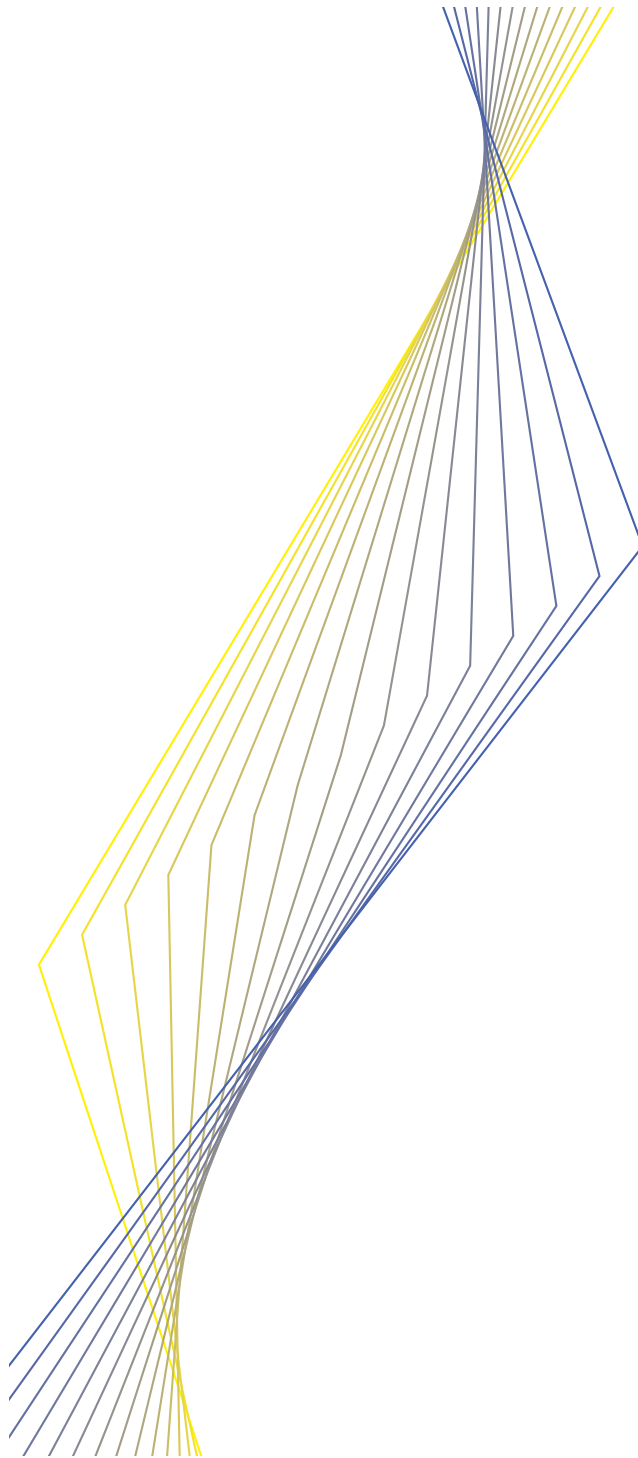




EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Januar 2000

© Europäische Zentralbank, 1999

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

Übersetzt und gedruckt im Auftrag der Deutschen Bundesbank und der Oesterreichischen Nationalbank.

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

Für die Erstellung dieses Monatsberichts ist das EZB-Direktorium verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht.

Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Photokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.

Der Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 4. Januar 2000.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	22
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	25
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	32
Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach Einführung des Euro: Wesentliche Merkmale und Veränderungen in der Finanzstruktur	37
Währungsreserven und Devisengeschäfte des Eurosystems	55
Statistik des Euro-Währungsgebiets	I*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	53*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	59*

Abkürzungen

Länder

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

Sonstige

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

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

Auf seinen Sitzungen am 15. Dezember 1999 und 5. Januar 2000 beschloß der EZB-Rat nach sorgfältiger Prüfung der monetären und wirtschaftlichen Entwicklungen sowie ihrer Auswirkungen auf die künftigen Risiken für die Preisstabilität, die Zinssätze für das geldpolitische Instrumentarium des Eurosystems unverändert zu lassen. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurde somit bei 3,0 % belassen, während die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität weiterhin 4,0 % bzw. 2,0 % betragen. Darüber hinaus nahm der EZB-Rat bei seiner Sitzung am 5. Januar 2000 zur Kenntnis, daß die Umstellung auf das Jahr 2000 an den Finanzmärkten des Euro-Währungsgebiets reibungslos verlaufen war. Dies war das Ergebnis sowohl rechtzeitiger Vorbereitungen des Banken- und Finanzsektors als auch der vom Eurosystem getroffenen Vorsichtsmaßnahmen, zu denen auch eine reichliche Liquiditätsversorgung am Geldmarkt um den Jahrtausendwechsel zählte. Zum Zeitpunkt der Marktöffnung am 3. Januar 2000 bestanden die Risikoprämien, die mit den Bedenken der Finanzmarktteilnehmer hinsichtlich der Umstellung auf das Jahr 2000 zusammenhängen und die Zinssätze in den letzten Monaten beeinflusst hatten, nicht mehr.

Die monetären Daten für November 1999 zeigen an, daß sich die seit Anfang 1999 schrittweise steigende Tendenz des M3-Wachstums fortgesetzt hat. Der jüngste Dreimonatsdurchschnitt des Jahreswachstums von M3 (für den Zeitraum von September bis November 1999) betrug 6,0 % und hat sich damit gegenüber dem für den vorhergehenden Dreimonatszeitraum bis Oktober 1999 verzeichneten (revidierten) Wert von 5,9 % leicht erhöht. Das Wachstum von M3 lag also weiterhin rund 1 ½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4 ½ %. Die liquidesten Komponenten von M3 setzten ihr relativ kräftiges jährliches Wachstum fort, allerdings in einem langsameren Tempo als in den vorangegangenen Monaten. Zusammen mit der anhaltenden starken Ausweitung der Kreditvergabe an den privaten Sektor, die sich auf rund 10 % beläuft, deutet dies darauf hin, daß die Liquiditätslage im Eurogebiet weiterhin recht großzügig blieb.

An den Finanzmärkten zogen die langfristigen Zinssätze von Ende November 1999 bis zum 4. Januar 2000 um fast 40 Basispunkte an, teilweise im Gleichschritt mit den Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten, aber auch als Reaktion auf die positiven Meldungen zur Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet, welche die Einschätzung einer anhaltenden Konjunkturerholung bekräftigten. Der deutliche Anstieg der Aktienkurse im letzten Quartal 1999 deutet trotz der teilweisen Umkehrung Anfang Januar 2000 ebenfalls auf Erwartungen verbesserter Konjunkturperspektiven für das Euro-Währungsgebiet hin.

Das reale BIP-Wachstum gewinnt weltweit weiter an Dynamik. Die Prognosen für das Wachstum von Weltproduktion und -handel sind kürzlich nach oben revidiert worden. Außerhalb des Eurogebiets ist dies nicht nur auf das anhaltend starke Wachstum der US-Wirtschaft, sondern auch auf die erwartete allgemeine Zunahme des Produktionswachstums in anderen Industrieländern und die kräftige Erholung in den asiatischen Schwellenländern zurückzuführen. In Japan sind die jüngsten Signale hinsichtlich der Stärke der Konjunkturerholung jedoch uneinheitlicher.

Die jüngsten Entwicklungen bezüglich der Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet haben ebenfalls zu den verbesserten Aussichten für die Weltwirtschaft beigetragen. Den Eurostat-Schätzungen zum realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet zufolge beschleunigte sich die Wirtschaftstätigkeit im dritten Quartal 1999 erheblich. Die Umfragedaten für die Industrie signalisieren ein auch im letzten Quartal 1999 fortgesetztes kräftiges Produktionswachstum. Insgesamt gesehen weisen die verfügbaren Indikatoren auf ein verbessertes Geschäftsklima hin. Außerdem deutet das hohe Niveau des Verbrauchervertrauens auf ein nachhaltiges Wachstum des Privaten Verbrauchs hin, der zudem von der anhaltenden Beschäftigungsausweitung profitieren dürfte.

Die jährliche Preissteigerungsrate gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex

(HVPI) erhöhte sich im November 1999 leicht um 0,2 Prozentpunkte auf 1,6 %. Hierzu trug unter anderem ein weiterer Anstieg der Jahresrate der Energiepreiskomponente des HVPI bei. Die Gesamtentwicklung des HVPI wurde im November ebenfalls durch einen Anstieg der Zwölfmonatsrate der Preise für Dienstleistungen beeinflusst, der möglicherweise jedoch nur vorübergehend ist. Die jährliche Veränderungsrate des HVPI ohne Energiepreise und saisonabhängige Nahrungsmittel stieg im November leicht auf 1,0 %.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro blieb im Dezember 1999 weitgehend unverändert und stieg Anfang Januar 2000 leicht an. Infolge des vorangegangenen Rückgangs des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro und des Anstiegs der Ölpreise im Jahr 1999 haben sich die Importkosten für das Euro-Währungsgebiet erhöht. Dies hat unter anderem zu einem kurzfristigen Aufwärtsdruck auf die Energiepreiskomponente des HVPI und möglicherweise auch auf die Preise für Vorleistungsgüter geführt. Die bisherigen Entwicklungen des Wechselkurses und der Ölpreise werden einige Schwankungen in der Datenreihe der jährlichen Steigerungsrate des HVPI im Jahr 2000 mit sich bringen, die aber teilweise mit Basiseffekten zusammenhängen. Wenn diese Faktoren in nächster Zeit keinen weiteren Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben, dürfte der Anstieg des HVPI im Vorjahrsvergleich Anfang 2000 einen Höchststand erreichen und danach zurückgehen. Daher sollte eine ausschließlich mit dieser Entwicklung zusammenhängende Aufwärtsbewegung der jährlichen Steigerungsrate des HVPI in den nächsten Monaten keinen Grund zur Beunruhigung hinsichtlich einer anhaltend höheren Inflation darstellen. Die Ri-

siken für die Preisstabilität über die mittlere Frist hängen vor allem davon ab, wie die Löhne auf diese kurzfristigen Entwicklungen der Verbraucherpreise reagieren.

Insgesamt bestätigen die jüngsten Daten die frühere Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat. Die monetären Daten bis einschließlich November 1999 haben bestätigt, daß die Liquiditätsversorgung großzügig bleibt. Der Anstieg der Ölpreise und der Rückgang des Wechselkurses des Euro im Jahr 1999 werden sich auf die kurzfristigen Aussichten für die Preisentwicklung auswirken. Hinsichtlich der mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität ist es entscheidend, daß der gegenwärtige Aufwärtstrend bei den Verbraucherpreisen nicht zu einem allgemeinen Inflationsdruck führt und insbesondere keine Zweitrundeneffekte wie beispielsweise überhöhte Lohnforderungen hervorbringt. Vor diesem Hintergrund bleibt der EZB-Rat weiterhin sowohl zuversichtlich als auch wachsam.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Artikel. Der erste Artikel mit dem Titel „Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach Einführung des Euro: Wesentliche Merkmale und Veränderungen in der Finanzstruktur“ untersucht die wesentlichen strukturellen Merkmale der Wirtschaft des Eurogebiets ein Jahr nach dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion, wobei er sich insbesondere mit den Veränderungen in der Finanzstruktur des Eurogebiets im Jahr 1999 befaßt. Der zweite Artikel informiert über die Währungsreserven und Devisengeschäfte des Eurosystems.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklungen

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

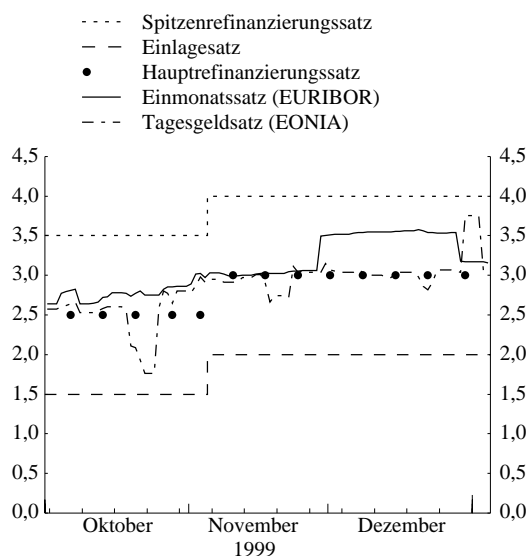
In seinen Sitzungen am 15. Dezember 1999 und 5. Januar 2000 beschloß der EZB-Rat, die Leitzinsen unverändert zu lassen. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems blieb daher bei 3,0 %, und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden bei 4,0 % bzw. 2,0 % belassen (siehe Abbildung 1).

Weiter kräftiges M3-Wachstum im November

Im November 1999 erhöhte sich das Wachstum des weit gefaßten Geldmengenaggregats M3 auf eine Jahresrate von 6,2 %, gegenüber 5,8 % im Vormonat (dieser Wert wurde von 6,0 % nach unten korrigiert). Der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 für den Zeitraum von September bis November 1999 war mit 6,0 % geringfügig höher als im Zeitraum von August bis Oktober 1999 (für den dieser Wert von zuvor 6,0 % auf 5,9 % nach unten revidiert wurde); er lag damit rund 1 ½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4 ½ %.

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

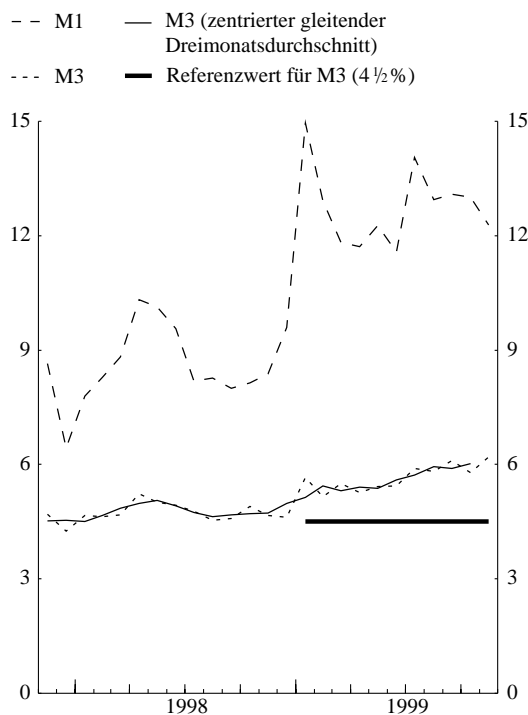
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 2
Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Die Jahreswachstumsrate von M3 spiegelte weiterhin teilweise den ungewöhnlich starken Anstieg der täglich fälligen Einlagen im Januar 1999 wider, der im Februar nur zum Teil rückgängig gemacht wurde. Sie war aber auch das Ergebnis einer anhaltenden monetären Expansion in den Folgemonaten. Dies kommt auch in der saisonbereinigten und auf Jahresrate hochgerechneten Neunmonatsrate von M3 von 5,9 % für den Zeitraum von März bis November, die nicht von der Volatilität zu Beginn des Jahres 1999 beeinflusst wurde, zum Ausdruck. Wie aus Abbildung 2 ersichtlich ist, haben sich die Zwölfmonatsraten von M3 im Verlauf des Jahres 1999 der Tendenz nach allmählich vom Referenzwert entfernt.

Auf der Basis nicht saisonbereinigter monatlicher Veränderungen stieg die Geldmenge M3 im November um 47 Mrd €; rund die Hälfte dieses Anstiegs war auf saisonale Einflüsse

Tabelle I

Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)

	Nov. 1999	Sept. 1999		Okt. 1999		Nov. 1999		Sept. bis Nov. 1999	
	Bestand	Veränderung		Veränderung		Veränderung		Durchschnittliche	
	Mrd EUR	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%
M3	4 689,0	27,4	0,6	18,1	0,4	24,2	0,5	23,2	0,5
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 907,4	12,4	0,7	8,4	0,4	4,5	0,2	8,4	0,4
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 120,5	4,4	0,2	4,9	0,2	0,3	0,0	3,2	0,1
Börsenfähige Papiere (= M3 - M2)	661,1	10,6	1,7	4,8	0,8	19,4	3,0	11,6	1,8

Quelle: EZB.

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

zurückzuführen. Saisonbereinigt belief sich der Zuwachs im November 1999 gegenüber Oktober 1999 auf 24 Mrd € oder 0,5 % (siehe Tabelle I). In der saisonbereinigten Expansion von M3 spiegelte sich die Zunahme der M1-Komponenten (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) und der marktfähigen Papiere wider. Die saisonbereinigte monatliche Veränderung von M1 betrug 5 Mrd € oder 0,2 %, und die der marktfähigen Papiere 19 Mrd € oder 3,0 %. Der ausstehende Betrag an sonstigen kurzfristigen Einlagen blieb weitgehend unverändert.

Das Wachstum des Bargeldumlaufs hat sich im November 1999 leicht auf eine Jahresrate von 5,3 % gegenüber 5,5 % im Oktober abgeschwächt. Die Vorjahrsrate der täglich fälligen Einlagen ist stärker zurückgegangen (von 14,8 % im Oktober auf 13,9 % im November). Die geringere Nachfrage nach den liquiden M3-Komponenten im November dürfte zumindest teilweise auf dem Anstieg der kurzfristigen Marktzinsen nach Ende September beruhen, durch den sich die Opportunitätskosten dieser liquiden Instrumente tendenziell erhöhten. Infolge der genannten Entwicklungen verlangsamte sich das Wachstum von M1 im November auf eine Jahresrate von 12,3 %, verglichen mit 13,0 % im Oktober. Gleichwohl ist dieses eng gefaßte Geldmengenaggregat im Vorjahrsvergleich nach wie vor kräftig gewachsen, was wohl mit dem

bereits erwähnten Wachstumssprung der täglich fälligen Einlagen zum Jahresbeginn 1999 sowie den 1999 relativ niedrigen Kurzfristzinsen und der anhaltenden Konjunkturbelebung in der EWU zusammenhing.

Der Zuwachs bei den kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) fiel im November mit einer Jahresrate von 1,8 % ebenfalls geringer aus als im Vormonat (2,4 %). Die Wachstumsabschwächung dieser M3-Komponente war zum einen auf einen ausgeprägten Rückgang der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (2,5 % im November gegenüber 2,0 % im Oktober) und zum anderen auf ein im Vergleich zum Vorjahr langsames Wachstum der Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (5,0 % gegenüber 5,6 % im Vormonat) zurückzuführen. Die zunehmende Differenz zwischen den kurzfristigen Marktzinsen und den Zinsen für diese Einlagen bei Banken im Oktober und November hat vielleicht zeitweise zu einer gewissen Umschichtung in kurzfristige Wertpapiere, und dabei auch in solche, die in M3 erfaßt sind, geführt. Im Vorjahrsvergleich ist die Ausweitung des mittleren Geldmengenaggregats M2, das den Bargeldumlauf und alle kurzfristigen Einlagen umfaßt, deutlich zurückgegangen (von 7,1 % im Oktober auf 6,5 % im November).

Im Gegensatz hierzu hat die Nachfrage nach den in M3 erfaßten marktfähigen Papieren merklich zugenommen. Im November betrug das Wachstum dieser Komponente gegenüber dem Vorjahr 4,0 % – der höchste Wert in den vergangenen zwölf Monaten –, während im Vormonat noch ein Rückgang von 2,2 % zu verzeichnen war. Ausschlaggebend für diesen Anstieg der Vorjahrsrate war eine sehr ausgeprägte Zunahme gegenüber dem Vormonat im November (siehe Tabelle 1), zu der alle in dieser M3-Komponente enthaltenen Instrumente beigetragen haben. Spürbar beschleunigt hat sich das Wachstum im Vorjahrsvergleich sowohl bei den Geldmarktfondsanteilen und Geldmarktpapieren (von 13,8 % im Oktober auf 17,7 % im November) als auch bei den Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren (9,4 % gegenüber 6,8 % im Oktober). Außerdem sind die Rückkaufsvereinbarungen im Vorjahrsvergleich weniger stark zurückgegangen (um 20,2 % gegenüber 28,3 % im Vormonat). Die stärkere Nachfrage nach den in M3 einbezogenen marktfähigen Papieren dürfte wie erwähnt mit dem jüngsten Anstieg der kurzfristigen Marktzinsen in Zusammenhang stehen. Gleichzeitig gibt es Anzeichen dafür, daß das stärkere Wachstum der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere im November teilweise auf Käufe durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen war. Das Geldmengenaggregat M3 bezieht sich zwar nur auf die Geldbestände von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets, es ist statistisch jedoch nicht möglich, die von MFIs begebenen marktfähigen Wertpapiere in den Händen Gebietsfremder gesondert auszuweisen. Deshalb scheint bei der Interpretation des starken Wachstums der marktfähigen Papiere im November Vorsicht angezeigt.

Weiterhin kräftiges Wachstum der Direktkredite an den privaten Sektor

Von den Gegenposten von M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors her betrachtet, hat sich das Wachstumstempo der gesamten Ausleihungen der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im November 1999

in Vorjahrsraten gemessen von 8,0 % im Oktober auf 8,5 % beschleunigt. Maßgeblich hierfür war sowohl ein stärkeres Wachstum der Kredite an den privaten als auch an den öffentlichen Sektor. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor übertraf ihr Vorjahrsniveau im November um 11,0 % (verglichen mit 10,5 % im Oktober). Dies war allerdings hauptsächlich einer stärkeren Aufstockung der MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors (ohne Aktien) zuzuschreiben (die im November gegenüber dem Vorjahr um 8,4 % zunahm, verglichen mit 1,6 % im Oktober) und nur zu einem geringen Teil auf eine stärkere Expansion der Kredite an private Haushalte und Unternehmen zurückzuführen (mit einer Jahreswachstumsrate von 10,1 % im November, verglichen mit 9,9 % im Vormonat). Bei den MFI-Beständen an Aktien und sonstigen Dividendenwerten hat sich der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr zwar etwas verringert, war aber (mit rund 27 %) nach wie vor kräftig.

Im Herbst 1999 hätten die höheren Kreditzinsen der Banken – für sich genommen – die Kreditnachfrage dämpfen müssen. Andere Faktoren wirkten jedoch in die entgegengesetzte Richtung. Insbesondere die wirtschaftliche Erholung und die günstigen Konjunkturaussichten, die regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten in der EWU und die steigenden Immobilienpreise in einigen EWU-Ländern dürften zum kräftigen Wachstum der Kredite an private Haushalte und Unternehmen beigetragen haben. Wie in Kasten 1 dargelegt wird, war die starke Expansion der Kreditgewährung an den privaten Sektor im dritten Quartal 1999 breit fundiert und bei den längerfristigen Wohnungsbaukrediten an private Haushalte sowie den kurz- und mittelfristigen Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften besonders ausgeprägt.

Die Kredite an die öffentlichen Haushalte übertrafen im November ihren entsprechenden Vorjahrsstand um 1,8 %, verglichen mit 1,3 % im Oktober. Diese Zunahme war vor allem auf ein stärkeres Wachstum der Direktkredite an die öffentlichen Haushalte zurückzuführen.

Kasten I

Die Struktur der Kredite der MFIs an den nichtfinanziellen Sektor im dritten Quartal 1999

Nunmehr liegen vollständige Quartalsangaben zu den Krediten der MFIs an den nichtfinanziellen Sektor, aufgegliedert nach Schuldnergruppen, Kreditarten und Ursprungslaufzeiten, für den Zeitraum vom ersten Quartal 1998 bis zum dritten Quartal 1999 vor (siehe Tabelle 2.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Wie bereits in der Vergangenheit dargelegt (siehe Kasten 1 auf Seite 10 in der Monatsberichtsausgabe vom Oktober 1999), sind die in diesem Kasten ausgewiesenen Jahreswachstumsraten nicht unmittelbar mit den im Hauptteil des Monatsberichts angegebenen Wachstumsraten der MFI-Kredite insgesamt vergleichbar. Sie sind insbesondere nicht um nicht transaktionsbedingte Wertveränderungen bereinigt, wengleich in der untenstehenden Tabelle einigen Umgruppierungen Rechnung getragen wurde. Ferner können die statistischen Verzerrungen bei den verschiedenen Schuldnergruppen, Kreditarten und Ursprungslaufzeiten unterschiedlich stark ausfallen, so daß Vergleiche zwischen den einzelnen Kategorien nur bedingt möglich sind. Daher sollten die ausgewiesenen Angaben mit Vorsicht interpretiert werden. Es werden bereits Anstrengungen unternommen, die Qualität dieser Quartalszahlen sowie ihre Vergleichbarkeit mit den Monatsangaben zu den Krediten zu verbessern.

Zum Ende des dritten Quartals 1999 entfielen 94 % der ausstehenden Kredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet auf den nichtfinanziellen Sektor (die restlichen 6 % entfielen auf Kredite an Versicherungsunternehmen, Pensionskassen und sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute). Der Anteil der Kredite an private Haushalte (einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck) betrug 46 % der gesamten an den nichtfinanziellen Sektor vergebenen Kredite. Die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und die Ausleihungen an öffentliche Haushalte beliefen sich auf 40 % bzw. 14 % des Gesamtvolumens der Kredite an den nichtfinanziellen Sektor. Bei Betrachtung der Aufgliederung nach Ursprungslaufzeiten fällt auf, daß der Großteil (80 %) der Kredite an private Haushalte eine Ursprungslaufzeit von mehr als fünf Jahren aufwies. Drei Viertel dieser langfristigen Kredite an private Haushalte dienten dem Bau bzw. Erwerb von Wohnimmobilien. Die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als fünf Jahren bzw. von bis zu einem Jahr beliefen sich auf 49 % bzw. 35 % der gesamten an diesen Sektor der Schuldnergruppen vergebenen Kredite. 90 % der Kredite an Länder und Gemeinden hatten eine Ursprungslaufzeit von mehr als fünf Jahren. (Für Kredite an Zentralstaaten ist keine Aufgliederung nach Laufzeiten verfügbar.)

Die untenstehende Tabelle zeigt die Bestände sowie die Jahreswachstumsraten der Kredite der MFIs an den nichtfinanziellen Sektor (ausgenommen private Organisationen ohne Erwerbszweck). Die Jahreswachstumsrate der Kredite an private Haushalte blieb im dritten Quartal 1999 mit 9,7 % weitgehend unverändert. Hinter dieser insgesamt zu beobachtenden Stabilität verbargen sich eine Verringerung der Wachstumsrate der Konsumentenkredite (die allerdings insbesondere bei den mittelfristigen Laufzeiten von mehr als einem Jahr und bis zu fünf Jahren hoch blieb) sowie ein leichter Anstieg der Zuwachsrate für Wohnungsbaukredite in Zusammenhang mit den steigenden Hypothekenzinsen (siehe Tabelle 3.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Letztere lagen allerdings im historischen Vergleich weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Ferner war die verstärkte Tendenz der privaten Haushalte, Wohnungsbaukredite aufzunehmen, vor dem Hintergrund steigender Immobilienpreise in einigen EWU-Staaten zu sehen.

Die Jahreswachstumsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ging von 8,1 % im zweiten Quartal 1999 auf 7,0 % im dritten Quartal 1999 zurück. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie ein Rückgang der Wachstumsrate bei den Krediten mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als fünf Jahren (von 8,2 % im zweiten Quartal auf 6,0 % im dritten Quartal 1999), während die Ausweitung der kurzfristigen Kredite (d. h. der Kredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr) nahezu unverändert blieb und die der mittelfristigen Kredite (d. h. der Kredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr und bis zu fünf Jahren) etwas stärker ausfiel. Die weiterhin rasche Ausweitung der kurz- und mittelfristigen Unternehmenskredite stand möglicherweise unter dem Einfluß der anhaltenden konjunkturellen Erholung und der stärkeren Fusions- und Übernahmetätigkeit im Eurogebiet, während die geringere Zunahme der längerfristigen Kredite auf die höheren Kreditzinsen der Banken zurückzuführen sein dürfte (siehe Tabelle 3.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Der Bestand der Kredite an öffentliche Haushalte blieb im dritten Quartal 1999 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum weitgehend unverändert. Die Jahreswachstumsrate der Kredite an öffentliche Haushalte ging von 1,3 % im zweiten Quartal 1999 auf 0,2 % zurück. Hierin schlugen sich ein stärkerer Rückgang der Kredite an Zentralstaaten (um 4,9 % im dritten Quartal, nach 2,3 % im zweiten Quartal), eine moderatere Ausweitung der Kredite an die Länder und eine deutlich geringere Wachstumsrate der Kredite an Sozialversicherungen nieder. Die Wachstumsrate der Kredite an Gemeinden kehrte sich dagegen um und wies ein positives Vorzeichen auf.

Kredite der MFIs an den nichtfinanziellen Sektor nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten ¹⁾

(Bestände in Mrd EUR; Jahreswachstumsrate in %)

Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Private Haushalte ²⁾									Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ²⁾				
		Konsumentenkredite ³⁾			Wohnungsbaukredite ³⁾			Sonstige Kredite		Bis zu einem Jahr	Mehr als ein Jahr bis zu fünf Jahren	Mehr als fünf Jahre		
		Bis zu einem Jahr	Mehr als ein Jahr bis zu fünf Jahren	Mehr als fünf Jahre	Bis zu einem Jahr	Mehr als ein Jahr bis zu fünf Jahren	Mehr als fünf Jahre							
Bestände ⁴⁾ 1999 Q3	2 642	435	85	154	195	1 636	19	67	1 550	571	2 338	829	364	1 145
Jahreswachstumsrate 1999 Q2	9,6	10,1	9,0	13,3	8,5	10,1	13,4	-2,8	10,5	8,5	8,1	9,0	7,5	8,2
Q3	9,7	8,3	6,5	11,4	7,1	10,4	11,8	-2,7	10,8	9,1	7,0	8,8	8,1	6,0

Kredite an öffentliche Haushalte

	Öffentliche Haushalte												
		Zentralstaaten ²⁾	Sonstige öffentliche Haushalte									Sozialversicherung ²⁾	
			Länder ²⁾			Gemeinden ²⁾				Bis zu einem Jahr	Mehr als ein Jahr bis zu fünf Jahren		Mehr als fünf Jahre
			Bis zu einem Jahr	Mehr als ein Jahr bis zu fünf Jahren	Mehr als fünf Jahre	Bis zu einem Jahr	Mehr als ein Jahr bis zu fünf Jahren	Mehr als fünf Jahre					
Bestände ⁴⁾ 1999 Q3		830	206	279	11	21	247	328	19	11	298	18	
Jahreswachstumsrate 1999 Q2		1,3	-2,3	2,9	35,3	-2,1	2,1	-2,1	1,0	-79,8	15,0	203,5	
Q3		0,2	-4,9	2,2	37,2	5,7	0,9	1,1	7,9	-78,9	16,4	18,4	

Quelle: EZB.

1) Die Wachstumsraten werden anhand der Bestandsveränderungen berechnet. Sie lassen sich nicht aus den in Tabelle 2.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts enthaltenen Bestandsdaten ableiten, da sie um einige zu Beginn der dritten Stufe der WWU vorgenommene Umgruppierungen bereinigt wurden.

2) Entsprechend der Abgrenzung nach dem ESVG 95.

3) Die Abgrenzung der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

4) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Bei den übrigen Gegenposten von M3 stieg die Vorjahrsrate der längerfristigen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors von 6,9 % im Oktober auf 7,2 % im November. Ausschlaggebend hierfür war hauptsächlich eine stärkere Nachfrage nach Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren, deren Zuwachs gegenüber dem Vorjahr sich von 4,1 % im Oktober auf 5,5 % vergrößerte. Auch Kapital und Rücklagen wuchsen im November stärker;

erhöhten sich binnen Jahresfrist um 9,1 %, verglichen mit 8,6 % im Oktober. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren lagen dagegen im November um 8,8 % über ihrem Vorjahrsstand, verglichen mit 9,3 % im Vormonat. Für die niedrigere Jahreswachstumsrate dieser Schuldverschreibungen dürften teilweise auch Basiseffekte im Zusammenhang mit der stark schwankenden Nachfrage nach die-

Tabelle 2**Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten***(Mrd EUR)*

	Aus- stehende Beträge	12-Monats-Veränderungen					
		1999 Nov.	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.
1 Kredite an den privaten Sektor	6 086,8	588,0	578,3	587,4	573,2	572,4	602,7
2 Kredite an öffentliche Haushalte	2 085,3	-5,4	-4,1	-3,4	14,3	25,7	36,0
3 Nettoposition gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	269,0	-227,6	-202,1	-241,3	-223,7	-199,3	-197,9
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 531,9	177,5	183,4	180,2	182,5	223,7	235,8
5 Sonstige Gegenposten	220,4	-58,7	-67,3	-88,8	-82,9	-76,9	-67,0
M3 (≙ 1+2+3-4-5)	4 689,0	236,2	256,0	251,3	264,2	252,1	272,0

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

sen Instrumenten infolge der Finanzmarktkrise vom Herbst 1998 verantwortlich sein (d. h. die außerordentlich starke Abnahme des Umlaufs dieser Papiere im Oktober und ein Wiederanstieg im November 1998). Der Rückgang der Einlagen mit einer Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten schließlich blieb im November 1999 mit 8,1 % insgesamt unverändert.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors an das Nicht-Euro-Währungsgebiet verringerten sich im November absolut und nicht saisonbereinigt um 14 Mrd € (nachdem sie im Oktober 1999 um 33 Mrd € gesunken waren). Dieser Rückgang war darauf zurückzuführen, daß die Passiva des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets mit 16 Mrd € stärker als die entsprechenden Aktiva (2 Mrd €) gestiegen sind.

Insgesamt erhöhte sich die Geldmenge M3 in den zwölf Monaten bis November 1999 um 272 Mrd € (siehe Tabelle 2). Im selben Zeitraum wurden die Kredite an den privaten Sektor um 603 Mrd € ausgeweitet, während die Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte nur um 36 Mrd € stieg. Gleichzeitig gingen die Nettoforderungen des MFI-Sektors an das Nicht-Euro-Währungsgebiet um 198 Mrd € zurück, und die längerfristigen MFI-Verbindlichkeiten erhöhten sich um

236 Mrd €. Die übrigen Gegenposten (Nettoverbindlichkeiten) lagen im November 1999 um 67 Mrd € unter ihrem Vorjahrsniveau.

Höherer Absatz von Schuldverschreibungen im September

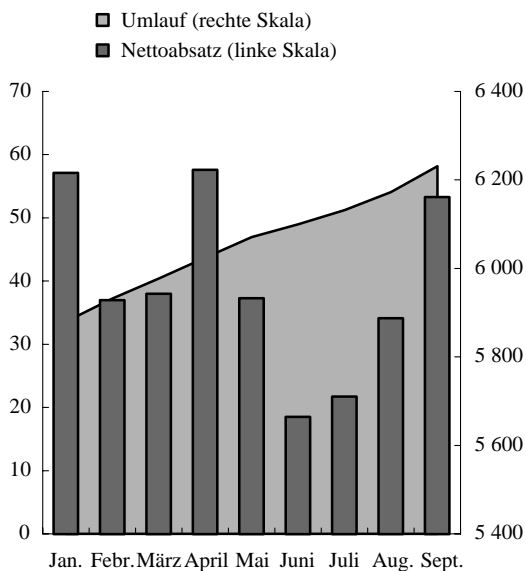
Im September 1999 betrug der Bruttoabsatz von Schuldverschreibungen Ansässiger des Euro-Währungsgebiets insgesamt 315,4 Mrd € und übertraf damit den Bruttoabsatz im Durchschnitt der ersten acht Monate von 1999 (302,8 Mrd €). Da sich die Tilgungen von Schuldverschreibungen im September auf 262,0 Mrd € beliefen, ergibt sich ein Nettoabsatz von 53,3 Mrd €. Abbildung 3 zeigt, daß damit der durchschnittliche Nettoabsatz in den ersten acht Monaten von 1999 übertrafen wurde (37,7 Mrd €). Ende September waren Schuldverschreibungen Ansässiger des Euro-Währungsgebiets in Höhe von insgesamt 6 231,1 Mrd € in Umlauf.

Wie in den meisten Monaten des Jahres 1999 betraf der Nettoabsatz im September meist langfristige Papiere (92 %). Der in Euro denominated Anteil am gesamten Nettoabsatz belief sich im September auf 80 %. Im Durchschnitt der ersten acht Monate von 1999 betrug dieser Anteil dagegen 92 %.

Abbildung 3

Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1999 begebene Wertpapiere

(Mrd EUR)



Quelle: EZB.

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

Leichter Zinsanstieg im Kundengeschäft der Banken im kürzerfristigen Bereich im November

Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken in der EWU zogen nach der EZB-Zinserhöhung Anfang November leicht an, wobei die Zinsanhebungen seit den Sommermonaten allerdings geringer ausfielen als der Anstieg der kurzfristigen Marktzinsen. Gleichzeitig blieben im Euroraum die längerfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken, die ab Juni tendenziell gestiegen waren, im November unter dem Einfluß der rückläufigen langfristigen Kapitalmarktzinsen zur Zeit der EZB-Zinserhöhung unverändert oder gingen leicht zurück.

Von August bis November 1999 haben sich im EWU-Durchschnitt die Zinsen für täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und Konsumentenkredite mit rund 0,6 %, 2,0 % bzw. 9,3 % praktisch nicht verändert (siehe Abbildung 4).

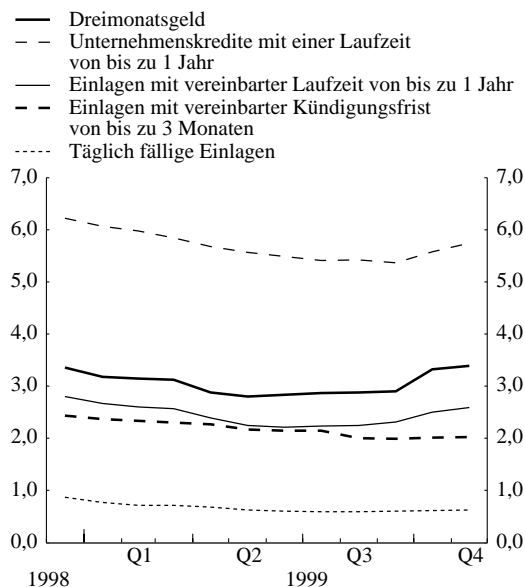
Die übrigen Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken sind dagegen im November gestiegen. Der EWU-Durchschnittszinssatz für kürzerfristige Einlagen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr nahm im November um rund zehn Basispunkte auf 2,6 % zu. Somit beläuft sich der kumulative Anstieg dieses Zinssatzes seit August auf rund 35 Basispunkte. Der kurzfristige EWU-Durchschnittszinssatz für Unternehmenskredite stieg im November um 17 Basispunkte, womit seine kumulative Zunahme seit August 32 Basispunkte beträgt.

Die längerfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken sind im November 1999 vor dem Hintergrund eines Rückgangs der Kapitalmarktzinsen zum Teil leicht gesunken (siehe Abbildung 5). Damit kehrte sich der Trendanstieg, der bei den längerfristigen Einlagen- und Kreditzinsen seit dem Frühsommer zu beobachten war, teilweise um. Der EWU-Durchschnittssatz für befristete Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren ging im November um sechs Basispunkte auf 3,95 % zurück, so daß der kumulative Anstieg dieses Zinssatzes seit Mai

Abbildung 4

Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

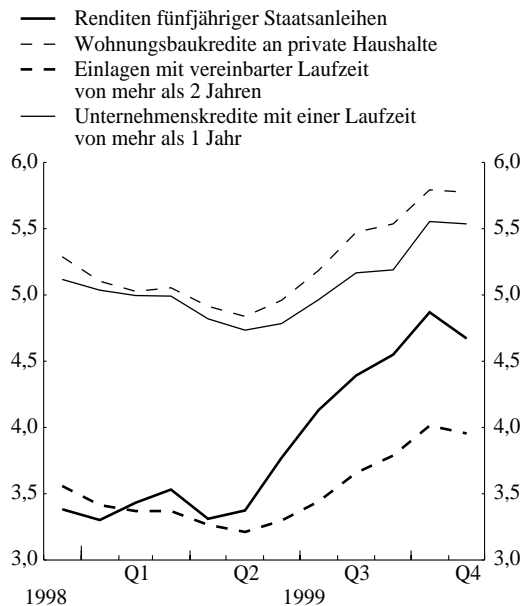
(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quelle: EZB-Aggregation der nationalen Angaben.

Abbildung 5 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quelle: EZB-Aggregation der nationalen Angaben.

74 Basispunkte beträgt. Die EWU-Durchschnittssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und für längerfristige Unternehmenskredite blieben im November weitgehend unverändert bei 5,8 % bzw. 5,5 %. Im Vergleich zum Mai haben sie sich damit um insgesamt 90 bzw. 80 Basispunkte erhöht.

Normalisierung der Geldmarktsätze, nachdem die Besorgnis am Markt bezüglich der Jahr-2000-Umstellung gewichen ist

Die Entwicklung der Geldmarktsätze zur Jahreswende war von der nachlassenden Besorgnis am Finanzmarkt bezüglich der Jahr-2000-Umstellung beeinflusst. In den vorherigen Monatsberichten wurde bereits erwähnt, daß für Finanzgeschäfte, die sich über die Jahreswende erstreckten, fast im gesamten Jahr 1999 eine Risikoprämie bestand (siehe Kasten 3 auf Seite 20 ff. des Monatsberichts vom Dezember 1999). Die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze um die Jahreswende zeigte, daß sich diese Risikoprämie in der letzten Dezember-

woche 1999 erheblich verringert hat und bis zur Öffnung der Finanzmärkte am 3. Januar 2000 vollständig abgebaut war.

Im Verlauf des Dezember 1999 bis einschließlich des 29. Dezember lag der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, in der Regel nahe bei 3,0 %. Am 30. Dezember, dem letzten Handelstag im Jahr 1999, erhöhte er sich jedoch auf 3,75 % (siehe Abbildung 1). Zwar ist ein höherer Tagesgeldsatz zum Jahresresulto angesichts der Bilanzanpassungen der Banken nicht ungewöhnlich, doch war der Ende 1999 zu beobachtende Anstieg des Tagesgeldsatzes erheblich größer als in den Vorjahren. Dies spiegelte die gestiegene Unsicherheit im Zusammenhang mit der Jahr-2000-Umstellung wider. Obwohl die Banken die Spitzenrefinanzierungsfazität des Eurosystems an diesem Tag erheblich in Anspruch nahmen, blieb der EONIA-Satz unterhalb des für diese Fazität geltenden Satzes von 4,0 %. Am 3. Januar 2000, dem ersten Handelstag im neuen Jahr, war der EONIA-Satz bereits wieder auf einen Stand von 3,06 % gesunken und fiel am nächsten Tag weiter auf 3,01 %. Im nachhinein hat sich der mit dem Jahr-2000-Problem verbundene Tagesgeldanstieg als weitaus geringer erwiesen, als von einigen Beobachtern in den vergangenen Monaten befürchtet worden war.

Die relativ geringen Auswirkungen auf den Tagesgeldsatz sind ebenfalls auf die von der EZB vorsorglich ergriffenen Maßnahmen zurückzuführen, die gewährleisten, daß zum Jahrhundertwechsel reichlich Liquidität am Geldmarkt zur Verfügung stand, und Probleme verhindern sollten, die eventuell aus der Fälligkeit und der Verlängerung von großen Refinanzierungsgeschäften zur Jahreswende hätten entstehen können. Bezüglich des letztgenannten Punkts hatte der EZB-Rat im Verlauf des Jahres 1999 beschlossen, am Kalender für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte gewisse Änderungen vorzunehmen. Bereits im Mai 1999 wurde entschieden, den Fälligkeitstermin für das am 30. September abzuwickelnde längerfristige Refinanzierungsgeschäft vom 30. auf den 23. Dezember 1999 vorzu-

Kasten 2

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der Mindestreserveerfüllungsperiode, die am 23. Dezember 1999 endete

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

Während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. November bis 23. Dezember 1999 führte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte und zwei längerfristige Refinanzierungsgeschäfte durch. Sämtliche Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden zu einem festen Zinssatz von 3,00 % abgewickelt. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 57,0 Mrd € und 92,0 Mrd €. Das Bietungsaufkommen schwankte zwischen 287 Mrd € und 1 505 Mrd €; letzterer Betrag wurde bei der am 22. Dezember 1999 abgewickelten Transaktion erreicht, dem ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft mit Fälligkeit im Jahr 2000. Das durchschnittliche Bietungsaufkommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften verringerte sich auf 988,1 Mrd €, gegenüber 1 171,7 Mrd € in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Die Repartierungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bewegten sich zwischen 6,1 % und 19,9 %, verglichen mit einer Bandbreite von 2,8 % bis 18,3 % in der vorherigen Erfüllungsperiode.

Mit Ausnahme einiger weniger Tage bewegte sich der EONIA-Satz gleichmäßig um den Hauptrefinanzierungssatz, wobei er innerhalb einer Bandbreite von 2,97 % und 3,07 % blieb. In den letzten drei Geschäftstagen der Erfüllungsperiode kam es zu einem leichten Rückgang des EONIA-Satzes, was auch den vorhandenen Liquiditätsüberschuß zu diesem Zeitpunkt widerspiegelt.

Das Eurosystem führte am 24. November und am 22. Dezember 1999 längerfristige Refinanzierungsgeschäfte durch. Die Durchführung und Abwicklung zweier längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte in einer Erfüllungsperiode, die eine Besonderheit darstellt, ist auf die Vorverlegung der Zuteilung des zweiten Geschäfts vom 30. Dezember auf den 22. Dezember 1999 zurückzuführen. Dies sollte dazu beitragen, die Arbeitsabläufe der Finanzmarktteilnehmer zum Jahreswechsel zu erleichtern. Beide Refinanzierungsgeschäfte wurden in Form eines Zinstenders mit einem vorangekündigten Zuteilungsvolumen von 25 Mrd € durchgeführt. Insgesamt nahmen 321 Bieter am Geschäft vom 24. November und 301 Bieter am Geschäft vom 22. Dezember teil. Das gesamte Bietungsaufkommen belief sich auf 75,0 Mrd € bzw. 91,1 Mrd €. Der marginale Zuteilungssatz betrug 3,18 % bzw. 3,26 %, während der gewichtete Durchschnittssatz bei 3,27 % bzw. 3,29 % lag. Die Differenz zwischen dem marginalen und dem gewichteten Zuteilungssatz ging damit gegenüber dem am 27. Oktober durchgeführten Geschäft, bei dem sie 23 Basispunkte betragen hatte, weiter zurück. Allerdings war sie immer noch größer als bei den vorangegangenen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften mit Fälligkeit vor dem Jahrtausendwechsel, bei denen sie einen Basispunkt betragen hatte. Die Verringerung der Spanne deutete darauf hin, daß die Unsicherheit bezüglich des Jahrhundertwechsels abgenommen hat.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. November bis 23. Dezember 1999

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	215,7	1,0	+ 214,7
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	150,4	-	+ 150,4
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	65,0	-	+ 65,0
Ständige Fazilitäten	0,3	1,0	- 0,7
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	351,7	460,8	- 109,1
Banknotenumlauf	-	354,3	- 354,3
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	59,0	- 59,0
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	351,7	-	+ 351,7
Sonstige Faktoren (netto)	-	47,5	- 47,5
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			105,6
(d) Mindestreservesoll			104,9

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

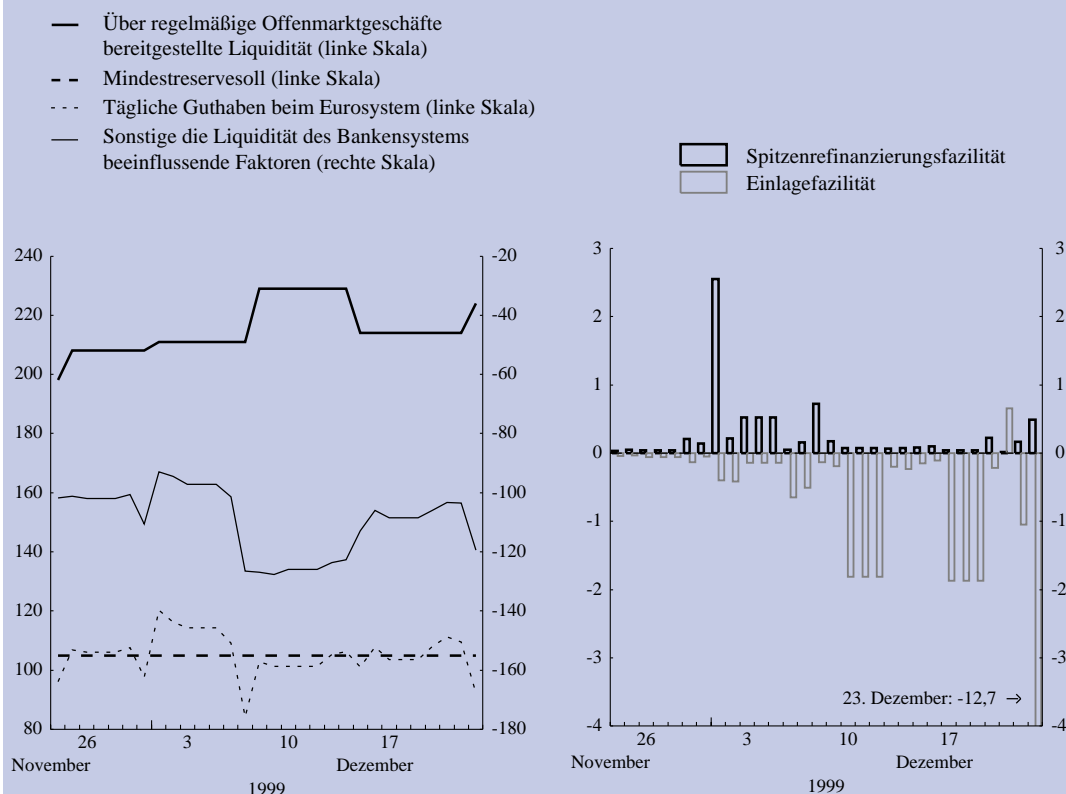
Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität belief sich auf 0,3 Mrd €, d. h. 0,1 Mrd € weniger als in der vorherigen Erfüllungsperiode. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität betrug 1,0 Mrd €, also 0,6 Mrd € mehr als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Die stärkste Nutzung der Einlagefazilität war am letzten Tag der Mindestreserveerfüllungsperiode zu verzeichnen, als sie bei 12,7 Mrd € lag.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), d. h. die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Faktoren, entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 109,1 Mrd € und damit 18,9 Mrd € mehr als in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Dies war in erster Linie auf einen saisonbedingten Anstieg des Banknotenumlaufs zurückzuführen, der im Durchschnitt um mehr als 11 Mrd € höher war als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Außerdem übertrafen auch die Einlagen der öffentlichen Haushalte ihren Stand in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode um durchschnittlich 7,5 Mrd €. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 92,9 Mrd € und 127,7 Mrd €.

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. Dezember 1999 endenden Mindestreserveerfüllungsperiode

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 105,6 Mrd € und das Mindestreservesoll auf 104,9 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll betrug daher erneut, wie in der letzten Erfüllungsperiode, 0,7 Mrd €. Hiervon sind etwa 0,2 Mrd € auf Girokontoguthaben zurückzuführen, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, während die Überschussreserven ungefähr 0,5 Mrd € ausmachten.

ziehen. Dementsprechend wurde das längerfristige Refinanzierungsgeschäft, das ursprünglich am 30. Dezember abzuwickeln war, ebenfalls abwicklungstechnisch um eine Woche auf den 23. Dezember 1999 vorverlegt (siehe Kasten 2). Außerdem kündigte die EZB im September 1999 an, daß sie in der ersten Woche des Jahres 2000 kein reguläres Hauptrefinanzierungsgeschäft durchführen, sondern die Laufzeit der letzten zwei Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Jahres 1999 auf drei Wochen ausdehnen werde. Die Terminänderung für diese Geschäfte trug dazu bei, die Risiken für die Finanzmarktteilnehmer zum Jahreswechsel von vornherein zu verringern.

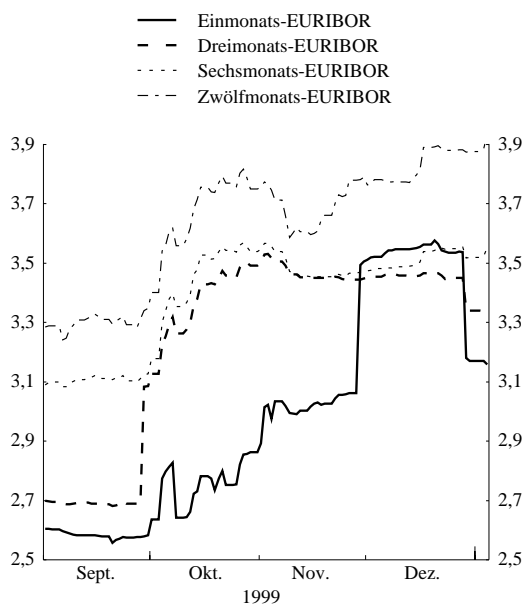
Von besonderer Bedeutung für die Entwicklung des EONIA-Satzes zum Jahreswechsel war die Politik der EZB, dem Geldmarkt genügend Liquidität zur Verfügung zu stellen. Bereits im Oktober 1999 wurde beschlossen, das Zuteilungsvolumen der letzten drei regulären monatlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte im Jahr 1999 von 15 Mrd € auf 25 Mrd € zu erhöhen. Außerdem stellte die EZB in dem Hauptrefinanzierungsgeschäft, das am 30. Dezember 1999 zugeteilt und abgewickelt wurde, Mittel in einem Umfang bereit, die ausreichen, um einem eventuellen Liquiditätsbedarf der Banken im Eurogebiet für den Fall ernsthafter Störungen am Geldmarkt zu Beginn des Jahres 2000 Rechnung zu tragen. Jedoch bestand nach dem erfolgreichen Übergang zum neuen Jahr keine weitere Notwendigkeit, diese reichliche Liquiditätsversorgung beizubehalten. Am 4. Januar 2000, als offensichtlich war, daß wieder normale Marktbedingungen herrschten und autonome Faktoren zu einer erheblichen Ausweitung der Liquidität beitrugen, kündigte die EZB die Durchführung einer Feinststeuerungsoperation – der ersten Operation dieser Art seit Einführung der Einheitswährung – an, um die überschüssige Liquidität zu absorbieren. Angesichts der Tatsache, daß das nächste Hauptrefinanzierungsgeschäft erst am 12. Januar abgewickelt würde, erfolgte diese liquiditätsabsorbierende Operation am 5. Januar in Form einer Hereinnahme von Termineinlagen mit einer Laufzeit von einer Woche und wurde im Wege eines Schnelltenders mit ei-

nem variablen Zinssatz durchgeführt und abgewickelt. Mit dieser Operation entzog die EZB dem Geldmarkt 14 Mrd €. Zweck dieser Maßnahme war es, wieder normalere Liquiditätsbedingungen herzustellen und zu einer reibungslosen Entwicklung des Geldmarkts in der restlichen Mindestreserveerfüllungsperiode, die am 23. Januar 2000 endet, beizutragen.

Andere Geldmarktsätze ermäßigten sich am 29. Dezember 1999 erheblich, da sie an diesem Tag die Interbanken-Einlagensätze mit Fälligkeit 3. Januar 2000 widerspiegeln. Erwartungsgemäß waren die größten Rückgänge bei den Zinssätzen am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt zu beobachten. Der einwöchige EURIBOR-Satz fiel um rund 100 Basispunkte, während sich die Einmonats- und Dreimonats-EURIBOR-Sätze um rund 25 bzw. 10 Basispunkte ermäßigten (siehe Abbildung 6). Hingegen sind die Sechsmo- und Zwölfmonats-EURIBOR-Sätze nur geringfügig zurückgegangen.

Abbildung 6
Kurzfristzinsen im Euro-
Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

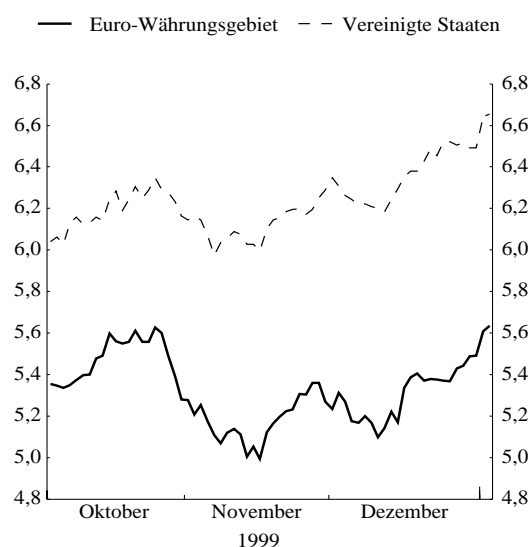
Am 4. Januar 2000 lag der Dreimonats-EURIBOR bei 3,34 % und damit nur knapp unter dem Stand von Ende November 1999. Die Sechsmonats- und Zwölfmonats-EURIBOR-Sätze haben sich zwischen Ende November 1999 und Anfang Januar 2000 leicht erhöht und beliefen sich am 4. Januar auf 3,55 % bzw. 3,95 %. Die impliziten Dreimonats-EURIBOR-Sätze der Terminkontrakte mit Fälligkeit März, Juni und September 2000, die nicht von den Befürchtungen bezüglich der Jahr-2000-Umstellung betroffen waren, stiegen im Dezember 1999 und Anfang Januar 2000 um 10 bis 25 Basispunkte; am 4. Januar 2000 lagen sie bei 3,66 %, 4,05 % bzw. 4,35 %.

Langfristige Anleiherenditen im Verlauf des Dezember gestiegen

Die langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet sind in der ersten Dezemberhälfte 1999 gesunken. Anschließend kehrte sich diese Tendenz jedoch um, und die Renditen verzeichneten in der zweiten Monatshälfte und den ersten Tagen des Jahres 2000 erneut erhebliche Zuwächse (siehe Abbildung 7). Gegenüber Ende November 1999 sind die Renditen zehnjähriger Anleihen im Durchschnitt um rund 35 Basispunkte gestiegen und lagen am 4. Januar 2000 bei 5,63 %. Damit befanden sich die langfristigen Anleiherenditen im Eurogebiet rund 60 Basispunkte über dem Tiefststand von Mitte November, kurz nach der Erhöhung der EZB-Zinssätze, und wieder auf den Höchstständen von Ende Oktober.

Die jüngste Entwicklung an den EWU-Anleihemärkten dürfte – wie bereits fast im gesamten Jahr 1999 – sowohl auf nationale Faktoren als auch auf die von den internationalen Rentenmärkten ausgehenden Übertragungseffekte zurückzuführen sein. Insbesondere hat anscheinend der erhebliche Anstieg der langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten in der zweiten Dezemberhälfte zu einem beträchtlichen Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen im Euroraum geführt. Am 4. Januar 2000 war der Spread zwischen zehnjährigen Anleiherenditen in den Verei-

Abbildung 7
Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

nigten Staaten und den entsprechenden Renditen im Eurogebiet mit 103 Basispunkten nahezu unverändert gegenüber Ende November 1999.

Betrachtet man zunächst den Einfluß der Entwicklungen an den internationalen Rentenmärkten auf die heimischen Anleihemärkte, so ist festzustellen, daß die langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten in der zweiten Dezemberhälfte 1999 nach einer leichten Abwärtsbewegung in der ersten Monatshälfte erheblich gestiegen sind. Insgesamt haben sich die Renditen zehnjähriger US-Anleihen zwischen Ende November 1999 und dem 4. Januar 2000, als die Renditen einen Stand von 6,66 % erreichten, um rund 35 Basispunkte erhöht. Mit rund 200 Basispunkten über dem Stand von Ende 1998 ist dies das höchste Niveau der zehnjährigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten seit Mitte 1997. Einer der Hauptfaktoren für den weiteren Anstieg der US-Anleiherenditen im Dezember 1999 dürften die Zweifel der Finanz-

marktteilnehmer bezüglich der Fähigkeit der US-Wirtschaft gewesen sein, weiterhin ein kräftiges Wachstum ohne inflationäre Spannungen zu erzielen. Diese veränderte Erwartungshaltung schien von einem nahezu kontinuierlichen Datenfluß begleitet zu sein, der ein anhaltend kräftiges Wachstum sowie eine allgemein angespannte Lage am Arbeitsmarkt signalisierte.

In Japan haben sich zwischen Ende November 1999 und dem 4. Januar 2000 die zehnjährigen Anleiherenditen um 10 Basispunkte auf 1,73 % ermäßigt. Dieser Rückgang der langfristigen Anleiherenditen ist vor dem Hintergrund zu sehen, daß die jüngsten Daten ein etwas uneinheitliches Bild der Konjunkturerholung in Japan vermitteln.

Hinsichtlich der Entwicklung an den EWU-Anleihemärkten haben neben der Aufwärtsbewegung der US-Anleiherenditen in der zweiten Dezemberhälfte anscheinend auch andere Faktoren zu dem Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen beigetragen. Insbesondere setzte sich mit den im Dezember veröffentlichten Daten, die insgesamt optimistischere Perspektiven für das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet signalisierten, der seit einigen Monaten zu beobachtende Trend fort. Außerdem sind die Finanzmarktteilnehmer, nachdem sie ihre Wachstumserwartungen nach oben korrigiert haben, möglicherweise auch etwas weniger sicher bezüglich der Auswirkungen auf die zukünftige Preisentwicklung geworden. Angesichts der zuvor geschilderten Entwicklung an den EWU-Anleihemärkten ist die Termin-Zinsstrukturkurve im Euroraum im Dezember etwas steiler geworden, wobei ein Renditeanstieg für mittlere und längere Laufzeiten zu beobachten war (siehe Abbildung 8).

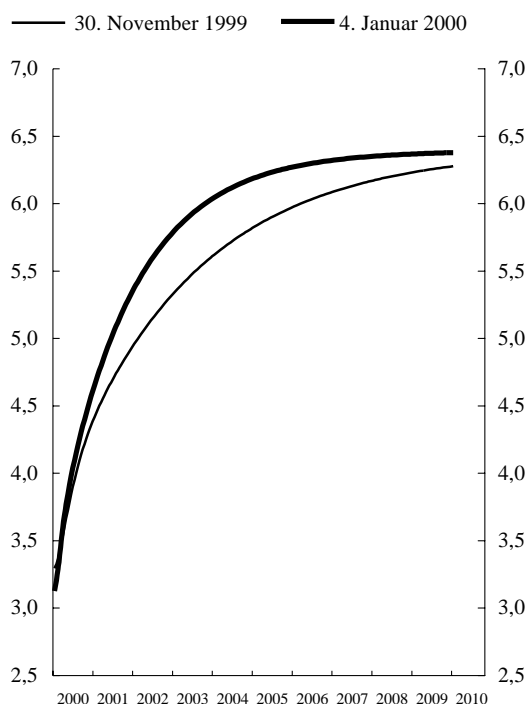
Die jüngste Entwicklung der Kurse von an Preisindizes gebundenen französischen Anleihen gibt zusätzliche Anhaltspunkte bezüglich der relevanten Faktoren für die Bewegungen der nominalen Anleiherenditen im Euroraum. Zwischen Ende November 1999 und dem 4. Januar 2000 erhöhte sich die Realrendite zehnjähriger französischer Anleihen um rund

10 Basispunkte. Gleichzeitig ist die „Break-even“-Inflationsrate im Zehnjahresbereich, d. h. die Differenz zwischen nominalen und realen zehnjährigen Renditen, um 25 Basispunkte gestiegen. Diese Entwicklungen entsprechen den günstigeren Wachstumserwartungen sowie der erhöhten Unsicherheit seitens der Marktteilnehmer bezüglich des Tempos der zukünftigen Preissteigerungen. Jedoch ist – wie bereits in vorherigen Monatsberichten erwähnt wurde – gewisse Vorsicht bei der Analyse von Inflationserwartungen geboten, die auf der Entwicklung des französischen Markts für an Preisindizes gebundene Anleihen beruhen, da sich sämtliche Interpretationen auf eine Reihe von Annahmen stützen.

Abbildung 8

Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



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

Aktienkurse im Eurogebiet im Dezember erneut erheblich gestiegen

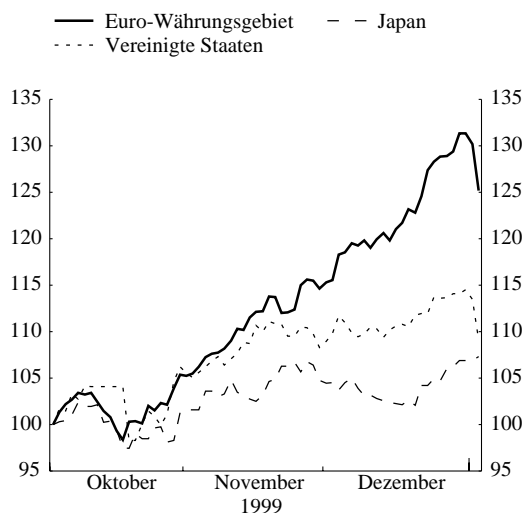
Bei den Aktienkursen im Euro-Währungsgebiet war angesichts der wachsenden Zuversicht der Marktteilnehmer bezüglich der Konjunkturperspektiven im Eurogebiet eine Fortsetzung der anscheinend Mitte Oktober 1999 einsetzenden Tendenz zu beobachten, so daß die Aktienkurse im Dezember erneut erheblich gestiegen sind (siehe Abbildung 9). Die in den vergangenen zwei bis drei Monaten zu verzeichnenden Kurssteigerungen folgten auf relativ begrenzte Kurszuwächse in den vorangegangenen Monaten des Jahres 1999. Zwischen Ende November 1999 und dem 4. Januar 2000 sind die Aktienkurse im Eurogebiet, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex, um über 9 % gestiegen. Damit belief sich der Anstieg dieses Indexes im Zeitraum von Ende 1998 bis zum 4. Januar 2000 auf rund 33 %. Die Aktiennotierungen in den Vereinigten Staaten waren zwischen Ende November 1999 und Anfang Januar 2000 nahezu unverändert, während der japanische Markt in diesem Zeitraum leichte Kurssteigerungen aufwies. Dies zeigt, daß heimische Faktoren bei der Erklärung der jüngsten Kursentwicklung an den EWU-Aktienmärkten eine wesentliche Rolle gespielt haben.

Im Hinblick auf das internationale Börsengeschehen ist in den Vereinigten Staaten der Anstieg der Aktienkurse, gemessen am Standard & Poor's 500, um knapp 1 % zwischen Ende November 1999 und dem 4. Januar 2000 zu nennen. Damit belief sich am 4. Januar 2000 der Anstieg dieses Indexes seit Ende 1998 insgesamt auf rund 14 %. Die wichtigsten Faktoren für diese Entwicklung dürften die günstigen Einflüsse, die von den im Dezember zu beobachtenden Anzeichen eines anhaltend kräftigen Wachstums der US-Wirtschaft ausgingen, sowie eine positive Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich der diesbezüglichen Auswirkungen auf die zukünftigen Unternehmensgewinne gewesen sein. Diese Faktoren wurden jedoch teilweise durch den Einfluß steigender Langfristzinsen kompensiert. Außerdem trug, wie be-

Abbildung 9

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

(1. Oktober 1999 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters für das Euro-Währungsgebiet und die Vereinigten Staaten; nationale Statistiken für Japan.

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

reits fast im gesamten Jahr 1999, die anhaltende Zuversicht bezüglich der Aussichten für das zukünftige Ertragswachstum im Technologiesektor, die zwischen Ende November 1999 und dem 4. Januar 2000 beim Nasdaq-100-Index zu einem Anstieg von rund 16 % führte, ebenfalls zu dieser Entwicklung bei, so daß sich dieser Index am 4. Januar 2000 auf einem Stand befand, der rund 93 % über dem Niveau von Ende 1998 lag. In Japan gewann der Nikkei-225-Index rund 2 %, so daß am 4. Januar 2000 der Anstieg dieses Indexes zwischen Ende 1998 und dem 4. Januar 2000 sich insgesamt auf rund 37 % belief. Die Entwicklung des japanischen Aktienmarkts insgesamt im Dezember 1999 schien die gegenläufigen Einflüsse einer rückläufigen Tendenz der langfristigen Zinsen sowie der von den verschiedenen Wirtschaftsindikatoren ausgehenden etwas uneinheitlichen Signale bezüglich der Konjunkturentwicklung widerzuspiegeln.

Bemerkenswert bei dem beträchtlichen Anstieg der Aktienkurse im Eurogebiet war, daß dieser vor dem Hintergrund steigender Langfristzinsen und eines starken Anstiegs der aus

den Optionskontrakten abgeleiteten impliziten Volatilität des Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindexes stattfand. Während diese Entwicklungen am Aktienmarkt im Einklang mit der Ansicht standen, daß die Marktteilnehmer im Dezember zunehmend zuversichtlicher bezüglich der Konjunkturperspektiven im Euroraum wurden, waren die jüngsten Kurssteigerungen nicht gleichmäßig über die einzelnen Branchen verteilt. Insbesondere

war ein relativ großer Teil des Anstiegs im Dezember auf erhebliche Kursgewinne in den Bereichen Technologie und Telekommunikation (einschließlich Internetdienstleistungen) zurückzuführen. In diesen Branchen haben die Aktienkurse jeweils rund 20 % zugelegt. Damit betrug am 4. Januar 2000 der Anstieg in diesen beiden Branchen gegenüber Ende 1998 insgesamt 125 % bzw. 94 %.

2 Preisentwicklung

Weiterhin leichte Aufwärtstendenz des Verbraucherpreisanstiegs im November

Im November 1999 stieg die Inflationsrate, gemessen am Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt im Vorjahresvergleich, weiter um 0,2 Prozentpunkte auf 1,6 % gegenüber 1,4 % im Oktober und 1,2 % im September 1999 (siehe Tabelle 3). Damit setzte sich die allmähliche Aufwärtsbewegung fort, die seit Mitte des Jahres 1999 zu beobachten war. Diese Entwicklung entspricht insofern den Erwartungen, als sie auf die vorhersehbaren Auswirkungen der Ölpreisentwicklung zurückzuführen ist. Die Teuerungsrate der Dienstleistungspreise wies im November ebenfalls einen Aufwärtstrend auf, wodurch

die Jahresrate des HVPI (ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie) auf 1,0 % anstieg.

Wie oben erwähnt wird die Preisentwicklung insgesamt zur Zeit stark von dem Anstieg der Energiepreise beeinflusst. Nachdem die Zwölfmonatsrate der Energiepreise im September und Oktober bei 6,4 % verharret hatte, stieg sie im November auf 7,2 % (siehe Abbildung 10). Diese Zunahme um 0,8 Prozentpunkte war hauptsächlich auf den Ölpreisanstieg auf 23,5 € je Barrel im November, gegenüber 20,8 € je Barrel im Oktober, zurückzuführen. Die Ölpreisverteuerung schlug sich im wesentlichen in den Preisen für Brennstoffe nieder, während die anderen Energiekomponenten des HVPI entweder stabiler waren

Tabelle 3
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				Q1	Q2	Q3	Q4	Jul	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,6	1,1	.	0,8	1,0	1,1	.	1,1	1,2	1,2	1,4	1,6	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,1	0,6	.	0,3	0,6	0,9	.	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4	.
Nahrungsmittel	1,4	1,6	.	1,3	0,6	-0,1	.	-0,1	-0,2	-0,1	0,4	0,5	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,4	.	1,2	0,9	0,7	.	0,7	0,7	0,7	0,9	0,9	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,4	2,0	.	1,5	0,3	-1,4	.	-1,4	-1,6	-1,2	-0,4	-0,2	.
Industrieerzeugnisse	1,0	0,1	.	-0,2	0,6	1,5	.	1,1	1,5	1,7	1,8	2,0	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	0,5	0,9	.	0,8	0,6	0,5	.	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	.
Energie	2,8	-2,6	.	-3,8	0,8	4,9	.	3,2	5,0	6,4	6,4	7,2	.
Dienstleistungen	2,4	2,0	.	1,7	1,6	1,5	.	1,6	1,5	1,4	1,3	1,5	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	1,1	-0,8	.	-2,6	-1,3	0,6	.	-0,1	0,6	1,3	2,1	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	0,7	0,0	.	1,6	1,7	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,7	1,5	.	0,2	0,4	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	2,4	1,6	.	1,8	2,1	.	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtlohnkosten pro Stunde ³⁾	2,6	1,7	.	2,0	1,9	.	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (EUR je Barrel) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	10,3	15,0	19,7	23,0	18,1	19,2	21,8	20,8	23,5	24,8
Rohstoffpreise ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	-16,0	-8,2	1,1	14,0	-2,3	-0,5	6,6	10,7	11,9	19,3

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

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

3) Gesamtwirtschaft (außer Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Bildungswesen, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen).

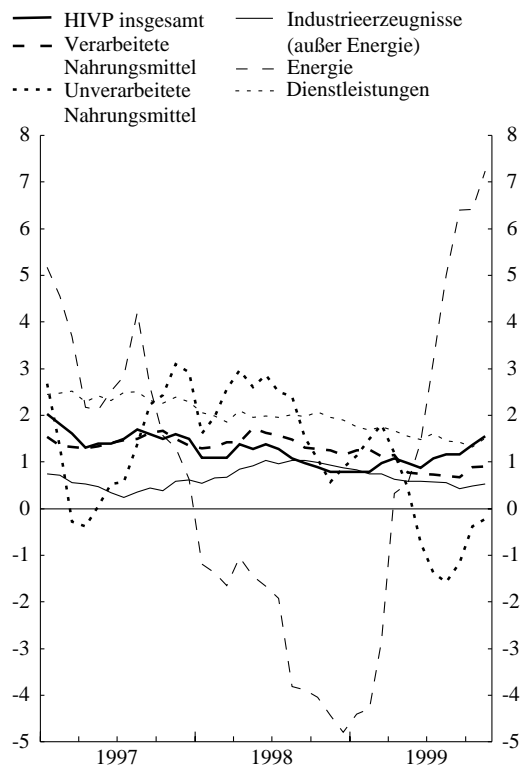
4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). In ECU bis Ende Dezember 1998.

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

Abbildung 10

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

oder einem Abwärtsdruck unterlagen. Insbesondere die Stromkomponente wies Anzeichen für einen weiteren Preisrückgang auf; dies hing mit den Auswirkungen der Deregulierung in einigen Ländern des Euroraums zusammen. Was die unmittelbare Zukunft betrifft, so wird es in den kommenden Monaten höchstwahrscheinlich zu einer weiteren Erhöhung der Teuerungsrate nach dem HVPI insgesamt kommen. Im Dezember 1999 kletterten die Ölpreise weiter auf 24,8 € je Barrel, und dies dürfte zu einem weiteren Anstieg der Veränderungsrate der Energiepreise im Vorjahresvergleich führen, insbesondere angesichts des Basiseffekts im Zusammenhang mit dem Tiefstand der Energiepreise Anfang 1999.

Außerdem bilden die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel kein starkes Gegengewicht

mehr zu den steigenden Energiepreisen, da sich der Rückgang der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im November im Vorjahresvergleich weiter auf 0,2 % verlangsamte. Dies steht im Gegensatz zu der Entwicklung von Juni bis September 1999, als der Rückgang dieser Preise im Vorjahresvergleich kräftiger war. Die jüngsten Entwicklungen sind auf das Ende eines überdurchschnittlich starken saisonbedingten Rückgangs der Gemüsepreise und eine stetige Erholung der Fleischpreise zurückzuführen (für weitere Informationen hierzu siehe Kasten 5 „jüngste Entwicklungen der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel“ im Monatsbericht vom Dezember 1999).

Rechnet man die Komponenten Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel aus dem HVPI heraus, so schließt man damit im allgemeinen dennoch nicht alle Preisentwicklungen aus, die voraussichtlich nur vorübergehend oder einmalig sind. Insbesondere die höhere Steigerungsrate der Dienstleistungspreise von 1,5 % im November – ein Plus von 0,2 Prozentpunkten gegenüber Oktober – war hauptsächlich auf den Aufwärtstrend bei einer einzigen volatilen Komponente (nämlich Pauschalreisen) zurückzuführen, der sich später umkehren dürfte. Davon abgesehen blieb die Jahresveränderungsrate der Preise für Dienstleistungen in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets im November entweder stabil oder ging in einigen Fällen infolge eines fortgesetzten Abwärtsdrucks aufgrund der Liberalisierung in Bereichen wie der Telekommunikation weiter zurück. Daher geben die jüngsten Entwicklungen keinen klaren Hinweis darauf, daß der seit Ende des letzten Jahres zu beobachtende kontinuierliche Rückgang der Teuerungsrate der Preise für Dienstleistungen zum Stillstand gekommen ist. Im Gegensatz zu den obengenannten Entwicklungen blieben die jährlichen Preissteigerungsraten sowohl bei den Industrieerzeugnissen (außer Energie) als auch bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln von Oktober bis November unverändert bei 0,5 % bzw. 0,9 %.

Anstieg der industriellen Erzeugerpreise hauptsächlich ölpreisbedingt

Betrachtet man die anderen Hauptindikatoren der Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet, so stiegen die industriellen Erzeugerpreise im Oktober 1999 im Vorjahresvergleich um 2,1 % gegenüber 1,3 % im September (siehe Tabelle 3). Dies war hauptsächlich auf die Auswirkungen der Ölpreise auf den Preis für Vorleistungsgüter und vielleicht auch auf den Einfluß der Abwertung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro auf die Rohstoffpreise (außer Öl) im Laufe des Jahres 1999 zurückzuführen. Auch die Konsumgüter- und Investitionsgüterpreise trugen zum Anstieg der industriellen Erzeugerpreise bei, wenn auch in weit geringerem Ausmaß. Kürzlich wurden die Schätzungen für die jährliche Steigerungsrate der Gesamtlohnkosten pro Stunde für das erste und zweite Quartal 1999 auf 2,0 % bzw. 1,9 % nach unten revidiert; im Vergleich dazu waren frühere Schätzungen von 2,3 % bzw. 2,1 % ausgegangen. Diese allgemeine Tendenz zu moderaten Lohnsteigerungen im ersten Halbjahr 1999 wird durch erste – auf verfügbaren

nationalen Statistiken basierende – Schätzungen für den Anstieg der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer im ersten und zweiten Quartal des Jahres 1999 weitgehend bestätigt. Allerdings dürfte sich die Zuwachsrates der Lohnstückkosten im Vorjahresvergleich aufgrund der im ersten Halbjahr 1999 verzeichneten Abschwächung des Produktivitätswachstums im ersten und zweiten Quartal auf 1,6 % bzw. 1,7 % erhöht haben.

Insgesamt dürfte der jüngste Anstieg der Ölpreise in den kommenden Monaten weiterhin einen Aufwärtsdruck auf die Teuerungsrate nach dem HVPI ausüben. Allerdings wird dieser Anstieg unter der Annahme, daß die Ölpreise ihren Höchststand erreicht haben, vorübergehender Natur bleiben, da die Auswirkungen von früheren Ölpreissteigerungen nicht mehr zu den Veränderungen im Vorjahresvergleich beitragen werden. Im Ergebnis würde dann der Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt vom Frühjahr 2000 an wieder zurückgehen, vorausgesetzt, daß die bevorstehenden Lohnrunden nicht zu einem ständigen Aufwärtsdruck auf die Preise führen.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Kräftigeres Wachstum des realen BIP im dritten Quartal 1999

Seit der Veröffentlichung des Monatsberichts vom Dezember 1999 hat Eurostat erste Schätzungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 1999 bekanntgegeben. Diesen Schätzungen zufolge dürfte sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum nach der ersten Jahreshälfte weiter verstärkt haben. Dies entspricht weitgehend den Prognosen vom Herbst 1999. Die vierteljährliche Wachstumsrate des realen BIP im Eurogebiet hat sich den Schätzungen zufolge im dritten Quartal 1999 auf 1,0 % erhöht, nach 0,5 % im ersten und 0,6 % im zweiten Quartal 1999 (siehe Tabelle 4).

Die ersten Schätzungen zeigen, daß das höhere BIP-Wachstum im Euroraum im dritten Quartal 1999 auf einen weiteren Anstieg des Außenbeitrags sowie eine Erholung der inländischen Nachfrage zurückzuführen ist. Diese hatte im zweiten Quartal etwas weniger stark

zugenommen. Im einzelnen wurden die Exporte von Waren und Dienstleistungen (einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets) gegenüber dem Vorquartal um 2,9 % ausgeweitet, so daß der Außenbeitrag nunmehr 0,4 Prozentpunkte des BIP-Wachstums ausmacht, verglichen mit 0,2 Prozentpunkten im vorangegangenen Vierteljahr. Der Wachstumsbeitrag der inländischen Verwendung erhöhte sich von 0,4 Prozentpunkten im Vorquartal auf 0,6 Prozentpunkte, war also fast so hoch wie im ersten und zweiten Quartal 1999. Die inländische Endnachfrage (d. h. ohne Vorratsveränderungen) trug sogar noch etwas stärker zum Wachstum bei. Die Erholung der inländischen Nachfrage im dritten Quartal hing mit höheren Wachstumsbeiträgen der privaten und staatlichen Konsumausgaben wie auch der Anlageinvestitionen zusammen. Außerdem läßt der Anstieg darauf schließen, daß das langsamere Wachstum der inländischen Nachfrage, insbesondere der privaten Konsumausgaben, im zweiten Quartal nur vorübergehender Natur war. Dies wird

Tabelle 4

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Jahresraten ¹⁾									Quartalsraten ²⁾				
	1996	1997	1998	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,3	2,2	2,7	2,6	1,9	1,7	1,8	2,3	0,5	0,2	0,5	0,6	1,0	
<i>darunter:</i>														
Inländische Verwendung	0,9	1,7	3,3	3,5	3,0	2,7	2,7	2,4	0,9	0,7	0,7	0,4	0,6	
Private Konsumausgaben	1,4	1,4	2,9	3,3	3,1	2,8	2,3	2,4	0,7	0,7	0,6	0,3	0,8	
Konsumausgaben des Staates	1,8	0,5	1,3	1,1	1,1	1,4	1,1	1,6	0,0	-0,1	1,4	-0,2	0,5	
Bruttoanlageinvestitionen	0,9	2,1	4,3	4,6	3,5	3,7	5,0	3,8	2,2	0,2	2,0	0,6	1,0	
Vorratsveränderungen ^{3) 4)}	-0,5	0,3	0,4	0,4	0,3	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,2	-0,4	0,2	-0,2	
Außenbeitrag ³⁾	0,5	0,6	-0,5	-0,8	-1,0	-0,9	-0,8	0,0	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,4	
Exporte ⁵⁾	4,5	10,0	6,3	4,5	1,6	0,2	0,8	3,9	-0,2	-1,1	0,2	1,9	2,9	
Importe ⁵⁾	3,1	8,7	8,5	7,7	5,0	3,1	3,5	4,3	0,9	0,3	0,8	1,5	1,7	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

auch durch die – unten erläuterte – weitere Verbesserung der Stimmungslage bei Unternehmen und Verbrauchern bestätigt.

Der Beitrag der Vorratsveränderungen zum vierteljährlichen Wachstum fiel im dritten Quartal leicht negativ aus, obwohl in Zeiten der konjunkturellen Erholung eigentlich mit einer weiteren Aufstockung der Vorratsbestände zu rechnen wäre. (In Kasten 3 werden die jüngsten Entwicklungen der Vorratsveränderungen und einige ihrer Auswirkungen erläutert.)

Anhaltende Belebung der Industrieproduktion

Wie bereits im Monatsbericht vom Dezember 1999 erörtert, bestätigen die Angaben von Eurostat zur Industrieproduktion bis einschließlich September 1999, daß sich die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) weiter belebt hat. Im dritten Quartal 1999 war die Industrieproduktion ohne Baugewerbe um 0,9 % höher als im vorangegangenen Dreimonatsabschnitt, während sie im zweiten Quartal 1999 gegenüber dem Vorquartal um 0,4 % gestiegen und im ersten Vierteljahr unverändert geblieben war (siehe Tabelle 5). Dabei fiel das Wachstum der Gebrauchsgüterpro-

duktion deutlich kräftiger aus als in anderen Bereichen des Verarbeitenden Gewerbes, wengleich in den jüngsten Monaten gewisse Schwankungen zu verzeichnen waren.

Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe ist, wie bereits im Monatsbericht vom Dezember 1999 dargestellt, in den letzten Monaten leicht gestiegen und betrug im Oktober 1999 81,9 %. Sie war damit um 0,3 Prozentpunkte höher als im Juni, lag allerdings noch 0,1 Prozentpunkte unter dem Stand vom Januar 1999.

Vertrauen der Verbraucher und der Industrie im November weiter gestiegen

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission vom November 1999 zeigen, daß das Vertrauen der Industrie und auch der Verbraucher weiter zugenommen hat (siehe Tabelle 6). Das Vertrauen der Industrie erreichte im November seinen höchsten Stand seit August 1998. Der Anstieg im November war erneut bei allen Teilkomponenten zu beobachten, auch bei den stärker zukunftsorientierten Bereichen wie den Produktionserwartungen und der Beurteilung der Auftragsbestände. Angesichts der nach wie vor großen

Tabelle 5
Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

	1997		1999			1999			1999					
	1997	1998	Juli	Aug.	Sept.	Juli	Aug.	Sept.	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt					
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe	4,4	4,1	0,4	2,6	1,4	-0,1	0,4	0,1	0,7	0,4	0,9	0,9	0,9	0,9
Verarbeitendes Gewerbe	5,0	4,6	0,3	2,6	1,4	0,1	1,2	-0,7	0,7	0,5	1,1	1,3	1,2	1,2
<i>nach Hauptgruppen:</i>														
Vorleistungsgüter	5,4	3,7	0,8	2,3	1,9	-0,1	0,5	0,2	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8
Investitionsgüter	5,0	6,7	-1,2	1,1	1,5	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,2	0,4	0,5	0,5
Konsumgüter	2,7	3,1	1,3	4,6	0,8	0,5	1,4	-2,2	1,0	0,7	1,6	1,5	1,1	1,1
Gebrauchsgüter	2,8	6,3	1,5	11,1	0,7	0,1	4,0	-4,0	1,4	1,5	2,2	2,7	2,0	2,0
Verbrauchsgüter	2,6	1,5	1,4	3,1	1,1	0,5	0,5	-0,1	0,5	0,4	0,5	0,8	1,0	1,0

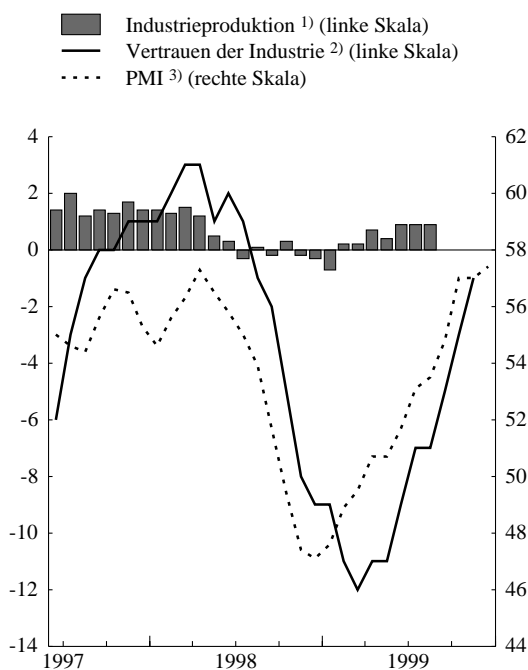
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

Zuversicht der Verbraucher besteht mittlerweile fast kein Abstand mehr zwischen dem Vertrauen der Verbraucher und dem der Industrie. Dieser seit Anfang 1999 bestehende Abstand hatte sich im Verlauf des zweiten und dritten Quartals stetig verringert. Das sich verbessernde Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe wird auch durch die Angaben zum Purchasing Managers' Index (PMI) bestätigt. Dieser zusammengesetzte Index ist im Jahresverlauf 1999 – auch im Dezember – kontinuierlich gestiegen (siehe Abbildung 11).

Das Vertrauen der Verbraucher hat im Vergleich zu den Vormonaten ebenfalls zugenommen. Es blieb über das Gesamtjahr 1999 betrachtet auf hohem Niveau, wobei im ersten Halbjahr allerdings ein leichter Rückgang zu verzeichnen war. Dieser Abwärtstrend kehrte sich jedoch im Zeitraum bis November 1999 größtenteils wieder um, so daß der Indikator für das Vertrauen der Verbraucher im November wieder annähernd seinen historischen Höchststand erreichte. Sowohl der Rückgang als auch der anschließende Anstieg sind weitgehend Ausdruck einer veränderten Einschätzung der allgemeinen Wirtschaftslage durch die Verbraucher.

Abbildung 11
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
(Monatswerte)



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

- 1) Veränderung in % gegenüber dem vorangegangenen gleichzeitigen Dreimonatsdurchschnitt; saison- und arbeitstäglich bereinigte Daten; Industrie insgesamt ohne Baugewerbe.
- 2) Salden in %.
- 3) Purchasing Managers' Index.

Tabelle 6

Ergebnis der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet

(saisonbereinigte Daten)

	1996	1997	1998	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-2,7	2,4	3,1	-0,7	0,5	-0,4	0,1	0,0	0,5	-0,5	0,2	0,6	0,7
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-9	-4	6	9	11	7	7	6	8	7	7	9	10
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	-8	4	7	1	-3	-2	2	-1	1	1	3	5	7
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-14	-11	3	7	13	15	15	16	17	13	14	16	22
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-5	-3	3	3	3	2	-1	-3	0	-1	-1	-3	-3
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	80,3	81,4	82,9	82,4	81,9	81,7	81,8	-	81,6	-	-	81,9	-

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Veränderung gegen Vorperiode in %; Index 1985 = 100.

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

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

Kasten 3

Die jüngste Entwicklung der Vorratsinvestitionen im Euro-Währungsgebiet

Vorratsveränderungen sind wohl die schwankungsanfälligste Komponente des BIP, und obwohl sie nur einen geringen Anteil am gesamten BIP ausmachen, ist ihr Wachstumsbeitrag in manchen Quartalen oft relativ groß. Dies gilt insbesondere für die Anfangsphasen von Konjunkturab- und -aufschwüngen. Daher können sowohl die Wachstumsbeiträge der Vorratsveränderungen als auch ihr Anteil am BIP wertvolle Hinweise auf die kurzfristige Wirtschaftsentwicklung geben. In diesem Kasten werden die Funktion von Vorratsbeständen im Produktionsablauf analysiert und die jüngste Entwicklung der Vorratsinvestitionen sowie einige ihrer möglichen Folgen beleuchtet.

Die Funktion der Vorratsbestände im Produktionsablauf

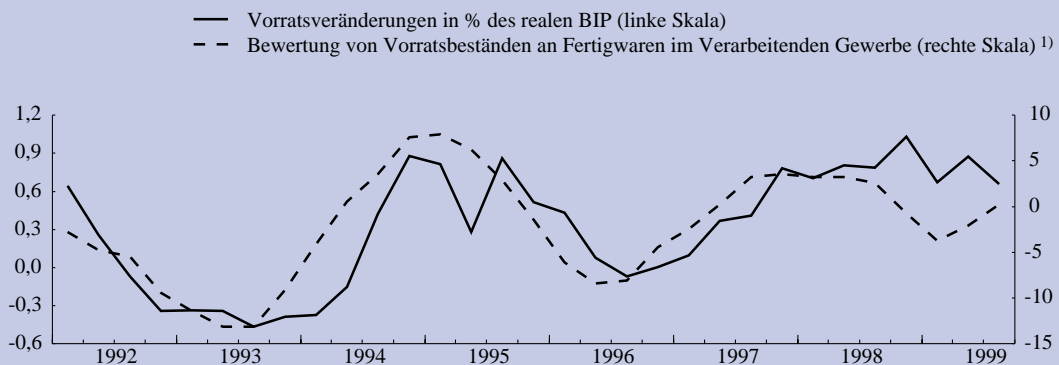
Vorräte dienen in erster Linie als Puffer, die bei Nachfrage- und Angebotsänderungen einen reibungslosen Produktionsablauf gewährleisten sollen. Sie umfassen sowohl Fertigwaren als auch als Vorleistungsgüter verwendete Rohstoffe und können daher unterschiedliche Stadien des Produktionsablaufs betreffen. Schwankungen bei einzelnen Vorratsgruppen und einzelnen Unternehmen könnten sich deshalb in den Vorratsveränderungen insgesamt teilweise wieder ausgleichen. Wenngleich auch in der Landwirtschaft und im Staatssektor Vorräte gehalten werden, stellen das Verarbeitende Gewerbe und der Einzelhandel den Löwenanteil am gesamten Vorratsbestand. Im allgemeinen geht man davon aus, daß die Unternehmen ihre Lagerhaltung an dem angestrebten Verhältnis der Vorräte zu ihren Erwartungen in Bezug auf Produktion und Absatz ausrichten. Vorratsveränderungen spiegeln daher in der Regel die Differenz zwischen der tatsächlichen und der erwarteten Höhe von Absatz und Produktion wider. Das angestrebte Verhältnis (der sog. Lagerumschlag) dürfte auf kurze Sicht relativ konstant sein, könnte aber mittelfristig von Veränderungen im Produktionsablauf und in der Logistik, wie z. B. von „Just-in-time-Lieferungen“, beeinflusst werden. Vorratsveränderungen können also auch durch Änderungen des angestrebten Lagerumschlags selbst hervorgerufen werden.

Vorratsveränderungen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen aufgrund von Bewegungen in unterschiedlichen Vorratsgruppen

Die in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erfaßten Vorratsveränderungen spiegeln die Entwicklung in verschiedenen Vorratsgruppen, wie z. B. bei den Fertigwaren, Wiederverkaufsgütern, Werkstoffen und unfertigen Erzeugnissen, wider. In der Praxis können sie auch bei der Berechnung des gesamten BIP entstandene statistische Abweichungen wiedergeben, was die teilweise relativ deutlichen Korrekturen an dieser BIP-Kompo-

Vorratsveränderungen und Bewertung von Vorratsbeständen im Euro-Währungsgebiet

(Angaben und Salden in %; Quartalswerte)



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

Anmerkung: Vorratsveränderungen einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

1) Quartalsdurchschnitte; umgekehrtes Vorzeichen; die Daten stellen die Abweichung vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

nente erklärt. Die Schätzungen von Eurostat zu den Vorratsveränderungen im gesamten Euroraum schließen außerdem den Nettozugang an Wertsachen wie beispielsweise Edelmetallen und Kunstgegenständen mit ein; dieser dürfte jedoch keinen signifikanten Einfluß auf die Vorratsinvestitionen insgesamt haben.

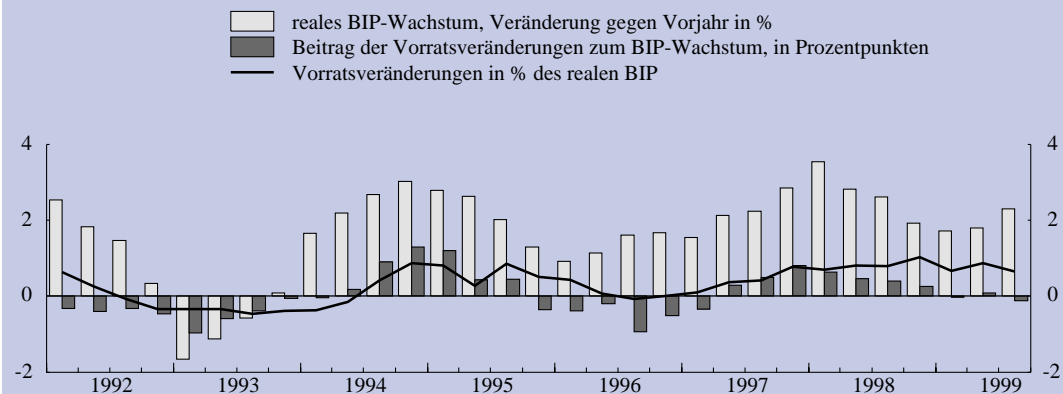
Für die aggregierten Vorratsveränderungen im Euro-Währungsgebiet liegt keine Aufgliederung in einzelne Bereiche vor. Die Branchenumfragen der Europäischen Kommission liefern jedoch einige Anhaltspunkte darüber, wie die Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe und im Einzelhandel die Vorratsentwicklung beurteilen. Die jeweiligen Bewertungen der Fertigwarenlager und der Lager von für den Wiederverkauf bestimmten Waren dürften Informationen über die gegenwärtigen und die angestrebten Lagerbestände liefern. Abgesehen von einigen kleineren Abweichungen in jüngster Zeit scheinen die Bewertungen der Fertigwarenlager im Verarbeitenden Gewerbe die Entwicklung im gesamtwirtschaftlichen Verhältnis der Vorratsveränderungen zum BIP recht gut widerzuspiegeln (siehe Abbildung oben). Demgegenüber besteht offenbar kein enger Zusammenhang zwischen der Bewertung der Lager von für den Wiederverkauf bestimmten Waren im Einzelhandel und der Entwicklung der Relation der Vorratsveränderungen zum BIP. Gemessen als Abweichung von ihrem langfristigen Durchschnitt deuten die Umfrageergebnisse für das Verarbeitende Gewerbe und den Einzelhandel darauf hin, daß die Unternehmen ihre Vorräte zur Zeit als insgesamt angemessen bewerten.

Jüngste Angaben weisen auf weitere Vorratsaufstockungen trotz Abschwächung des BIP-Wachstums hin

In Einklang mit der Nachfrageentwicklung im Euroraum fiel der Beitrag der Vorratsveränderungen zum realen BIP-Wachstum in den neunziger Jahren sowohl während der Rezession des Jahres 1993 als auch während der konjunkturellen Abkühlung von 1995/96 negativ aus. Ein leicht negativer Wachstumsbeitrag war auch nach der Wachstumsabschwächung 1998 zu beobachten (siehe Abbildung unten). In jüngster Zeit ist die Vorratsbildung jedoch überwiegend im positiven Bereich geblieben. Das Verhältnis der Vorratsveränderungen zum BIP sank während der jüngsten Wachstumsverlangsamung nur geringfügig, was auf einen kontinuierlichen Anstieg der Lagerhaltung hinweist. Zu einem gewissen Grad ist dies möglicherweise auf die obengenannten statistischen Abweichungen zurückzuführen, und die Vorratsveränderungen könnten im Zuge nachträglicher Revisionen der BIP-Daten nach unten korrigiert werden. Der anhaltende Lageraufbau könnte jedoch auch darauf zurückzuführen sein, daß die Vorratsbestände nach oben korrigiert wurden, um den Lagerumschlag auf dem angestrebten Niveau zu halten. Die inländische Nachfrage nahm nämlich trotz der merklichen Abschwächung des gesamten Wirtschaftswachstums weiterhin recht kräftig zu. Dies stünde auch in Einklang mit der jüngsten Bewertung der Vorratsbestände seitens der Unternehmen, die auf eine insgesamt angemessene Lagerhaltung hindeutet. Eine Beschleunigung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage dürfte daher bald zu einem weiteren Anstieg der Vorratsinvestitionen führen.

Entwicklung der Vorratsveränderungen und des realen BIP im Euro-Währungsgebiet

(Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Vorratsveränderungen einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

Aufgrund des gestiegenen Vertrauens sowohl bei den Verbrauchern als auch in der Industrie hat der Indikator für die konjunkturelle Einschätzung mittlerweile wieder seinen Höchststand vom Juli 1998 erreicht. Dieser Stand wurde letztmals im Juli 1990 übertroffen. Gleichzeitig ist die Zuversicht im Einzelhandel den Umfragen der Europäischen Kommission zufolge im Jahresverlauf 1999 nach und nach leicht gesunken. Angesichts des beschleunigten Wachstums der privaten Konsumausgaben im dritten Quartal dürfte diese Schwäche nicht auf die Verbrauchsnachfrage zurückzuführen sein, sondern auf andere Entwicklungen wie z. B. den Druck auf die Gewinnspannen infolge des verschärften Wettbewerbs im Einzelhandel.

Insgesamt gesehen haben die kürzlich veröffentlichten Daten die früheren Erwartungen eines stärkeren realen Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet im zweiten Halbjahr 1999 bestätigt. Für das vierte Quartal 1999 liegen bislang kaum Angaben vor, doch lassen die Umfrageergebnisse darauf schließen, daß sich der gegenwärtige Aufschwung im Einklang mit den vorliegenden Prognosen fortsetzen wird.

Beschäftigungswachstum im dritten Quartal 1999 unverändert

Nationalen Statistiken zufolge ist die Gesamtbeschäftigung im dritten Quartal 1999 schät-

zungsweise um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen (siehe Tabelle 7). Die vierteljährliche Wachstumsrate blieb somit im Vergleich zum zweiten Quartal unverändert. Die konjunkturelle Belebung hat sich im dritten Quartal 1999 offenbar noch nicht in einer kräftigeren Ausweitung der Gesamtbeschäftigung niedergeschlagen. In der Industrie, die stärker als die anderen Sektoren von der Exportbelebung im dritten Quartal 1999 profitiert haben dürfte, war jedoch bereits eine Verbesserung der Beschäftigungssituation zu verzeichnen. Den Eurostat-Angaben zufolge stabilisierte sich die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) im dritten Quartal 1999, nachdem sie zuvor in drei aufeinanderfolgenden Quartalen rückläufig gewesen war. Dieser jüngste Trend steht im Einklang mit den vorliegenden Informationen aus den Branchenumfragen der Europäischen Kommission zu den Beschäftigungserwartungen. Die Tatsache, daß das Wachstum der Gesamtbeschäftigung unverändert geblieben ist, läßt darauf schließen, daß sich der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor – möglicherweise aufgrund der vorübergehenden Wachstumsverlangsamung bei den privaten Konsumausgaben Mitte 1999 – etwas abgeschwächt hat.

Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im November 1999 bei 9,8 % (siehe Tabelle 8) und blieb damit unverändert gegenüber der Quote vom Oktober, die – wie auch die Quoten für September und August – um 0,1 Pro-

Tabelle 7
Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

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

Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Kurzfristige Unternehmensstatistik).

1) Quartalsraten; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.

2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.

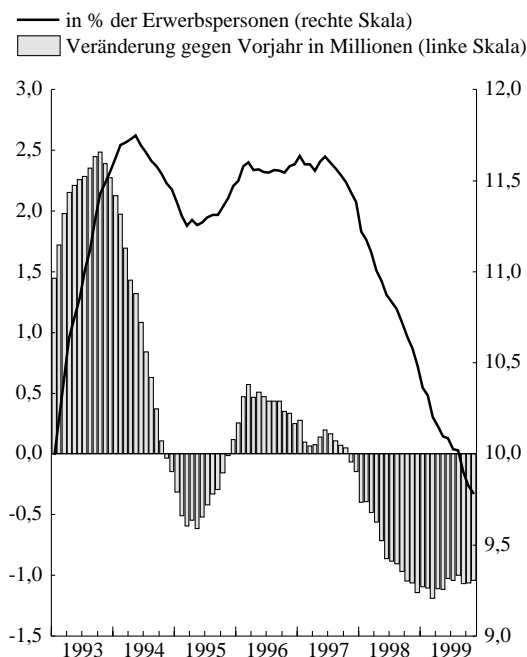
Tabelle 8**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

	1996	1997	1998	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.
Insgesamt	11,6	11,6	10,9	10,6	10,3	10,1	10,0	10,1	10,0	10,0	9,9	9,8	9,8
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,9	23,2	21,3	20,7	20,0	19,3	19,0	19,2	19,2	19,1	18,8	18,5	18,4
25 Jahre und älter ²⁾	9,8	9,9	9,4	9,2	9,0	8,9	8,7	8,8	8,8	8,8	8,7	8,6	8,6

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.**1) 1998 entfielen auf diese Gruppe 24,0 % der Arbeitslosen insgesamt.**2) 1998 entfielen auf diese Gruppe 76,0 % der Arbeitslosen insgesamt.*

zentpunkte nach unten korrigiert wurde. Den aktuellen Schätzungen zufolge ist die Arbeitslosenquote im September 1999 somit erstmals seit Dezember 1992 wieder unter die 10 %-Marke gesunken. Nach den revidierten Angaben hat sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit zwischen Mai und August 1999 weniger verlangsamt als zuvor angenommen. Der Abwärtstrend bei der Arbeitslosenquote, der seit September wieder eingesetzt hat, kam offenbar den Jüngeren stärker zugute als den Älteren. Nachdem die Arbeitslosenquote bei den unter 25jährigen vier Monate lang praktisch unverändert geblieben war, sank sie in den drei Monaten bis November wieder um 0,7 Prozentpunkte, während bei den über 25jährigen im selben Zeitraum ein Rückgang von lediglich 0,2 Prozentpunkten zu verzeichnen war. Gleichzeitig deuten die vorliegenden Angaben zu den offenen Stellen sowie nationale Branchenumfragen darauf hin, daß in einigen Sektoren inzwischen ein Arbeitskräftemangel herrscht.

Der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen, der im dritten Quartal 1999 unverändert geblieben war, dürfte im vierten Quartal infolge der konjunkturellen Belebung weiter an Dynamik gewonnen haben. Der seit September 1999 wieder zu beobachtende Rückgang der Ar-

Abbildung 12**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)**Quelle: Eurostat.*

beitslosenquote (siehe Abbildung 12) deckt sich mit dem im Monatsbericht vom Dezember 1999 vermittelten Bild einer allmählichen Verstärkung des Beschäftigungswachstums.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

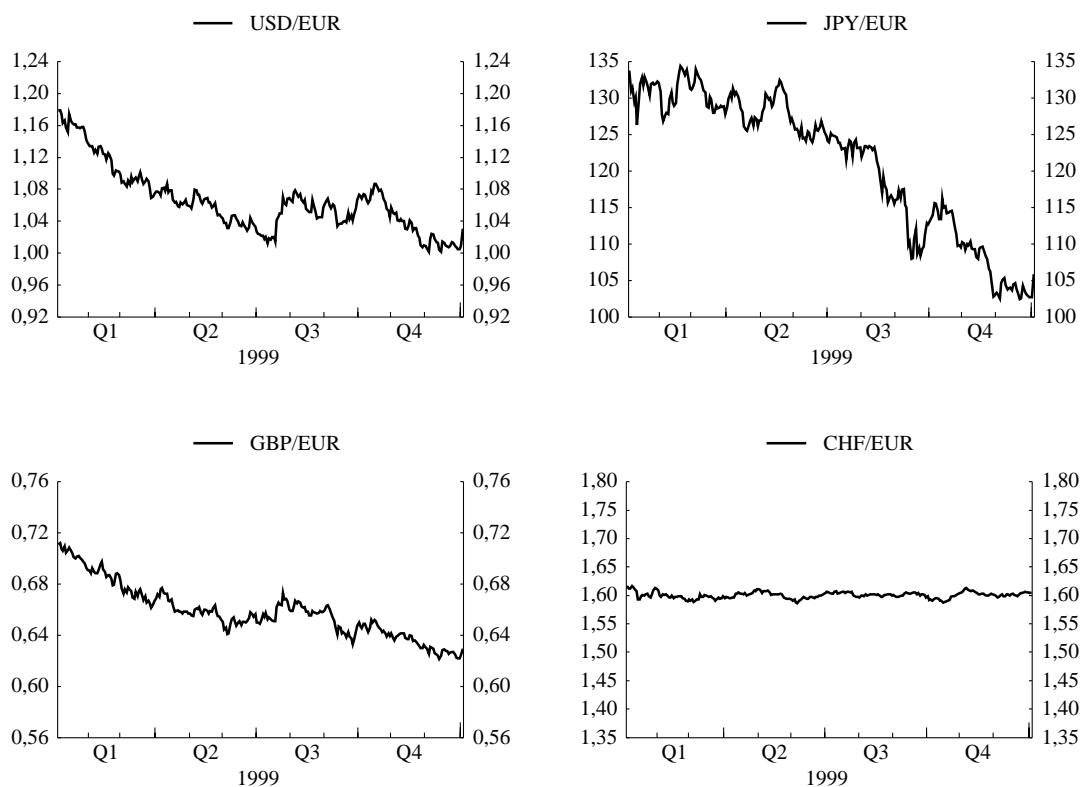
Wechselkurs des Euro im Dezember weitgehend stabil

Im Dezember 1999 war die Lage an den Devisenmärkten sehr ruhig. Dies könnte zu den relativ großen Währungsschwankungen innerhalb einzelner Tage beigetragen haben, obwohl bei den bilateralen Euro-Wechselkursen im Dezember insgesamt nur wenig Änderungen zu beobachten waren. Die Ruhe an den Devisenmärkten spiegelte nicht nur das übliche Nachlassen der Aktivität zum Jahresende wider, sondern auch Befürchtungen im Zusammenhang mit möglichen computerbedingten Störungen zum Jahrtausendwechsel. Im Verlauf des gesamten Monats blieb der Euro am unteren Ende seiner Notierungen im Jahr 1999, gewann jedoch Anfang Januar an Wert.

Gegenüber dem US-Dollar wies der Euro im Dezember 1999 keinen eindeutigen Trend auf. Er bewegte sich in einer engen Bandbreite um 1,01 USD (siehe Abbildung 13). Die Kursbewegungen im Monatsverlauf können neben der Liquiditätsknappheit am Markt auch auf die etwas größere Differenz zwischen den Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten und denen im Euro-Währungsgebiet zurückgeführt werden. Gleichzeitig wurden neue Daten für das Euro-Währungsgebiet veröffentlicht, die die Anzeichen für einen Konjunkturaufschwung bestätigten. Anfang des Jahres 2000 legte der Euro an Wert zu und notierte am 4. Januar bei 1,03 USD.

Der Yen erreichte im Dezember 1999 gegenüber dem Euro und dem US-Dollar Jahreshöchststände und wies im Vergleich zu den Vormonaten nur relativ geringe Schwankun-

Abbildung 13
Wechselkursentwicklung
(Tageswerte)



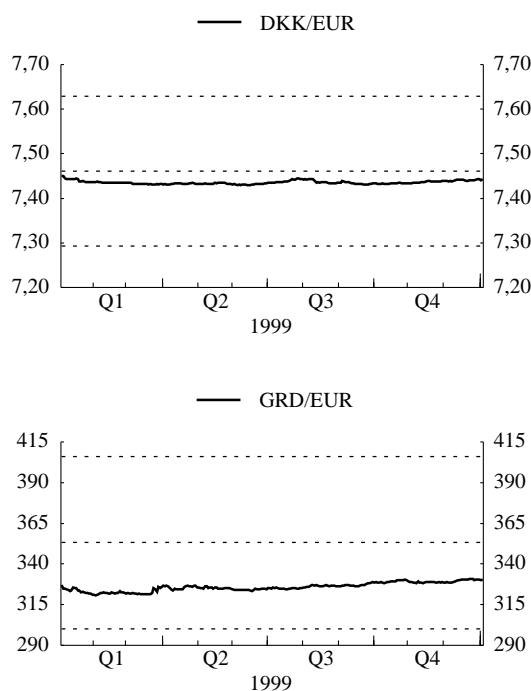
Quelle: EZB.

gen auf. Nach dem anhaltenden Wertgewinn der japanischen Währung im Zusammenhang mit dem Wirtschaftsaufschwung im Jahr 1999 hatte die Bekanntgabe von Daten, wonach ein relativ schwaches BIP-Wachstum in Japan im dritten Quartal 1999 zu verzeichnen war, keine gravierenden Auswirkungen auf den Wechselkurs des Yen. Am 4. Januar wertete der Euro auch gegenüber dem Yen auf und notierte bei 106 JPY, d. h. rund 2 ½ % höher als Anfang Dezember.

Der Wechselkurs des Pfund Sterling gegenüber dem Euro blieb im Dezember 1999 weitgehend stabil. Anfang Dezember gingen die langfristigen Zinssätze im Vereinigten Königreich zunächst um 40 Basispunkte auf etwa 5,2 % zurück, doch im weiteren Monatsverlauf wurde das Pfund Sterling durch steigende Renditen gestützt. Anfang des Jahres 2000 stieg der Euro gegenüber dem Pfund Sterling leicht an und notierte am 4. Januar bei 0,630 GBP.

Abbildung 14
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

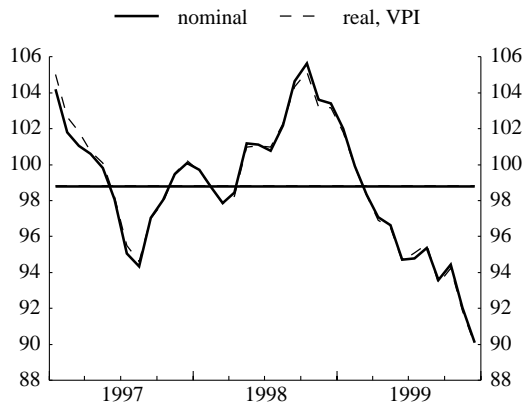


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben die Leitkurse (DKK 7,46, GRD 353,1) und die jeweilige Bandbreite ($\pm 2,25\%$ für die dänische Krone und $\pm 15\%$ für die griechische Drachme) an.

Abbildung 15
Nominale und reale effektive Wechselkurse¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe Kasten 5 im Monatsbericht Oktober 1999). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die horizontalen Linien geben die Durchschnittswerte für den dargestellten Zeitraum an (Januar 1997 bis Dezember 1999).

Die Währungen des WKM II, d. h. die dänische Krone und die griechische Drachme, blieben gegenüber dem Euro weitgehend stabil. Trotz sinkender Zinsen lag die Drachme im Berichtszeitraum nach wie vor rund 7 % über ihrem Leitkurs (siehe Abbildung 14). Der Wechselkurs der schwedischen Krone gegenüber dem Euro blieb im Dezember 1999 ebenfalls im großen und ganzen stabil und lag am 4. Januar 2000 bei 8,62 SEK. Wie bereits in den Vormonaten notierte der Schweizer Franken gegenüber dem Euro im Dezember bei annähernd 1,60 CHF.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro blieb im Dezember weitgehend unverändert. Im Jahr 1999 ging er insgesamt um rund 13 ½ % zurück, und im Dezember war er im Schnitt rund 10 % niedriger als im ersten Quartal 1999 (siehe Abbildung 15). Dieser Rückgang hängt in erster Linie mit der Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar, dem Pfund Sterling und dem Yen zusammen. Allerdings haben bei der Abschwächung des nominalen effektiven Wechselkursindex auch Währungen eine Rolle gespielt, die im Index ein geringeres Gewicht haben. Hierzu zählen z. B. der koreanische Won, der kanadische

Dollar und der australische Dollar, die sowohl von der wirtschaftlichen Erholung in Asien als auch vom Anstieg der Rohstoffpreise profitiert haben. Anfang Januar wertete der Euro aufgrund seines Anstiegs gegenüber dem US-Dollar, dem Pfund Sterling und dem Yen verglichen mit seinem Stand von Ende 1999 um rund 1,8 % auf.

Leistungsbilanzüberschuß im Oktober bei weiter steigenden Exporten nahezu unverändert

Nachdem der Leistungsbilanzüberschuß des Eurogebiets in den vergangenen Monaten deutliche Rückgänge gegenüber 1998 zu ver-

zeichnen hatte, blieb er im Oktober 1999 mit 3,6 Mrd € im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrsmonat nahezu unverändert. Der leichte Rückgang des Überschusses im Warenhandel (um 0,4 Mrd €) und das höhere Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen wurden durch geringere Passivsaldoen sowohl bei den Dienstleistungen als auch bei den Laufenden Übertragungen nahezu aufgewogen (siehe Tabelle 9).

Zwar ist der Überschuß im Warenhandel im Oktober 1999 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat gesunken, doch war der Rückgang weit geringer als in den Vormonaten, was teilweise auf die anhaltende Erholung der Warenausfuhren infolge der zuneh-

Tabelle 9
Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ¹⁾

(Mrd EUR, Veränderungen gegenüber Mrd ECU im Jahr 1998, nicht saisonbereinigt)

	1998 Jan. - Okt.	1998 Okt.	1999 Jan. - Okt.	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.
Saldo der Leistungsbilanz	49,8	3,7	38,1	1,5	-1,9	3,6
Einnahmen	1 053,0	105,7	1 049,5	96,0	106,8	111,2
Ausgaben	1 003,2	101,9	1 011,4	94,5	108,7	107,6
Saldo des Warenhandels	98,4	10,6	83,3	7,0	6,5	10,2
Ausfuhr	643,7	67,1	637,8	57,3	66,6	71,7
Einfuhr	545,4	56,5	554,4	50,3	60,2	61,6
Saldo der Dienstleistungen	-0,7	-1,0	-5,3	-1,1	-1,3	-0,6
Einnahmen	193,3	19,4	192,1	19,9	19,8	19,7
Ausgaben	193,9	20,4	197,4	21,0	21,1	20,4
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-10,5	-1,0	-7,3	0,4	-2,5	-1,9
Saldo der Laufenden Übertragungen	-37,3	-4,9	-32,7	-4,8	-4,6	-4,0
Saldo der Vermögensübertragungen	9,8	0,8	9,5	0,6	0,4	1,6
Saldo der Kapitalbilanz ²⁾	-42,7	-9,7	-34,2	32,9	-32,8	30,5
Direktinvestitionen	-64,1	-18,0	-98,3	-5,9	-7,0	-11,6
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-126,0	-13,0	-151,5	-9,4	-10,5	-18,5
Im Euro-Währungsgebiet	62,0	-5,0	53,2	3,5	3,5	6,9
Wertpapieranlagen ²⁾	-76,3	-30,7	-51,1	1,8	20,2	-14,4
Aktiva	-250,3	-9,6	-223,2	-20,7	-17,2	-15,3
Passiva	174,1	-21,1	172,1	22,5	37,5	0,8
Finanzderivate ²⁾	-5,8	-2,9	-0,9	1,5	-0,7	-1,4
Übriger Kapitalverkehr ^{2) 3)}	104,6	44,8	102,4	34,9	-47,0	57,9
Währungsreserven ²⁾	-1,1	-2,9	13,7	0,5	1,7	0,1
Restposten ²⁾	-16,9	5,3	-13,3	-35,0	34,3	-35,7

Quelle: EZB.

Anmerkung: In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluß und ein negatives Vorzeichen einen Abfluß an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere Tabellen finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“, Abschnitt 8.

1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Die Angaben bis Ende 1998 sind nicht vollständig mit den Angaben für spätere Berichtszeiträume vergleichbar.

3) Die Veränderungen bis Januar 1999 sind teilweise geschätzt. Dieser Posten wird überarbeitet.

menden Auslandsnachfrage sowie der verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets zurückzuführen ist. Während die Warenausfuhren im Oktober dem Wert nach um fast 7 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat gestiegen sind, erhöhten sich die Einfuhren im selben Zeitraum um 9 %. Der anhaltende Anstieg der wertmäßigen Wareneinfuhren dürfte hauptsächlich durch die konjunkturelle Belebung im Eurogebiet in den letzten Monaten sowie den kräftigen Anstieg der Einfuhrpreise infolge höherer Ölpreise und des Rückgangs des Euro-Wechselkurses zu erklären sein. Die relative Auswirkung der Ölpreise auf das Ergebnis läßt sich beispielsweise anhand vorläufiger Berechnungen veranschaulichen, wonach im ersten Halbjahr 1999 rund ein Viertel der seit Ende 1998 insgesamt verzeichneten Einfuhrpreissteigerungen auf höhere Ölpreise zurückzuführen war, wobei die Einfuhrpreise im Bereich des Verarbeitenden Gewerbes etwa die Hälfte des Anstiegs ausmachten.

In den ersten zehn Monaten des Jahres 1999 sank der Überschuß im Warenhandel gegenüber dem gleichen Zeitraum ein Jahr zuvor um 15,1 Mrd €, was teilweise auf gestiegene Einfuhrpreise zurückzugehen scheint, aber auch das niedrige Niveau der Warenexporte im ersten Halbjahr 1999 widerspiegelt, das auf die zeitlich verzögerten Auswirkungen der 1998 – insbesondere in Japan und den übrigen asiatischen Ländern – stark rückläufigen Auslandsnachfrage zurückzuführen ist. Zwar ist die Abnahme des Warenhandelsüberschusses der Hauptgrund dafür, daß der Leistungsbilanzüberschuß im Zeitraum von Januar bis Oktober 1999 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum zurückgegangen ist, doch wurde dieser Rückgang durch geringere Defizite im Bereich der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der Laufenden Übertragungen teilweise wieder ausgeglichen.

Anhaltende Netto-Kapitalabflüsse in den ersten zehn Monaten 1999

In den ersten zehn Monaten des Jahres 1999 beliefen sich die Netto-Kapitalabflüsse

bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen auf 149,4 Mrd €, verglichen mit 140,4 Mrd ECU im selben Zeitraum ein Jahr zuvor.

Gegenüber dem entsprechenden Zeitraum 1998 erhöhten sich die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen in den ersten zehn Monaten 1999 von 64,1 Mrd ECU auf 98,3 Mrd € und damit um über 50 %. Im einzelnen investierten Ansässige des Eurogebiets in den ersten zehn Monaten 1999 größere Beträge außerhalb des Euroraums als im entsprechenden Zeitraum vor Jahresfrist (151,5 Mrd € gegenüber 126 Mrd ECU). Gleichzeitig fielen die Direktinvestitionen von Gebietsfremden im Eurogebiet etwas geringer aus (53,2 Mrd €, verglichen mit 62,0 Mrd ECU in den ersten zehn Monaten 1998). Im Oktober 1999 beliefen sich die Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen auf 11,6 Mrd €.

Die Netto-Kapitalabflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen gingen dagegen in den ersten zehn Monaten 1999 auf 51,1 Mrd € zurück, verglichen mit 76,3 Mrd ECU im selben Zeitraum des vorangegangenen Jahres. Dies war vor allem den geringeren Wertpapieranlagen von Ansässigen des Eurogebiets außerhalb des Euroraums zuzuschreiben, die im Oktober ihren bisherigen Jahrestiefstand erreichten (15,3 Mrd €). Wie aus den Monatswerten für die Anlagen von Ansässigen des Eurogebiets in außerhalb des Euroraums gegebene Schuldverschreibungen hervorgeht, kam es hier in der ersten Jahreshälfte zu vergleichsweise hohen Kapitalexporten, während die Abflüsse in jüngeren Monaten bedeutend geringer waren. Dies ging einher mit der seit dem Sommer zu verzeichnenden Verringerung des Renditegefälles zwischen langfristigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Eurogebiet. In den letzten Monaten hat sich auch das Engagement von Ansässigen des Eurogebiets an den Aktienmärkten außerhalb der EWU – parallel zur relativ günstigen Entwicklung am Aktienmarkt des Eurogebiets – etwas abgeschwächt.

Die Kapitalzuflüsse, die das Eurogebiet im Bereich der Wertpapieranlagen zu verzeichnen hatte, blieben in den ersten zehn Monaten 1999 gegenüber dem selben Zeitraum ein Jahr zuvor nahezu unverändert. Allerdings ging der Erwerb von Wertpapieren des Eurogebiets

durch Gebietsfremde im Oktober beträchtlich zurück, und zwar von 37,5 Mrd € im September auf 0,8 Mrd € im Oktober, da diese ihre Bestände an Anleihen des Eurogebiets reduzierten.

Das Euro-Währungsgebiet ein Jahr nach Einführung des Euro: Wesentliche Merkmale und Veränderungen in der Finanzstruktur

Der Euro wurde vor einem Jahr mit Erfolg eingeführt. Die vom EZB-Rat seit Anfang 1999 betriebene einheitliche Geldpolitik für das Euro-Währungsgebiet orientiert sich an der wirtschaftlichen Entwicklung des gesamten Euroraums. Um ein Bild vom Umfeld, in dem der Euro eingeführt wurde, zu vermitteln, hat sich ein Artikel, der im Monatsbericht Januar 1999 erschienen ist, näher mit einigen wesentlichen Strukturmerkmalen des Euro-Währungsgebiets, wie der Größe und dem Öffnungsgrad der Wirtschaft sowie der Finanzstruktur, befaßt. In dem Artikel wurde darauf hingewiesen, daß sich diese Merkmale erheblich von denjenigen unterscheiden, die in einzelnen Mitgliedstaaten vor ihrem Beitritt zur Währungsunion vorgeherrscht hatten. Es ist daher wichtig, diese Unterschiede bei der wirtschaftlichen Analyse des Eurogebiets zu berücksichtigen. Zwar haben sich viele Strukturmerkmale der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets insgesamt im vergangenen Jahr wenig verändert, doch hatte die Einführung der einheitlichen Währung bereits beträchtliche Auswirkungen auf die Struktur und Entwicklung der Finanzmärkte im Euroraum. Dieser Artikel beschreibt neben den wesentlichen strukturellen Merkmalen der Wirtschaft des Eurogebiets auch die wichtigsten Veränderungen, die an den Finanzmärkten eingetreten sind. Zu diesen Veränderungen zählt insbesondere das rasche Zusammenwachsen der nationalen Geldmärkte zu einem einzigen Geldmarkt im Euroraum sowie das kräftige Wachstum des Markts für in Euro denominierte private Anleihen, wobei letzterer verschiedene Möglichkeiten für die Unternehmensfinanzierung im Eurogebiet bietet.

I Wichtige gesamtwirtschaftliche Merkmale des Euro-Währungsgebiets

Das Euro-Währungsgebiet hat innerhalb der Weltwirtschaft ein erhebliches Gewicht

Einige der wesentlichen gesamtwirtschaftlichen Merkmale des Euro-Währungsgebiets sind in Tabelle I – unter Verwendung der aktuellen Daten aus verschiedenen Quellen – dargestellt. Der Vergleich zwischen dem Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan wurde – soweit erforderlich und nicht anders angegeben – unter Zugrundelegung von nationalen Daten vorgenommen, die auf Basis der im jeweiligen Berichtszeitraum geltenden Wechselkurse in eine gemeinsame Währung umgerechnet wurden. Wie im Monatsbericht vom Januar 1999 angemerkt, ist das Euro-Währungsgebiet im internationalen Vergleich ein „großer Wirtschaftsraum“ mit beträchtlicher Kaufkraft, die nur von derjenigen der Vereinigten Staaten übertroffen wird. Den aktuellen Angaben zufolge entfällt auf die EWU-Länder zusammengekommen ein Anteil am weltweiten BIP von rund 15 ½ %. Dieser Anteil liegt zwar unter dem der Vereinigten Staaten (20 ¾ %), ist aber etwa doppelt so hoch wie die Quote

Japans (rund 7 ½ %). Zum Vergleich: Das größte Land des Euro-Währungsgebiets hat lediglich einen Anteil am weltweiten BIP von schätzungsweise 4 ½ %.

Betrachtet man die Gliederung nach Wirtschaftsbereichen im Euro-Währungsgebiet insgesamt, so deuten die neuesten verfügbaren Daten darauf hin, daß die Produktionsstruktur weitgehend der Struktur in den Vereinigten Staaten und Japan entspricht. Der Dienstleistungssektor ist der größte Wirtschaftsbereich und macht rund 67 % der Gesamtleistung aus; sein Anteil liegt damit unter dem der Vereinigten Staaten (72 %), jedoch über dem Anteil Japans (60 %). Auf den Industriesektor (einschließlich Baugewerbe) entfällt knapp ein Drittel der Gesamtleistung des Euro-Währungsgebiets; das ist mehr als in den Vereinigten Staaten, aber etwas weniger als in Japan. Schließlich ist der Anteil des primären Sektors, wie der Landwirtschaft, Fischerei und Forstwirtschaft, in allen drei Wirtschaftsräumen ähnlich groß und auf rund 2 % der Gesamtleistung beschränkt.

Auf das Euro-Währungsgebiet entfällt ein bedeutender Anteil am Welthandel

Mit Blick auf seine Rolle im internationalen Handel ist festzustellen, daß das Eurogebiet den höchsten Anteil am Welthandel zu verzeichnen hat. Sein Anteil an den gesamten weltweiten Ausfuhren beträgt rund 19 ½ % und übertrifft damit sowohl den Anteil der Vereinigten Staaten (15 %) als auch den Japans (8 ½ %). Der Öffnungsgrad des Eurogebiets, gemessen am Durchschnitt der Aus- und Einfuhren von Waren und Dienstleistungen im Verhältnis zum BIP, ist mit 16 % größer als der Öffnungsgrad der Vereinigten Staaten oder Japans (12 % bzw. 10 ½ %).

Gleichzeitig gilt nach wie vor, daß die einzelnen EWU-Länder überwiegend mit den anderen Teilnehmerländern Handel treiben. Dieser Handel gilt aus der Sicht des Eurogebiets als Binnenhandel, auf den die Wechselkursbewegungen des Euro gegenüber Drittwährungen keinen Einfluß haben. Damit hat sich ein bedeutender Unterschied zur Situation vor der Währungsunion ergeben, als die einzelnen Mitgliedstaaten als „kleine oder mittlere offene Volkswirtschaften“ betrachtet wurden, deren durchschnittliche Export- und Importquoten beim Warenhandel im Verhältnis zum BIP bedeutend höher waren. Für das Euro-Währungsgebiet insgesamt beliefen sich die Warenexporte gemessen am BIP im Jahr

Tabelle I
Schlüsseldaten des Euro-Währungsgebiets

	Berichtszeitraum	Einheit	Euro-Währungsgebiet	Vereinigte Staaten	Japan
Bevölkerung ¹⁾	1998	Mio	291	271	126
BIP (Anteil am weltweiten BIP) ²⁾	1998	%	15,5	20,8	7,4
Wirtschaftsbereiche ³⁾					
Landwirtschaft, Fischerei, Forstwirtschaft	1995	% des BIP	2,2	1,8	1,9
Industrie (einschließlich Baugewerbe)	1995	% des BIP	30,8	26,3	38,0
Dienstleistungen	1995	% des BIP	66,8	71,9	60,0
Staat					
Einnahmen	1999	% des BIP	47,1	36,1	30,5
Ausgaben	1999	% des BIP	48,6	33,9	38,7
Ausfuhr von Waren ⁴⁾	1998	% des BIP	13,2	7,9	9,9
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen ⁴⁾	1998	% des BIP	17,1	11,0	11,5
Einfuhr von Waren ⁴⁾	1998	% des BIP	11,1	10,8	6,7
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen ⁴⁾	1998	% des BIP	15,1	12,9	9,6
Ausfuhren (Anteil an den weltweiten Ausfuhren) ⁴⁾	1998	%	19,6	15,0	8,5
Erwerbsbeteiligung	1998	%	66,4	77,4	72,6
Beschäftigtenquote ⁵⁾	1998	%	59,4	73,8	69,5
Arbeitslosenquote (Anteil an den Erwerbspersonen) ⁶⁾	Okt. 1999	%	9,9	4,1	4,6
Staat					
Überschuß (+) oder Defizit (-)	1999	% des BIP	-1,6	2,2	-8,2
Bruttoverschuldung	1999	% des BIP	72,9	57,7	127,8
Leistungsbilanzsaldo	1998	% des BIP	1,0	-2,6	3,2

Quellen: Eurostat (Bevölkerung und Arbeitslosigkeit), Europäische Kommission – Wirtschaftsprognosen vom Herbst 1999 (Staatsdaten (auf Kalenderjahresbasis)), OECD (Wirtschaftsbereiche, Erwerbsbeteiligung und Beschäftigtenquote; EZB-Berechnungen für das Euro-Währungsgebiet), IWF (Anteil am weltweiten BIP, Ausfuhr, Einfuhr, Ausfuhren gemessen an den weltweiten Ausfuhren, Bruttoverschuldung und Leistungsbilanzsaldo für Vereinigte Staaten und Japan), nationale Statistiken (für Vereinigte Staaten und Japan: Arbeitslosigkeit) und EZB (für das Euro-Währungsgebiet: Ausfuhr, Einfuhr und Leistungsbilanzsaldo).

1) Stand: 1. Januar 1999.

2) Anteile am BIP basieren auf der Bewertung des BIP des jeweiligen Landes zu Kaufkraftparitäten.

3) Für das Euro-Währungsgebiet: 1995 bzw. zuletzt verfügbare Jahresstatistiken; für die Vereinigten Staaten: 1994.

4) Ohne Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets; Ausfuhren: *job*, Einfuhren: *cif*.

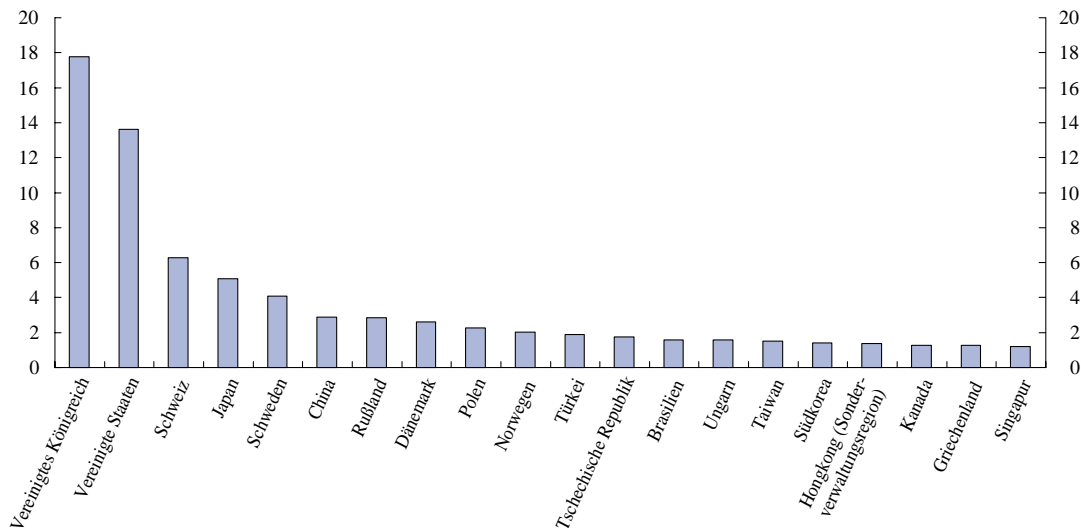
5) Prozentualer Anteil der Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren, die erwerbstätig und der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zuzurechnen sind.

6) Vereinigte Staaten: November 1999.

Abbildung 1

Außenhandelsgewichte der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets

(in %; Durchschnitt 1995–1998)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Eurostat-Außenhandelsstatistiken.

Anmerkung: Summe der Exporte und Importe bezogen auf den Anteil der gesamten Exporte und Importe des Euro-Währungsgebiets.

1998 auf gut 13 %, während der Anteil der Warenimporte knapp über 11 % lag. Der Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland ist beträchtlich, jedoch weniger bedeutsam als der Warenverkehr, wobei die Einnahmen und Ausgaben aus dem Dienstleistungsverkehr rund 4 % des BIP betragen.

Ein weiterer wichtiger Aspekt des Außenhandels aus der Sicht des Eurogebiets als Ganzes ist seine regionale Struktur (siehe Abbildung 1). Auf das Vereinigte Königreich, die Vereinigten Staaten, die Schweiz und Japan (aufgezählt nach der Rangfolge ihrer Handelsanteile) entfällt zusammengenommen ein Anteil am gesamten Außenhandel des Euro-Währungsgebiets von annähernd 43 %. Die anderen EU-Länder, die nicht an der EWU teilnehmen, stellen einen Anteil von weiteren 8 %. Zu den bedeutenden Handelspartnern zählen außerdem Rußland und China, während der Handel mit vier anderen asiatischen Volkswirtschaften, nämlich mit Taiwan, Südkorea, Hongkong und Singapur, weitere 5 ½ % der Gesamtsumme ausmacht. Auf die mittel- und osteuropäischen Länder entfallen rund 7 % des gesamten Außenhandels. Analysiert man diesen Handel anhand seiner Waren-

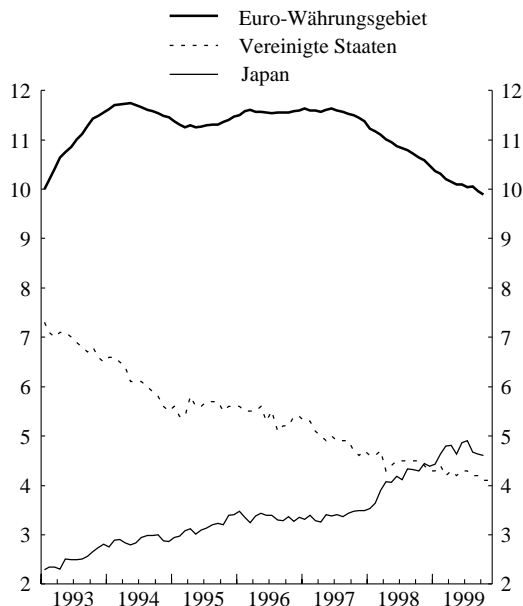
struktur, so ist feststellen, daß der überwiegende Teil auf Maschinen und Fahrzeuge, sonstige gewerbliche Produkte und chemische Erzeugnisse entfällt. Das relative Gewicht der anderen Volkswirtschaften für die Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets hängt allerdings nicht nur von den direkten Exporten und Importen ab, sondern auch von sogenannten „Drittmarkteffekten“ (d. h., ein zu berücksichtigender Faktor ist die Konkurrenz, der die europäischen Exporteure auf Drittmarkten durch andere Exporteure und einheimische Hersteller ausgesetzt sind). Dies findet beispielsweise bei der Berechnung des effektiven Euro-Wechselkurses der EZB Berücksichtigung. Demnach haben die Vereinigten Staaten ein größeres Gewicht als das Vereinigte Königreich, und auch die asiatischen Länder gewinnen so gesehen stärker an Bedeutung.

Erhebliche Unterschiede an den nationalen Arbeitsmärkten des Eurogebiets

Im Euro-Währungsgebiet insgesamt waren 1999 durchschnittlich etwas über 13 Millionen Arbeitslose zu verzeichnen. Das ent-

Abbildung 2
Arbeitslosigkeit im Euro-Währungs-
gebiet, in den Vereinigten Staaten und in
Japan

(in % der Erwerbspersonen; Monatswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und nationale Statistiken.

spricht gut 10 % der Erwerbspersonen; damit liegt die Arbeitslosenquote weit über der in den Vereinigten Staaten oder Japan. Bei diesen unterschiedlichen Arbeitsmarktentwicklungen handelt es sich um ein längerfristiges Phänomen (siehe Abbildung 2). Weiteren Aufschluß über die Merkmale der Arbeitsmärkte liefert die Erwerbsbeteiligung (das ist der Anteil aller Erwerbstätigen und Arbeitslosen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter). Für das Eurogebiet wird die Erwerbsbeteiligung auf rund 66 ½ % geschätzt, verglichen mit mehr als 72 ½ % in Japan und über 77 % in den Vereinigten Staaten. Noch größer sind die Unterschiede in bezug auf den Anteil der Erwerbstätigen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter. Diese Relation liegt im Eurogebiet bei unter 60 %, gegenüber fast 70 % in Japan und nahezu 74 % in den Vereinigten Staaten.

An den nationalen Arbeitsmärkten in den EWU-Ländern bestehen bedeutende Unterschiede bei den strukturellen Merkmalen, einschließlich der Lohn- und Lohnnebenkosten,

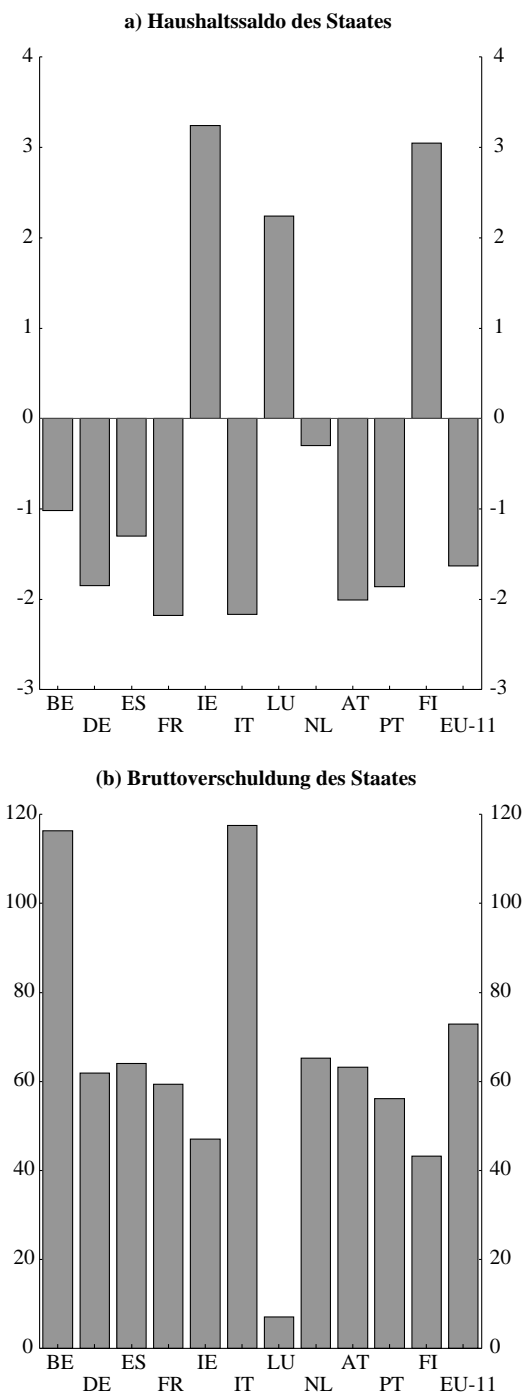
den Arbeitsschutzregelungen, der Teilzeitbeschäftigung sowie dem Umfang und der Dauer der Arbeitslosenunterstützung. Hinter den Daten für das Euro-Währungsgebiet insgesamt verbergen sich beträchtliche Abweichungen zwischen den einzelnen Teilnehmerländern, wobei die vergleichsweise höheren Wachstumsraten und der stärkere Zuwachs an Arbeitsplätzen in einigen Ländern auf die zuvor an den Arbeits- und Gütermärkten durchgeführten strukturellen Reformen sowie einen unterschiedlichen Stand im Konjunkturzyklus zurückzuführen sind. Die Spannweite der Arbeitslosenquoten läßt sich an folgendem Beispiel verdeutlichen: Während die Arbeitslosenquote im Jahr 1999 in nur zwei Mitgliedstaaten (Luxemburg und den Niederlanden) niedriger war als in den Vereinigten Staaten, lag sie in vier anderen Mitgliedstaaten (Spanien, Frankreich, Italien und Finnland) bei über 10 %.

Die Lage der öffentlichen Haushalte muß weiter konsolidiert werden

Im Euro-Währungsgebiet insgesamt liegt die Schuldenquote noch immer beträchtlich über dem im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten Referenzwert. Nach Schätzung der Europäischen Kommission ist die durchschnittliche Schuldenquote 1999 leicht auf 72,9 % zurückgegangen. Gleichzeitig hat sich die Relation der öffentlichen Defizite zum BIP im Euro-Währungsgebiet insgesamt nur leicht verbessert. Sie belief sich im Jahr 1999 schätzungsweise auf durchschnittlich 1,6 %. Abbildung 3 macht deutlich, daß sowohl die Höhe der öffentlichen Defizite als auch der Schuldenstand in den einzelnen EWU-Ländern beträchtlich variieren und nur wenige Länder im Jahr 1999 einen Haushaltsüberschuß und eine Schuldenquote von weniger als 60 % aufweisen.

Insgesamt sind die Budgetsalden und die Schuldenquoten im Euro-Währungsgebiet ungünstiger als in den Vereinigten Staaten, jedoch günstiger als in Japan. Allerdings sind die Vergleiche mit den Vereinigten Staaten und Japan durch die sehr unterschiedlichen

Abbildung 3
Haushaltspositionen im Euro-
Währungsgebiet im Jahr 1999
(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission (Prognosen vom Herbst 1999).
 Anmerkung: Die Angaben sind geschätzt.

zyklischen Positionen beeinträchtigt. Außerdem sollte man daran denken, daß die Tragfähigkeit der umlagefinanzierten staatlichen Altersversorgungssysteme (die in allen drei Wirtschaftsräumen existieren) auf längere Sicht infolge der Bevölkerungsalterung ernsthaft in Frage gestellt ist.

Hinsichtlich Größe und Struktur unterscheidet sich der Staatssektor im Euro-Währungsgebiet erheblich von dem der Vereinigten Staaten und Japans. Der Anteil der Staatsausgaben am BIP ist im Eurogebiet bedeutend größer als in Japan oder den Vereinigten Staaten (49 %, verglichen mit 39 % bzw. 34 %). Die laufenden staatlichen Übertragungen an die privaten Haushalte sind in den EWU-Ländern relativ hoch, was weitgehend auf die spezifischen Merkmale der Sozialversicherungssysteme zurückzuführen ist. Auch der Anteil des BIP, der vom Staatssektor für die Bereitstellung von Kollektivleistungen verwendet wird, ist im Eurogebiet höher als in den Vereinigten Staaten oder in Japan. Betrachtet man die Zusammensetzung der Staatseinnahmen, so sind die Sozialabgaben in den EWU-Ländern und in Japan höher als in den Vereinigten Staaten und belaufen sich auf rund ein Drittel der laufenden Einnahmen der öffentlichen Haushalte. Während das Euro-Währungsgebiet eher auf eine indirekte Besteuerung setzt, kommt in den Vereinigten Staaten und in Japan der direkten Besteuerung eine größere Rolle zu.

2 Finanzierungsstruktur des Euro-Währungsgebiets

Indirekte Finanzierung überwiegt im Eurogebiet

Die Finanzierungsstruktur des Euro-Währungsgebiets kann trotz einiger gegenwärtig zu beobachtender Veränderungen immer noch als mehr oder weniger bankenorientiert bezeichnet werden. So hatten inländische Bankkredite 1999 einen höheren Anteil gemessen am BIP als die Finanzierung über die Emission inländischer Schuldverschreibungen (100 % gegenüber 89 % per Ende Juni). Inländische Schuldverschreibungen werden vorwiegend von der öffentlichen Hand begeben (siehe Tabelle 2). Zudem betrug die Aktienmarktkapitalisierung in der EWU in Relation zum BIP im Oktober 1999 71 %. Dagegen weist die Finanzierungsstruktur in den Vereinigten Staaten eher die Merkmale einer wertpapierunterlegten Struktur auf, bei der die Finanzierung über die Emission inländischer Schuldverschreibungen (in Prozent des BIP) gegenüber der Finanzierung über die Banken deutlich überwiegt (im

Juni 1999 165 % gegenüber 48 %). Im Vergleich zum Euroraum und gemessen am BIP sind der Umlauf an inländischen Schuldverschreibungen und die Aktienmarktkapitalisierung in den Vereinigten Staaten wesentlich höher. Die Finanzierungsstruktur in Japan scheint weniger verbrieft zu sein als in den Vereinigten Staaten, aber stärker als im Eurogebiet. Letzteres ist zum Teil auf den relativ hohen Anteil des Umlaufs an Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte am Wertpapierumlauf in Japan insgesamt zurückzuführen.

Im folgenden wird der anhaltende Konsolidierungstrend im Finanzsektor des Eurogebiets erörtert. Anschließend werden die wichtigsten Veränderungen im Hinblick auf die Geldmärkte des Eurogebiets, an denen kurzfristige Schuldtitel (d. h. mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr) gehandelt werden, wie auch im Hinblick auf die Kapitalmärkte des Euroraums, deren Schwerpunkt auf der langfristigen Finanzierung (Anleihen

Tabelle 2
Finanzierungsstruktur im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan

	Berichtszeitraum	Einheit	Euro-Währungsgebiet	Vereinigte Staaten	Japan
Bankeinlagen ¹⁾	Juni 1999	Mrd EUR	4 752,2	4 742,8	4 467,5
	Juni 1999	% des BIP	77,8	55,2	111,7
Bankkredite ²⁾	Juni 1999	Mrd EUR	6 136,1	4 154,8	4 280,8
	Juni 1999	% des BIP	100,4	48,4	107,0
Umlauf an inländischen Schuldverschreibungen	Juni 1999	Mrd EUR	5 422,7	14 140,8	5 061,1
	Juni 1999	% des BIP	88,8	164,6	126,5
	Juni 1999	Mrd EUR	202,3	2 493,8	583,4
	Juni 1999	Mrd EUR	1 891,5	3 900,1	753,7
– von Unternehmen	Juni 1999	Mrd EUR	202,3	2 493,8	583,4
– von Finanzinstituten	Juni 1999	Mrd EUR	1 891,5	3 900,1	753,7
– der öffentlichen Hand	Juni 1999	Mrd EUR	3 329,0	7 746,8	3 723,9
Aktienmarktkapitalisierung ³⁾	Okt. 1999	Mrd EUR	4 346,0	13 861,1	6 275,8
	Okt. 1999	% des BIP	71,1	163,3	137,7

Quellen: BIZ (inländische Schuldverschreibungen), EZB (Bankeinlagen und MFI-Kredite für das Euro-Währungsgebiet), IWF (Bankeinlagen und BIP-Prognosen für Japan und die Vereinigten Staaten), Eurostat (BIP-Prognosen für das Euro-Währungsgebiet, Aktienmarktkapitalisierung), Federal Reserve (Bankkredite für die Vereinigten Staaten), Bank of Japan (Bankkredite für Japan).

1) Die Daten für das Euro-Währungsgebiet umfassen Sichteinlagen, Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von MFIs ohne NZBn und EZB. Die Daten für die Vereinigten Staaten umfassen Sicht-, Termin- und Spareinlagen sämtlicher Bankinstitute. Die Daten für Japan umfassen Sicht- und Termineinlagen von Depositenbanken. Sonstige Bankinstitute, die Einlagensubstitute im engeren Sinne auflegen, sind bei Japan nicht berücksichtigt.

2) Die Daten für das Euro-Währungsgebiet umfassen Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet (berechnet auf der Grundlage der konsolidierten Bilanz der MFIs des Euro-Währungsgebiets). Die Daten für die Vereinigten Staaten umfassen die gesamte Kreditgewährung von Geschäftsbanken, Instituten des Sparkassensektors und Kreditgenossenschaften (berechnet auf der Grundlage der Finanzierungsrechnungen der Federal Reserve für die Vereinigten Staaten). Die Daten für Japan umfassen die gesamte Kreditgewährung von Depositenbanken (berechnet auf der Grundlage der bankstatistischen Gesamtrechnungen der Bank von Japan).

3) Aufgrund unterschiedlicher Meldevorschriften und Berechnungsmethoden sind die Daten nicht vollständig vergleichbar.

und Dividendenwerte) liegt, anhand von Indikatoren wie Marktgröße, Marktbreite und Markttiefe dargelegt. Darüber hinaus werden die neuen auf Euro lautenden Finanzinstrumente beschrieben. Abschließend erfolgt eine Darstellung der Struktur des Euro-Devisenmarkts. Den Ergebnissen liegen zum Teil Analysen des ESZB zugrunde.

Konsolidierung des Finanzdienstleistungssektors hält an

Im Jahresverlauf 1999 ist die Konsolidierung des Finanzdienstleistungssektors in der EWU weiter deutlich vorangeschritten. Im Zeitraum von Dezember 1998 bis November 1999 sank die Zahl der monetären Finanzinstitute (MFIs) im Euro-Währungsgebiet um etwa 4 % von 9 856 auf 9 443 Institute. Die Zahl der Kreditinstitute – der größten Gruppe innerhalb der MFIs – verringerte sich um fast 5 %, und zwar von 8 320 Ende 1998 auf 7 906 im November 1999. Dieser zahlenmäßige Rückgang der Kreditinstitute ist als Trend bereits seit mehr als einer Dekade zu beobachten.

Der Konsolidierungstrend im Bankensektor spiegelt die Reaktion der Banken auf sich verändernde Marktverhältnisse in Europa wider, die ihrerseits auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen sind. Zu den am häufigsten genannten Faktoren zählen die technologische Entwicklung, die Deregulierung, Liberalisierung und Globalisierung. Die Einführung des Euro hat nach allgemeinem Dafürhalten diese Triebkräfte gestärkt. Dabei ist hervorzuheben, daß sich die Marktgegebenheiten in den verschiedenen Bereichen des Bankgeschäfts unterschiedlich stark verändert haben. Mit der Schaffung eines großen, integrierten Interbankenmarkts im Euro-Währungsgebiet haben sich die auffälligsten Veränderungen im Großkundengeschäft ergeben. Veränderungen im Retail-Geschäft der Banken vollziehen sich nach allgemeiner Auffassung eher schrittweise. Zu den wichtigsten Entwicklungen in diesem Bereich zählte im Jahresverlauf 1999 das Entstehen großer nationaler Akteure am Markt.

Entwicklungen am Geldmarkt

Der Geldmarkt hat als Reaktion auf die Einführung des Euro und den neuen geldpolitischen Handlungsrahmen einen Prozeß weitgehender Integration und Standardisierung im gesamten Eurogebiet durchlaufen. Der bisher erzielte Grad der Integration ist allerdings in den einzelnen Marktsegmenten unterschiedlich. Zu den stärker integrierten Segmenten zählen der Markt für unbesicherte Einlagen, auf dem Banken kurzfristige Liquidität ohne Besicherung bereitstellen bzw. erhalten, und die Derivate-Märkte. Zu den relativ schwach integrierten Marktsegmenten gehören der Repomarkt, an dem die Marktteilnehmer kurzfristige Liquidität gegen Sicherheiten handeln, und die Märkte für kurzfristige Wertpapiere (Schatzwechsel, Commercial Paper und Einlagenzertifikate).

Die Notwendigkeit zur Umverteilung der Liquidität unter den elf EWU-Ländern, einschließlich der vom Eurosystem mittels seiner Refinanzierungsgeschäfte bereitgestellten Liquidität, hat am Geldmarkt zu verstärkten grenzüberschreitenden Transaktionen geführt. Solche Transaktionen machen derzeit mehr als 50 % der gesamten Geschäfte in allen Geldmarktsegmenten aus. Gefördert wurde diese Entwicklung durch das reibungslose Funktionieren des TARGET-Systems für die Überweisung von Großbeträgen im gesamten Eurogebiet und den übrigen EU-Ländern. TARGET hat maßgeblich dazu beigetragen, den Liquiditätsausgleich innerhalb des Euro-Währungsgebiets und bei Arbitrage-Geschäften zu erleichtern und damit die Preisdifferenzen in den verschiedenen Geldmarktsegmenten im Euroraum zu nivellieren. Besonders auffällig ist der Anstieg der grenzüberschreitenden Geschäfte auf dem unbesicherten Markt und dem Swapmarkt, was den hohen Grad an Homogenität und Liquidität dieser Segmente erklärt. Diese Homogenität zeigt sich beispielsweise am Markt für Tagesgeld, wo die Sätze in den einzelnen EWU-Ländern nur sehr wenig differieren. Dies spiegeln auch die von den aktivsten Banken der verschiedenen EWU-Länder gemeldeten Sätze wider, die die Grundlage für

die Berechnung des maßgeblichen Referenzsatzes für Tagesgeld, den EONIA („euro overnight index average“), bilden.

Neben den verstärkten grenzüberschreitenden Aktivitäten gibt es eine Reihe weiterer, damit verbundener struktureller Veränderungen am Geldmarkt des Eurogebiets. Dazu gehören die – verglichen mit der Situation auf den vormals getrennten Geldmärkten – zunehmende Konzentration der Cash-Management-Aktivitäten in Euro seitens der Marktteilnehmer, die gestiegene Wettbewerbsfähigkeit, die größere Zahl von Geschäftspartnern, die den einzelnen Banken de facto zur Verfügung stehen, und die starke Zunahme der Liquidität an den Sekundärmärkten.

Hoher Integrationsgrad des Markts für unbesicherte Einlagen

Von den verschiedenen Segmenten des Euro-Geldmarkts ist der Markt für unbesicherte Einlagen am stärksten integriert. Bemerkenswert ist, daß sich die Liquidität in diesem Marktsegment hauptsächlich auf den kürzeren Laufzeitenbereich und dabei überwiegend auf Overnightgeschäfte konzentriert. Diese Konzentration hat seit Anfang 1999 erheblich zugenommen, wobei das Volumen der Overnightkontrakte zwischen Ende 1998 und der ersten Jahreshälfte 1999 um 40 % gestiegen ist. Die Tatsache, daß EONIA und EURIBOR („Euro Interbank Offered Rate“ – ein Referenzzinssatz am Euro-Geldmarkt für Gelder bis zu zwölf Monaten) von allen Marktteilnehmern umgehend und uneingeschränkt akzeptiert wurden, war für die Bereitstellung eines einheitlichen Referenzwerts am Markt von zentraler Bedeutung und hat damit zu dessen vollständiger Integration beigetragen. Ausdruck hierfür sind nahezu identische risikogewichtete kurzfristige Zinssätze von Teilnehmern aus verschiedenen EWU-Ländern.

Im Hinblick auf die Teilnehmer am Geldmarkt ist darauf hinzuweisen, daß einige größere Akteure, die sich zuvor auf ihre nationalen oder die aktivsten europäischen Märkte kon-

zentriert hatten, ihren Wirkungsbereich naturgemäß auf das gesamte Euro-Währungsgebiet ausgeweitet haben. Gleichzeitig hat der sich beschleunigende Konsolidierungsprozeß die Konzentration von Cash-Management- und Geldmarktaktivitäten gefördert. Die großen Akteure am Markt scheinen ihre Marktanteile erhöht zu haben, wobei ihnen ein größerer und liquiderer Markt sowie interne Reorganisationsmaßnahmen zur Verbesserung ihrer Wettbewerbsposition zugute kamen. Es scheint sich ein gewisses Muster größenabhängiger Spezialisierung herauszubilden, demzufolge Großbanken in der Regel am EWU-weiten Geldmarkt grenzüberschreitende Geschäfte tätigen und somit das Zusammenwachsen der Märkte fördern und homogene Bedingungen für die Refinanzierung kleinerer Banken gewährleisten. Diese Art von Marktsegmentierung bestand in gewissem Maße bereits vor der Einführung des Euro und hat die Refinanzierungsbedingungen für kleinere Banken offenbar nicht verschlechtert.

Repomarkt noch nicht vollständig integriert

Im Vergleich zum unbesicherten Markt sind die Repomärkte innerhalb des Euro-Währungsgebiets noch nicht vollständig integriert. Indiz dafür ist die Satzvielfalt am Markt für „allgemeine Sicherheiten“ (d. h. dem Marktsegment, in dem die gegen Liquidität eingetauschten Wertpapiere aufgrund ihrer relativ homogenen Merkmale am gesamten Markt weitgehend akzeptiert werden). Die Hauptgründe dafür sind:

- die divergierenden Kurse zugrundeliegender Anleihen und deren unterschiedlicher Liquiditätsgrad,
- die mangelnde Harmonisierung der rechtlichen Grundlagen für Repogeschäfte,
- praktische Schwierigkeiten bei der grenzüberschreitenden Verwaltung und Abwicklung von Sicherheiten,
- eine unterschiedliche steuerliche Behandlung von Anleihen, und
- eine ungleichmäßige Verfügbarkeit von Sicherheiten im Euro-Währungsgebiet.

Repogeschäfte mit längeren Laufzeiten scheinen attraktiver zu sein, da sie eine größere Sicherheit bieten. Die Ausweitung des Repomarkts scheint nicht nur mit der Einführung des Euro zusammenzuhängen, sondern auch mit der Notwendigkeit, Kreditrisiken zu begrenzen und den Kapitalbedarf zu verringern. Der Umfang von Standardgeschäften hat ebenfalls zugenommen, und Kontrakte mit Beträgen zwischen 50 Mio € und 100 Mio € sind mittlerweile die Regel.

Gewisse Veränderungen an den Märkten für kurzfristige Wertpapiere zu erkennen

An den Märkten für kurzfristige Wertpapiere in den EWU-Ländern war im ersten Halbjahr 1999 gegenüber der zweiten Jahreshälfte 1998 eine Zunahme der Brutto-Neuemissionen zu verzeichnen. Davon ausgenommen waren Schatzwechsel (kurzfristige festverzinsliche Wertpapiere der nationalen Schatzämter), die um rund 7 % abnahmen. Die Schatzwechsel bilden jedoch nach wie vor das größte Segment hinsichtlich Umsatz und Umlauf. Ursache für den Rückgang der von den verschiedenen nationalen Schatzämtern innerhalb des Euroraums begebenen kurzfristigen Wertpapiere im Vergleich zur Bruttoemission von Einlagenzertifikaten und Commercial Paper, d. h. kurzfristigen festverzinslichen Wertpapieren von Banken bzw. Kapitalgesellschaften, ist die verbesserte Haushaltslage in den einzelnen Ländern sowie die Konsolidierung der öffentlichen Schulden zugunsten längerer Laufzeiten. Zudem war auch die konjunkturelle Belebung und die Tendenz zur Disintermediation im Finanzsektor der verstärkten Emission kurzfristiger Wertpapiere des privaten Sektors förderlich.

Die verfügbaren Daten sind zwar noch unvollständig, doch gibt es Anzeichen dafür, daß innerhalb des Euroraums die Märkte für kurzfristige Wertpapiere – im Gegensatz zum Markt für unbesicherte Einlagen und, in geringerem Maße, zum Anleihemarkt – nach wie vor relativ zersplittert sind. Die Ausgangslage dieser Märkte im Januar 1999 unterschied sich allerdings stark von der Situation auf

dem unbesicherten Markt, der von Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) an äußerst liquide und einheitlich war und im Bereich der Infrastruktur auf die Unterstützung des TARGET-Systems vertrauen konnte. Dagegen waren die Primär- und Sekundärmärkte im Bereich der kurzfristigen Wertpapiere in den meisten EWU-Ländern unterentwickelt oder gar nicht existent, und grenzüberschreitende Transaktionen spielten kaum eine Rolle.

Die Hauptgründe für die derzeit geringe Integration der Märkte für kurzfristige Wertpapiere, die auch für den Repomarkt von Bedeutung ist, sind nach allgemeiner Einschätzung das Fehlen adäquater Abwicklungsverfahren für grenzüberschreitende Transaktionen, verbunden mit einer unzureichenden Harmonisierung der Abwicklungsverfahren für nationale Transaktionen und der maßgeblichen rechtlichen Rahmenbedingungen (siehe Kasten unten).

Dessenungeachtet sind seit Beginn der dritten Stufe der WWU einige Anzeichen zunehmender Aktivität sowie ein gewisses Zusammenwachsen im Marktsegment der privaten Wertpapiere zu beobachten. Dazu zählen die Tendenz zur verstärkten grenzüberschreitenden Diversifizierung der Anlagen an den Märkten für Schatzwechsel sowie der starke Anstieg der Brutto-Neuemissionen von Einlagenzertifikaten (um 52 %) und Commercial Paper (um 20 %) im ersten Halbjahr 1999 im Vergleich zur zweiten Jahreshälfte 1998. Darüber hinaus werden derzeit mögliche Lösungen für eine rasche Konsolidierung der bestehenden Wertpapierinfrastruktur erörtert. Daraus läßt sich ableiten, daß mit dem allmählichen Abbau der obengenannten Hemmnisse ein höherer Integrationsgrad und eine stärkere Entwicklung der Märkte für kurzfristige Wertpapiere zu erwarten ist.

Bedeutende Entwicklungen am Markt für kurzfristige Derivate

Seit Beginn der dritten Stufe haben die Integration, Standardisierung und Tiefe des

Markts für kurzfristige Derivate erheblich zugenommen. Der Euro-Zinsswapmarkt (auf dem feste Zinszahlungen gegen variable Zinszahlungen getauscht werden) verzeichnete einen beträchtlichen Anstieg der tagesdurchschnittlichen Transaktionen. Marktweite und -liquidität nahmen im Zuge des vollständigen Zusammenwachsens deutlich zu. Auch die Sätze glichen sich an, wie das Vorhandensein einer einheitlichen Zinsstrukturkurve für das gesamte Eurogebiet belegt. Der Großteil der Transaktionen war grenzüberschreitender Natur. Die erhöhte Liquidität spiegelt sich in den üblichen Indikatoren wider, nämlich der Entwicklung der Geld-Brief-Spreads, die sich im Vergleich zu den vor Beginn der dritten Stufe der WWU auf den entsprechenden Märkten vorherrschenden Spreads verringert haben und nun zwischen 1 und 2 Basispunkten liegen, sowie dem Umfang der Standardgeschäfte, der auf durchschnittlich 50 Mio € anstieg, wobei auch sehr große Beträge (wie zum Beispiel 5 Mrd €) keine Ausnahme waren.

Das aktivste Segment des Swapmarkts bilden die „Übernacht-Indexswaps“, bei denen die Festzinskomponente der Transaktion gegen eine variable Zinskomponente für Übernachtskontrakte (den EONIA-Satz) getauscht wird.

Was die übrigen Derivate anbelangt, so hat das Handelsvolumen und die Liquidität bei den Termingeschäften am Geldmarkt zugenommen. Da der EURIBOR inzwischen der

einzige Referenzsatz ist, haben EURIBOR-Terminkontrakte alle früheren Geschäfte ersetzt.

Entwicklungen an den Anleihemärkten

Die spektakulärste Entwicklung am Markt für in Euro denominierte Anleihen war im Jahr 1999 zweifellos das rasche Wachstum des Markts für private Anleihen, das die Erwartungen vieler privater Marktbeobachter übertroffen hat (siehe Tabelle 3). Der Markt gewann mit der Emission großvolumiger Anleihen, die mit einer Reihe größerer Fusionen und Übernahmen in der ersten Jahreshälfte 1999 zusammenhingen, an Dynamik. Daß der Markt für in Euro denominierte Anleihen diese Emissionen relativ problemlos und rasch absorbieren konnte, wurde allgemein als wichtiges Indiz für die zunehmende Markttiefe angesehen. Es gibt jedoch nach wie vor Spielraum für ein weiteres Zusammenwachsen der Anleihemärkte innerhalb des Eurogebiets (siehe Kasten unten).

Wenngleich sich das Volumen der auf Euro lautenden Anleiheemissionen des privaten Sektors immer noch relativ bescheiden ausnimmt – vor allem im Vergleich zu den auf Euro lautenden Inlandskrediten im Euro-Währungsgebiet und/oder der Größe des Markts für private Anleihen (sowohl von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch von Finanzinstituten) in den Vereinigten Staaten (der etwa dreimal so groß ist wie der Markt

Tabelle 3
Bruttoemission von in Euro denominierten privaten Anleihen im Jahr 1999 nach Emittentengruppen ¹⁾
 (Anstieg gegenüber Vorjahr in %)

	Privatbanken	Privatunternehmen	Private Finanzierungsgesellschaften	Private Versorgungsunternehmen	Insgesamt
Q1	49,4	231,7	22,8	116,4	62,9
Q2	49,4	248,2	24,5	2 541,7	76,4
Q3	52,3	476,5	168,2	7,0	99,2
Jan.–Sept.	50,2	294,4	47,1	187,6	77,2

Quelle: Capital Data Bondware.

Anmerkung: EZB-Daten zu sektoralen Wertpapieremissionen werden Anfang des Jahres 2000 zur Verfügung stehen.

1) Berechnung der Emissionen anhand von Nominalwerten.

Kasten

Das Zusammenwachsen der Anleihemärkte im Euro-Währungsgebiet

Die Einführung des Euro brachte für die europäischen Anleihemärkte bedeutende Veränderungen mit sich. Die früheren nationalen Märkte, insbesondere die Märkte für Staatsanleihen, sind nun enger miteinander vernetzt, und die Geschäftstätigkeit sowohl am Primärmarkt als auch am Sekundärmarkt hat zugenommen. Gleichzeitig bleiben aber verschiedene Marktsegmente in Bezug auf Tiefe, Effizienz und Vollständigkeit unterentwickelt. Zwar wurden bereits wichtige Maßnahmen ergriffen, aber die derzeit stattfindenden grundlegenden Veränderungen brauchen Zeit, um Wirkung zu zeigen, und die vollständige Integration der Anleihemärkte ist somit eher als ein mittelfristiger und nicht als ein kurzfristiger Prozeß anzusehen.

Der Wegfall des Währungsrisikos im Euroraum, einer der Hauptfaktoren, die grenzüberschreitende Investitionen in der Regel einschränken, ermöglichte es Anlegern im Verlauf des Jahres 1999, ihr Anleiheportefeuille, das früher vor allem auf inländische Anlagen ausgerichtet war, im gesamten Euro-Währungsgebiet deutlich stärker zu diversifizieren. Aber obwohl viele europäische Anleger ihre Bezugsgrößen (d. h. die Indizes, die aus einer bestimmten Anzahl von Anlagewerten bestehen, auf denen ihre Portfolio-Diversifizierung beruht) in Indizes für das gesamte Eurogebiet umwandelten, sind, je nach Herkunft und Art des Anlegers, noch Unterschiede bezüglich der Geschwindigkeit der Diversifizierung zu beobachten. Besonders Anleger aus kleineren Ländern scheinen ihr Portfolio schneller diversifiziert zu haben als solche aus größeren.

Bezüglich der Konditionengestaltung der Anleihen kristallisierte sich eine Veränderung in der relativen Bedeutung der Faktoren, welche die Unterschiede zwischen den verschiedenen staatlichen Emittenten erklären, heraus. Vor Beginn der dritten Stufe der WWU waren Unterschiede beim Kredit-, Inflations- und – damit zusammenhängend – beim Währungsrisiko die Hauptbestimmungsfaktoren der jeweiligen Renditedifferenz. In der Währungsunion dagegen ist, abgesehen von Überlegungen zum Kreditrisiko, die Liquidität zu einem der wichtigsten Faktoren bei der Erklärung der Präferenzen der Anleger für die unterschiedlichen, auf Euro lautenden Staatsanleihen geworden. Allerdings blieben trotz der allgemeinen Tendenz der Anleger, ihre Portfolios grenzüberschreitend über das gesamte Euro-Währungsgebiet zu diversifizieren, einige Segmente des Anleihemarkts, besonders diejenigen, die weniger liquide sind, weitgehend national ausgerichtet und haben sich nicht sonderlich stark verändert. Ungeachtet dessen trug die verbesserte Haushaltskonsolidierung der Einzelstaaten in den vergangenen Jahren zusammen mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt und einem weiteren Zusammenwachsen der Märkte zu deutlich geringeren Renditeabständen zwischen den unterschiedlichen Staatsanleihen bei. Diese überstiegen im Jahr 1999 nur selten 30 Basispunkte. In Zukunft wird die einzige Möglichkeit zu einer nachhaltigen Verringerung der Spanne bei den Kreditrisikoprämien in einer vollständigen Konvergenz in Richtung gesunder öffentlicher Finanzen der Einzelstaaten bestehen.

Abgesehen vom Zusammenwachsen der nationalen Märkte hat sich der Wettbewerb zwischen staatlichen Emittenten deutlich verschärft. Infolgedessen haben staatliche (und überstaatliche) Emittenten ihre Emissionspolitik sowie organisatorische Aspekte, die die Funktionsfähigkeit des Sekundärmarktes berühren, neu überdacht. Eine verstärkte Konvergenz der Emissionsverfahren hin zu möglichst effizienten Praktiken ist zu beobachten. Die durchgeführten Reformen zielten in der Regel darauf ab, die Liquidität der begebenen Anleihen durch eine Erhöhung des Umfangs der einzelnen Emissionen zu verbessern. Sie führten häufig zu besseren Bedingungen für den Marktzugang ausländischer Anleger.

Es gibt jedoch immer noch einige Hindernisse, die einem weiteren Zusammenwachsen der Anleihemärkte der EU im Wege stehen. Eine ausreichend harmonisierte Regulierung der Eigentumsrechte (dies ist besonders für das niedrigergeratete Anleihe-segment von Bedeutung), die Harmonisierung der Bilanzierungsvorschriften und des Systems der Unternehmensführung, eine angemessene Regelung von Depot- und Abwicklungsfragen sowie eine adäquate Harmonisierung der Regulierungen und der rechtlichen Dokumentation des Repomarkts werden noch benötigt. Im Gegensatz zur Bankenregulierung, wo die Bestimmungen bereits stark vereinheitlicht sind, ist man bei der Wertpapierregulierung noch weit von einem gemeinsamen Rahmen für den

Wettbewerb entfernt. Der Bedarf an einem weiteren Zusammenwachsen der Kapitalmärkte des Euro-Währungsgebiets wurde in dem im vergangenen Jahr veröffentlichten Aktionsplan der Europäischen Kommission zur Schaffung eines Rahmens für Kapitalmärkte hervorgehoben. Dieser Plan unterstützte die Schaffung eines einzigen Finanzmarktes für den Bereich des Großkundengeschäfts, die Öffnung von grenzüberschreitenden Finanzdienstleistungen für den Bereich des Privatkundengeschäfts sowie die Stärkung der bankenaufsichtlichen Regulierung. Im Rahmen seiner Kompetenzen führt das Eurosystem auch Untersuchungen durch, um herauszufinden, in welchen Bereichen weitere Maßnahmen zu einer verstärkten Integration durchgeführt werden könnten. Einige Anschlußarbeiten zur Harmonisierung nationaler Abwicklungsverfahren, zur Verbesserung des grenzüberschreitenden Handels und der Abwicklung von Sicherheiten wurden ebenfalls vom Eurosystem ins Auge gefaßt.

für in Euro denominierte private Anleihen) –, wiesen diese doch beträchtliche Jahreswachstumsraten auf; dies gilt insbesondere für private nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Versorgungsunternehmen. Wie aus Tabelle 3 ersichtlich, erhöhten sich die Anleiheemissionen privater nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften in den ersten neun Monaten des Jahres 1999 um 294 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum, während die Emissionen privater Versorgungsunternehmen im gleichen Zeitraum um 188 % zunahm. Die größten privaten Emittenten waren 1999 die Privatbanken, auf die mehr als die Hälfte des Emissionsvolumens insgesamt entfiel, gefolgt von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sonstigen Finanzierungsgesellschaften und Versorgungsunternehmen. Die verstärkte Inanspruchnahme des Anleiheamarkts durch die Privatwirtschaft ist auch am Rückgang des Anteils der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften an der gesamten Kreditgewährung der MFIs an den privaten Sektor in den ersten drei Quartalen 1999 abzulesen (siehe Tabelle 2.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Bedeutung von Unternehmensumstrukturierungen für das Wachstum des Markts für Unternehmensanleihen

Das starke Wachstum des Markts für in Euro denominierte private Anleihen wurde von der Einführung des Euro, die als Katalysator wirkte, und einer Reihe anderer Faktoren gefördert, die zu einem größeren und liquideren

Markt für private Anleihen geführt haben, der für einen größeren Kreis von Anlegern interessant ist. Einer der wichtigsten Faktoren dabei war der fortlaufende Umstrukturierungsprozeß in der europäischen Unternehmenslandschaft, der bei den privaten Unternehmen eine starke Nachfrage nach finanziellen Mitteln hervorrief. Da die Einführung des Euro das Zusammenwachsen der Kapitalmärkte im Euro-Währungsgebiet gefördert hat, haben die Unternehmen im Euroraum Fusionen und Übernahmen sowie Operationen wie Leveraged Buy-Outs – bei denen die Übernahme eines Unternehmens durch die Emission hochrentierlicher Anleihen finanziert wird – größtenteils durch großvolumige Emissionen von in Euro denominierten Schuldverschreibungen finanziert. Diese Emissionen dienen häufig der Rückzahlung von Überbrückungsfazilitäten (vorwiegend Konsortialkrediten). Dies führte zu einigen sehr umfangreichen Emissionen, wie sie in der Geschichte der europäischen Kapitalmärkte bisher noch nicht dagewesen waren. Allgemein haben 1999 die Fusions- und Übernahmeaktivitäten von Unternehmen im Euroraum sowohl im Bankensektor als auch im Nichtbankensektor stark zugenommen (siehe Tabelle 4).

Laut privaten Wirtschaftsinformationsdiensten haben die Fusions- und Übernahmetransaktionen im Nichtbankensektor, bei denen Unternehmen im Eurogebiet entweder als Muttergesellschaft oder als Ziel der M&A-Aktivitäten betroffen waren, 1999 wertmäßig gegenüber dem gesamten Vorjahr um 153 % (Stand: 23. November) zugenommen. Im Bankensektor betrug der entsprechende Wert

Tabelle 4**M&A-Aktivitäten im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan ¹⁾***(Mrd EUR, Anzahl der Geschäfte und Wachstum gegenüber dem Vorjahr in %)*

		Euro-Währungsgebiet		USA		Japan ³⁾	
		Banken ²⁾	Nicht-banken	Banken ²⁾	Nicht-banken	Banken ²⁾	Nicht-banken
Wert der Transaktionen in Mrd EUR	1997	41,1	174,3	86,0	857,9	1,9	15,2
	1998	110,2	335,3	271,7	1 309,5	1,5	17,1
	1999 ⁴⁾	148,7	847,6	88,1	1 645,7	7,9	40,4
Veränderung des Transaktions- werts gegenüber dem Vorjahr in %	1998	168,0	92,3	215,9	52,7	-22,0	12,1
	1999 ⁴⁾	34,9	152,8	-67,6	25,7	445,9	136,6
		Banken ²⁾	Nicht-banken	Banken ²⁾	Nicht-banken	Banken ²⁾	Nicht-banken
Anzahl der Geschäfte	1997	199	4 323	596	12 325	26	497
	1998	245	5 167	651	13 757	19	564
	1999 ⁴⁾	245	6 138	481	10 778	71	1,171
Veränderung der Anzahl der Geschäfte gegenüber dem Vorjahr in %	1998	23,1	19,5	9,2	11,6	-26,9	13,5
	1999 ⁴⁾	0	18,8	-26,1	-21,7	273,7	107,6

*Quelle: Securities Data Company.**1) Zuordnung nach dem Sitz des Zielunternehmens.**2) Die von der EZB verwendete Definition der MFIs und die von Securities Data Company verwendete Definition der Banken sind nicht identisch.**3) Die angekündigte Transaktion zwischen Dai-Ichi-Kangyo, Fuji und der Industrial Bank of Japan ist in den Zahlen von 1999 für Japan nicht enthalten.**4) Per 23. November 1999.*

35 %. Nach der Einführung des Euro hat der Boom im M&A-Geschäft, in dem Banken des Eurogebiets involviert waren, dazu geführt, daß das Euro-Währungsgebiet die Vereinigten Staaten hinsichtlich des Nominalwerts der Geschäfte im Laufe des Jahrs 1999 überholt hat. Dies stand in krassem Gegensatz zu der Entwicklung im Jahr 1998, als der Wert der unter den Banken getätigten Abschlüsse weniger als die Hälfte des Werts in den Vereinigten Staaten betrug. Im Nichtbankensektor sah es ähnlich aus. Während der Wert der Geschäfte im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1998 rund ein Viertel des amerikanischen Werts betrug, erhöhte sich dieser Anteil 1999 auf rund die Hälfte.

In Japan hat die Konjunkturschwäche der vergangenen Jahre in 1999 wohl zu vermehrten Umstrukturierungen im Unternehmenssektor geführt (ein Anstieg von 446 % bei den Banken und 137 % im Nichtbankensektor, jeweils gegenüber dem Vorjahr). Jedoch sind die Fu-

sionen und Übernahmen in Japan wertmäßig noch relativ gering im Vergleich zu den M&A-Aktivitäten in den Vereinigten Staaten und im Euroraum.

Andere Faktoren spielen ebenfalls eine Rolle bei der Entwicklung des Markts für Unternehmensanleihen

Neben der Zunahme der M&A-Aktivitäten im Eurogebiet nach Einführung des Euro hat auch das Anlegerverhalten zum Wachstum des Markts für in Euro denominierte private Anleihen beigetragen. Institutionelle Anleger haben zunehmend in höherverzinsliche Anleihen investiert, da die Möglichkeiten der Risikostreuung innerhalb der EWU-Märkte für Staatsanleihen weiter abgenommen haben, während Möglichkeiten der Währungsdiversifizierung zur Erzielung höherer Renditen bei einem bestimmten Risiko des Portefeuilles nicht mehr bestehen. Außerdem haben das

starke Wachstum des europäischen Markts für Fondsprodukte und der Investmentfonds sowie die hohe Sparquote in Europa die Nachfrage der Pensionsfonds nach privaten Anleihen unterstützt. Daneben dürfte die Entwicklung dieses Marktsegments durch die Nachfrage seitens der Versicherungsgesellschaften nach Möglichkeiten der Anlage in Unternehmensanleihen zusätzlich beflügelt worden sein. Versicherungsgesellschaften investierten traditionell einen beträchtlichen Teil ihrer Mittel in Unternehmenskredite und nicht börsennotierte Schuldverschreibungen (was teilweise die mangelhafte Entwicklung eines gesamteuropäischen Markts für Unternehmensanleihen widerspiegelte).

Es wurde in der Tat argumentiert, daß Kleinanleger aus Liquiditätsüberlegungen zunehmend Unternehmensanleihen über Investmentfonds erworben haben, was die Finanzierungsstruktur weiter institutionalisiert und die Aufnahme großer Emissionen durch die Kapitalmärkte erleichtert hat. Dies ist nicht nur auf die Währungsunion, sondern auch auf technologische Entwicklungen zurückzuführen, die einen tieferen und effizienteren Markt für Unternehmensanleihen ermöglichen. In der Vergangenheit war es aufgrund der Heterogenität der Emittenten und Märkte technisch gesehen für den Markt schwieriger, sich zu entwickeln.

Letztlich kann hinsichtlich der Wahl zwischen direkter und indirekter Finanzierung die Emission in Euro denominierter privater Anleihen im Zusammenhang mit der Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets selbst gesehen werden. Insbesondere dürften die Finanzmärkte zu der Erkenntnis gelangt sein, daß im vergangenen Jahrzehnt die Risiken für die Solidität der Finanzinstitute aufgrund des stärkeren Wettbewerbs und der Deregulierung im Finanzdienstleistungssektor sowie des wachsenden Kreditengagements der Banken in den Schwellenländern zugenommen haben. In diesem Zusammenhang war in jüngster Zeit zu beobachten, daß die Bonitätseinstufung vieler Unternehmensschuldner im Eurogebiet mittlerweile über der von Finanzinstituten liegt.

Das Wachstum des Markts für in Euro denominierte private Anleihen ist ein Indiz für die zunehmende Bedeutung der Direktfinanzierung und die Ausrichtung der Finanzstruktur im Euroraum hin zu einer stärkeren Unterlegung der Kredite durch Wertpapiere. Der starke Anstieg bei den Fusionen und Übernahmen, den Leveraged Buy-Outs und den Management Buy-Outs an den europäischen Märkten sowie die verbesserten Konjunkturperspektiven dürften im Laufe des Jahres 1999 zu einem Anstieg des Finanzierungsbedarfs geführt haben. Dies zeigt sich in den hohen Wachstumsraten der Emissionen von in Euro denominierten privaten Anleihen gegenüber dem Vorjahr.

Entwicklung an den Aktienmärkten

Die gesamte Marktkapitalisierung der Aktienmärkte des Euro-Währungsgebiets belief sich Ende Oktober 1999 auf 4 346 Mrd € oder 71 % des BIP (siehe Tabelle 2). Demgegenüber betrug die Aktienmarktkapitalisierung Ende 1998 3 624 Mrd €. Dies spiegelt sowohl den Anstieg der Aktienkurse während dieses Zeitraums als auch eine kontinuierliche Zunahme der Gesamtzahl der an den Börsen des Eurogebiets notierten Unternehmen im Laufe des Jahres 1999 wider. Dies ist ein weiteres Anzeichen für die wachsende Bedeutung der Direktfinanzierung im Eurogebiet und ein weiterer Beleg für die zunehmende Verbriefung der Finanzbeziehungen im Euro-Währungsgebiet.

Die Einführung des Euro hat anscheinend wie ein Katalysator auf die Entstehung von Aktienmärkten für die sogenannten Wachstumsunternehmen und die grenzüberschreitende Kooperation zwischen diesen Märkten gewirkt. Damit ist es für Gesellschaften, für die es in der Vergangenheit möglicherweise schwierig gewesen war, Bankkredite zu erhalten, leichter, sich Kapital zu beschaffen, das eher dem Risikoprofil ihrer Erträge entspricht. 1999 war am EURO.NM-Markt – einem gesamteuropäischen Zusammenschluß geregelter Börsen, der sich um Erstnotierungen von Wachstumsunternehmen bemüht –

ein erhebliches Wachstum zu verzeichnen. Im November 1999 umfaßte diese Ende 1997 gegründete Vereinigung fünf europäische Aktienmärkte für Wachstumsunternehmen – Le Nouveau Marché (Paris), Neuer Markt (Frankfurt), NMAX (Amsterdam), EURO.NM Belgium (Brüssel) und Nuovo Mercato (Mailand); verschiedene andere europäische Börsen haben Interesse an einem Beitritt bekundet. Gegenüber Ende Dezember 1998 ist die Gesamtzahl der an EURO.NM notierten Gesellschaften bis Ende September 1999 um 76 % (von 165 auf 291) gestiegen. Im selben Zeitraum erhöhte sich die gesamte Aktienmarktkapitalisierung von 31,5 Mrd € auf 57,4 Mrd € und damit um 80 % (siehe Abbildung 4).

Weitere Initiativen an den Aktienmärkten sind der für das Jahr 2000 geplante Start von Nasdaq-Europe, einer gesamteuropäischen Plattform für Neuemissionen von stark wachsenden europäischen Unternehmen, sowie die EASDAQ, eine in Brüssel angesiedelte internationale Börse mit Schwerpunkt auf Börseneinführungen von stark wachsenden mittelständischen Unternehmen mit europäischer bzw. internationaler Ausrichtung. Am 26. November 1999 hatte letztere eine Aktienmarkt-

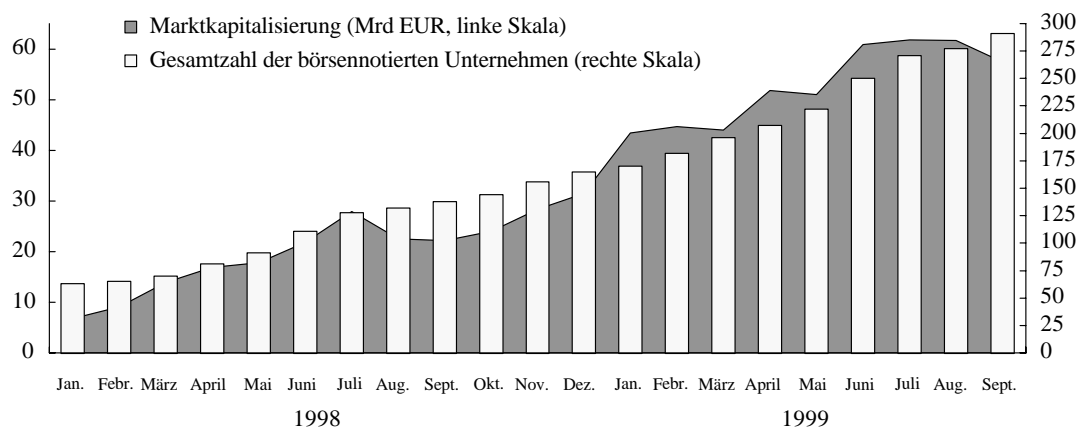
kapitalisierung von insgesamt 30,3 Mrd €. Insgesamt sind diese neuen Initiativen der letzten Jahre ein Zeichen dafür, daß die Entwicklung in Richtung Währungsunion und der anschließende Beginn der dritten Stufe der WWU Anreize für private Unternehmen in Europa geschaffen haben, und daß mehr Unternehmen sich positionieren, um die Vorteile der Wirtschafts- und Währungsunion zu nutzen.

Einführung neuer Finanzinstrumente an den Märkten für in Euro denominiertes Kapital

Parallel zum Wachstum des Markts für in Euro denominierte private Anleihen hat sich die Struktur der Unternehmensfinanzierung 1999 mit der Weiterentwicklung verschiedener Segmente der Kapitalmärkte des Euro-Währungsgebiets verbreitert. In diesem Zusammenhang sollte das Wachstum eines Markts für hochrentierliche Anleihen erwähnt werden (d. h. Anleihen, die von Instituten mit einer niedrigeren Bonitätseinstufung begeben werden). Der „Hochzinsmarkt“ wurde durch die Zunahme privater Emissionen im Zusammenhang mit Fusionen und Übernahmen und

Abbildung 4
Marktkapitalisierung und Anzahl der börsennotierten Unternehmen am EURO.NM-Markt ¹⁾

(Stand am Ende des Berichtszeitraums)



Quelle: EURO.NM.

1) EURO.NM steht für European Alliance of Stock Markets for growth companies. Die Mitglieder von EURO.NM und ihre entsprechenden Wachstumsmärkte umfassen gegenwärtig die Pariser Börse (Le Nouveau Marché), die deutsche Börse (Neuer Markt), die Amsterdamer Börse (NMAX), die Brüsseler Börse (EURO.NM Belgium) sowie die italienische Börse (Nuovo Mercato).

Tabelle 5**Bruttoemission von auf Euro lautenden privaten Anleihen im Jahr 1999 nach Emittentenrating ¹⁾***(Anstieg gegenüber Vorjahr in %)*

	AAA	AA	A	BBA und niedriger
Q1	194,5	48,8	79,4	413,7
Q2	156,1	59,5	71,8	247,5
Q3	60,1	44,6	114,0	42,1
Jan.–Sept.	120,5	50,9	85,1	171,2

*Quelle: Capital Data Bondware.**1) Rating gemäß Moody's.*

Leveraged-Buy-Out-Aktivitäten sowie der starken Nachfrage institutioneller Anleger nach Anleihen mit höheren Renditen gefördert. Diesbezüglich sollte darauf hingewiesen werden, daß die Vorbereitungen für die WWU und die anschließende Einführung des Euro zu einer erheblichen Konvergenz der Renditen von Staatsanleihen geführt haben, was die Diversifizierungsmöglichkeiten verringert hat.

Insgesamt hat eine steigende Zahl relativ kleiner und niedrig gerateter Unternehmen den Schritt gewagt, an den Markt für in Euro denominated private Anleihen zu gehen, und Anleihen mit relativ hohen Renditen begeben. Am Hochzinsmarkt war ein starkes Wachstum zu verzeichnen (siehe Tabelle 5). Private Anleiheemissionen, die von Moody's BAA oder niedriger eingestuft wurden, haben in den ersten neun Monaten des Jahrs 1999 um 171 % zugenommen. Jedoch ist die relative Bedeutung der Emissionen von Unternehmen mit solchen niedrigen Ratings noch erheblich geringer als am US-Markt.

Die starke Zunahme der M&A-Aktivitäten im Eurogebiet im Jahr 1999 hat den Markt für Kreditsyndizierungen belebt, an dem Kredite von einer Gruppe von Banken oder einem Bankenkonsortium gewährt werden, wenn der Kredit als zu groß angesehen wird, um von einer einzigen Bank vergeben zu werden. Die Vorteile von Konsortialkrediten bestehen darin, daß sie rascher dargestellt werden können als Emissionen von Schuldverschreibungen und daß Kreditzusagen storniert werden können, wenn die Fusion oder Übernahme nicht stattfindet.

Die Anleihederivate-Märkte, die sowohl der Kurssicherung als auch dem Eingehen von Positionen dienen, haben sich in erster Linie aus Liquiditätserwägungen auf einen Kontrakt (den an der Eurex gehandelten Bund-Kontrakt) konzentriert. Außerdem wurden Zinsswaps zunehmend für Zwecke der Kurssicherung und die Ausnutzung von Kursanomalien verwendet. Des Weiteren wurden auf gesamt-europäischen Aktienindizes basierende Aktienfutures eingeführt, von denen der auf dem Dow-Jones-Euro-STOXX-Index basierende Kontrakt den höchsten Umsatz aufweist.

Im Rahmen der Finanzinnovationen an den Kapitalmärkten des Euroraums wurden neue elektronische Handelssysteme entwickelt. Diese neuen Systeme dürften die Effizienz und Transparenz des Markts verbessern. Die Abwicklungssysteme im Eurogebiet sind nach wie vor fragmentiert, was grenzüberschreitende Repogeschäfte erschwert, wie in dem Kapitel über den Geldmarkt dargelegt.

Entwicklung der Struktur der Euro-Devisenmärkte

Die Infrastruktur für den Handel in Euro an den Devisenmärkten hat sich 1999 rasch entwickelt. Die Einführung der neuen Währung war von erheblichen Veränderungen der Gesamtstruktur des Devisenmarkts hinsichtlich Liquidität, Volumen und Teilnahme begleitet. Zwar wurden diese Entwicklungen in erster Linie durch globale Faktoren hervorgerufen – wie Bankfusionen, ein allgemeiner Rückgang der Risikobereitschaft und die zunehmende Verwendung von elektronischen Bro-

kersystemen –, doch war der Übergang zur Währungsunion einer der wichtigsten Katalysatoren für diesen Rationalisierungsprozeß. Zu den bisher zu beobachtenden wichtigsten Veränderungen gehören:

Die empfohlene Notierungskonvention für den Euro – die Mengennotierung – gegenüber allen anderen Währungen (d. h. 1 € = X Einheiten der Währung Y) wurde im allgemeinen angenommen. Notierungen für die Altwährungen gibt es im Interbankenmarkt und für große Firmenkunden kaum noch. Jedoch besteht bei den Banken noch eine Nachfrage nach Notierungen der Altwährungen seitens der Privatkunden und kleinerer Firmenkunden. Dies dürfte auch weiterhin der Fall sein, bis die Buchungssysteme vollständig auf den Euro umgestellt sind.

Die Anzahl der Marktteilnehmer ist aufgrund von Bankfusionen und der Zentralisierung des Eurohandels durch Banken und der Finanzverwaltungsaktivitäten zurückgegangen. Der wirtschaftliche Rationalisierungsdruck im europäischen Bankensektor wurde durch die Einführung des Euro erheblich verstärkt und dürfte auch in der vorhersehbaren Zukunft eine Rolle spielen.

Eine rückläufige Tendenz war auch bei der traditionellen Rolle des Marktmachers am Devisenmarkt und der Bereitschaft der Banken zur reziproken Kursnotierung zu beobachten. Oder anders ausgedrückt: Die Anzahl der Händler, die bereit sind, ihren Geschäftspartnern jederzeit zweierlei Kurse zu stellen (d. h., die bereit sind, eine Währung jederzeit auf Wunsch ihres Geschäftspartners zu kaufen oder verkaufen), hat abgenommen. Viel-

mehr stellen die elektronischen Handelssysteme – bei denen die Händler Geschäfte eingeben können, ohne ihren Geschäftspartnern zweierlei Kurse zu stellen – nunmehr die Hauptquelle für die Kassaliquidität der wichtigsten Währungen einschließlich des Euro dar.

Der Devisenumsatz hat zum Teil aus den genannten Gründen weltweit abgenommen. Jedoch waren die Rückgänge in einigen Euro-Finanzzentren ausgeprägter – teilweise ist der Umsatz um über 30 % gesunken. Ein erheblicher Teil dieses beträchtlichen Rückgangs ist auf den mechanischen Effekt der Einführung des Euro zurückzuführen, was den Usance-Handel zwischen den Altwährungen des Euroraums beendet hat. Darin spiegelt sich jedoch auch die Tatsache wider, daß ein Großteil des Usance-Handels über den Dollar stattfand.

Die Handelsspannen bei Geschäften mit dem Euro haben sich größtenteils rasch verringert, da der Markt sich daran gewöhnt hat, in der neuen Währung zu handeln und zu rechnen. Die Spannen (d. h. der übliche Abstand zwischen den Geld- und Briefkursen) für Geschäfte normaler Größenordnung in Euro gegenüber dem US-Dollar, dem Pfund Sterling und anderen nicht teilnehmenden Währungen waren prozentual gesehen bald annähernd dieselben wie für ähnliche Geschäfte gegenüber der D-Mark. Die wesentliche Ausnahme war der Handel zwischen dem Euro und dem japanischen Yen; hier waren die Spreads nach wie vor breiter und schwankungsanfälliger als beim Handel zwischen der D-Mark und dem japanischen Yen.

3 **Schlußbemerkungen**

Die Einführung des Euro Anfang Januar 1999 hat eine erhebliche Veränderung des wirtschaftlichen und finanziellen Umfelds bewirkt. Die auffälligsten Veränderungen im Laufe des Jahres 1999 betrafen die Finanzstruktur des Euro-Währungsgebiets. Hier gibt es einige Anzeichen dafür, daß das Euro-Währungsgebiet eine stärker marktorientierte Struktur erhält. Die Integration der nationalen Geldmärkte in einen einzigen EWU-Markt für kurzfristige Liquidität ist reibungslos verlaufen. Außerdem hat das rasche Wachstum der Märkte für auf Euro lautende private Anleihen und die damit verbundene Zunahme der Finanzinstrumente wie Anleihen mit ho-

hen Renditen die verschiedenen Möglichkeiten der Unternehmensfinanzierung im Euroraum erweitert. Diese Entwicklungen könnten die Finanzierungsstruktur des Eurogebiets in den kommenden Jahren grundlegender verändern. Eine weitere Integration würde die Effizienz der EWU-Finanzmärkte steigern, wovon sowohl Kreditnehmer als auch Anleger profitieren würden. Sowohl die einheitliche Geldpolitik für die elf Länder des Euro-Währungsgebiets als auch die Wirtschaftspolitik, die weiterhin in der Verantwortung der nationalen Instanzen liegt, müssen diesen Veränderungen Rechnung tragen.

Währungsreserven und Devisengeschäfte des Eurosystems

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) und die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung) legen fest, daß das Eurosystem, das aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken (NZBen) der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, besteht, für die Haltung und Verwaltung der Währungsreserven der Mitgliedstaaten verantwortlich ist. Sowohl die EZB als auch die NZBen halten Währungsreserven. Die Währungsreserven des Eurosystems belaufen sich gegenwärtig auf rund 350 Mrd €; davon entfallen etwa 45 Mrd € auf die EZB. Es gibt viele Gründe, weshalb das Eurosystem Währungsreserven hält. Zu den wichtigsten Geschäften, für die Währungsreserven grundsätzlich benötigt werden könnten, gehören Devisenmarktinterventionen. Wegen des möglichen Einsatzes der Reservenbestände kommt es bei deren Anlage vor allem auf Sicherheit und Liquidität an. Unter Beachtung dieser Vorgaben werden die Währungsreserven der EZB so ertragreich wie möglich verwaltet. Der in diesem Artikel beschriebene Handlungsrahmen für die Verwaltung der Währungsreserven der EZB spiegelt diese Ziele wider. Derzeit werden die Währungsreserven der EZB dezentral von den NZBen im Auftrag und gemäß den Anweisungen der EZB angelegt. Obwohl die NZBen ihre eigenen Währungsreserven eigenständig verwalten, bedürfen ihre Devisenmarktgeschäfte oberhalb eines bestimmten Betrags der Zustimmung der EZB, damit Übereinstimmung mit der einheitlichen Geldpolitik des Eurosystems gewährleistet ist. Im EG-Vertrag ist vorgesehen, daß bei Bedarf weitere Währungsreserven von den NZBen auf die EZB übertragen werden können.

I Einführung: der institutionelle Rahmen

Die Währungsreserven des Eurosystems umfassen die Reserven, die zu Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) von den NZBen auf die EZB übertragen wurden, sowie die eigenen Reserven der NZBen. Der institutionelle Rahmen, innerhalb dessen diese Währungsreserven verwaltet und Devisengeschäfte durchgeführt werden, ist im EG-Vertrag und in der ESZB-Satzung niedergelegt (siehe Kasten I).

Laut EG-Vertrag müssen eventuelle Devisengeschäfte der EZB als Bestandteil der einheitlichen Geldpolitik betrachtet werden und sich somit auch am vorrangigen Ziel der Geldpolitik, nämlich der Gewährleistung der Preisstabilität, ausrichten. Folglich müssen Devisenmarktinterventionen und alle anderen Devisengeschäfte im Zusammenhang mit der geldpolitischen Strategie des Eurosystems gesehen werden. Insbesondere der Wechselkurs wird als wichtiger Indikator angesehen; er wird als ein Element der breit angelegten Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung im Rahmen der geldpolitischen Strategie¹ sorgfältig analysiert und beobachtet.

¹ Die geldpolitische Strategie des Eurosystems wurde in dem Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Januar 1999 näher erläutert.

Vor diesem Hintergrund ist das Eurosystem für die Haltung und Verwaltung der offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten und für die Durchführung aller Devisengeschäfte, insbesondere möglicher Interventionen, zuständig.

Das Eurosystem kann Devisenmarktinterventionen gegebenenfalls entweder alleine durchführen (unilaterale Interventionen) oder koordiniert in Zusammenarbeit mit anderen Zentralbanken (konzertierte Interventionen). Eingesetzt werden dabei die Fremdwährungsbestände der EZB. Die Interventionen können jedoch entweder von der EZB selbst oder von den NZBen in offener Stellvertretung für die EZB durchgeführt werden. Ob die Interventionen zentral oder dezentral durchgeführt werden, spielt im Hinblick auf das eigentliche Ziel des Geschäfts keine Rolle. Schließlich sei noch darauf hingewiesen, daß die EZB Interventionen nicht nur über ihre Währungsreserven, sondern erforderlichenfalls auch zum Beispiel über Devisenswaps einschließlich Swaps mit anderen Zentralbanken finanzieren kann. Somit ist die EZB bei Devisenmarktinterventionen im Bedarfsfall nicht auf ihre Währungsreserven beschränkt.

Kasten I

Der im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (EG-Vertrag) und in der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung) festgelegte institutionelle Rahmen

Artikel 105 des EG-Vertrags zufolge ist es eine der grundlegenden Aufgaben des Eurosystems, die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten; die Haltung und Verwaltung von Arbeitsguthaben in Fremdwährungen durch die Regierungen der Mitgliedstaaten wird davon nicht berührt. Somit bestehen neben den vom Eurosystem gehaltenen Reserven keine weiteren offiziellen Währungsreserven im Euro-Währungsgebiet. Die ESZB-Satzung regelt die Haltung und Verwaltung von Währungsreserven auf der Ebene der Europäischen Zentralbank (EZB) wie auch auf der Ebene der nationalen Zentralbanken (NZBen).

Sowohl die EZB als auch die NZBen halten Währungsreserven. Die ESZB-Satzung sieht eine erste Übertragung eines Teils der Währungsreserven der NZBen auf die EZB vor und eröffnet der EZB die Möglichkeit, bei Bedarf die Einzahlung weiterer Beträge zu fordern (Artikel 30). Die EZB hält und verwaltet die ihr für die in der ESZB-Satzung genannten Zwecke übertragenen Währungsreserven. Die bei den NZBen verbleibenden Währungsreserven werden von den NZBen gemäß den in Artikel 31 der ESZB-Satzung enthaltenen Bestimmungen gehalten und verwaltet.

Die Geschäfte mit dritten Ländern und internationalen Organisationen, die sich auf die Reservenbestände der EZB und der NZBen auswirken können, sind in Artikel 23 der ESZB-Satzung aufgeführt. Erstens sind die EZB und die NZBen befugt, mit Zentralbanken und Finanzinstituten in dritten Ländern und, soweit zweckdienlich, mit internationalen Organisationen Beziehungen aufzunehmen. Zweitens ist es ihnen gestattet, alle Arten von Devisen und Edelmetalle per Kasse und per Termin zu kaufen und zu verkaufen. Drittens sind sie berechtigt, die von ihnen gehaltenen, in Artikel 23 der ESZB-Satzung bezeichneten Vermögenswerte zu verwalten. Schließlich können sie alle Arten von Bankgeschäften, einschließlich der Aufnahme und Gewährung von Krediten, im Verkehr mit dritten Ländern sowie internationalen Organisationen tätigen.

Die NZBen können zur Erfüllung ihrer gegenwärtigen und zukünftigen Verpflichtungen gegenüber internationalen Organisationen wie der BIZ oder dem IWF, entweder im eigenen Namen oder im Auftrag der nationalen Regierungen, auf ihre Währungsreserven zurückgreifen. Als Bevollmächtigte von Kunden, z. B. ihrer jeweiligen nationalen Regierung, können sie auch andere Geschäfte durchführen. Schließlich sind die NZBen auch befugt, im Rahmen ihrer allgemeinen Anlagepolitik Wertpapiergeschäfte durchzuführen und den Umfang ihrer Bestände an Währungsreserven zu verändern.

Der Umfang der von der EZB gehaltenen Währungsreserven könnte vor allem durch Interventionen an den Devisenmärkten beeinflusst werden.

Interventionen an den Devisenmärkten können unter anderem im Rahmen formeller Wechselkursbeziehungen zwischen dem Euro und den Währungen von Ländern außerhalb der Europäischen Union, z. B. dem US-Dollar und dem japanischen Yen, erfolgen. Für diese Währungen legt Artikel 111 (ehemals Artikel 109) des EG-Vertrags zwei mögliche institutionelle Verfahren als Alternativen fest. Erstens kann der ECOFIN-Rat förmliche Vereinbarungen über ein Wechselkurssystem für den Euro treffen. Zweitens kann der ECOFIN-Rat allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik aufstellen. In beiden Fällen wird die EZB mittels einer Empfehlung an bzw. Anhörung durch den ECOFIN-Rat an dem institutionellen Verfahren beteiligt. Beide Verfahren dürfen jedoch das vorrangige Ziel, Preisstabilität zu gewährleisten, nicht beeinträchtigen. Bisher wurde keines der beiden genannten Verfahren in Gang gesetzt. Auf seinem Treffen am 13. Dezember 1997 in Luxemburg betonte der Europäische Rat, daß der Wechselkurs des Euro als das Ergebnis der Wirtschaftsentwicklung und der entsprechenden Wirtschaftspolitik und nicht als ein unabhängig davon festzulegendes Ziel angesehen werden sollte. Dieser Argumentation folgend gab der Europäische Rat bekannt,

daß allgemeine Orientierungen für die Wechselkurspolitik des Euro-Währungsgebiets nur unter außergewöhnlichen Umständen und ohne Beeinträchtigung der Unabhängigkeit des Eurosystems aufgestellt würden.

Interventionen können auch im Rahmen des neuen Wechselkursmechanismus (WKM II), der mit Beginn der dritten Stufe der WWU in Kraft trat, erfolgen. Der WKM II beruht im wesentlichen auf zwei Rechtstexten, nämlich der Entschließung des Europäischen Rates vom 16. Juni 1997 und dem Abkommen vom 1. September 1998 zwischen der EZB und den Zentralbanken der nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Mitgliedstaaten. Gegenwärtig nehmen die NZBen Dänemarks und Griechenlands am WKM II teil. Jegliche Interventionen in EU-Währungen würden ohne Beeinträchtigung des vorrangigen Ziels der EZB, die Preisstabilität zu gewährleisten, erfolgen und – insbesondere im Hinblick auf die Finanzierung der Interventionen – vom Eurosystem in enger Zusammenarbeit mit der betreffenden, nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Zentralbank durchgeführt werden. Dies beugt der Notwendigkeit vor, auf EU-Währungen lautende Währungsreserven zu halten.

2 Die Währungsreserven der EZB

Höhe der Währungsreserven

Nach dem Beschluß des EZB-Rats erfolgte die Übertragung der Währungsreserven gleich zu Beginn des Jahres 1999, und zwar in voller Höhe des im EG-Vertrag niedergelegten Höchstbetrags von 50 Mrd €, allerdings unter anteiliger Berücksichtigung der Beteiligung der nicht von Anfang an dem Eurogebiet beitretenden NZBen am Kapital der EZB. Im Ergebnis wurden etwa 78,92 % von 50 Mrd €, d. h. rund 39,46 Mrd €, transferiert. Davon wurden 15 % in Form von Gold übertragen und die übrigen 85 % in den zwei wichtigsten Währungen (US-Dollar und japanischer Yen). Auf die Währungsreserven entfällt ein sehr großer Anteil der Aktiva in der EZB-Bilanz. Dies verdeutlicht, wie wichtig ein Handlungsrahmen ist, der eine risikobewußte und effiziente Verwaltung der Währungsreserven gewährleistet.

Die Verwaltung der Währungsreserven der EZB

Wie bereits erläutert wurde, soll die Verwaltung der Währungsreserven durch die EZB sicherstellen, daß die EZB stets über genügend liquide Mittel verfügt, um jegliche Art von Devisenmarktinterventionen durchführen

zu können. Deshalb kommt es bei der Anlage der Währungsreserven in erster Linie auf Liquidität und Sicherheit an. Unter Beachtung dieser Vorgaben sind die Währungsreserven der EZB so ertragreich wie möglich anzulegen. Der Handlungsrahmen für die Verwaltung der Währungsreserven der EZB spiegelt diese Ziele wider.

Die Währungsreserven der EZB werden dezentral verwaltet, wobei die strategische und taktische Ausrichtung jedoch zentral von den beschlußfassenden Organen der EZB festgelegt wird. Hierzu zählen unter anderem die währungsmäßige Zusammensetzung, die Abwägung zwischen Zinsänderungsrisiko und Rendite, das Bonitätsrisiko und die Liquiditätsanforderungen. Anschließend werden die anlagepolitischen Vorgaben in Form von Referenzwerten und Obergrenzen zur Umsetzung an die NZBen weitergegeben. Bei der Umsetzung handeln die NZBen in offener Stellvertretung für die EZB, so daß die Geschäftspartner der EZB an den internationalen Finanzmärkten zwischen den Geschäften der NZBen im Auftrag der EZB und denen im Rahmen ihrer eigenen Reservenverwaltung unterscheiden können.

Der EZB-Rat hat die währungsmäßige Zusammensetzung der Währungsreserven der

EZB mit Blick auf die voraussichtlichen operativen Anforderungen festgelegt und kann sie ändern, wenn dies angebracht erscheint. Um die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems nicht zu beeinträchtigen, unterliegt die Zusammensetzung der Währungsreserven jedoch nicht der aktiven Anlagepolitik.

Die EZB setzt für die Anlage ihrer Währungsreserven vier Hauptparameter fest: eine zweistufige Benchmark (d. h. eine strategische und eine taktische Benchmark) für jede Währung, die zugelassenen Abweichungen von diesen Referenzwerten gemessen am Zinsänderungsrisiko, eine Liste der zulässigen Instrumente und Geschäfte sowie Obergrenzen für das Bonitätsrisiko. Um unerwünschte Auswirkungen auf die Finanzmärkte zu vermeiden, werden diese Parameter nicht veröffentlicht.

Was die Anlagereferenzwerte betrifft, so legt der EZB-Rat zunächst für jede Währung eine strategische Benchmark fest, die den wichtigsten anlagepolitischen Richtwert der EZB darstellt. In dieser Benchmark kommen die langfristigen politischen Anforderungen der EZB sowie ihre langfristigen Präferenzen in bezug auf Risiko und Rendite zum Ausdruck. Anschließend setzt die EZB eine taktische Benchmark fest. Diese taktische Benchmark, die sich nur innerhalb bestimmter Bandbreiten um die strategische Benchmark bewegen darf, gibt die kurz- und mittelfristigen Präferenzen der EZB in bezug auf Risiko und Rendite vor dem Hintergrund der jeweiligen Marktgegebenheiten an. Die Informationen zu den vier obengenannten Parametern werden dann an die NZBen weitergeleitet, die die anlagepolitischen Vorgaben der EZB umsetzen. Bei der laufenden Verwaltung der Währungsreserven verfügen die NZBen innerhalb der von der EZB festgesetzten Bandbreiten und Grenzwerte über einen Ermessensspielraum. Dieser dient dazu, ein Höchstmaß an Wirtschaftlichkeit bei der Verwaltung der EZB-Währungsreserven zu erreichen. Über ein Portfoliomanagementsystem, das an ein speziell für das ESZB konzipiertes IT-Netz angeschlossen ist, erhält die EZB online Informationen über die Geschäfte, die die NZBen in ihrem Auftrag durchführen.

Dieser Handlungsrahmen hat sich seit seiner Einführung zu Beginn des Jahres 1999 bewährt. Gleichwohl finden laufend Konsultationen zwischen der EZB und allen NZBen statt, um das System weiterzuentwickeln und zu verbessern. Dies gilt insbesondere für die Auswahl der Geschäftspartner für Transaktionen mit Währungsreserven, die Wahl der zulässigen Aktiva und die Einführung neuer Instrumente.

Die Geschäftspartner und Mittler, die an den Transaktionen der EZB mit Währungsreserven beteiligt sind, werden von der EZB unter Berücksichtigung der Erfahrungen der NZBen ausgewählt. Bei der Auswahl werden einheitliche Kriterien angelegt, die sich in zwei Kategorien unterteilen lassen. Die erste Kategorie betrifft vor allem die Bonitätsprüfung der Geschäftspartner. Die zweite bezieht sich auf Fragen der Wirtschaftlichkeit und umfaßt unter anderem die angebotenen Analysen, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und die Fähigkeit der Geschäftspartner, unabhängig von der Marktlage großvolumige Geschäfte durchführen zu können. Die Transaktionen mit den Geschäftspartnern der EZB werden gemäß den Standardrahmenvereinbarungen dokumentiert. Zusätzlich hat die EZB eine eigene umfassende Aufrechnungsvereinbarung ausgearbeitet, die von ihren Geschäftspartnern angenommen wurde. Von Zeit zu Zeit überarbeitet die EZB die Liste der für die Anlage ihrer Währungsreserven zulässigen Instrumente. Die Wahl der zulässigen Instrumente hängt von den allgemeinen Anforderungen im Hinblick auf die Verwaltung der Währungsreserven der EZB ab; dabei sollen zunehmend differenzierte und komplexe Anlageformen eingesetzt werden, ohne daß die hohen Standards in bezug auf Sicherheit und Liquidität beeinträchtigt werden.

Außerdem ist erwähnenswert, daß die EZB durch die Verwaltung ihrer Währungsreserven in der Lage ist, ständig neue Erkenntnisse über das Verhalten der Anleger und die Markttechniken zu erlangen. Dadurch ist es ihr insbesondere möglich, über die Analyse von Wirtschafts- und Finanzdaten hinaus laufend ein tiefes, zukunftsgerichtetes Verständ-

nis für die zentralen Interessen der Finanzmarktteilnehmer aufzubauen.

Die Goldreserven der EZB

Durch die Übertragung von Währungsreserven zu Beginn der WWU verfügt die EZB über einen Bestand von etwa 750 Ton-

nen Gold. Diese Goldübertragung von den NZBen auf die EZB hatte keine Auswirkungen auf die konsolidierten Goldbestände des Eurosystems insgesamt. Die EZB trägt die Vereinbarung der Zentralbanken über Goldbestände von 1999 mit, die am 26. September 1999 von 15 Zentralbanken (einschließlich der dem Eurosystem angehörenden) unterzeichnet wurde (siehe Kasten 2).

Kasten 2

Vereinbarung der Zentralbanken über Goldbestände von 1999

Zur Klarstellung der Absichten bezüglich ihrer Goldbestände geben die unterzeichnenden Institutionen folgende Erklärung ab:

1. Gold bleibt ein wichtiger Bestandteil der gesamten Weltwährungsreserven.
2. Die Unterzeichner-Institutionen werden, abgesehen von den bereits beschlossenen Verkäufen, nicht am Markt als Verkäufer auftreten.
3. Die bereits beschlossenen Goldverkäufe werden innerhalb der nächsten fünf Jahre im Rahmen eines abgestimmten Programms getätigt. Die jährlichen Verkäufe werden rund 400 t nicht übersteigen; das gesamte Verkaufsvolumen in diesem Zeitraum wird nicht über 2 000 t hinausgehen.
4. Die Unterzeichner dieser Vereinbarung sind übereingekommen, ihre Goldleihgeschäfte und den Einsatz von Goldfutures und -optionen innerhalb dieses Zeitraums nicht auszuweiten.
5. Diese Vereinbarung wird nach fünf Jahren überprüft.

Europäische Zentralbank
Oesterreichische Nationalbank
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique
Suomen Pankki
Banque de France
Deutsche Bundesbank
Central Bank of Ireland
Banca d'Italia
Banque centrale du Luxembourg
De Nederlandsche Bank
Banco de Portugal
Banco de España
Sveriges Riksbank
Schweizerische Nationalbank
Bank of England

3 Die Währungsreserven der NZBen

Wie bereits erläutert, werden die Währungsreserven, die nicht zu Beginn der dritten Stufe der WWU auf die EZB übertragen wurden, gemäß dem EG-Vertrag von den NZBen gehalten und verwaltet. Die NZBen verwenden ihre Währungsreserven bei unterschiedlichen Transaktionen und tätigen zahlreiche Devisengeschäfte, doch die meisten haben keinen wesentlichen Einfluß auf ihren Gesamtbestand an Währungsreserven. In der Praxis hängen die meisten Geschäfte der NZBen mit der Anlage ihrer eigenen Währungsreserven oder mit Transaktionen für Kunden (z. B. für die jeweilige nationale Regierung oder für internationale Organisationen) zusammen. Hierunter kann auch die Verwaltung der auf Fremdwährung lautenden Staatsschulden fallen (z. B. in Form von Devisenkäufen einer Zentralbank zur Bedienung der Auslandsschulden des Staats). Daneben dienen manche Geschäfte der NZBen dazu, ihre Bestände an Währungsreserven zu verändern.

Ende November 1999 beliefen sich die Reservenbestände der NZBen auf 307,5 Mrd €. Tabelle I stellt die Entwicklung der Bestände der EZB und der NZBen seit Anfang 1999 dar. Der bislang für das Jahr 1999 verzeichnete Anstieg der – in Euro ausgedrückten – Währungsreserven der NZBen insgesamt hängt hauptsächlich mit Neubewertungen und zugeflossenen Erträgen aus der Anlage der eigenen Währungsreserven zusammen, wobei jedoch auch Geschäfte einiger NZBen zur

Verringerung des Anteils der Währungsreserven in ihrer Bilanz zum Tragen kommen. Die dem Euro-Betrag nach verzeichnete Zunahme der Währungsreserven der EZB ist in erster Linie durch Neubewertungen zu erklären, sie geht aber auch auf zugeflossene Erträge aus Anlagegeschäften zurück. Hätte das Eurosystem Devisenmarktinterventionen vorgenommen, dann hätten sich diese auf die Währungsreserven der EZB ausgewirkt. Bislang sind jedoch keine Interventionen an den Devisenmärkten durchgeführt worden.

Laut Artikel 31 der ESZB-Satzung bedürfen Devisenmarktgeschäfte mit den Währungsreserven der NZBen, die die Wechselkurse oder die Liquiditätslage im Währungsgebiet beeinflussen können, oberhalb bestimmter, im Rahmen von Richtlinien des EZB-Rats festgelegter Beträge der Zustimmung der EZB, damit die Übereinstimmung mit der einheitlichen Geldpolitik des Eurosystems gewährleistet ist. Da Anlagegeschäfte der NZBen auf ausländischen Finanzmärkten keine Auswirkung auf die einheitliche Geldpolitik des Eurosystems haben, bedürfen sie nicht der Zustimmung der EZB. Auch Geschäfte der NZBen zur Erfüllung ihrer Verpflichtungen gegenüber internationalen Organisationen sind nicht zustimmungspflichtig. Entsprechende Regelungen gelten auch für Transaktionen der Mitgliedstaaten mit ihren Arbeitsguthaben in Fremdwährungen. Interne Richtlinien der EZB, in denen die genannten Höchstbe-

Tabelle I

Währungsreserven des Eurosystems (einschließlich Gold)

(Mrd EUR; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Neubewertung jeweils zum Quartalsende)

1999	EZB	Alle NZBen	Eurosystem
Januar	39,2	289,1	328,3
Februar	39,4	285,4	324,8
März	42,3	302,1	344,4
April	42,4	300,4	342,8
Mai	42,5	297,1	339,6
Juni	43,6	299,2	342,8
Juli	43,5	298,7	342,2
August	43,7	299,8	343,5
September	44,1	307,4	351,5
Oktober	44,1	307,3	351,4
November	44,3	307,5	351,8

träge festgelegt wurden, sind seit der Einführung des Euro in Kraft.

Wie bereits erläutert, legt der EG-Vertrag fest, daß die NZBen einen bestimmten Betrag an Währungsreserven auf die EZB zu übertragen haben. Allerdings erwähnt er auch ausdrücklich weitere Übertragungen von Währungsreserven auf die EZB. So kann gemäß Artikel 30 der ESZB-Satzung die Einzahlung weiterer Währungsreserven über den ursprünglich entrichteten Betrag hinaus gefordert werden. Die Beiträge, die die einzelnen NZBen in einem solchen Fall zu leisten hätten, würden sich wie bereits bei der ersten Übertragung nach ihrem jeweiligen An-

teil am gezeichneten Kapital der EZB richten. Laut EG-Vertrag sind die Voraussetzungen derartiger Nachforderungen im Wege der gemeinschaftsrechtlichen Sekundärgesetzgebung zu schaffen. Deshalb hat die EZB eine Empfehlung an den ECOFIN-Rat gerichtet, die weitere Einzahlungen bis zum Betrag der ursprünglich von den NZBen auf die EZB übertragenen Währungsreserven (also 50 Mrd €) ermöglichen würde. Diese Empfehlung wird derzeit geprüft. Im Wege erneuter gemeinschaftsrechtlicher Sekundärgesetzgebung können bei Bedarf außerdem weitere Übertragungen von Währungsreserven auf die EZB erfolgen.

4 Die Darstellung der Währungsreserven im konsolidierten Wochenausweis des Eurosystems

Zum Geschäftsschluß an jedem Freitag wird ein konsolidierter Wochenausweis des Eurosystems erstellt, der jeweils am darauffolgenden Dienstag (bzw. zum Ende eines Quartals immer mittwochs) auf der Internetseite der EZB veröffentlicht wird. In einer begleitenden Pressemitteilung werden die wichtigsten Veränderungen der einzelnen Positionen erläutert. Dabei wird unterschieden zwischen Positionen im Zusammenhang mit geldpolitischen Operationen und Positionen, die nicht mit geldpolitischen Operationen zusammenhängen. Bei den Positionen, die nicht mit geldpolitischen Operationen zusammenhängen, wird besonders auf die wöchentlichen Veränderungen der Nettoposition des Eurosystems

in Fremdwährung eingegangen. Da die Finanzausweise der EZB und der elf NZBen des Euro-Währungsgebiets konsolidiert werden, lassen sich die Veränderungen der Währungsreserven der EZB nicht aus den Wochenausweisen ableiten. Mit anderen Worten ist nicht zu ersehen, auf welche der zwölf Zentralbanken des Eurosystems Veränderungen der Währungsreserven des Eurosystems gegenüber der Vorwoche zurückzuführen sind.

Mit Beginn dieses Jahres werden die Währungsreserven der EZB getrennt von der Position des gesamten Eurosystems monatlich im Monatsbericht ausgewiesen.

