland

Ende 2000 bei 49 € und in den Niederlanden bei 43 €.

Der gegenüber dem durchschnittlichen Wert der Vorläuferbanknoten höhere Durchschnittswert der Euro-Banknoten könnte auf eine strukturbedingt höhere Nachfrage nach Euro-Bargeld hindeuten, die aus der Verfügbarkeit von Banknoten mit hohem Nennwert resultiert. Dadurch könnten sich auch die Anreize zur Bargeldhortung für Wirtschaftsakteure in den Ländern verstärken, in denen solche großen Stückelungen bisher nicht existierten. Gleichzeitig dürfte jedoch ein Teil der Bargeldhorte in der Schattenwirtschaft, die durch die direkte Substitution durch verzinsliche Anlageformen oder indirekte Substitution (wie z. B. den Kauf von Luxusgütern) „gewaschen“ wurden, nicht wieder aufgebaut werden.

Darüber hinaus gibt es derzeit keine klaren Anzeichen dafür, dass im Zuge der Euro-Umstellung Bargeld in erheblichem Maße durch Kredit- und Debitkarten ersetzt wurde. Es scheint im Gegenteil so, als wäre der in den

¹² Ein derartiger Vergleich führt zu einer leichten Überzeichnung des Zuwachses des durchschnittlichen Banknotenwerts, da der nächstliegende Gegenwert einiger Banknoten der Euro-Vorläuferwährungen lediglich Euro-Münzwerten entspricht.

Tabelle 2
Euro-Banknotenumlauf im Jahr 2002

(Anzahl in Mio, Wert in Mio €; nicht saisonbereinigt)

2002								Ins- gesamt (Anzahl)	Ins- gesamt (Wert)	Durch- schnitt- licher Bank- notenwert in €
	500 €	200 €	100 €	50 €	20 €	10 €	5 €			
Jan.	61	75	364	1 417	1 962	2 000	1 922	7 800	221 489	28
Febr.	80	88	438	1 612	1 926	1 822	1 506	7 473	246 535	33
März	93	95	477	1 780	1 910	1 742	1 302	7 398	264 150	36
April	103	99	502	1 820	1 828	1 622	1 186	7 159	271 138	38
Mai	112	103	527	1 896	1 802	1 587	1 149	7 174	281 492	39
Juni	120	106	550	1 930	1 815	1 570	1 135	7 226	290 375	40
Juli	131	110	578	2 039	1 833	1 548	1 120	7 358	304 774	41
Aug.	134	110	583	2 068	1 814	1 518	1 110	7 336	307 710	42
Sept.	140	111	592	2 093	1 793	1 512	1 112	7 353	312 440	42
Okt.	147	113	606	2 143	1 802	1 523	1 115	7 448	320 875	43
Nov.	155	115	619	2 165	1 774	1 495	1 107	7 430	326 468	44
Dez.	167	121	673	2 435	1 975	1 643	1 191	8 204	358 535	44

Quelle: EZB.

ersten Januartagen 2002 verzeichnete vermehrte Einsatz von Kredit- und Debitkarten¹³ ein weitgehend vorübergehendes Phänomen gewesen.

Inwiefern sich die Euro-Bargeldeinführung auf die Nachfrage nach Banknoten für grenzüberschreitende Transaktionen ausgewirkt hat, ist noch nicht absehbar. Einerseits könnte die Einheitswährung zu einer geringeren Bargeldhaltung führen, da Reisende innerhalb des Euroraums nun nicht mehr mehrere Währungen halten und die Wechselstuben nicht mehr die zwölf Altwährungen des Euroraums bereithalten müssen. Außerdem sind die Kosten für grenzüberschreitende Transaktionen, die mittels bargeldloser Zahlungsinstrumente (wie z. B. Zahlungskarten) abgewickelt werden, niedriger. Andererseits könnten aber zum Beispiel die geringeren Gebühren für Bargeldabhebungen an ausländischen Geldautomaten dazu führen, dass Reisende innerhalb des Euroraums vermehrt bar zahlen. Allerdings könnte ein geringeres Entgelt für die grenzüberschreitende Nutzung der Geldautomaten auch eine Reduzierung der Bargeldhaltung bewirken, da bei geringeren Gebühren die Notwendigkeit sinkt, große Mengen an Bargeld zu halten.

Die Substitution von Banknoten der Euro-Vorgängerwährungen durch US-Dollar und Schweizer Franken innerhalb und außerhalb des Euroraums scheint zumeist nur ein vorübergehendes Phänomen gewesen zu sein, worauf das gedämpfte Wachstum des Bargeldumschlufs in den Vereinigten Staaten und der

rückläufige Bargeldumlauf in der Schweiz im zweiten und dritten Quartal 2002 hinweisen (siehe Abbildung 8).

Was die Nachfrage nach Euro außerhalb des Euro-Währungsgebiets betrifft, so waren für den Zeitraum bis Oktober 2002 in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets Nettokapitalabflüsse von Euro-Banknoten im Wert von rund 27 Mrd € zu verbuchen, nachdem im Dezember 2001 lediglich Euro-Banknoten im Wert von rund 5 Mrd € vorzeitig an Drittländer abgegeben worden waren. Dies deutet darauf hin, dass ein Großteil der in Drittländern gehaltenen Vorläuferbanknoten bereits durch Euro-Banknoten ersetzt wurde (siehe Kasten 3). Somit dürften die Euro-Banknoten in einigen mittel- und osteuropäischen Staaten sowie in den westlichen Balkanstaaten wohl die einstige Funktion der DM-Banknoten übernehmen. Darüber hinaus deutet die 2002 relativ schwache Entwicklung der auf Euro lautenden Einlagen in einigen Nachbarländern des Euroraums darauf hin, dass die vermehrte Substitution von Euro-Vorläuferbanknoten durch Euro-Einlagen im Jahr 2001 wohl eher einen einmaligen Charakter gehabt haben dürfte und höchstwahrscheinlich durch die relativ attraktiven Konditionen für den Umtausch von Euro-Vorläuferbanknoten gegen Euro-Banknoten bei Eröffnung eines Kontos begünstigt wurde. Letzten Endes dürften die engen Handelsbeziehungen zwischen dem Euroraum und seinen Nachbarländern sowie der EU-Beitrittsprozess die Euro-Nachfrage in diesen Ländern noch verstärken.

5 Schlussbemerkungen

Die wichtigsten Bestimmungsfaktoren der Bargeldnachfrage im Euro-Währungsgebiet sind Transaktionsvariablen (z. B. der private Verbrauch) und Komponenten, die die Opportunitätskosten der Bargeldhaltung widerspiegeln (wie z. B. die Geldmarktzinsen). Die Entwicklung des Bargeldumschlufs scheint auch von der Nachfrage nach Euro-Banknoten außerhalb des Euroraums abhängig zu sein, die wiederum von der relativen Stabili-

tät der jeweiligen Landeswährung gegenüber dem Euro abhängt. Schließlich spielen auch Faktoren wie z. B. Steuern, die Größe der Schattenwirtschaft, die zunehmende Nutzung bargeldloser Zahlungsinstrumente sowie eine Reihe von Rechtsvorschriften zur Förderung des bargeldlosen Zahlungsverkehrs eine wich-

¹³ Siehe z. B. *Europay International News*, Ausgabe 1, Januar 2002.

tige Rolle für die Entwicklung der Geldnachfrage im Euroraum.

Im Vorfeld der Bargeldumstellung nahmen die Bargeldbestände vor allem im Jahr 2001 rapide ab, was hauptsächlich auf eine Verringerung der gehorteten Banknoten zurückzuführen war. Dieser starke Rückgang der Bargeldbestände wirkte sich jedoch nur begrenzt auf die Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet aus, da er weitgehend durch Umschichtungen in andere Komponenten dieser Aggregate ausgeglichen wurde. Im ersten Jahr nach der Euro-Bargeldumstellung wurden die Bargeldbestände wieder erheblich aufgestockt, was hauptsächlich auf den Wiederaufbau von Geldhorten innerhalb und außerhalb des Euroraums zurückzuführen war. Im November 2002 lag das Niveau des Bargeldumlaufs jedoch immer noch unter dem Stand vom Jahresende 2000.

Insgesamt gesehen ist es noch zu früh, um die langfristigen Auswirkungen der Euro-Bargeldumstellung zu beurteilen. Es gibt sowohl Argumente, die für eine längerfristig steigende Nachfrage nach Euro-Bargeld sprechen, als auch Argumente für eine möglicherweise

schwächere Nachfrage. Die Tatsache, dass im Vergleich zu den meisten Vorläuferwährungen bei den Euro-Banknoten höhere Nennwerte verfügbar sind, könnte auf eine weiterhin starke oder sogar steigende Euro-Nachfrage hindeuten. Darüber hinaus dürften die immer engeren Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und seinen Nachbarländern die Nachfrage nach der Einheitswährung in den kommenden Jahren begünstigen. Gleichzeitig könnten der Euro aufgrund der niedrigeren Gebühren für Barabhebungen im Ausland zu einer zunehmenden Bargeldnutzung im Euroraum führen. Dagegen ist es auch möglich, dass die Euro-Bargeldbestände im Vergleich zu den Bargeldbeständen der Vorgängerwährungen geringer sein werden, da im Vorfeld der Euro-Bargeldumstellung wahrscheinlich einige Bargeldbestände der Schattenwirtschaft „gewaschen“ wurden. Schließlich ist auch denkbar, dass die niedrigeren Kosten für grenzüberschreitende Transaktionen mittels bargeldloser Zahlungsinstrumente wie z. B. Zahlungskarten und die Tatsache, dass eine Einheitswährung an die Stelle der zwölf nationalen Währungen getreten ist, die Bargeldnachfrage verringern.

Ziel, Konzept und Auswirkungen des CLS-Systems

Continuous Linked Settlement (CLS), ein System zur Abwicklung und Verrechnung von Devisentransaktionen, wurde am 9. September 2002 in Betrieb genommen. Das neue System unterstützt sieben Hauptwährungen, darunter Euro, US-Dollar und japanische Yen. Mit der Entwicklung des CLS-Systems reagierte der Bankensektor auf die Forderung der Zentralbanken der Zehnergruppe (G 10), das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel zu verringern. Das System ist so konzipiert, dass dieses Risiko weitgehend ausgeschaltet wird. Bei der Abwicklung von Devisengeschäften über CLS müssen die sogenannten Settlement-Members einen straffen Zeitplan einhalten, der besondere Anforderungen an das Liquiditätsmanagement stellt. CLS dürfte zudem nicht ohne Auswirkungen auf die Marktinfrastrukturen und -bedingungen bleiben. Der Euro ist im CLS-System die am zweithäufigsten verwendete Währung. Man geht davon aus, dass die über Euro-Großbetragszahlungssysteme abgewickelten Transaktionen ceteris paribus wert- und volumenmäßig zurückgehen werden. Einigen Marktteilnehmern zufolge könnte CLS die Entstehung eines Marktes für Innertagesliquidität und von zwei Preiskategorien für Devisengeschäfte auslösen. Allerdings gehen die Meinungen darüber auseinander, und es ist noch zu früh, endgültige Schlüsse zu ziehen.

I Das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel

Unter dem Erfüllungsrisiko im Devisenhandel wird allgemein das Risiko verstanden, dass eine Seite eines Devisengeschäfts die Währung, die sie verkauft, ausbezahlt, aber im Gegenzug die gekaufte Währung nicht erhält. Dieses Abwicklungsrisiko umfasst Merkmale des Kreditrisikos und des Liquiditätsrisikos. Der Geschäftspartner, der die Zahlung für die eine Seite der Devisentransaktion zuerst leistet, riskiert, dass sein Kontrahent die Währung nicht zum Fälligkeitstermin liefert (Liquiditätsrisiko). In dem Fall müsste er den fehlenden Betrag aufbringen, bis der Kontrahent seiner Zahlungsverpflichtung nachkommt. Der zuerst zahlende Geschäftspartner ist des Weiteren dem Risiko ausgesetzt, dass sein Kontrahent die zweite Seite der Transaktion überhaupt nicht erfüllt (Kreditrisiko). Damit trägt der zuerst zahlende Partner sowohl das Liquiditäts- als auch das Kreditrisiko in voller Höhe der Transaktion. Natürlich sind die Geschäftspartner einer Devisentransaktion auch anderen Risiken ausgesetzt, wie etwa dem Marktrisiko, dem operativen Risiko und dem Wiederbeschaffungsrisiko. Die risikobehafteten Beträge stellen hier jedoch jeweils nur einen Bruchteil des Gesamtwerts der Transaktion dar. Das Erfüllungsrisiko ist daher im Devisenhandel zweifellos am größten.

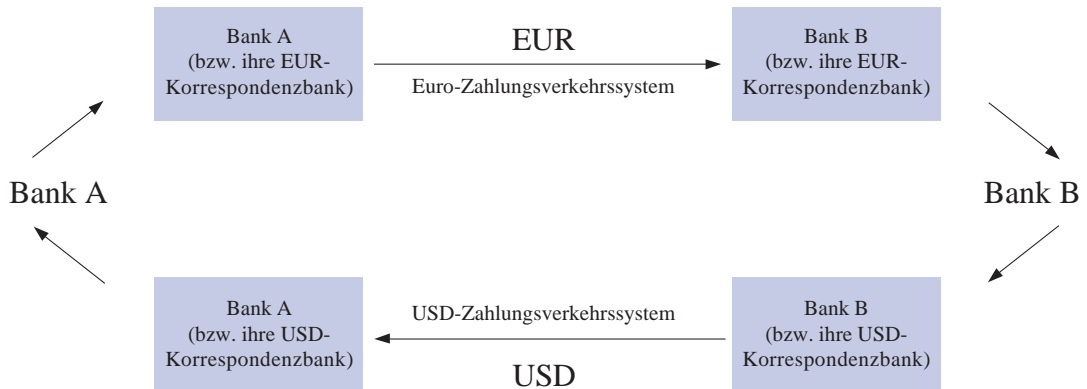
Der Zusammenbruch des deutschen Bankhauses Herstatt, das sich am Devisenmarkt

engagiert hatte, ist eines der bekanntesten Beispiele für das Wirksamwerden des Erfüllungsrisikos bei Devisengeschäften. Im Juni 1974 ordnete die deutsche Bankenaufsicht nach der Schließung des deutschen Zahlungssystems die Liquidation des Bankhauses an. Die Kontrahenten von Herstatt hatten zu diesem Zeitpunkt über das deutsche Zahlungsverkehrssystem die D-Mark-Seite ihrer USD/DEM-Transaktionen unwiderprüflich einbezahlt; nach dem Zusammenbruch des Bankhauses setzten seine Korrespondenzbanken allerdings die entsprechenden USD-Zahlungen aus, wodurch Herstatts Geschäftspartner empfindliche Verluste erlitten. Seither wird das Abwicklungsrisiko im Devisenhandel in der Literatur häufig als „Herstatt-Risiko“ bezeichnet.

Das folgende Beispiel soll die herkömmliche Abwicklung von Devisentransaktionen illustrieren: Bank A kauft von Bank B US-Dollar gegen Euro. Bank A (bzw. ihre EUR-Korrespondenzbank) wird in der Regel ihre Euro-Zahlung an Bank B (oder deren Korrespondenzbank) über ein Zahlungsverkehrssystem im Euroraum, wie etwa TARGET, das Echtzeit-Bruttosystem (RTGS-System) für den Euro, abwickeln. Ebenso wird Bank B (bzw. ihre USD-Korrespondenzbank) in den USA ihre USD-Zahlung an Bank A (oder deren Korrespondenzbank) über ein USD-Zahlungsverkehrssystem leisten. Normalerweise

Abbildung 1

Abwicklung einer Devisentransaktion über Korrespondenzbanken



erfolgen die Zahlungen in den beiden Währungen nicht zeitgleich, auch wenn sich die Betriebszeiten der Euro- und US-Dollar-Zahlungsverkehrssysteme inzwischen überschneiden. Aufgrund des Zeitunterschieds und weil in den Vereinigten Staaten Großbetragszahlungen in USD häufig gegen Ende des Geschäftstags geleistet werden, kann es passieren, dass die Gegenzahlung von Bank B erst zehn bis 15 Stunden nach der endgültigen

Abrechnung der Zahlung von Bank A erfolgt. Durch diese nicht synchrone Abwicklung der beiden Zahlungen ist in diesem Beispiel Bank A dem Risiko ausgesetzt, dass Bank B die USD-Zahlung nicht wie vereinbart tätigt. Je nachdem, welche Währungen gehandelt werden (z. B. japanische Yen und US-Dollar), können Zeitzonendifferenzen eine größere Rolle spielen.

2 Strategie der Zentralbanken zur Verringerung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel

Das enorme Volumen der täglich abgewickelten Devisentransaktionen¹ und die weltweite Verflechtung der Devisenmärkte und Zahlungsverkehrssysteme hat die Zentralbanken veranlasst, sich mit dem Erfüllungsrisiko im Devisenhandel auseinander zu setzen. In den Achtziger- und frühen Neunzigerjahren veröffentlichten die Zentralbanken der G 10 mehrere Studien und thematisierten darin eine Reihe von Fragen im Zusammenhang mit der Abwicklung von grenzüberschreitenden Zahlungen. Die Studien enthielten Empfehlungen für Mindeststandards und eine Analyse der Möglichkeiten, wie die Zentralbanken zu einer Verringerung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel beitragen könnten. Im März 1996 veröffentlichte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) einen Bericht mit dem Titel „Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions“

(den so genannten Allsopp-Report, benannt nach Peter Allsopp, dem Vorsitzenden der Lenkungsgruppe des Ausschusses für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (CPSS)). Die Autoren des Berichts analysierten insbesondere die Risiken bei der Abwicklung von Devisengeschäften und entwarfen eine Strategie zur Minderung dieser Risiken. Des Weiteren wurden eine Definition und eine Methodologie für die Messung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel entwickelt. Die in dem Bericht angeführten empirischen Studien belegten, dass das Erfüllungsrisiko für Banken bis zu zwei Geschäftstage bestehen bleiben kann (und es kann weitere ein bis

¹ Dem von der BIZ im April und Juni 2001 durchgeführten Triannual Central Bank Survey zufolge belief sich das Volumen der täglich abgewickelten Devisengeschäfte auf rund 1,2 Billionen USD. Da jede Transaktion aus zwei Teilgeschäften (eines für jede beteiligte Währung) besteht, ergibt sich ein Gesamtvolumen von 2,4 Billionen USD.

zwei Tage dauern, bis die Banken die Gewissheit haben, dass sie die gekaufte Währung auch tatsächlich erhalten haben). Außerdem kann das Ausmaß solcher offenen Positionen (selbst gegenüber nur einem einzigen Kontrahenten) in einigen Fällen das Eigenkapital der Banken übersteigen. Um diese Risiken und das ihnen innewohnende Systemrisiko zu verringern, entwarfen die Notenbanken der Zehnergruppe eine dreigleisige Strategie.

Erstens wurden auf der Mikroebene die Banken angehalten, Maßnahmen zur Risiko-steuerung im Devisenhandel durch eine Verbesserung ihrer Vorgehensweise bei der Messung und beim Management ihrer Risiken zu ergreifen. Die Banken sollten in dem Zusammenhang durch eine vermehrte Anwendung von Netting-Vereinbarungen² die Arbeitsweise in ihren Back-Office-Bereichen, ihre Korrespondenzbankgeschafte und Risikosteuerung optimieren. Zweitens wurden Branchenverbände aufgefordert, wohl durchdachte mehrwahrungsfahige Dienstleistungen zu entwickeln und damit die Bemühungen auf der Ebene der Einzelinstitute zu unterstützen. Die Zentralbanken der G 10 vertraten die Ansicht, dass bevorzugt private Unternehmen und nicht öffentliche Stellen derartige Dienstleistungen anbieten sollten; vor diesem Hintergrund ist auch die Entwicklung des CLS-Systems durch den Bankensektor zu sehen. Drittens verpflichteten sich die Zentralbanken zur Förderung des privaten Sektors in diesem Bereich. Sie einigten sich zudem darauf, die nationalen Zahlungsverkehrssysteme zu verbessern und die Anstrengungen des priva-

ten Sektors auf dem Gebiet der Risikominimierung zu unterstützen.

Die BIZ gab im Juli 1998 den Folgebericht „Reducing Foreign Exchange Settlement Risk: a Progress Report“ heraus. Darin wurden die beachtlichen Fortschritte vieler Marktteilnehmer bei ihren Bemühungen zur Verringerung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel durch verstärkte Bewusstseinsbildung im gehobenen Management und die Festlegung von Verantwortungsbereichen dokumentiert. Den Banken war es in der Tat gelungen, ihre Risiken zu senken und die Methoden zur Risikomessung zu verbessern. Branchenverbände hatten mehrwahrungsfahige Lösungen geschaffen, die zu einer Verringerung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel beitragen können, und die Zentralbanken hatten Verbesserungen an den Grobetragszahlungssystemen vorgenommen (so wurden etwa die Betriebszeiten von Zahlungsverkehrssystemen ausgeweitet, um Überschneidungen zwischen verschiedenen Zeitzonen zu gewährleisten). Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht wurde eingeladen, zur Unterstützung der Strategie der Zentralbanken der G 10 einen internationalen Leitfaden für Banken zur aufsichtlichen Behandlung und Steuerung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel im Einklang mit den Empfehlungen des Allsopp-Report zu entwickeln. Der Leitfaden „Supervisory Guidance for Managing Settlement Risk in Foreign Exchange Transactions“ wurde im September 2000 vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht veröffentlicht.

3 CLS – Eine Marktinitiative zur Verringerung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel

Im Zuge seiner Bemühungen zur Verminderung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel startete der Bankensektor eine Reihe von Initiativen. Zwei Netting-Projekte mit mehreren Währungen, ECHO und Multinet, wurden von der Branche eher reserviert aufgenommen. Mit dem Aufbau des CLS-Systems im Jahr 1997 kam es zu einer Integration von ECHO und Multinet in das neue System, da

die Banken ihre Anstrengungen auf ein einziges Projekt konzentrieren wollten, anstatt in mehrere parallele Initiativen zu investieren.

² Im Blue Book der EZB vom Juni 2001 wird Netting als eine vereinbarte Aufrechnung von Positionen oder Verpflichtungen durch Geschäftspartner oder Teilnehmer bezeichnet. Durch Netting verringere sich eine große Zahl einzelner Positionen oder Verpflichtungen auf eine kleinere Zahl von Verpflichtungen oder Positionen.

CLS im Überblick

Mit CLS leistete der Bankensektor seinen Beitrag zur Strategie der G 10, das Erfüllungsrisiko bei Devisenhandelsgeschäften zu verringern. Die Zentralbanken unterstützten die Entwicklung von CLS; im November 2002 hatten sich 67 große Finanzinstitute aus 17 Ländern dem System angeschlossen und waren CLS-Anteilseigner. 22 Banken, d. h. rund ein Drittel der Anteilseigner, sind im Euroraum ansässig. Der CLS Bank wurde 1999 in New York eine Sonder-Bankkonzession ausgestellt, die die Tätigkeitsbereiche der Bank einschränkt. Im Prinzip besteht die alleinige Aufgabe der CLS Bank in der Abwicklung von Devisengeschäften. Die Einrichtung der CLS Bank als ein auf eine bestimmte Aufgabe zugeschnittenes (monofunktionales) Institut war mitausschlaggebend für die Unterstützung durch die Zentralbanken. Somit wurde sichergestellt, dass sich die CLS Bank nicht jenen Risiken aussetzen kann, denen sich gewöhnliche Banken gegenübersehen, wenn sie Einlagen für Interbanken- oder Konsumentenkredite verwenden, und dass derartige Risiken nicht ihre Tätigkeit als Abwicklungsbank beeinträchtigen.

Das mehrwährungsfähige CLS-System soll das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel so weit ausschließen, wie dies in der Praxis möglich ist. Dieses Ziel wird durch ein straffes Risikomanagement und die Zug-um-Zug-Abwicklung („payment versus payment oder PVP“) von Devisentransaktionen in den eigenen Büchern erreicht. Bei einer Zug-um-Zug-Abwicklung werden beide Teilgeschäfte einer Devisentransaktion synchron durchgeführt. Die eine Seite des Geschäfts wird ausdrücklich nur dann abgerechnet, wenn die andere Seite ebenfalls abgewickelt wird. Die Anwendung des PVP-Prinzips bedeutet, dass die Lastschrift in der einen Währung und die Gutschrift in der anderen Währung gleichzeitig erfolgen. CLS fungiert als verläSSLicher Dritter, der gewährleistet, dass die Partner in einem Devisengeschäft entweder die Währung, die sie erwarten, auch bekommen oder in der anderen Währung bezahlt werden. Die Funktion von CLS im Abwicklungsprozess ist strikt auf

die einer Verrechnungsstelle beschränkt. Die CLS Bank wird zu keinem Zeitpunkt ein Kontrahent der Systemteilnehmer.

Am 9. September 2002 nahm CLS seinen Betrieb auf. Derzeit können Devisentransaktionen in sieben Hauptwährungen abgewickelt werden, und zwar in US-Dollar, Euro, japanischen Yen, Pfund Sterling, Schweizer Franken sowie in australischen und kanadischen Dollar. Die CLS-Teilnehmer senden ihre Einzahlungen über die RTGS-Systeme in den jeweiligen Währungsräumen an die CLS Bank, um sicherzustellen, dass diese Überweisungen sofort endgültig ausgeführt werden. Zu diesem Zweck hat die CLS Bank Konten bei den jeweiligen Zentralbanken eingerichtet. Zur Deckung von Euro-Positionen wurde ein Konto bei der EZB eröffnet; somit können Euro-Zahlungen über den EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus (ECB Payment Mechanism, EPM), die EZB-Komponente von TARGET, abgewickelt werden. Die über die RTGS-Systeme geleiteten Mittel sind Zentralbankgeld, wodurch gewährleistet wird, dass CLS-Einzahlungen weder mit Kredit- noch mit Liquiditätsrisiko behaftet sind.

Jeder Teilnehmer unterhält ein Konto in jeder zugelassenen Währung in den Büchern der CLS Bank. Da die Devisengeschäfte der Teilnehmer auf Bruttobasis abgewickelt werden, jede Transaktion also einzeln abgerechnet wird, kommt es zu keiner Aufrechnung von Teilsummen im Abwicklungsprozess. Die Teilnehmer profitieren allerdings dennoch von einem Netting-Effekt, der sich bei der Finanzierung ihrer Positionen ergibt. Die CLS Bank rechnet je Teilnehmer nur mit einer Netto-Position für alle Transaktionen in einer Währung. Da ein Teilnehmer Geschäfte in verschiedenen Währungen, mit verschiedenen Fälligkeiten und Kontrahenten abwickelt, sind die Netto-Positionen, die sich aus der Nutzung eines einzigen Abrechnungs- und Abwicklungssystems ergeben, bedeutend kleiner, als wenn mehrere Systeme bzw. Vereinbarungen genutzt würden. Wenn also etwa Bank A 100 USD gegen Euro an Bank B verkauft und 100 USD von Bank C gegen japanische Yen kauft, wird ihre USD-Position aus-

geglichen, und sie muss somit keine Zahlung in US-Dollar leisten. Infolgedessen sind die Beträge, die die Banken zur Abwicklung ihrer Devisengeschäfte überweisen müssen, bei CLS deutlich geringer als bei den herkömmlichen Abwicklungssystemen.

Aufbau des CLS-Systems

CLS basiert auf einem recht komplexen Systemkonzept. Die Teilnehmer müssen ihre in den Systemregeln festgelegten Aufgaben genauestens erfüllen, damit ein reibungsloses Funktionieren gewährleistet ist. Diese Regeln definieren auch die Risikomanagement-Merkmale des Systems, den Betriebszeitplan und die Vorgehensweise falls ein Teilnehmer nicht in der Lage ist, seine Short-Positionen zu decken.

Teilnehmerkreis

An der Abwicklung von Devisengeschäften über das CLS-System sind mehrere Parteien mit verschiedenen Funktionen beteiligt. So genannte *Settlement-Members* können Anweisungen zur Abwicklung von Devisengeschäften direkt an CLS richten. Nach Validierung dieser Zahlungsanweisungen können die Transaktionen abgewickelt werden, vorausgesetzt, sie entsprechen den Risikomanagement-Kriterien (siehe unten). *Settlement-Members* decken ihre CLS-Konten und erhalten ihnen zustehende Beträge von der CLS Bank über RTGS-Konten bei den jeweiligen Zentralbanken. Die *Settlement-Members* stellen die größte Gruppe der CLS-Teilnehmer. Sie müssen Anteilseigner der CLS Bank und in ein angemessenes Aufsichtssystem eingebunden sein sowie strenge finanzielle und operative Kriterien erfüllen. Die so genannten *User-Members* müssen ebenfalls Anteilseigner der CLS Bank sein und können Anweisungen direkt an CLS senden. Sie unterhalten jedoch keine CLS-Konten und müssen daher ihre Transaktionen über einen *Settlement-Member* abwickeln. Als *User-Member* kommen Banken infrage, die bei der Sicherstellung von Zentralbankliquidität eine weniger aktive

Rolle übernehmen wollen bzw. aufgrund der fehlenden Infrastruktur nicht in der Lage sind, diese Aufgabe zu erfüllen. Bis dato bekundeten nur einige wenige Anteilseigner ihr Interesse am Status eines *User-Member*. Sowohl *Settlement-* als auch *User-Members* können für Banken oder Firmenkunden, die nicht an CLS teilnehmen, die Abwicklung von Transaktionen über CLS übernehmen (so genannte *Third-Party-Services*).

Für Währungen, in denen *Settlement-Members* kein Zentralbankkonto unterhalten oder für die sie nicht ausreichend Liquidität bereitstellen können, haben sie die Möglichkeit, sich so genannter *Nostro-Agenten* zu bedienen. Diese können in ihrem Namen über CLS Einzahlungen vornehmen und Auszahlungen entgegennehmen. Eine japanische Bank, die im USD/JPY-Handel aktiv ist, verfügt z. B. über ausreichend Liquidität, um ihre Zahlungen in japanischen Yen zu decken. Diese Bank könnte auch in den Vereinigten Staaten stark vertreten und somit in der Lage sein, ihren Liquiditätsbedarf abzudecken. Da der Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit aber nicht auf dem Euroraum liegt, könnte der Zugang dieser Bank zu Euro-Liquidität beschränkt sein. In diesem Fall würde sich die japanische Bank ein Geldinstitut im Euroraum mit ausreichendem Zugang zu Euro-Liquidität suchen, damit ihre Euro-Zahlungen jederzeit problemlos abgewickelt werden können.

Die meisten *Nostro-Agenten* sind CLS-Anteilseigner, auch wenn sie es eigentlich nicht sein müssten. Da sie häufig für viele verschiedene *Settlement-Members* arbeiten, sind sie für das Funktionieren des CLS-Systems von großer Bedeutung. Wenn viele der *Settlement-Members*, die ihre Dienste in Anspruch nehmen, Verbindlichkeiten aufweisen, können *Nostro-Agenten* mit einem beträchtlichen Liquiditätsbedarf konfrontiert sein. Ein angemessener Zugang zu Liquidität ist für sie daher unabdingbar. Des Weiteren müssen sie über einen stabilen operativen Rahmen verfügen, da Probleme in diesem Bereich gravierende Auswirkungen auf zahlreiche *Settlement-Members* haben könnten. Die *Nostro-Agenten* sind zwar für den reibungslosen und

sicheren Ablauf zuständig, die endgültige Verantwortung für die zeitgerechte und korrekte Überweisung von Geldern an die CLS Bank tragen jedoch die Settlement-Members. Diese müssen daher über Service-Level-Agreements sicherstellen, dass die jeweiligen Nostro-Agenten ihre Dienstleistungen angemessen und zuverlässig erbringen.

Liquiditätsgebern kommt dann eine Schlüsselrolle zu, wenn ein Settlement-Member seiner Einzahlungsverpflichtung nicht nachkommt. In diesem Fall entsteht im CLS-System ein Engpass in der Währung, in der die Einzahlung nicht erfolgt ist, was Probleme bei den Auszahlungen in dieser Währung an die anderen Settlement-Members nach sich zieht. Um die Auszahlungen zur Gänze leisten zu können, wendet sich die CLS Bank in weiterer Folge an jene Liquiditätsgeber, die sich dazu verpflichtet haben, in der betroffenen Währung Liquidität bis zu einer bestimmten Höhe zur Verfügung zu stellen. Die benötigte Währung wird dabei gegen diejenigen Währungen eingetauscht, in denen der entsprechende Settlement-Member einen positiven Saldo aufweist. Da die CLS Bank bestrebt ist, in einem möglichst großen Ausmaß Liquidität von dem ausgefallenen Settlement-Member zu erhalten, um eine ordnungsgemäße Abwicklung der Transaktionen zu gewährleisten, wendet man sich erst gegen Ende des CLS-Geschäftstags an die Liquiditätsgeber. Diese sind daher gefordert, sehr rasch auf den Bedarf der CLS Bank zu reagieren. Das CLS-System benötigt in der Regel mindestens drei Liquiditätsgeber pro Währung; für kleinere Währungen können auch zwei ausreichend sein.

Wie bereits erwähnt, sind Nostro-Agenten und Liquiditätsgeber für das Funktionieren des CLS-Systems von wesentlicher Bedeutung. Sie sind verpflichtet, eine bestimmte operative Kapazität und Liquiditätsquellen zur Verfügung zu stellen, sollte es unerwartet zu einer erhöhten Liquiditätsnachfrage kommen. Die EZB verlangt aus diesen Gründen, dass Nostro-Agenten und Liquiditätsgeber für den Euro über einen direkten Zugang zu TARGET verfügen und uneingeschränkter Zugang zu Innertages- und Übernachtskrediten des

Eurosystems haben. Diesen Voraussetzungen werden nur im Euroraum ansässige Institute gerecht.

CLS und Risikomanagement

Ziel des CLS-Systems ist die Ausschaltung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel. Um ein angemessenes Gleichgewicht zwischen Kreditrisiko und Liquiditätsrisiko auf der einen sowie Abwicklungseffizienz³ auf der anderen Seite zu erlangen, ist es CLS-Teilnehmern gestattet, Verbindlichkeiten aufzubauen, allerdings nur unter der Voraussetzung, dass diese stets durch entsprechende Guthaben in anderen Währungen „besichert“ sind. In das System wurden einige Funktionen eingebaut, die ein adäquates Risikomanagement ermöglichen. Jede Transaktion wird auf drei verschiedene Risikomanagement-Kriterien geprüft; die Abwicklung erfolgt nur, wenn ein Geschäft allen Kriterien entspricht.

Erstens gibt es eine Obergrenze für den Soll-Saldo, den ein Settlement-Member in einer Währung aufweisen darf. Diese Obergrenze wird als „Short-Position-Limit“ bezeichnet und variiert von Währung zu Währung, ist aber innerhalb jeder einzelnen Währung für alle Settlement-Members gleich. Für den Euro gilt ein Short-Position-Limit von 1 Mrd €. Die Höhe dieser Obergrenze ist von der Liquiditätsmenge abhängig, die von den Liquiditätsgebern in der jeweiligen Währung vereinbarungsgemäß zur Verfügung gestellt werden muss; sie wurde so gewählt, dass auch beim Ausfall des Teilnehmers mit den höchsten Verbindlichkeiten in dieser Währung noch ausreichend Liquidität vorhanden ist. Für den Euro gibt es vier Liquiditätsgeber, die jeweils bis zu 500 Mio € bereitstellen würden. Sollte ein Settlement-Member, der gleichzeitig auch Euro-Liquiditätsgeber ist, eine Short-Position von

³ Wäre ein Guthaben in den jeweiligen Währungen eine bindende Voraussetzung für die Abwicklung jeder Transaktion, bestünde im CLS-System überhaupt kein Kreditrisiko. Dadurch würde allerdings die Nachfrage nach Liquidität in diesen Währungen bei weitem zeitkritischer und die Abwicklungseffizienz des Systems erheblich geringer. Außerdem wäre der Ausfall einer Einzahlung durch einen Teilnehmer folgenschwerer.

1 Mrd € aufweisen und seine Einzahlungen nicht tätigen können, würden sich die Euro-Liquiditätsfazilitäten immer noch auf 1,5 Mrd € belaufen und somit den fehlenden Betrag um 500 Mio € übersteigen.

Zweitens gibt es eine Obergrenze für einen negativen Gesamtsaldo, d. h. die Verbindlichkeiten in allen Währungen zusammengenommen, den ein Settlement-Member aufweisen darf. Dieses „Aggregate-Short-Position-Limit“ wird für jeden Settlement-Member gemäß seinem Bestand an Tier-I-Kapital und seinem kurzfristigen Rating individuell festgelegt. Je größer das Eigenkapitalvolumen und je besser das kurzfristige Rating, desto höher ist auch dieses Limit. Der negative Gesamtsaldo eines Settlement-Member darf umgerechnet maximal 1,5 Mrd USD betragen.

Drittens sind alle Settlement-Members verpflichtet, auf ihren CLS-Konten stets einen *positiven Gesamtsaldo* auszuweisen. Diese Auflage ergibt sich automatisch aus der Tatsache, dass die CLS Bank ihren Settlement-Members keinen Kredit gewähren darf. Um das CLS-System nicht dem Marktrisiko auszusetzen (d. h. dem Risiko, dass Guthaben, die die CLS Bank in einer Währung als Besicherung für die auf eine andere Währung lautenden Verbindlichkeiten eines Settlement-Member hält, infolge von Kursschwankungen an Wert verlieren), werden von den Forderungen und Verbindlichkeiten auf allen CLS-Konten Sicherheitsabschläge vorgenommen.

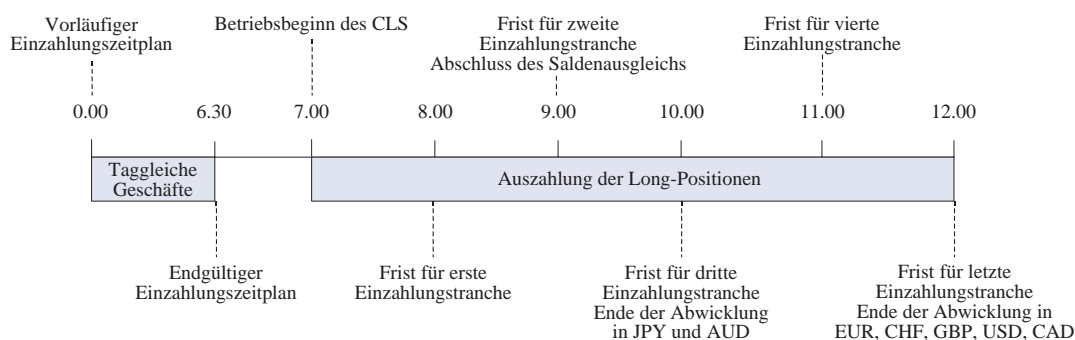
CLS-Zeitplan für einen Geschäftstag

Der CLS-Zeitplan ist sehr straff organisiert. Die Settlement-Members müssen dementsprechend die Einzahlungen für ihre Devisentransaktionen (die von einer beträchtlichen Höhe sein können) in einem engen Zeitrahmen und innerhalb vorgegebener Fristen leisten. Der Zeitplan kommt den europäischen Settlement-Members etwas mehr entgegen, da CLS dann in Betrieb ist (zwischen 7.00 Uhr und 12.00 Uhr MEZ), wenn die europäischen Finanzmärkte geöffnet sind und reichlich Liquidität zur Verfügung steht. Im asiatisch-pazifischen Raum ist CLS erst spät am Geschäftstag verfügbar (und schließt in Australien – bei Normalzeit in der nördlichen Hemisphäre – um 20.00 Uhr Ortszeit), in Nordamerika fällt die Betriebszeit in die Nachtstunden (von 1.00 Uhr bis 6.00 Uhr an der Ostküste).

Im Allgemeinen nehmen die Settlement-Members Einzahlungen auf die Zentralbankkonten der CLS Bank zuerst in denjenigen Währungen vor, in denen sie unter dem Strich eine Short-Position aufweisen. Nach Erhalt dieser Einzahlungen beginnt das CLS-System mit dem Abwicklungsprozess in den eigenen Büchern. Wenn der Abwicklungsvorgang ausreichend fortgeschritten ist und für die Abrechnung keine Liquidität mehr benötigt wird, tätigt die CLS Bank von ihren Zentralbankkonten die Auszahlungen in jenen Währungen, in denen der Settlement-Member insgesamt eine Long-Position hat. Abbildung 2 stellt detailliert den Abwicklungsverlauf an einem gewöhnlichen Geschäftstag dar:

Abbildung 2

Der CLS-Tagesplan (Zeitangaben: MEZ)



Kasten I

Beispiel für den Einzahlungszeitplan eines Settlement-Member

Der in CLS erstellte Einzahlungszeitplan für jeden Settlement-Member basiert auf den Positionen, die sich voraussichtlich nach der Verrechnung all seiner Geschäfte ergeben. In dem vorliegenden Beispiel errechnen sich für den Settlement-Member Long-Positionen (d. h. Auszahlungen) in CAD, JPY, CHF und GBP sowie Short-Positionen (d. h. Einzahlungen) in AUD, EUR und USD. Das CLS-System teilt die Short-Positionen in mehrere Tranchen, die zu den jeweiligen Einzahlungsterminen beglichen werden müssen.

Einzahlungszeitplan für einen einzelnen Settlement-Member (kumulative Mengenangaben in Mio für jede Währung)						
	Erwartete Netto-Position	um 8 Uhr MEZ	um 9 Uhr MEZ	um 10 Uhr MEZ	um 11 Uhr MEZ	um 12 Uhr MEZ
AUD	-300	-100	-250	-300	-300	-300
CAD	400	0	0	0	0	0
EUR	-500	-100	-280	-300	-400	-500
JPY	200 000	0	0	0	0	0
CHF	3 000	0	0	0	0	0
GBP	800	0	0	0	0	0
USD	-4 500	-900	-3 800	-3 800	-4 200	-4 500

Bei den Einzahlungen wird die Tatsache berücksichtigt, dass alle Zahlungen in den asiatisch-pazifischen Währungen bis 10.00 Uhr MEZ getätigt werden müssen, weil die lokalen RTGS-Systeme bald danach schließen. Deshalb müssen im vorliegenden Beispiel die AUD-Einzahlungen zu diesem Zeitpunkt abgeschlossen sein. Den Risikomanagement-Regeln des CLS-Systems entsprechend sind die Teilzahlungen nicht gleich groß. Dies bedeutet, dass Einzahlungen so berechnet werden müssen, dass alle Transaktionen bis 9.00 Uhr MEZ abgewickelt werden. Damit die Short-Position-Limits in jeder Währung, das Aggregate-Short-Position-Limit und der positive Gesamtsaldo dieses Settlement-Member stets eingehalten werden können, fällt die USD-Einzahlungstranche um 9.00 Uhr MEZ ziemlich groß aus. Bis 10.00 Uhr MEZ müssen ausreichend Mittel eingehen, damit die CLS Bank die JPY-Auszahlungen abschließen kann.

Die Settlement-Members senden die Anweisungen für ihre Devisentransaktionen vor dem eigentlichen Valutatag an die CLS Bank. Das CLS-System gleicht die Aufträge der beiden Geschäftspartner miteinander ab und berechnet auf der Basis der abwicklungsfähigen Anweisungen die Long- bzw. Short-Positionen der Settlement-Members in den sieben zugelassenen Währungen. Um 24.00 Uhr MEZ wird in CLS für jeden Settlement-Member ein vorläufiger Einzahlungszeitplan (siehe Kasten I; Beispiel für den Einzahlungszeitplan eines Settlement-Member) mit den voraussichtlichen Positionen und Einzahlungen in jeder Währung erstellt; diese Zeitpläne werden an die Settlement-Members geschickt.

Nach 24.00 Uhr MEZ können sich Settlement-Members bilateral auf weitere am selben Tag

abzuwickelnde Transaktionen bzw. auf die Stornierung von Geschäften, die zuvor avisiert wurden, verständigen. Solche Transaktionen dienen in erster Linie der Senkung des notwendigen Einzahlungsvolumens, was die Tatsache widerspiegelt, dass so genannte „In/Out-Swaps“ (siehe Kasten 2) derzeit die häufigste Form von taggleichen Geschäften sind. Um 6.30 Uhr MEZ gibt die CLS Bank einen endgültigen Einzahlungszeitplan heraus, in dem die seit der Bekanntgabe des vorläufigen Einzahlungsplans vereinbarten Transaktionen berücksichtigt sind. Der endgültige Zeitplan gibt die Mindestdeckung an, für die die Settlement-Members in jeder Währung bis zu einem bestimmten Zeitpunkt sorgen müssen.

Um 7.00 Uhr MEZ nimmt das CLS-System seinen Tagesbetrieb auf. Die Settlement-Members beginnen mit ihren Einzahlungen,

und die CLS Bank startet den Abwicklungsvorgang; dabei müssen stets die im vorhergehenden Abschnitt erläuterten Risikomanagement-Regeln eingehalten werden. Der Einzahlungszeitplan ist so gestaltet, dass alle Transaktionen bis 9.00 Uhr MEZ abgewickelt werden können. Die restliche Zeit bis zum Betriebsende des CLS-Systems wird dazu genutzt, die ausstehenden Zahlungen in den Währungen, in denen Settlement-Members eine Short-Position aufweisen, und die entsprechenden Auszahlungen zu leisten.

Im Gegensatz zu den Einzahlungen, die zu vorgegebenen Terminen erfolgen müssen, leistet die CLS Bank Auszahlungen nicht nach einem fixen Zeitplan. Die Long-Positionen

werden so rasch wie möglich ausbezahlt, allerdings nur, wenn das Zentralbankkonto der CLS Bank in der jeweiligen Währung ein ausreichend großes Guthaben aufweist. Da die RTGS-Systeme im asiatisch-pazifischen Raum als erste schließen, erfolgen die Auszahlungen in diesen Währungen zuerst. Darüber hinaus werden große Positionen vor kleineren Positionen ausbezahlt. Auszahlungen können nur dann geleistet werden, wenn Settlement-Members nach der Auszahlung weiterhin einen positiven Gesamtsaldo aufweisen. Mithilfe eines Algorithmus werden die Auszahlungen so berechnet, dass es in den jeweiligen RTGS-Systemen zu einem möglichst geringen Abzug von Liquidität kommt.

Kasten 2

Vor- und Nachteile von In/Out-Swaps

Die Einzahlungen der Settlement-Members in das CLS-System sind äußerst zeitkritisch und können fallweise ein großes Volumen erreichen. In Kasten 1 wurde anhand eines Beispiels dargelegt, dass ein Settlement-Member bis 9.00 Uhr MEZ (bzw. 3.00 Uhr nachts an der amerikanischen Ostküste) 3,8 Mrd USD einzahlen müsste. Zur Minderung dieses zeitkritischen Liquiditätsbedarfs haben die Banken ein automatisiertes Instrument für den Austausch von CLS-Positionen gegen Positionen außerhalb des CLS-Systems entwickelt. Die Banken kaufen die Währung, in der sie im CLS-System eine beträchtliche Short-Position haben (z. B. USD) und verkaufen eine Währung, in der sie eine Long-Position im CLS-System haben (z. B. CHF). Zu diesem Zweck müssen sie einen Settlement-Member in der genau umgekehrten Situation finden, mit dem sie eine am selben Tag über CLS abzuwickelnde Devisentransaktion vereinbaren. Da sich durch diese Transaktion die Devisenpositionen beider Banken verändern, wickeln die beiden Settlement-Member das Geschäft außerhalb des CLS-Systems taggleich genau umgekehrt ab (in dem hier beschriebenen Fall würde der erste Settlement-Member von dem zweiten Settlement-Member am Markt, also nicht über CLS, CHF gegen USD kaufen). Diese als In/Out-Swaps bezeichneten Transaktionen haben für Settlement-Members den Vorteil, dass sie den gesamten Geschäftstag zur Beschaffung von ausreichend Liquidität für diese ausgesprochen hohe Zahlung zur Verfügung haben. Für den Teil des Swaps außerhalb des CLS-Systems gehen sie allerdings wieder ein Erfüllungsrisiko ein. Die EZB ist sich dessen bewusst, dass In/Out-Swaps in der Anfangsphase des CLS-Systems für die Banken ein praktisches Instrument des Liquiditätsmanagements darstellen; man geht aber davon aus, dass nach einer angemessenen Gewöhnungszeit und sobald ein entsprechendes Volumen erreicht wird, das den Banken ermöglicht, einen hohen Netto-Finanzierungsnutzen aus dem System zu ziehen, immer weniger darauf zurückgegriffen wird.

Nicht alle Settlement-Members setzen In/Out-Swaps ein. Es ist erst zu einem sehr späten Zeitpunkt möglich, dieses Instrument zu nutzen (und zwar zwischen der Bekanntgabe des vorläufigen und des endgültigen Einzahlungszeitplans), und außerdem sind zur Abwicklung gewisse Investitions- und operative Kapazitäten nötig (eine Bank muss praktisch 24 Stunden am Tag tätig sein). Einige Settlement-Members haben aus diesem Grund eine Alternative entwickelt: Sie geben ihre CLS-Positionen in den verschiedenen Währungen einen Tag vor der Abwicklung auf einem Reuters-Schirm bekannt und versuchen, Wege zur Senkung ihres Liquiditätsbedarfs am Abwicklungstag zu finden (z. B. definitive Käufe bzw. Verkäufe, Termingeschäfte oder Swaps).

Nach dem Eingang aller Zahlungen gemäß dem Einzahlungszeitplan leistet die CLS Bank kurz nach 10.00 Uhr MEZ unmittelbar vor Betriebsschluss der betroffenen RTGS-Systeme die Auszahlungen in JPY und AUD. Short-Positionen in europäischen und nordamerikanischen Währungen können bis 12.00 Uhr MEZ gedeckt werden; die letzten CLS-Auszahlungen sollten bald danach abgeschlossen werden.

Ausfallmanagement im CLS-System

Im CLS-System wurden mehrere Verfahren implementiert, die sicherstellen, dass die eingereichten Transaktionen vollständig abgewickelt werden und die Settlement-Members die Währung bereits über das System abgewickelter Transaktionen erhalten, auch wenn ein Settlement-Member seinen Einzahlungsverpflichtungen nicht nachkommt.

Verabsäumt es ein Settlement-Member, seine erste Einzahlungstranche zu leisten, sendet die CLS Bank unmittelbar nach der 8.00-Uhr-Frist (MEZ) eine Aufforderung, den entsprechenden Betrag auf das CLS-Konto einzuzahlen („pay-in call for account value“). Gleichzeitig werden Auszahlungen von dem Konto des betreffenden Settlement-Member vorübergehend ausgesetzt, bis das Minus ausgeglichen ist. Sollte dieser Ausfall einer Einzahlung dazu führen, dass einige Transaktionen in der Abwicklungswarteschlange nicht bis zur 9.00-Uhr-Frist (MEZ) abgerechnet werden können, fordert die CLS Bank jene (nicht ausgefallenen) Settlement-Members, deren Aufträge noch nicht vollständig abgewickelt wurden, zur Einzahlung auf („pay-in calls for settlement“). Wenn Settlement-Members, kurz bevor das System für eine Währung schließt (also um 10.00 Uhr MEZ für die asiatisch-pazifischen Währungen und um 12.00 Uhr MEZ für die europäischen und nordamerikanischen Währungen), noch immer Verbindlichkeiten aufweisen, sendet die CLS Bank eine Einzahlungsaufforderung mit dem Hinweis auf den Betriebsschluss an all jene Settlement-Members („pay-in call for

currency close“). Kommen die Settlement-Members dieser Aufforderung nicht nach, versucht die CLS Bank die Liquiditätsgeber für die betreffende Währung, diese gegen irgendeine andere Währung auf den CLS-Konten zu tauschen. Soweit der CLS Bank Liquidität zur Verfügung gestellt wird, schließt sie mit der Überweisung aller noch offenen Beträge an die Settlement-Members die Auszahlungen ab. Am nächsten Tag kehrt die CLS Bank den Swap mit dem Liquiditätsgeber um, und der ausgefallene Settlement-Member muss die Kosten dieser Transaktion tragen (und eine Strafzahlung leisten).

Der Ausfall von mehreren Settlement-Members oder Liquiditätsgebern wäre ein Extremfall, in dem die mit den Liquiditätsgebern vereinbarten Fazilitäten möglicherweise nicht für alle Auszahlungen reichen. Dann kann sich die CLS Bank entweder über vorher nicht fixierte Kreditlinien, die sie mit einigen Instituten vereinbart hat, finanzieren, die Auszahlungen in anderen Währungen, die sie ihren Zentralbankkonten entnimmt, leisten oder die Salden auf den nächsten Geschäftstag übertragen und sie an dem Tag gegen die benötigten Währungen tauschen.

Verlustaufteilung

Zu Verlusten kann es im CLS-System nur dann kommen, wenn ein Settlement-Member ausfällt und der Kurs der Währungen fällt, in denen der ausgefallene Teilnehmer Forderungen hält. Wie bereits erwähnt, verwendet die CLS Bank die Guthaben eines Settlement-Member in einer Währung, um damit dessen Verbindlichkeiten in einer anderen Währung zu besichern. Sollte der Kurs der Währung, in der das Guthaben gehalten wird, unter das Niveau der Sicherheitsabschläge auf die Währung der Verbindlichkeiten rutschen, könnte die Besicherungswährung für die Glattstellung der Position nicht mehr ausreichen. Daraus resultierende Verluste würden an jene Settlement-Members weitergegeben, die mit dem Settlement-Member am Tag seines Ausfalls Geschäfte gemacht haben.

4 CLS und die Rolle der Zentralbanken

Von Beginn der CLS-Initiative im Jahr 1997 an waren die Zentralbanken in den Aufbau des Systems eingebunden. Schließlich reagierte der Bankensektor mit dem System auf die Zielsetzung der Zentralbanken, das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel zu reduzieren. Die Initiatoren und Entwickler von CLS würdigten die Kommentare und Anregungen der Zentralbanken der Zehnergruppe in der gesamten Aufbauphase des Systems, während die Zentralbank-Gouverneure der G 10 ihrerseits die Initiative öffentlich unterstützten. Konkret sind die Zentralbanken stark in zwei Bereiche eingebunden: Erstens sind sie für die Überwachung des CLS-Systems zuständig, und zweitens erbringen sie Verrechnungs- und Abwicklungsdienstleistungen im Rahmen des Systems.

Die Zentralbanken untersuchen derzeit auch, ob eine Verwendung von CLS für ihre eigenen Devisengeschäfte ebenfalls anzuraten ist.

Die gemeinsame Systemaufsicht durch die Zentralbanken der Zehnergruppe

Die CLS-Systemaufsicht entspricht den Vorgaben für grenzüberschreitende Mehrwährungs-Systeme im Lamfalussy-Bericht.⁴ Da die CLS Bank ihren Sitz in den Vereinigten Staaten hat, ist die Federal Reserve hauptverantwortlich für die Aufsicht. Die US-Notenbank arbeitet auch mit den Zentralbanken der anderen Länder, deren Währungen am CLS-System teilnehmen, und mit den Zentralbanken der Länder, in denen Settlement-Members ihren Sitz haben, zusammen. Im Rahmen ihrer Aufsichtsfunktion für den Euro hat die EZB die Risiken untersucht, die aus der Teilnahme des Euro am CLS-System erwachsen. Gemeinsam mit den für die anderen teilnehmenden Währungen zuständigen Zentralbanken analysierte die EZB das CLS-System im Hinblick auf die im Lamfalussy-Bericht festgelegten Standards. Darüber hinaus wurden die speziell für den Euroraum entstehenden Risiken untersucht. Die EZB kam zu dem Schluss, dass Euro-Devisentransaktionen mit dem CLS-System sicher und

effizient abgewickelt werden können und dass das System kein unverhältnismäßiges Risiko für den Euro-Geldmarkt und die Euro-Zahlungsverkehrssysteme darstellt. Folglich gab die EZB ihre Zustimmung zur Aufnahme des Euro in die Liste der am CLS-System teilnehmenden Währungen. Die für die anderen teilnehmenden Währungen zuständigen Zentralbanken kamen zu ähnlichen Schlussfolgerungen, und somit konnte die Federal Reserve letztendlich den Startschuss für die Inbetriebnahme von CLS geben.

Operative Einbindung der Zentralbanken

Die Zentralbanken nehmen neben ihrer Aufsichtsfunktion auch operative Aufgaben im CLS-System wahr. Sie erbringen Verrechnungs- und in den meisten Fällen auch Abwicklungsdienstleistungen für CLS. So hat die EZB ein Kundenkonto für die CLS Bank eingerichtet, und sowohl Einzahlungen von als auch Auszahlungen an Settlement-Members werden über den EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus und in weiterer Folge über TARGET abgewickelt. Angesichts der Tatsache, dass CLS-Zahlungen ausgesprochen zeitkritisch sind, hat das Eurosystem seine Notfallverfahren für TARGET verbessert, um für mögliche operative Ausfallszenarien gerüstet zu sein. Die für die anderen teilnehmenden Währungen zuständigen Zentralbanken ergriffen ähnliche Maßnahmen. Die vom Eurosystem und dem europäischen Bankensektor im Februar 2001 herausgegebenen „Recommendations for CLS payments in euro“ sollen dazu beitragen, im Fall von operativen Problemen Systemrisiken zu vermeiden. Diesen rechtlich nicht bindenden Empfehlungen zufolge sollen die Banken ihre CLS-Zahlungen früh genug leisten und bei Auftreten operativer Probleme bereit sein, die Anzahl solcher Zahlungen zu reduzieren. Das Eurosystem ist bemüht, die Banken bei

⁴ Bericht des Ausschusses für Interbank-Netting-Systeme der Zentralbanken der Zehnergruppe („Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries“), BIZ, Basel, November 1990.

der Problemlösung im Zusammenhang mit CLS-Zahlungsanweisungen zu unterstützen. Auf Basis der Empfehlungen wurden die ver-

besserten TARGET-Notfallverfahren in Zusammenarbeit mit dem europäischen Bankensektor im Echtbetrieb erfolgreich getestet.

5 Voraussichtliche Auswirkungen auf den Euro-Markt

Die EZB ging in ihrem aufsichtsrechtlichen Genehmigungsverfahren für das CLS-System insbesondere auf seine Auswirkungen auf die Euro-Märkte ein. Man kam zu dem Schluss, dass CLS das Liquiditätsmanagement der Banken zwar vor neue Herausforderungen stellen würde, dass die Banken aber insgesamt in der Lage sein sollten, ihre Positionen sowohl unter normalen Bedingungen als auch im Fall von nicht erfolgten Einzahlungen eines Teilnehmers zu disponieren. Eine Analyse der Auswirkungen auf die Liquidität im Euro-Großzahlungsverkehr zeigte, dass es vermutlich in allen Systemen zu einer Verminderung der Beträge und Volumina kommen würde.

Im Folgenden sollen diese Analysen unter Einbeziehung erster Erfahrungswerte mit CLS-Transaktionen im Echtbetrieb genauer be-

leuchtet werden. Die Untersuchung basiert auf von CLS zur Verfügung gestellten Informationen und wurde mit im Euroraum ansässigen CLS-Anteilseignern eingehend erörtert.

Die Rolle des Euro im CLS-System

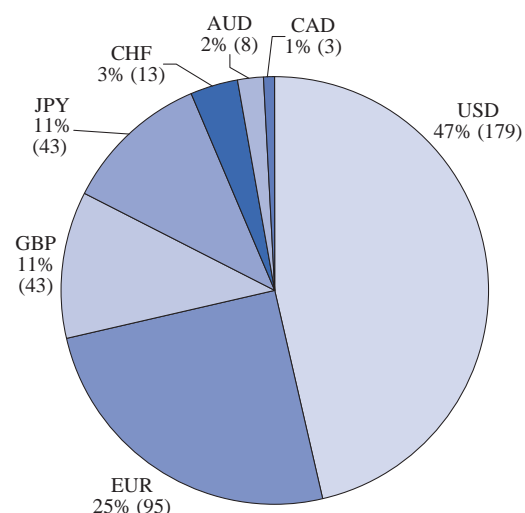
Die Settlement-Members trugen durch eine rasche Steigerung der Anzahl und des Werts der über das System abgewickelten Devisentransaktionen zur erfolgreichen Inbetriebnahme von CLS bei. Im November 2002 betrug der Wert der täglich über die CLS Bank abgewickelten Devisengeschäfte rund 192 Mrd USD. Gemessen am geschätzten täglichen Umsatz am gesamten Devisenmarkt (1,2 Billionen USD im April 2001) entspricht dieser Wert etwa 16 % des gesamten Devisenhandelsvolumens.

Der Euro ist mit einem Anteil von 25 % an allen Devisentransaktionen die am zweithäufigsten verwendete Währung im CLS-System (Stand November 2002); der Anteil des US-Dollar beläuft sich auf 47 %.

Abbildung 3

Werte der über CLS abgewickelten Transaktionen nach Währung im November 2002 ¹⁾

(Anteile in %, durchschnittliche Tageswerte umgerechnet in Mrd USD)



¹⁾ Der Wert der abgewickelten Transaktionen in jeder Währung verdoppelt sich, da jedes Geschäft aus zwei Seiten (einem Teilgeschäft pro Währung) besteht.

Auswirkungen auf Großzahlungssysteme

Die EZB hat die wahrscheinlichen mittelfristigen Auswirkungen von CLS auf die Anzahl und den Wert der über die einzelnen Euro-Großzahlungssysteme abgewickelten Transaktionen analysiert. Die Ergebnisse der Untersuchungen haben gezeigt, dass TARGET und Euro I am häufigsten für die Abwicklung von Devisentransaktion in Euro genutzt werden. Vor der Inbetriebnahme von CLS liefen wertmäßig geschätzte 62 % aller Euro-Devisengeschäfte über TARGET und 32 % über Euro I; die restlichen 6 % wurden über kleinere Euro-Großzahlungssysteme abgewickelt.

Nach Angaben der CLS-Settlement-Members dürfte der Wert der Euro-Devisengeschäfte, die sie täglich über CLS abwickeln wollen, mittelfristig etwa 271 Mrd € erreichen. Dies entspräche wertmäßig rund 55 % des gesamten Devisenhandelsvolumens in Euro (welches auf 495 Mrd € im Jahr 2001 geschätzt wird). Unter der Annahme, dass die Abwicklung von Devisengeschäften praktisch zu gleichen Teilen von TARGET und Euro 1 auf CLS übergehen würde, ließe sich die Reduktion der Transaktionen über die beiden erstgenannten Systeme grob schätzen. Demzufolge würde der Wert der jeweils über TARGET bzw. Euro 1 abgewickelten Zahlungen mittelfristig um maximal 185 Mrd € bzw. 77 Mrd € pro Tag abnehmen (dies käme einem Rückgang um 12 % bzw. 37 % gleich). Gemessen an der Menge der Zahlungen wäre die Abnahme weniger ausgeprägt (ein Minus von ca. 13 000 oder 5 % für TARGET und ein Minus von 10 000 oder 9 % für Euro 1).

In Tabelle I werden die geschätzten Auswirkungen von CLS auf die beiden wichtigsten Euro-Großzahlungssysteme dargestellt. Die mittelfristige Annahme basiert auf dem Szenario, dass CLS bei der Abwicklung von Devisentransaktionen einen Marktanteil von 55 % hat; die maximalen Auswirkungen werden unter der Annahme erreicht, dass sämtliche Euro-Devisengeschäfte über CLS abgewickelt werden. Bis zu welchem Grad der von CLS verursachte Rückgang an Wert und Vo-

lumen durch andere Faktoren ausgeglichen wird, ist noch nicht absehbar.

Im November 2002 betrug der Wert der über CLS abgewickelten Euro-Devisentransaktionen 96 Mrd € (dies entspricht einem Drittel der mittelfristigen Schätzung). Folglich haben sich die Auswirkungen von CLS auf Euro-Großzahlungssysteme bis dato eher in Grenzen gehalten. Längerfristig sollten Anzahl und Wert der Zahlungen aber aufgrund einer stärkeren Nutzung des CLS-Systems durch die Settlement-Members und des Hinzukommens neuer Settlement-Members und Third-Parties sowie weiterer Währungen deutlicher zurückgehen.

Auswirkungen auf das Liquiditätsmanagement der Banken

Wenn die Banken weniger Zahlungen über Euro-Großzahlungssysteme leisten müssen, werden Zahlungskapazitäten freigesetzt und der allgemeine Liquiditätsbedarf reduziert. Ungeachtet der kleiner gewordenen Nominalbeträge der Zahlungen, die zur Abwicklung von Devisengeschäften gemacht werden müssen, sind die oft unvorhergesehen hohen Zahlungen an CLS allerdings vormittags (MEZ) zu genau festgelegten Zeiten zu tätigen. Derzeit sind die Banken in der Lage, im Vergleich zum Wert der von ihnen über Echtzeit-Bruttosysteme geleisteten Zahlungen mit

Tabelle I

Die Auswirkungen von CLS auf den Wert und das Volumen der täglich abgewickelten Transaktionen über TARGET und Euro 1

	Wert der täglich geleisteten Zahlungen		Anzahl der täglich geleisteten Zahlungen	
	TARGET	Euro 1	TARGET	Euro 1
	Mrd EUR	Mrd EUR	Tsd	Tsd
Umsatz	1 485	208	264	114
Absoluter Umsatzrückgang				
Mittelfristige Schätzung	185	77	13	10
Maximale Auswirkung	338	140	41	30
	%	%	%	%
Relativer Umsatzrückgang				
Mittelfristige Schätzung	12	37	5	9
Maximale Auswirkung	23	67	15	26

relativ geringen Liquiditätsmengen zu operieren, indem sie ihre ausgehenden Zahlungen mit den von anderen Banken eingehenden Zahlungen synchronisieren. Im CLS-System haben die Banken nicht mehr die Möglichkeit, Eingangszahlungen zur Finanzierung ihrer CLS-Einzahlungen abzuwarten; die Einführung zeitlich gestaffelter Zahlungen („timed payments“) im CLS-System stellt für viele Banken eine neue Herausforderung im Bereich des Liquiditätsmanagements dar.

Des Weiteren kennen die Settlement-Members bis zum Beginn des Abwicklungstags nicht die exakte Höhe ihrer Einzahlungen, auch wenn sie ihren wahrscheinlichen Einzahlungsbedarf abschätzen können. Während die Liquiditätserfordernisse also im Allgemeinen sinken dürften, kann das aktuelle Niveau zeitweise überschritten werden. Ein sorgsames Liquiditätsmanagement und die genaue Überwachung ihrer Positionen sind daher für die Banken unerlässlich.

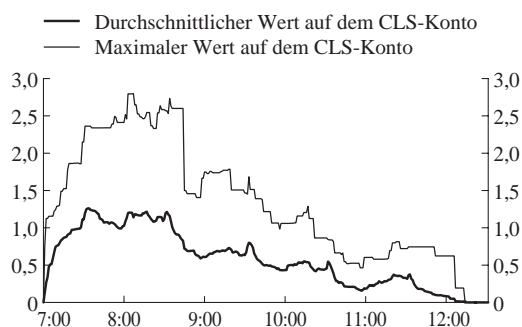
Von der CLS Bank durchgeführte Simulationen vor der Inbetriebnahme des Systems zeigten, dass sich die täglichen Einzahlungserfordernisse in Euro auf durchschnittlich 15,6 Mrd € (zwischen 10,0 Mrd € und 22,7 Mrd € an einzelnen Tagen) beliefen. Unter Ausnutzung von In/Out-Swaps ließe sich der Wert der benötigten Einzahlungen auf rund 4,7 Mrd € verringern. Im November 2002 betragen die Einzahlungen im Durchschnitt 4,1 Mrd €.

Die Liquiditätsmenge, die im CLS-System an einem Tag auf den CLS-Konten gehalten wird, war ein weiterer in der Entwicklungsphase analysierter Aspekt. Aufgrund der Tatsache, dass die CLS Bank die Einzahlungen zur Finanzierung von Short-Positionen erhält, bevor sie die Auszahlung der Long-Positionen vornimmt, ist eine gewisse Menge an Euro-Liquidität auf dem CLS-Konto im EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus blockiert. In CLS-Simulationen verblieben zwischen 7.30 Uhr und 10.00 Uhr MEZ durchschnittlich nur 500 Mio € auf dem Konto der CLS Bank im EPM. Im Vergleich zu der in TARGET verfügbaren Liquidität ist dies kein sehr

Abbildung 4

Auf dem CLS-Konto gehaltene Mittel in Euro im November 2002

(Wert, Mrd €)



hoher Betrag; daher ist auch nicht davon auszugehen, dass das allgemeine Liquiditätsniveau von TARGET merklich beeinträchtigt wird. In Abbildung 4 ist der durchschnittliche Saldo auf dem CLS-Euro-Konto im November 2002 dargestellt. Die auf dem CLS-Konto gehaltene Liquidität ist etwas höher als erwartet. Im Durchschnitt belief sich der tägliche Saldo zwischen 7.30 Uhr und 10.00 Uhr MEZ auf 919 Mio €. Der höchste im November verzeichnete Saldo betrug 2,8 Mrd €.

Auswirkungen von nicht getätigten Einzahlungen

Bevor die EZB ihre Zustimmung zum Start des CLS-Systems gab, stellte sie Untersuchungen über die Konsequenzen für den Fall an, dass ein Settlement-Member seinen vereinbarten Einzahlungen in das CLS-System nicht nachkommt. Der Einhaltung von Standard IV im Lamfalussy-Bericht wurde hierbei besondere Aufmerksamkeit gewidmet; dieser besagt, dass das System den Abschluss des Saldenausgleichs auch dann gewährleisten muss, wenn der Teilnehmer mit der größten Einzelverbindlichkeit diese nicht decken kann. Die EZB kam zu dem Schluss, dass das CLS-System diesen Standard erfüllt. Die verfügbaren Risikomanagement-Instrumente würden die Auswirkungen eines solchen Ausfalls auf das gesamte System weitgehend abfedern.

Der Ausfall der Einzahlungen eines Teilnehmers hätte aber nach den Erkenntnissen der

EZB vermutlich zur Folge, dass eine beträchtliche Zahl an Transaktionen mit dem betreffenden Teilnehmer nicht abgewickelt werden könnte. Zusätzlich würde eine kleine Anzahl von Settlement-Members das CLS-System gelegentlich mit großen Mengen zusätzlicher Liquidität versorgen müssen, damit alle Transaktionen zwischen nicht ausgefallenen Teilnehmern geschlossen werden können.

Seit Aufnahme des CLS-Echtbetriebs kam es zu keinen Zwischenfällen, die die reibungslose Abwicklung von Devisengeschäften gestört hätten.

Mögliche Auswirkungen auf die Marktstruktur

Da das CLS-System erst seit wenigen Monaten in Betrieb ist, können seine Auswirkungen auf die Marktstruktur derzeit noch nicht voll abgeschätzt werden. Eine Reihe von Fragen im Zusammenhang mit den möglichen Implikationen von CLS wurde allerdings bereits in einschlägigen Branchenforen diskutiert.

Devisentransaktionen über CLS unterliegen praktisch keinem Erfüllungsrisiko. Hätte dieses Risiko einen Preis, könnte man sagen, dass die Abwicklung via CLS „billiger“ als über herkömmliche Systeme ist. Die Spannen zwischen Kauf- und Verkaufspreisen könnten für über CLS abgewickelte Transaktionen durchaus kleiner sein als für Geschäfte über die traditionellen Wege. Ob sich zwei Preiskategorien für Devisengeschäfte herausbilden werden, bleibt jedoch abzuwarten.

Da Mittel, die früh am Tag eingehen, für die Abwicklung von Zahlungen später am Tag verwendet werden können, hat Innertagesliquidität einen gewissen Wert. Der Preis von

Krediten basiert aber nach wie vor auf Wertstellungstagen, und einen Markt für Liquidität, die am selben Tag zurückgezahlt wird, gibt es nicht. Derzeit ist der vom Eurosystem vergebene Innertageskredit gegen zugelassene Sicherheiten die wichtigste Quelle für Innertagesliquidität in Euro. Die Sicherheiten für einen Zentralbank-Kredit können nirgends anders verwendet werden (z. B. für Wertpapierleihgeschäfte); daher sind mit der Verwendung von Sicherheiten Opportunitätskosten verbunden. Seit dem Start von CLS hat der Bedarf an Liquidität lediglich zu bestimmten Zeiten an einem Geschäftstag zugenommen. Dies könnte der Auslöser für die Entstehung eines Marktes für Innertagesgeld werden. Allerdings sollte nicht vergessen werden, dass es keine Anzeichen für die Notwendigkeit eines solchen Marktes gibt, da die Zentralbanken Innertageskredite derzeit zinsfrei anbieten. Zudem würden die operativen Kosten für die Schaffung eines Marktes für Innertagesliquidität vermutlich die gegenwärtigen Opportunitätskosten von Sicherheiten übersteigen.

Die Möglichkeit, sich Zentralbankliquidität gegen Sicherheiten in Fremdwährungen zu beschaffen, ist ein weiteres Thema, das durch CLS aktuell und bereits intensiv mit der Bankenwirtschaft diskutiert wurde. Eine derartige Fazilität – auch als „cross-border collateral pool (CCP)“ bezeichnet – würde die Möglichkeiten der Banken erweitern, Innertageskredite in Fremdwährungen aufzunehmen. Der genaue Nutzen und die Kosten sowie die nötige Beteiligung der Zentralbanken an der Schaffung einer geeigneten Infrastruktur sind derzeit noch Gegenstand von Diskussionen. Zur Analyse dieser Themen wurde im privaten Sektor eine CCP Task Force ins Leben gerufen; Anfang 2003 soll sie erste Vorschläge präsentieren.

6 Schlussbemerkungen

Mit der Entwicklung von CLS reagierte der Bankensektor auf die Bemühungen der Zentralbanken der Zehnergruppe, das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel zu verringern. Diese Notenbanken waren von Beginn an eng in die CLS-Initiative eingebunden. Nachdem die zuständigen Zentralbanken ihre Zustimmung für die Aufnahme ihrer jeweiligen Währungen in das CLS-System gegeben hatten und die Federal Reserve in ihrer Funktion als hauptverantwortliche Aufsichtsinstanz ebenfalls ihre Zustimmung erteilt hatte, ging das CLS-System im September 2002 in Echtbetrieb.

Über CLS abgewickelte Devisengeschäfte sind praktisch keinem Erfüllungsrisiko ausgesetzt. Allerdings stellt das neue Abwicklungssystem die Banken vor andere Herausforderungen, vor allem im Bereich des Liquiditäts-

managements. CLS verknüpft zudem die Abwicklungsinfrastrukturen der Länder der teilnehmenden Währungen enger miteinander. Dies impliziert aber auch, dass Probleme in einem Land rasch auf die Systeme anderer Länder übergreifen können. Die in das CLS-System eingebauten Risikomanagement-Instrumente sollten allerdings ausreichen, um solche Effekte auffangen zu können.

CLS ist erst seit ein paar Monaten in Betrieb. Die Zahl der Settlement-Members ist ebenso wie der Umsatz noch im Steigen begriffen. Die EZB wird eine eingehendere Analyse der Auswirkungen von CLS auf die betroffenen Parteien, die Euro-Zahlungsverkehrssysteme und die Marktstrukturen im Allgemeinen vornehmen, sobald entsprechende Erfahrungswerte und Statistiken über CLS-Operationen vorliegen.