



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

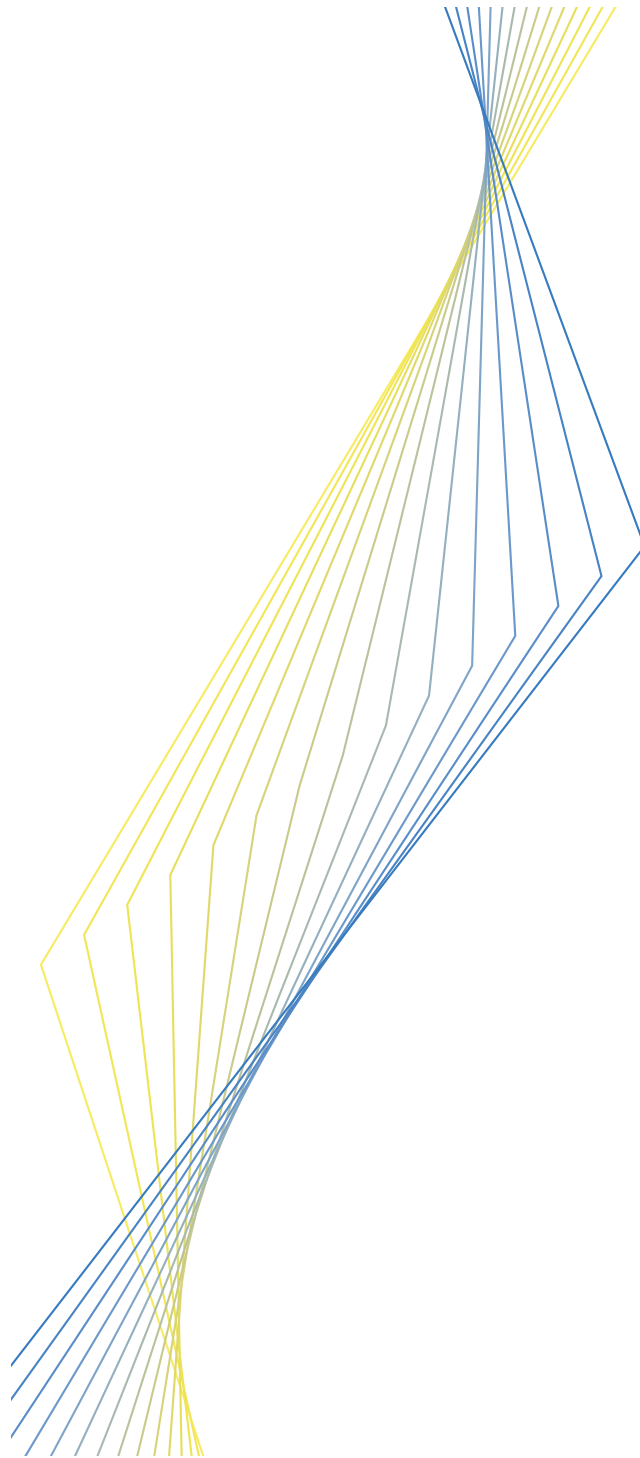
ECB EZB EKT BCE EKP

**MONATSBERICHT**

November 2000



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**November 2000**

© Europäische Zentralbank, 2000

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

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

*In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.*

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

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

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

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	21
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	29
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	35
Kästen:	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Oktober 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	15
2 Erkenntnisse aus den Ölpreisschocks der Siebziger- und frühen Achtzigerjahre	24
3 Determinanten des „Gleichgewichtswerts“ einer Währung	36
Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB	41
Fragen rund um den Einsatz von elektronischem Geld	55
Statistik des Euro-Währungsgebiets	I*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	73*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	77*

## 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.**

# Editorial

Auf den Sitzungen am 19. Oktober und 2. November 2000 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei 4,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben mit 5,75 % bzw. 3,75 % ebenfalls unverändert.

Diese Beschlüsse beruhen auf folgenden Überlegungen: Was die erste Säule der geldpolitischen Strategie der EZB betrifft, so betrug der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 im Zeitraum von Juli bis September dieses Jahres 5,4 % und blieb somit unverändert gegenüber dem Dreimonatszeitraum bis einschließlich August 2000. Das M3-Wachstum liegt zwar nach wie vor über dem Referenzwert von 4½ %, jedoch zeigten sich in den letzten Monaten Anzeichen einer Verlangsamung. Beispielsweise betrug die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate der Wachstumsrate der Geldmenge M3 im September dieses Jahres 3,6 %. Diese Verlangsamung des M3-Wachstums, die hauptsächlich mit dem langsameren Wachstum der Geldmenge M1 zusammenhing, spiegelte die seit November 1999 erfolgten Anhebungen der EZB-Leitzinsen wider. Ein weiterer Faktor, dem bei der Beurteilung der sich auf die erste Säule beziehenden Daten Rechnung zu tragen ist, besteht in der Tatsache, dass die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor im September 2000 auf 10,8 % stieg. Hier machte sich allerdings zu einem gewissen Grad die Finanzierung der Zahlungen für UMTS-Lizenzen durch Unternehmen bemerkbar. Die Zuwachsrate der gesamten Kreditgewährung von MFIs an Ansässige im Euro-Währungsgebiet blieb im September 2000 weitgehend unverändert.

Was die zweite Säule anbelangt, so ist zum gegenwärtigen Zeitpunkt im Hinblick auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität die Entwicklung des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet ausschlaggebend. In diesem Zusammenhang wird eine Determinante die Entwicklung des Weltwirtschaftswachstums sein. Der Rückgang des realen

BIP-Wachstums in den Vereinigten Staaten im dritten Quartal 2000 könnte – im Einklang mit den derzeit vorliegenden Prognosen – als erstes Anzeichen für eine maßvolle Konjunkturabschwächung auf ein auf Dauer eher tragbares Niveau betrachtet werden. Allgemeiner gesprochen hat sich durch die lang anhaltende Phase hoher Ölpreise die Unsicherheit hinsichtlich der Tragfähigkeit der jüngsten Wachstumsentwicklung erhöht. Anders als in früheren Zeiten starker und anhaltender Ölverteuerungen ist die Weltwirtschaft gegenwärtig aber weniger abhängig vom Öl; der Inflationsdruck ist zwar gestiegen, bleibt aber nach wie vor gedämpft. Dies dürfte dazu beitragen, dauerhafte Vertrauenseinbußen zu vermeiden, und dadurch gewährleisten, dass sich die hohen Ölpreise auf mittlere Sicht weiterhin nur moderat auf das Wachstum auswirken. Insgesamt gesehen bleiben die Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum und dessen Auswirkungen auf das Eurogebiet günstig.

Andere Überlegungen sprechen ebenfalls für positive Wachstumsaussichten im Euro-Währungsgebiet. Das reale BIP des Euroraums stieg in vier aufeinander folgenden Quartalen (bis einschließlich des zweiten Quartals 2000) kontinuierlich mit einer hohen Rate. Insbesondere die Ausgaben für den privaten Konsum sind durch das starke Beschäftigungswachstum gestützt worden. Einige monatliche Indikatoren, die bis in das dritte Quartal des laufenden Jahres hineinreichen bzw. sich über dieses erstrecken, deuten auf eine mögliche Abschwächung des realen BIP-Wachstums hin. Insbesondere scheint das Wachstum in der Industrieproduktion leicht rückläufig zu sein, und auch Umfrageergebnisse einschließlich der Vertrauensindikatoren, obwohl nach wie vor auf hohem Stand, weisen auf eine gewisse Verlangsamung hin. Insgesamt gesehen stehen die verfügbaren Daten, einschließlich Prognosen privater und öffentlicher Institutionen, jedoch weiterhin im Einklang mit der Erwartung eines in der nächsten Zeit kräftigen Wachstums des realen BIP.

Dieser Eindruck wird im Allgemeinen durch die Anleiherenditen im Eurogebiet bestärkt.

Diese haben sich in den letzten Wochen kaum verändert. Sie drücken weiterhin die Einschätzung der Märkte aus, dass auf mittlere Sicht ein starkes Wirtschaftswachstum und eine Entwicklung der Verbraucherpreise in Übereinstimmung mit der Definition der EZB von Preisstabilität zu erwarten ist.

Die soliden Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets sollten sich auch zunehmend in den Wechselkursen widerspiegeln. Diese stehen schon seit längerem nicht mehr im Einklang mit den fundamentalen Wirtschaftsfaktoren, und dies stellt somit ein Risiko für die Weltwirtschaft dar. Darüber hinaus führt im Euroraum die anhaltende Unterbewertung des Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen zu einem Aufwärtsdruck auf die Einfuhrpreise. Aus diesen Gründen intervenierte die EZB Anfang November an den Devisenmärkten. Sie wird die Wechselkursentwicklung auch weiterhin genau verfolgen.

Mit Blick auf die Entwicklung der Verbraucherpreise stieg die jährliche HVPI-Steigerungsrate nach 2,3 % im August 2000 auf 2,8 % im September 2000. Dieser Anstieg, der zum Zeitpunkt des Beschlusses zur Erhöhung der EZB-Leitzinsen am 5. Oktober 2000 bereits erwartet wurde, war in erster Linie auf die Entwicklung der Energiepreise zurückzuführen. Außerdem trug hierzu auch die höhere Zwölfmonatsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) im HVPI bei, die von 0,6 % im August 2000 auf 0,8 % im September 2000 stieg, was auf die Weitergabe von stärkeren Erzeugerpreisanstiegen in früheren Stadien des Produktionsprozesses zurückzuführen ist. Zusammen mit der leichten Erhöhung der jährlichen Veränderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel führte dies zu einem Anstieg der jährlichen Teuerungsrate nach dem HVPI (außer saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie) von 1,3 % im August 2000 auf 1,4 % im September 2000.

Auf Grund der Energiepreisentwicklung und des bisherigen Rückgangs des Euro könnte die Verbraucherpreisinflation länger als noch vor wenigen Monaten erwartet bei über 2 %

bleiben. Um die Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht zu unterstützen, ist es in diesem Zusammenhang wichtig, dass die Wirtschaftsakteure den Charakter der derzeitigen Preisentwicklung richtig verstehen. Insbesondere muss erkannt werden, dass der gegenwärtige Aufwärtsdruck am besten überwunden werden kann, wenn die Akteure die Preistrends als das wahrnehmen, was sie sind – nämlich einmalige oder vorübergehende Preissteigerungen auf Grund externer Faktoren. Wenn die Ölpreise – wie an den Märkten erwartet – nicht weiter steigen, werden sich die früheren Ölpreiserhöhungen allmählich nicht mehr in der jährlichen Inflationsrate niederschlagen.

Derzeit sollten zwei wesentliche Überlegungen die Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf die Aussichten für die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets leiten. Erstens ist der EZB-Rat verpflichtet, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Die Geldpolitik wird inflationären Tendenzen im Eurogebiet keinen Raum lassen.

Zweitens sind die Länder des Euro-Währungsgebiets heute viel besser in der Lage, die negativen Folgen eines drastischen Ölpreisanstiegs zu verkraften, als in den Siebzigerjahren. Diese Ansicht wird gestützt durch die Tatsache, dass der Grad der Ölabhängigkeit des Euroraums gegenwärtig niedriger ist als in der Vergangenheit, sowie durch die derzeit höhere makroökonomische Stabilität der Länder des Eurogebiets. Zudem sind eine Reihe von Rigiditäten an den Arbeits- und Gütermärkten, die die Volkswirtschaften von Ländern des heutigen Euroraums in den Siebziger- und Achtzigerjahren beeinträchtigten, überwunden worden. Daher gibt es gute Gründe, im Hinblick auf die Wirtschaftsaussichten im Eurogebiet weiterhin zuversichtlich zu bleiben.

Allerdings müssen diese positiven Aussichten durch eine verantwortungsbewusste Finanzpolitik und eine angemessene Reaktion der Sozialpartner auf die Ölpreiserhöhungen gestützt werden. Es ist von entscheidender Bedeutung, dass eine Lockerung der finanzpoli-

tischen Zügel unbedingt vermieden und die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte weiter fortgesetzt wird. Ferner ist nach wie vor Lohnzurückhaltung erforderlich, um sowohl zum weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit als auch zur Aufrechterhaltung der günstigen Aussichten für die Preisstabilität beizutragen. Ebenso wichtig ist es, dass die Strukturreformen vorangetrieben werden, damit die derzeitigen hohen Wachstumsraten des realen BIP und der Beschäftigung beibehalten werden können, ohne einen Inflationsdruck auszulösen.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält zwei Artikel. Der erste Artikel beschreibt und untersucht die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB und die wichtigsten Argumente für deren Anwendung. Der zweite Artikel beschäftigt sich mit dem Einsatz von elektronischem Geld und den Auswirkungen auf die Geldpolitik, die Zahlungssystemaufsicht und die Aufsicht über Finanzintermediäre.





# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

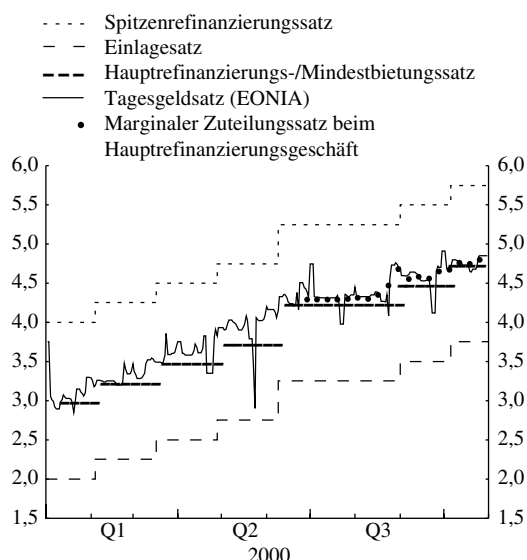
Auf seinen Sitzungen am 19. Oktober und 2. November 2000 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die als Zinstender durchgeführt werden) bei 4,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,75 % bzw. 5,75 % (siehe Abbildung 1).

### Rückgang des M3-Wachstums während der letzten Monate

Im September 2000 ging die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 leicht zurück, und zwar von 5,6 % im Vormonat auf 5,5 % (siehe Abbildung 2). Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 für den Zeitraum Juli bis September 2000 betrug 5,4 % und blieb somit unverändert gegenüber dem Dreimonatsdurchschnitt von Juni bis August 2000. (Letztere Angabe wurde von 5,3 % nach oben korrigiert). Der im September 2000 verzeichnete

### Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

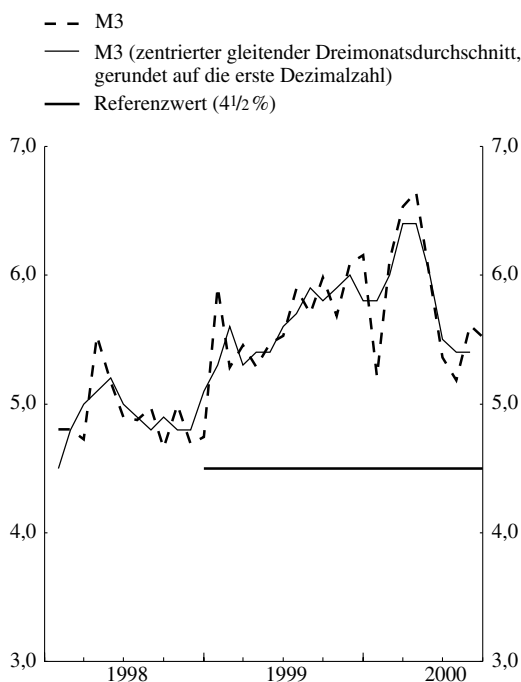


Quellen: EZB und Reuters.

### Abbildung 2

#### M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

leichte Rückgang der Jahreswachstumsrate von M3 spiegelte ein schwaches saisonbereinigtes Monatswachstum von 12 Mrd € bzw. 0,2 % wider (siehe Tabelle 1). Es gibt Anzeichen dafür, dass diese Entwicklung zumindest teilweise auf eine Umkehrung der im August 2000 beobachteten Auswirkungen der Versteigerung der UMTS-Lizenzen in Deutschland zurückgehen dürfte. Einlagen, die im Vorfeld für die Zahlung der Lizenzgebühren bei dieser Versteigerung gehalten wurden und einen Aufwärtsdruck auf das Wachstum der Geldmenge M3 im August bewirkt haben dürften, wurden Anfang September dem Staat übertragen und fielen somit anschließend aus M3 heraus.

Über einen etwas längeren Zeitraum betrachtet war in den letzten beiden Quartalen ein deutlicher Rückgang des M3-Wachstums zu verzeichnen. Die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate von M3 für den Zeitraum bis September 2000 ging

## Tabelle I

### Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)

	Sept. 2000	Juli 2000		Aug. 2000		Sept. 2000		Juli 2000	
	Bestand	Veränderung		Veränderung		Veränderung		bis Sept. 2000	
	Mrd €	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
<b>M3</b>	4 955,0	29,0	0,6	29,0	0,6	12,4	0,2	23,5	0,5
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 994,4	12,8	0,6	16,1	0,8	-1,9	-0,1	9,0	0,5
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 171,1	5,0	0,2	10,7	0,5	11,5	0,5	9,1	0,4
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	789,5	11,2	1,5	2,2	0,3	2,8	0,4	5,4	0,7

Quelle: EZB.

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

auf 3,6 % zurück, verglichen mit 4,9 % für den Sechsmonatszeitraum bis August und 5,3 % für den Zeitraum bis Juni. Das langsamere Wachstum der Geldmenge M3 war vor allem auf den Rückgang ihrer liquidesten Komponenten in M1 zurückzuführen. Es ist sehr wahrscheinlich, dass dies wiederum den seit Herbst 1999 andauernden Anstieg der kurzfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet widerspiegelte.

Was die Hauptkomponenten der Geldmenge M3 betrifft (siehe Abbildung 3), so blieb die jährliche Wachstumsrate des Bargeldumlaufs im September 2000 unverändert bei 3,5 %, während die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen im September auf 7,2 % zurückging, verglichen mit 7,9 % im Vormonat. Auf Grund der langsameren Zunahme der täglich fälligen Einlagen fiel die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M1 im September 2000 auf 6,6 % (von 7,1 % im August).

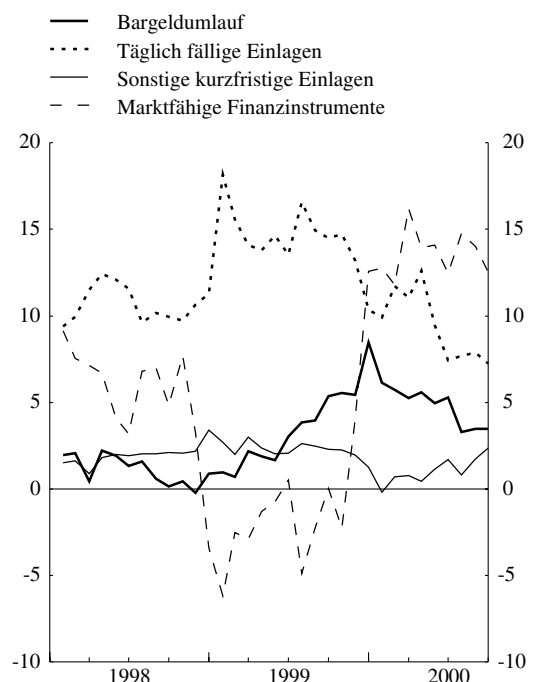
Die jährliche Wachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) erhöhte sich von 1,7 % im August auf 2,4 % im September. Diese Entwicklung ist auf eine starke Nachfrage nach Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren zurückzuführen (deren Jahreswachstumsrate im September auf 12,2 % anstieg, nachdem sie im Vormonat 9,7 % betragen hatte). Im Ge-

gensatz dazu sank die jährliche Veränderungsrate bei den Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im September deutlich auf -4,2 % (verglichen mit -3,7 % im August). Diese gegenläufigen Entwicklungen gehen darauf zurück, dass die für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit

## Abbildung 3

### Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

von bis zu zwei Jahren gezahlten Zinsen im Kundengeschäft der Banken seit Herbst 1999 weitgehend parallel zu den Marktzinsen anstiegen, während bei den für Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten gezahlten Bankzinsen nur ein äußerst moderater Anstieg zu verzeichnen war (siehe Abbildung 5). Die Jahreswachstumsrate des mittleren Geldmengenaggregats M2 blieb im September 2000 nahezu unverändert; sie betrug 4,3 %, verglichen mit 4,2 % im August.

Bei den in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten verlangsamte sich der Zuwachs im Vergleich zum Vorjahr weiter von 14,0 % im Vormonat auf 12,5 % im September. Diese Entwicklung war ausschließlich auf den Rückgang der jährlichen Wachstumsrate der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere zurückzuführen (von 19,0 % im August auf 15,6 % im September). In den letzten Monaten gab es einige Anzeichen für einen Rückgang der Nachfrage nach marktfähigen Finanzinstrumenten. Das jährliche Wachstum ist jedoch weiterhin hoch, was mit dem Anstieg der Kurzfristzinsen und der Abflachung der Renditenstrukturkurve im Jahresverlauf zusammenhängt. Bei der Beurteilung der Nachfrage nach dieser M3-Komponente ist jedoch zu berücksichtigen, dass die marktfähigen Finanzinstrumente auch die Bestände an von monetären Finanz-

instituten (MFIs) im Euro-Währungsgebiet begebenen Geldmarktpapieren enthalten, die von Ansässigen außerhalb des Eurogebiets gehalten werden und die grundsätzlich aus der Geldmenge M3 herausgerechnet werden sollten.

### Stabiles Wachstum der Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet

Was die Gegenposten von M3 betrifft, betrug die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im September 7,3 %, verglichen mit 7,4 % im Vormonat. Bei diesen Verbindlichkeiten war bei den Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten gegenüber dem Vorjahr eine weitere Wachstumsbeschleunigung zu beobachten, während die Jahreswachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren sowie der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren rückläufig war. Die jährliche Wachstumsrate von Kapital und Rücklagen nahm weiterhin rasch zu.

Die jährliche Veränderungsrate der Bestände an Einlagen der öffentlichen Haushalte beim MFI-Sektor erhöhte sich im September deutlich auf 10,7 % (verglichen mit 1,8 % im Au-

**Tabelle 2**

### Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten

(Monatsendstände und Zwölfmonatsveränderungen; Mrd €)

	Bestände	Zwölfmonatsveränderungen					
		2000 Sept.	2000 April	2000 Mai	2000 Juni	2000 Juli	2000 Aug.
1 Kredite an den privaten Sektor	6 647,0	650,3	648,4	583,7	582,6	601,6	643,4
2 Kredite an öffentliche Haushalte	1 931,7	14,3	-14,6	-21,5	-25,5	-49,1	-90,3
3 Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	251,9	-205,7	-179,8	-110,2	-132,7	-95,3	-132,4
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 783,4	246,8	256,2	239,0	246,3	257,9	256,1
5 Sonstige Gegenposten (Nettoverbindlichkeiten)	92,2	-90,8	-76,8	-34,6	-62,0	-59,1	-90,7
<b>M3 (=1+2+3-4-5)</b>	<b>4 955,0</b>	<b>303,4</b>	<b>275,1</b>	<b>247,9</b>	<b>240,5</b>	<b>258,8</b>	<b>255,8</b>

Quelle: EZB.

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

gust), was vor allem auf die Zahlung der UMTS-Lizenzgebühren an die deutsche Regierung zurückzuführen ist.

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors belief sich die Jahreswachstumsrate der gesamten Kredite an Nicht-MFIs im Euroraum im September 2000 auf 6,9 %, verglichen mit 7,0 % im August. Hinter der weitgehenden Stabilität dieser Werte verbargen sich gegenläufige Tendenzen in den einzelnen Sektoren auf Grund des Verkaufs der UMTS-Lizenzen in Deutschland. Während die Jahreswachstumsrate der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte weiterhin rückläufig war (-4,5 % im September, verglichen mit -2,5 % im August), nahm die Jahresrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor von 10,1 % im August auf 10,8 % im September zu.

Die weitere Verlangsamung der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte war auf einen stärkeren Rückgang sowohl bei den MFI-Beständen an Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte als auch bei den Direktkrediten zurückzuführen. Bei den einzelnen Komponenten der Kreditvergabe an den privaten Sektor erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der Direktkredite an den privaten Sektor im September 2000 auf 9,8 %, verglichen mit 9,5 % im Vormonat. Die jährliche Wachstumsrate der MFI-Bestände an vom privaten Sektor begebenen Wertpapieren stieg ebenfalls weiter an (auf 17,7 % für Wertpapiere ohne Aktien und auf 20,7 % für Aktien).

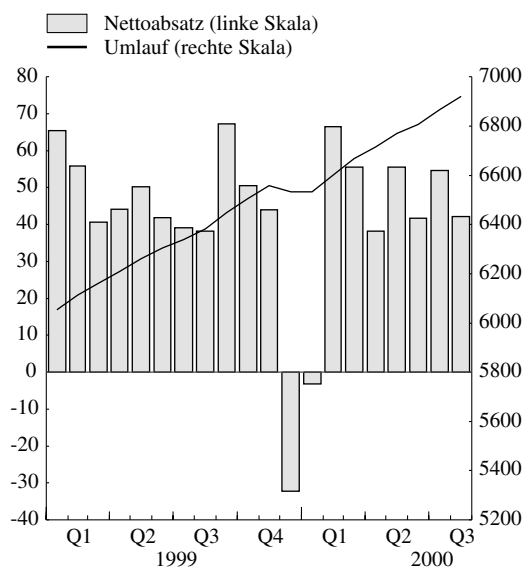
Im September 2000 war bei den Nettoforderungen des MFI-Sektors im Eurogebiet an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets ein Rückgang um 22 Mrd € zu verzeichnen. Im Zwölfmonatszeitraum bis September 2000 gingen sie um 132 Mrd € zurück, verglichen mit einem Rückgang um 95 Mrd € im Zwölfmonatszeitraum bis August 2000 (siehe Tabelle 2).

### Anhaltend hoher Absatz von Schuldverschreibungen durch den privaten Sektor im August

Im August 2000 übertraf der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet leicht seinen Stand vom August 1999 und lag auch etwas über dem durchschnittlichen monatlichen Nettoabsatz im vorangegangenen Zwölfmonatszeitraum (siehe Abbildung 4). Die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen Gebietsansässiger erhöhte sich leicht von 8,3 % im Juli 2000 auf 8,4 % im August. Hinter dieser Entwicklung verbargen sich eine Verringerung der Jahreswachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen um 2,1 Prozentpunkte von Juli auf August 2000 (auf 14,6 %) und eine Erhöhung der Jahresrate des Umlaufs an langfristigen Schuldverschreibungen um 0,4 Prozentpunkte auf 7,8 % im selben Zeitraum.

Nach Währungen aufgedgliedert betrug die Zwölfmonatsrate des Umlaufs an auf Euro

**Abbildung 4**  
Absatz von Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet  
(Mrd €)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Abweichungen zwischen den Angaben zum Nettoabsatz und den Veränderungen im Umlauf haben ihre Ursache in Bewertungsunterschieden, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen.

lautenden Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euroraum begeben wurden, im August 7,1 % und blieb damit gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert. Zugleich nahm die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an auf andere Währungen lautenden Schuldverschreibungen von Gebietsansässigen deutlich zu, und zwar von 23,8 % im Juli auf 26,2 % im August. Allerdings ist der Anteil der anderen Währungen am Gesamtumlauf der Schuldverschreibungen von Gebietsansässigen mit 8 % immer noch relativ gering.

Die Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt, dass der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen durch den privaten Sektor im August 2000 weiterhin auf einem hohen Stand blieb. Die Zwölfmonatsraten des Umlaufs an Euro-Schuldverschreibungen der MFIs und der nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften betragen im August 11,0 % bzw. 23,1 % und blieben damit gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert. Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erhöhte sich von 16,2 % im Juli auf 17,4 % im August. Dieser Anstieg war teilweise auf die Emissionstätigkeit von Telekommunikationsunternehmen im Zusammenhang mit der Finanzierung der UMTS-Lizenzen zurückzuführen.

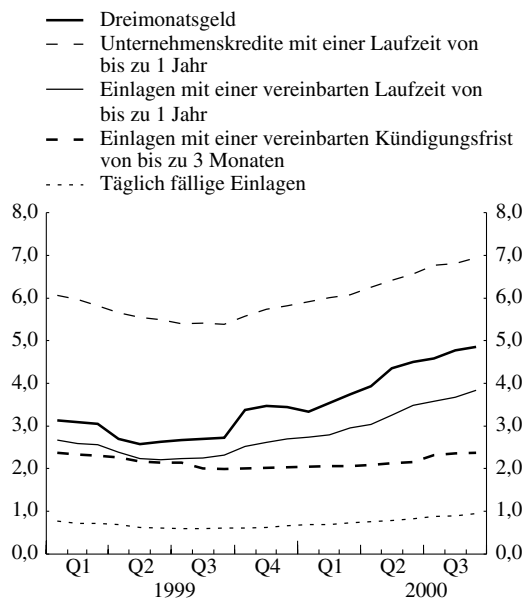
Die Emissionstätigkeit des öffentlichen Sektors blieb dagegen verhalten. Im August 2000 ging die Jahresrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen von Zentralstaaten leicht von 2,9 % im Juli auf 2,8 % zurück. Gleichzeitig erhöhte sich allerdings die Zwölfmonatsrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen der sonstigen öffentlichen Haushalte von 4,9 % im Juli auf 6,0 % im August.

### Zinsen im Kundengeschäft der Banken im September im Kurzfristbereich gestiegen, im längeren Laufzeitenbereich stabilisiert

Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Eurogebiet zogen im September 2000 nochmals leicht an (siehe Abbil-

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

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)

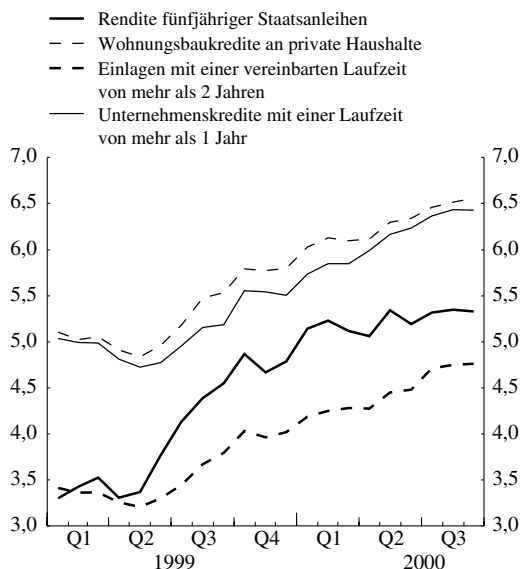


Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

dung 5). Ausschlaggebend hierfür war der mehrmalige Anstieg der Geldmarktsätze im Verlauf der letzten Monate, u. a. im Zusammenhang mit der Erhöhung der Leitzinsen durch die EZB am 31. August 2000. Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken stiegen im September im Vergleich zum Vormonat um 3 Basispunkte (Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) bis 17 Basispunkte (Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr). Die durchschnittlichen langfristigen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr und für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr haben sich gegenüber August 1999, als die Geldmarktsätze zu steigen begannen, um rund 155 Basispunkte erhöht, während die durchschnittlichen Zinssätze für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und für täglich fällige Einlagen im selben Zeitraum nur um rund 35 Basispunkte stiegen. Die kurzfristigen Bankzinsen haben sich somit weniger stark als die Dreimonatsgeldsätze erhöht, die zwischen August 1999

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

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

und September 2000 um durchschnittlich 216 Basispunkte stiegen.

Die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken blieben im September 2000 – im Einklang mit den weitgehend stabilen Renditen von Staatsanleihen in den vorangegangenen Monaten – praktisch unverändert (siehe Abbildung 6). Über einen längeren Zeitraum betrachtet bewegte sich der Anstieg der langfristigen Bankzinsen von Mai 1999, als die Renditen für Staatsanleihen zu steigen begannen, bis September 2000 zwischen 156 Basispunkten (durchschnittlicher Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren) und gut 170 Basispunkten (Durchschnittssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr und für Wohnungsbaukredite an private Haushalte). Im selben Zeitraum erhöhte sich die Durchschnittsrendite fünfjähriger Staatsanleihen um 196 Basispunkte.

**Geldmarktsätze im Oktober 2000 leicht gestiegen**

Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt verlagerte sich in allen Laufzeitenbereichen im Oktober 2000 etwas nach oben (siehe Abbildung 7). Sie behielt zwar ihren leicht positiven Verlauf bei, doch war eine weitere geringfügige Abflachung zu erkennen. Der implizite Dreimonats-EURIBOR aus Ende 2000 und in der ersten Jahreshälfte 2001 fällig werdenden Futures-Kontrakten bewegte sich im Oktober gleichfalls etwas nach oben, ohne jedoch den im Vormonat beobachteten Rückgang vollständig auszugleichen.

Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, stieg im Gefolge der am 5. Oktober 2000 vom EZB-Rat beschlossenen Erhöhung der Leitzinsen (um je 25 Basispunkte) um rund 10 Basispunkte, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer diesen Zinsbeschluss bis zu einem gewissen Grade erwartet hatten. Während des weiteren Verlaufs der am 23. Oktober endenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode entsprach der EONIA dann weitgehend dem neuen Mindestbietungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems von 4,75 %, wobei er diesen Satz gegen Ende der Erfüllungsperiode geringfügig unterschritt (siehe Kasten 1). Nach Beginn der neuen Erfüllungsperiode am 24. Oktober schwankte der EONIA um die 4,85 %-Marke, mit Ausnahme des 31. Oktober, als er sich auf Grund eines Monatsultimo-Effekts vorübergehend auf 4,97 % erhöhte.

Die marginalen und durchschnittlichen Zuteilungssätze lagen bei den am 11. und 18. Oktober abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems nur geringfügig über dem neuen Mindestbietungssatz von 4,75 %. Bei den beiden darauf folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäften stiegen diese Zuteilungssätze nur leicht an, und zwar auf 4,80 % bzw. 4,82 % bei dem am 25. Oktober abgewickelten Geschäft und 4,84 % bzw. 4,85 % bei dem am 1. November abgewickelten Geschäft.

## Kasten I

### Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. Oktober 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

#### Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

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

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz durchgeführt. Dieser betrug bei den ersten beiden Geschäften 4,50 % und danach 4,75 %. Das Zuteilungsvolumen lag zwischen 76 Mrd € und 99 Mrd €. Das Verhältnis des Bietungsaufkommens zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,16 und 1,96 und betrug im Durchschnitt 1,64. Der marginale Zuteilungssatz belief sich beim ersten und zweiten Hauptrefinanzierungsgeschäft auf 4,65 % bzw. 4,67 %, während er bei den nachfolgenden beiden Geschäften bei 4,76 % und 4,75 % lag. Der gewichtete Durchschnittssatz betrug bei den ersten beiden Geschäften 4,68 % und bei den zwei folgenden Geschäften 4,78 % bzw. 4,76 %. An den Geschäften nahmen zwischen 517 und 659 Bieter teil.

Am 27. September 2000 führte das Eurosystem ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorab bekannt gegebenen Zuteilungsvolumen von 15 Mrd € durch. An dieser Transaktion nahmen insgesamt 225 Bieter teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 34,0 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz belief sich auf 4,84 %, und der gewichtete Durchschnittssatz lag zwei Basispunkte darüber, das heißt bei 4,86 %.

Zu Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode schwankte der EONIA um die 4,70 %-Marke, worin Erwartungen einer Zinserhöhung durch die EZB zum Ausdruck kamen. Nach dem Beschluss des EZB-Rats vom 5. Oktober, die Leitzinsen der EZB um 25 Basispunkte anzuheben, zog der EONIA um 10 Basispunkte auf rund 4,80 % an. Gegen Ende der Erfüllungsperiode gab er allmählich etwas nach, vermutlich weil am Geldmarkt von einer reichlich vorhandenen Liquidität ausgegangen wurde. Am 19. Oktober erreichte der EONIA vorübergehend einen Tiefstand von 4,64 % und betrug am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode 4,72 %.

#### Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. September bis 23. Oktober 2000

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>222,6</b>	<b>0,2</b>	<b>+222,4</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	176,5	-	+176,5
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,7	-	+45,7
Ständige Fazilitäten	0,5	0,2	+0,2
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>	<b>396,3</b>	<b>504,3</b>	<b>-108,0</b>
Banknotenumlauf	-	354,5	-354,5
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	47,4	-47,4
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	396,3	-	+396,3
Sonstige Faktoren (netto)	-	102,5	-102,5
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)</b>			<b>114,4</b>
<b>(d) Mindestreserve-Soll</b>			<b>113,6</b>

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.



### Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

Gegenüber der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode stieg die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 0,3 Mrd € auf 0,5 Mrd €, während die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität mit 0,2 Mrd € unverändert blieb.

### Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

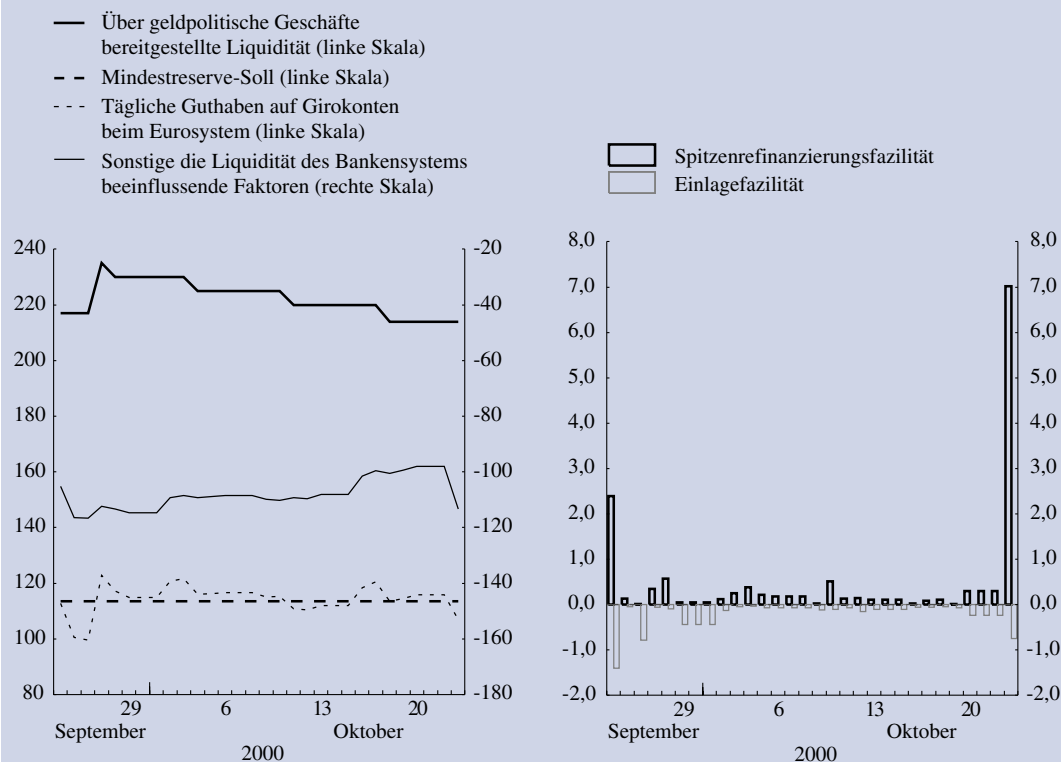
Die autonomen Faktoren, das heißt die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 108,0 Mrd € und somit 3,0 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Dieser Rückgang war vor allem auf die Abnahme der Nettoeinlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem um 9,2 Mrd € zurückzuführen, die durch andere autonome Faktoren teilweise wieder ausgeglichen wurde. Im Tagesschnitt bewegte sich die Summe der autonomen Faktoren zwischen 98,1 Mrd € und 116,6 Mrd €.

Der Einfluss der konzertierten Devisenmarktintervention, die am 22. September durchgeführt und am 26. September abgewickelt wurde, auf die Liquiditätslage im Euroraum wurde bei den Zuteilungsbeschlüssen der darauf folgenden Hauptfinanzierungsgeschäfte in dieser Erfüllungsperiode berücksichtigt.

Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 112,7 Mrd € und 100,6 Mrd €. Die Abweichung von den Ist-Zahlen betrug zwischen +0,8 Mrd € und -2,9 Mrd €.

### Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. Oktober 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(Mrd €; Tageswerte)



Quelle: EZB.

## Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 114,4 Mrd €, und das Mindestreserve-Soll betrug 113,6 Mrd €. Die Differenz lag somit bei 0,8 Mrd € und war damit 0,1 Mrd € höher als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Dieser Anstieg ergab sich aus einer Zunahme der Überschussreserven von 0,5 Mrd € auf 0,6 Mrd €. Wie bereits in der vorangegangenen Erfüllungsperiode dienten 0,2 Mrd € der Guthaben auf Girokonten nicht der Erfüllung des Mindestreserve-Solls.

Bei dem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 26. Oktober 2000 abgewickelt wurde, ergaben sich ein marginaler Zuteilungssatz von 5,06 % und ein durchschnittlicher Zuteilungssatz von 5,07 %. Diese Sätze lagen damit um 4 bzw. 3 Basispunkte unter dem am Abwicklungstag geltenden Dreimonats-EURIBOR.

Der Einmonats- und der Dreimonats-EURIBOR stiegen im Oktober 2000 an und lagen am 31. Oktober bei 4,96 % bzw. 5,14 %. Damit erhöhten sie sich gegenüber ihrem Stand von Ende September um 17 bzw. 14 Basispunkte. Der Sechsmo- und der Zwölfmonats-EURIBOR wiesen ein ähnliches Verlaufsmuster auf; ihr Stand betrug am 31. Oktober

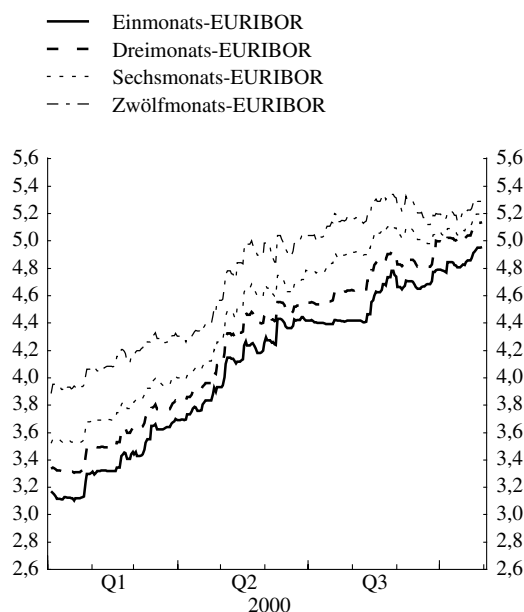
5,20 % bzw. 5,29 %. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, gemessen an der Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, nahm im Zeitraum von Ende September bis 31. Oktober auf rund 35 Basispunkte ab.

Die Zinserwartungen für den weiteren Jahresverlauf 2000 und das erste Halbjahr 2001, die im impliziten Dreimonats-EURIBOR aus Futures-Kontrakten mit Fälligkeit in diesem Zeitraum zum Ausdruck kommen, nahmen zwischen Ende September und dem 31. Oktober 2000 leicht zu. Der implizite Dreimonats-EURIBOR aus Futures-Kontrakten mit Fälligkeit im Dezember 2000 sowie im März und Juni 2001 lag am 31. Oktober bei 5,22 %, 5,22 % bzw. 5,20 % und war damit 7, 8 bzw. 5 Basispunkte höher als Ende September 2000. Die Sätze für Ende 2000 und im ersten Halbjahr 2001 fällig werdende Futures-Kontrakte blieben jedoch unterhalb der Sätze von Juli bzw. August 2000.

## Abbildung 7

### Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



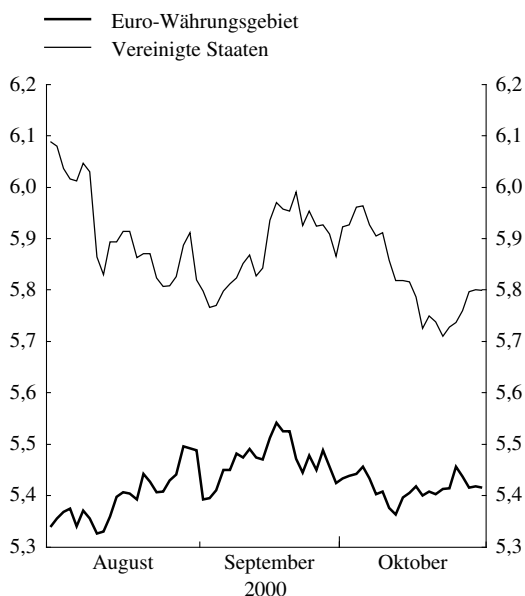
Quelle: Reuters.

### Langfristige Anleiherenditen im Oktober weiterhin stabil

Die langfristigen Zinssätze an den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets blieben im Oktober weitgehend stabil. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen lagen am 31. Oktober bei rund 5,4 % und damit auf etwa dem gleichen Stand wie Ende September. Da in diesem Zeitraum die Renditen vergleichbarer US-Anleihen rückläufig waren, verringerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen US-Anleihen und vergleichbaren Anleihen im Euroraum um 6 Basispunkte und belief sich am 31. Oktober auf rund 38 Basispunkte (siehe Abbildung 8).

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

Was das internationale Umfeld der Anleihemärkte des Eurogebiets anbelangt, so setzte bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten Anfang Oktober ein erneuter Abwärtstrend ein, nachdem bei diesen Papieren seit Anfang September ein anhaltender Renditeanstieg verzeichnet worden war. Am 31. Oktober rentierten zehnjährige US-Staatsanleihen mit rund 5,8 % und damit 7 Basispunkte niedriger als Ende September. Ausschlaggebend für diesen Rückgang waren zum einen die Tatsache, dass die Marktteilnehmer den Markt für Staatsanleihen im Gefolge der starken Kursrückgänge und der erhöhten Volatilität an den amerikanischen und an anderen wichtigen Börsen bis zu einem gewissen Grad als einen „sicheren Hafen“ betrachteten, und zum anderen die gestiegenen Erwartungen hinsichtlich einer Abschwächung des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten.

In Japan blieben die langfristigen Anleiherenditen im Oktober 2000 stabil. Zwischen Ende

September und Ende Oktober bewegten sich die Renditen für Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit innerhalb einer engen Bandbreite und lagen am 31. Oktober bei rund 1,8 %.

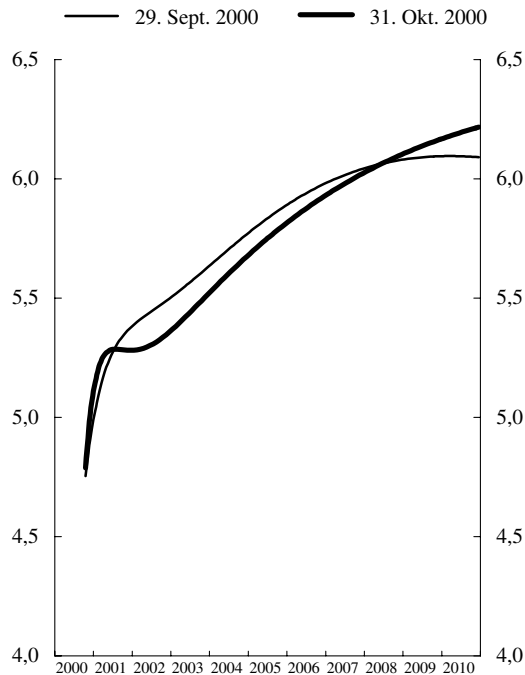
Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet wiesen im Oktober 2000 weiterhin nur geringe Schwankungen auf. Trotz der insgesamt zu beobachtenden Stabilität waren die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum einigen gegenläufigen Einflüssen ausgesetzt. Einerseits wurden die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum vom Rückgang der Renditen vergleichbarer US-Staatsanleihen beeinflusst. Andererseits kam es zu einem Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet. Ausschlaggebend hierfür waren der Kursrückgang des Euro gegenüber dem US-Dollar und die möglichen Auswirkungen der Veröffentlichung von Datenmaterial, demzufolge die Inflation im Euro-Währungsgebiet im Sommer 2000 etwas über die prognostizierten Werte hinausging, auf die Markterwartungen.

Die Steigung der Renditenstrukturkurve, gemessen an der Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger Anleihen im Euroraum und dem Dreimonats-EURIBOR, hat sich im Oktober weiter abgeflacht. Diese Entwicklung spiegelte hauptsächlich den Anstieg der Geldmarktzinsen wider. Zwischen Ende September und dem 31. Oktober 2000 ging die Steigung der Renditenstrukturkurve um 15 Basispunkte auf 28 Basispunkte zurück. Die Kurve der impliziten Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet blieb im Oktober weitgehend unverändert (siehe Abbildung 9).

Am Markt für französische indexierte Anleihen ging die Realrendite zehnjähriger indexgebundener Anleihen zwischen Ende September und dem 31. Oktober 2000 um 11 Basispunkte zurück und betrug am 31. Oktober knapp 3,6 %. Zumindest ein Teil des im Oktober verzeichneten Rückgangs der französischen Realrenditen lässt sich auf technische Faktoren zurückführen. Die zehnjährige „Breakeven-Inflationsrate“, die anhand der Differenz zwischen den nominalen und den

## Abbildung 9 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 Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Termin-Zinsstrukturkurven wurde im Monatsbericht von Januar 1999 auf Seite 28 f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten wurden von Swapkontrakten abgeleitet.

indexierten Renditen zehnjähriger französischer Anleihen berechnet wird, nahm in diesem Zeitraum um 14 Basispunkte zu. Die Interpretation von Kursbewegungen bei indexierten Anleihen ist jedoch immer mit einem beträchtlichen Unsicherheitsfaktor behaftet, da es im Zeitverlauf zu variierenden Risikoprämien kommen kann und eine Reihe von Einschränkungen gelten können.

### Weitere Zunahme der Aktienkursvolatilität im Oktober 2000

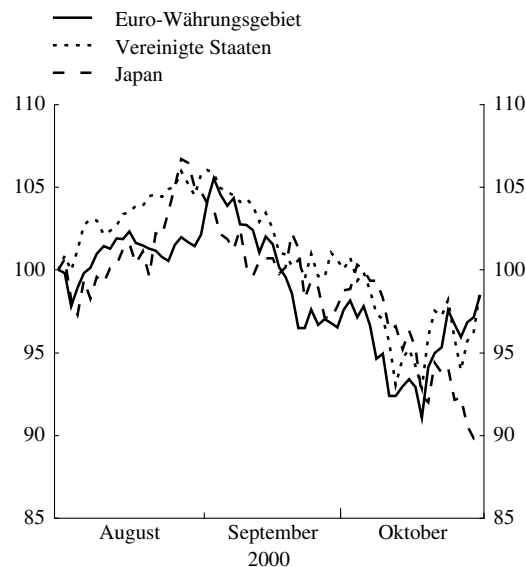
Bei den Aktien waren im Oktober 2000 recht hohe Kursschwankungen zu verzeichnen, und die implizite Aktienkursvolatilität an den wichtigsten Börsen nahm zu. Damit setzte sich eine Entwicklung fort, die sich bereits im September

abgezeichnet hatte. Im Euro-Währungsgebiet stiegen die Aktienkurse, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, zwischen Ende September und dem 31. Oktober um 2 %. Dagegen kam es bei den Börsennotierungen in den Vereinigten Staaten, gemessen am Standard-& Poor's-500-Index, im gleichen Zeitraum zu einem Kursrückgang von fast 1 %, und in Japan sanken die Kurse, gemessen am Nikkei 225, um knapp 7 % (siehe Abbildung 10). Im Euroraum, in den Vereinigten Staaten und in Japan nahm die implizite Aktienkursvolatilität im Oktober zu; allerdings blieb sie in diesem Monat unter den Jahreshöchstständen, die im April 2000 erreicht worden waren.

In den Vereinigten Staaten kam es im Oktober zu relativ hohen Kursschwankungen, und die Kurse waren insgesamt rückläufig. So sank der Standard-& Poor's-500-Index bis zum 31. Oktober 2000 um fast 3 % gegenüber seinem Stand Ende 1999. Der im Oktober verzeichnete Rückgang der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten schien in erster Linie die

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

(Index: 1. August 2000 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

relativ niedrigen Unternehmensgewinne im dritten Quartal 2000 widerzuspiegeln. Diese dürften hauptsächlich auf die gestiegenen Ölpreise und den höheren effektiven Wechselkurs des US-Dollar zurückzuführen sein. Die implizite Aktienkursvolatilität in den Vereinigten Staaten nahm von 19 % p. a. Ende September auf 21 % p. a. am 31. Oktober zu. Am meisten trug der US-Technologiesektor zu diesem Anstieg bei. Insbesondere beim Nasdaq-100-Index, der viele Technologietitel der Vereinigten Staaten enthält, nahm die implizite Volatilität vor dem Hintergrund deutlicher Kursschwankungen an der Nasdaq von 43 % p. a. Ende September auf 53 % p. a. am 31. Oktober zu. Allerdings blieb die implizite Volatilität des Nasdaq 100 unter den Höchstständen vom April dieses Jahres.

Nach einem Rückgang von fast 7 % zwischen Ende September und dem 31. Oktober 2000 lagen die Börsennotierungen in Japan, gemessen am Nikkei 225, 22 % unter dem Ende 1999 verzeichneten Stand. Zu diesem Rückgang trug der drastische Anstieg der Konkurse in Japan bei, die hauptsächlich Unternehmen aus dem Finanzsektor betrafen.

Im Euro-Währungsgebiet stiegen die Börsennotierungen, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, zwischen Ende September und dem 31. Oktober 2000 um 2 % und lagen damit 1 % über dem Stand vom Jahresende 1999. Vor dem Hintergrund der an den Aktienmärkten weltweit zu beobachtenden Volatilität waren die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet im Oktober gegenläufigen Einflüssen ausgesetzt. In der ersten Oktoberhälfte gerieten sie unter einen gewissen Abwärtsdruck. Dieser war wohl hauptsächlich auf die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Fortsetzung des relativ dynamischen Wirtschaftswachstums im Euro-Raum und weltweit zurückzuführen. Der Abwärtsdruck wurde in der zweiten Oktoberhälfte durch überraschend gute Zahlen zu den Unternehmensgewinnen im Telekommunikationssektor des Euroraums ausgeglichen. Die implizite Volatilität des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index erhöhte sich von 22 % p. a. Ende September auf 24 % p. a. am 31. Oktober 2000, blieb damit aber noch deutlich unter dem am 17. April erreichten Jahreshöchststand von 32 % p. a.

## 2 Preisentwicklung

### Teuerung nach dem HVPI im September hauptsächlich wegen der Energiepreise auf 2,8 % gestiegen

Die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt für das Euro-Währungsgebiet stieg von 2,3 % im August auf 2,8 % im September 2000 (siehe Tabelle 3). Im Vergleich dazu erhöhte sich die Wachstumsrate des HVPI ohne Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel von 1,3 % im August auf 1,4 % im September.

Der jüngste Anstieg der Teuerung nach dem HVPI insgesamt war hauptsächlich auf Entwicklungen innerhalb der Energiepreiskomponente zurückzuführen. Im September 2000 wies sie eine jährliche Steigerungsrate von

16 % auf, die damit um 3,7 Prozentpunkte über der im August verzeichneten Rate lag (siehe Abbildung 11). Dieser jüngste Anstieg beruhte auf dem weiteren Kursverlust des Euro gegenüber dem US-Dollar sowie höheren Ölpreisen auf dem Weltmarkt; dies führte zu einem Anstieg des Ölpreises (in Euro) von 33,6 € je Barrel im August 2000 auf 37,4 € je Barrel im September. Angesichts der jüngsten Ölpreis- und Euro-Wechselkursentwicklungen dürfte für Oktober 2000 keine wesentliche Abschwächung des Energiepreisbeitrags zur Inflation insgesamt zu erwarten sein. Insbesondere der Ölpreis verharrte mit durchschnittlich 36,8 € je Barrel im Oktober 2000 auf hohem Niveau, und von der Energiepreisentwicklung im Oktober 1999 ging kein starker negativer Basiseffekt

**Tabelle 3**

### Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Mai	2000 Juni	2000 Juli	2000 Aug.	2000 Sept.	2000 Okt.
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex	1,6	1,1	1,1	1,5	2,0	2,1	2,5	1,9	2,4	2,4	2,3	2,8	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,2	0,6	0,8	1,5	2,3	2,4	3,1	2,3	2,8	2,9	2,8	3,5	.
Nahrungsmittel	1,4	1,6	0,5	0,4	0,4	0,9	1,9	0,8	1,2	1,6	2,0	2,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,4	0,9	0,9	1,0	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	1,1	1,3	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,9	0,0	-0,3	-0,3	0,8	3,1	0,6	1,5	2,6	3,4	3,4	.
Industrieerzeugnisse	1,0	0,1	1,0	2,1	3,4	3,2	3,6	3,1	3,7	3,5	3,2	4,2	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	0,5	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	.
Energie	2,8	-2,6	2,2	7,8	13,6	12,5	14,0	12,2	14,7	13,7	12,3	16,0	.
Dienstleistungen	2,4	2,0	1,5	1,4	1,6	1,7	1,8	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise <sup>1)</sup>	1,1	-0,7	-0,4	2,1	4,3	5,2	.	5,3	5,6	5,6	5,6	.	.
Lohnstückkosten <sup>2)</sup>	0,7	0,2	1,2	0,3	0,5	0,5	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität <sup>2)</sup>	1,6	1,2	0,7	1,4	1,7	1,2	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>2)</sup>	2,3	1,4	1,9	1,7	2,3	1,8	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde <sup>3)</sup>	2,5	1,8	2,2	2,4	3,6	3,7	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) <sup>4)</sup>	17,1	12,0	17,1	23,0	27,1	29,1	33,9	30,4	31,5	30,6	33,6	37,4	36,8
Rohstoffpreise <sup>5)</sup>	12,9	-12,5	-3,1	14,0	19,9	18,3	18,0	22,8	12,9	14,3	18,3	21,4	22,7

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

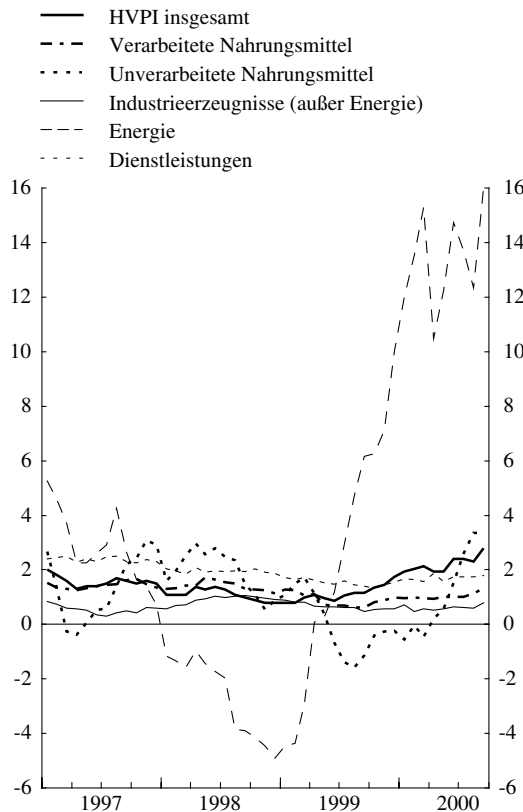
3) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen).

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

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

**Abbildung 11**  
**Die Teuerungsrate im Euro-**  
**Währungsgebiet nach dem HVPI**  
**und seinen Komponenten**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

aus. Vor dem Hintergrund der anhaltend hohen Ölpreise wird in Kasten 2 analysiert und beurteilt, welche Lehren aus den Ölpreisschocks der Siebziger- und Anfang der Achtzigerjahre gezogen werden können.

Im Gegensatz zu dem Aufwärtsdruck, der von den Energiepreisen ausging, trug die Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel nicht zu dem jüngsten Anstieg der Inflation insgesamt bei. Im September 2000 betrug der Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Vorjahresvergleich 3,4 %. Damit war die Steigerungsrate gegenüber August unverändert. Diese Entwicklung sollte vor dem Hintergrund des in den Monaten vor September 2000 erheblich gestiegenen Einflusses der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel auf die Inflation insgesamt gesehen werden.

**Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und verarbeitete Nahrungsmittel trugen ebenfalls zum jüngsten Anstieg der Inflation bei, jedoch in erheblich geringerem Maße**

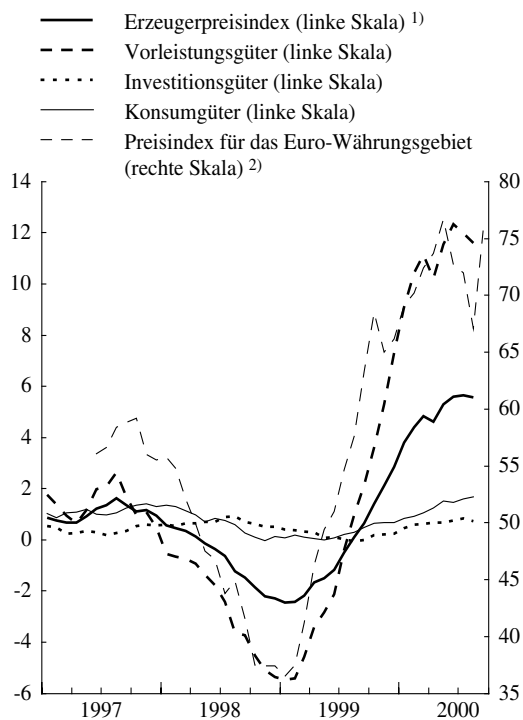
Die Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und verarbeitete Nahrungsmittel trugen in geringem Maße zu dem jüngsten Anstieg der Teuerung nach dem HVPI insgesamt bei. Bei den Preisen für Industrieerzeugnisse (außer Energie), deren jährliche Steigerungsrate sich im September 2000 gegenüber August um 0,2 Prozentpunkte auf 0,8 % erhöhte, war wegen des Durchschlagens von Erzeugerpreiserhöhungen, die in früheren Stadien des Produktionsprozesses stattgefunden hatten, ein gewisser Anstieg der Steigerungsrate erwartet worden. Trotzdem bleibt die Steigerungsrate dieser Komponente insgesamt recht gering. Bei den Preisen für verarbeitete Nahrungsmittel erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate im September 2000 auf 1,3 %, gegenüber 1,1 % im August. Im Gegensatz dazu verharrte die jährliche Steigerungsrate der Dienstleistungspreise im September 2000 bei 1,8 %.

**Erzeugerpreisanstieg im August 2000 weiterhin hoch**

Die jüngsten Angaben zu den Erzeugerpreisen im Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf August 2000, als die jährliche Steigerungsrate wie in den beiden Vormonaten 5,6 % betrug. Was die Entwicklung der Erzeugerpreise seit August 2000 betrifft, so dürfte der starke Anstieg des Ölpreises (in Euro) im September weiteren Aufwärtsdruck auf den Erzeugerpreisindex ausgeübt haben. Zu diesem Aufwärtsdruck haben auch Steigerungen des Europreises für Rohstoffe (außer Öl), die auf den Rückgang des Euro-Wechselkurses zurückzuführen waren, beigetragen. Sieht man von dem Wechselkurseffekt ab, so waren die Preise für Rohstoffe (außer Öl) im Verlauf des Jahres 2000 meist einem Abwärtsdruck ausgesetzt. Die Erwartung eines Aufwärtsdrucks auf den Erzeugerpreisindex steht im Einklang mit den jüngsten Entwicklungen des Preisindex für das Euro-Währungsgebiet, der

**Abbildung 12**  
**Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet**

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

1) Industrielle Erzeugerpreise; Veränderung gegen Vorjahr in %; außer Baugewerbe.

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

die Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe für den Euroraum misst. Im September 2000 stieg dieser Index auf 75,9 und deutet damit weiterhin auf einen Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise insgesamt im Euro-Währungsgebiet hin (siehe Abbildung 12).

**Wachstum der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im zweiten Quartal 2000 leicht gestiegen**

Die jüngsten Daten lassen einen Anstieg des Wachstums der Arbeitskosten pro Stunde in der ersten Hälfte des Jahres 2000 gegenüber der Entwicklung im gesamten Jahresverlauf 1999 erkennen. Im zweiten Quartal 2000 ist den Schätzungen zufolge das jährliche Wachstum der Gesamtarbeitskosten pro Stunde gegenüber der im ersten Quartal verzeichneten Rate um 0,1 Prozentpunkte auf 3,7 % gestiegen. Dies stand in gewissem Widerspruch zu der Erwartung, dass das Wachstum der Arbeitskosten im zweiten Quartal gegenüber dem ersten Quartal zurückgehen würde, da bestimmte Einmalzahlungen in einer Reihe von Ländern des Euroraums ausliefen. Der anhaltende Anstieg der Gesamtarbeitskosten pro Stunde in der ersten Hälfte des laufenden Jahres war in erheblichem Maße auf die Verkürzung der wöchentlichen Arbeitszeit in Frankreich zurückzuführen.

Im Vergleich zu der Entwicklung der Gesamtarbeitskosten pro Stunde war die Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer moderater und ging im zweiten Quartal 2000 auf 1,8 % zurück (gegenüber einem Anstieg um 2,3% im ersten Quartal). Außerdem fiel zwar das Wachstum der Arbeitsproduktivität im zweiten Quartal 2000 um 0,5 Prozentpunkte auf 1,2 %, aber das Wachstum der Lohnstückkosten (das auf dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer basiert) blieb mit 0,5 % im Vorjahresvergleich gedämpft.



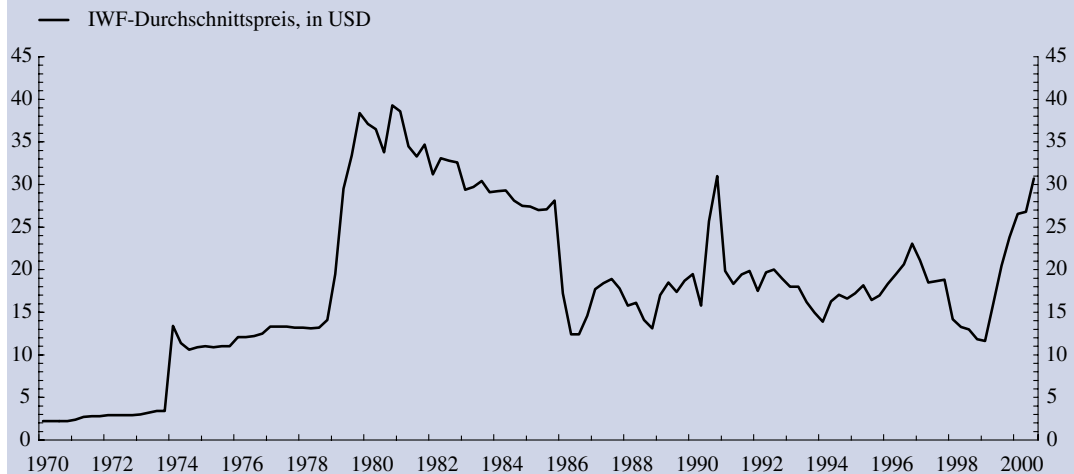
## Kasten 2

### Erkenntnisse aus den Ölpreisschocks der Siebziger- und frühen Achtzigerjahre

Seit Januar 1999, d. h. im Laufe der letzten gut anderthalb Jahre, hat sich der Preis für Rohöl in US-Dollar mehr als verdreifacht (siehe Abbildung A). Da es in den Siebzigerjahren zu vergleichbaren Ölpreisanstiegen kam, beschäftigt sich dieser Kasten mit den Lehren, die aus den früheren Ölpreisschocks gezogen werden können. Obwohl bei der Interpretation aggregierter Daten für das Eurogebiet für die Siebziger- und Achtzigerjahre generell Vorsicht geboten ist, bezieht sich der Kasten aus Gründen der Vergleichbarkeit dennoch in erster Linie auf die stilisierte durchschnittliche Reaktion der elf Staaten, die gegenwärtig dem Euro-Währungsgebiet angehören (Euro-11), auf die Schocks.

#### Abbildung A: Ölpreisentwicklung

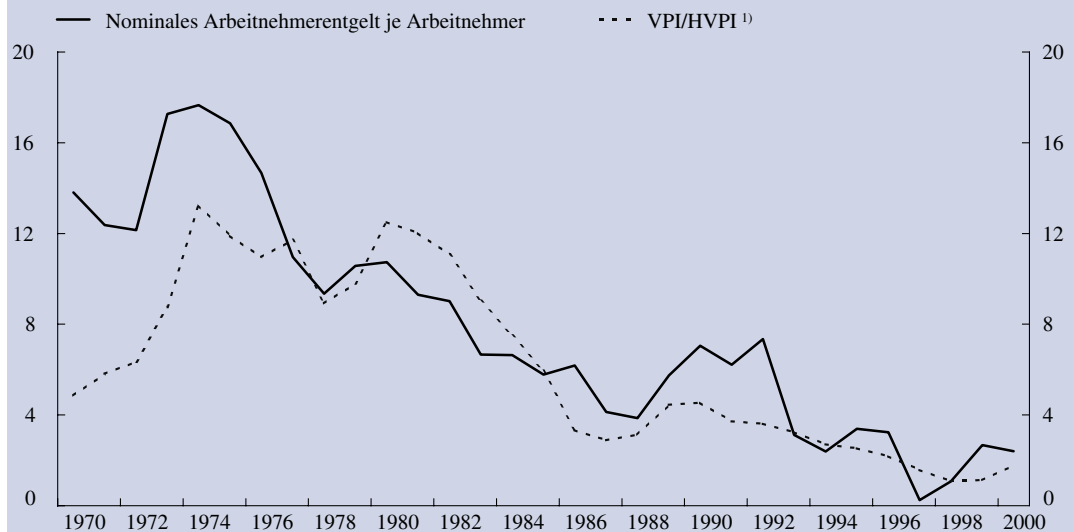
(je Barrel, Quartalswerte)



Quelle: IWF.

#### Abbildung B: Lohn- und Preisentwicklungen in den Euro-11

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Jahreswerte)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Frühjahrsprognose 2000 der EU-Kommission für das nominale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer (1999 und 2000) und HVPI (2000).

1) HVPI-Zeitreihe ab 1990.

## Der erste Ölpreisschock

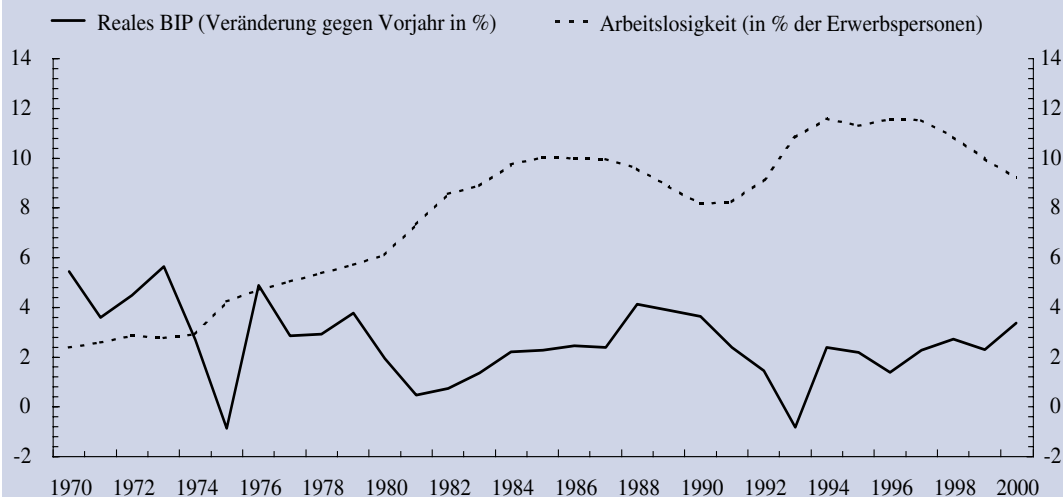
Zwischen 1974 und 1978 lag der durchschnittliche Rohölpreis pro Barrel, laut den Zeitreihen des Internationalen Währungsfonds (IWF) für den Durchschnittsrohölpreis, zwischen 10 USD und 15 USD. Dies entsprach im Durchschnitt etwa einer Verfünfachung gegenüber der Spanne, die zwischen Januar 1971 und September 1973 zu verzeichnen war.

In der Zeit nach dem ersten Ölpreisschock erhöhte sich die jährliche Teuerungsrate nach dem Verbraucherpreisindex (VPI) – als Durchschnitt für die Euro-11 – von 6,3 % im Jahr 1972 auf 8,7 % im Jahr 1973 und 13,2 % im Jahr 1974. Anschließend ging sie nur langsam zurück und blieb im weiteren Verlauf der Siebzigerjahre hoch (siehe Abbildung B). In allen elf Mitgliedstaaten des heutigen Eurogebiets war eine Zunahme der Verbraucherpreisinflation zu verzeichnen, die sich jedoch in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich auswirkte.

Im Durchschnitt hatte der Ölpreisanstieg Anfang der Siebzigerjahre deutliche negative inflationäre Auswirkungen, da er in einem Umfeld konjunktureller Überhitzung stattfand, das bereits durch eine zunehmende Verbraucherpreisinflation und steigende Löhne gekennzeichnet war. So stieg das reale BIP in den Euro-11 zu Beginn der ersten Ölkrise im Jahr 1973 um 5,7 %, nach einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 4,5 % im Zeitraum von 1970 bis 1972 (siehe Abbildung C). Auch die Löhne stiegen sehr rasch an; die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer lag 1972 bei 12,2 % und erhöhte sich im darauf folgenden Jahr auf 17,3 % (siehe Abbildung B). Hinzu kommt, dass nach dem Ölpreisanstieg versucht wurde, den ölpreisbedingten Rückgang des verfügbaren Einkommens durch eine entsprechende Gestaltung der Tarifabschlüsse auszugleichen. Auch 1974 blieb die jährliche Zunahme der Nominallöhne mit 17,7 % sehr hoch und ging anschließend nur langsam zurück. Die realen Löhne im heutigen Eurogebiet erhöhten sich 1974 und 1975 im Durchschnitt um 4,2 %.

### Abbildung C: Reales BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit in den Euro-11

(Jahreswerte)



Quelle: Europäische Kommission.

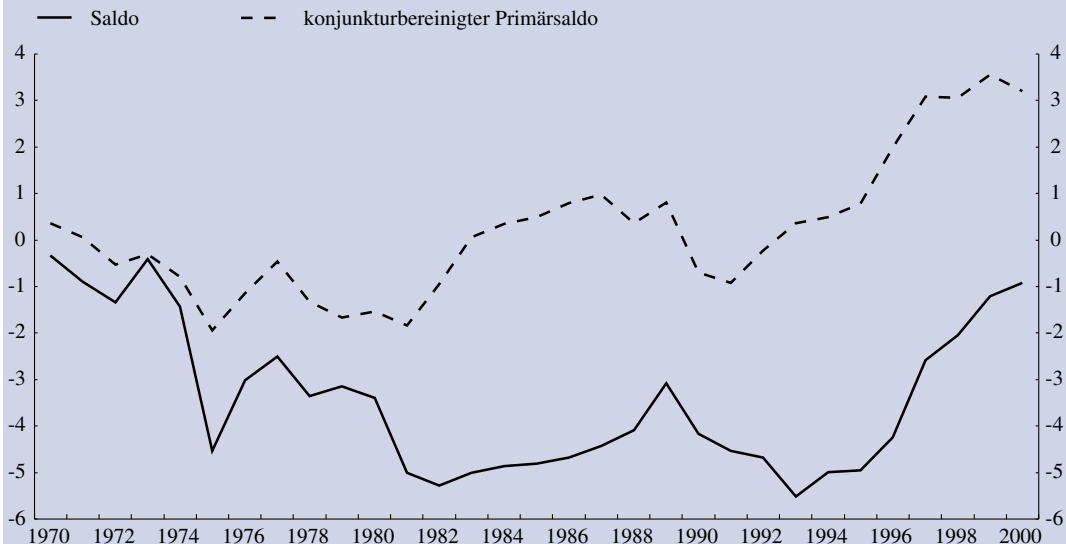
Anmerkung: Frühjahrsprognose 2000 der EU-Kommission für 1999 und 2000.

Angesichts dieses raschen Verbraucherpreis- und Lohnanstiegs waren die finanz- und geldpolitischen Reaktionen in den meisten Ländern des heutigen Euroraums unangemessen.

Mit Blick auf die Finanzpolitik wurde üblicherweise versucht, die negativen Einkommenseffekte des Ölpreisanstiegs durch haushaltspolitische Maßnahmen zu dämpfen. Dies führte zu einem erheblichen Anstieg

#### Abbildung D: Öffentlicher Finanzierungssaldo in den Euro-11 (ohne Luxemburg)

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Ab 1995 Angaben gemäß ESVG 95. Frühjahrsprognose 2000 der EU-Kommission für 1999 und 2000.

des durchschnittlichen öffentlichen Defizits der Euro-11, und zwar von einer annähernd ausgeglichenen Position im Jahr 1973 zu einem Defizit von über 4 % des BIP im Jahr 1975. Obwohl sich die Wirtschaft nach einer Verlangsamung im Jahr 1974 erholte und das jährliche reale BIP-Wachstum in den Ländern des heutigen Euroraums zwischen 1976 und 1978 im Durchschnitt 3,6 % betrug, blieben die Haushaltsdefizite beachtlich, da finanzpolitische Maßnahmen zur Verminderung von Haushaltsungleichgewichten teilweise durch höhere Zinsausgaben ausgeglichen wurden (siehe Abbildung D).

Was die Geldpolitik betrifft, so war angesichts des kräftigen Ölpreisanstiegs gegen Ende 1973 bei zunehmendem Inflationsdruck eine energische geldpolitische Reaktion geboten. Trotz einiger Erhöhungen der nominalen Kurzfristzinsen im Jahr 1973 (siehe Abbildung E) war die Geldpolitik jedoch nicht in der Lage, den Anstieg der Inflationsraten im Zaum zu halten. Die geldpolitische Reaktion war von Land zu Land sehr unterschiedlich. Im Durchschnitt jedoch kehrten sich die ex-post ermittelten „realen“ Zinssätze im zweiten Quartal 1974 ins Negative um und blieben auch in den folgenden 16 Quartalen unter null.

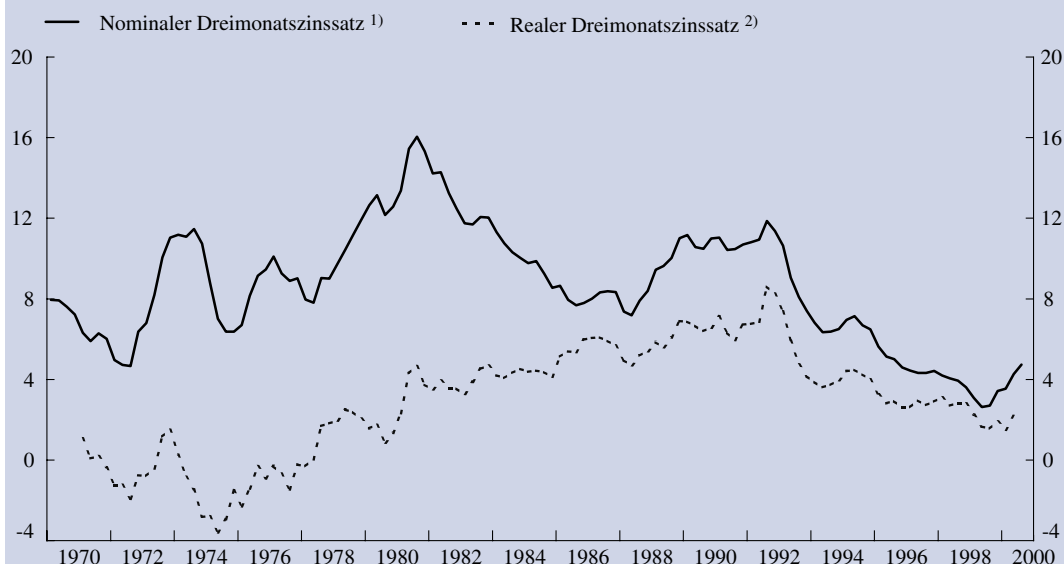
#### Der zweite Ölpreisschock

Der IWF-Durchschnittsölpreis pro Barrel überschritt erstmals Mitte 1979 die Marke von 30 USD und blieb anschließend bis Anfang 1983 darüber – Anfang 1981 erreichte er sogar fast 40 USD. So war der durchschnittliche IWF-Ölpreis in US-Dollar zwischen 1979 und 1983 fast dreimal so hoch wie zwischen 1974 und 1978.

Als die Weltwirtschaft Ende der Siebzigerjahre vom erneuten Ölpreisanstieg erschüttert wurde, hatte sich auf Grund der wirtschaftspolitischen Fehler in den frühen Siebzigerjahren die durchschnittliche Arbeitslosenquote in den Euro-11 von 2,8 % im Jahr 1973 auf 5,7 % im Jahr 1979 erhöht, und die Inflation war nach wie vor hoch. Dieses Mal stieg der durchschnittliche VPI in den Ländern des heutigen Eurogebiets nach dem Ölpreisschock zwischen 1979 und 1980 um 2,7 Prozentpunkte an, und die Verbraucherpreis-inflation erreichte 1980 im Durchschnitt 12,5 %. Die Inflation blieb 1981 und 1982 im zweistelligen Bereich, ging aber in den Folgejahren – im Gegensatz zum vorangegangenen Schock – deutlich zurück.

### Abbildung E: Reale und nominale kurzfristige Zinsen in den Euro-11

(in % p.a., Quartalswerte)



Quelle: EZB.

1) Nationale Zinsen für Dreimonatsgeld am Interbankenmarkt. Sofern diese nicht verfügbar sind, werden andere kurzfristige Geldmarktzinsen zu Grunde gelegt. Ab Januar 1999 Dreimonats-EURIBOR.

2) Deflationiert mit der HVPI-Inflationsrate für die Euro-11.

Die etwas günstigere Inflationsentwicklung nach dem zweiten Ölpreisschock war unter anderem darauf zurückzuführen, dass die jährliche Steigerungsrate des nominalen Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer zwischen 1979 und 1980 angesichts der hohen Arbeitslosigkeit fast unverändert blieb. Die Reallöhne gingen zwischen 1979 und 1981 im Durchschnitt sogar um 1,1 % zurück.

Allerdings erreichte das Haushaltsdefizit insgesamt nach der Verschlechterung Mitte der Siebzigerjahre 1982 einen Höchststand von über 5 % des BIP. In einigen Staaten des heutigen Euroraums war das öffentliche Defizit sogar noch höher und führte zu einer sehr hohen Staatsverschuldung, mit der manche Länder noch heute zu kämpfen haben.

Die erste geldpolitische Reaktion auf den zweiten Ölpreisschock war von Land zu Land sehr unterschiedlich. Im Durchschnitt stiegen die kurzfristigen Nominalzinsen im Jahr 1980, doch die ex-post ermittelten „realen“ Zinssätze gingen in diesem Jahr leicht zurück. Erst der anschließende kontinuierliche Anstieg der durchschnittlichen nominalen (und realen) Zinssätze trug zum Rückgang der Verbraucherpreisinflation im Laufe der Achtzigerjahre und auch danach bei. Die nach den Erfahrungen der frühen Siebzigerjahre erkannte Notwendigkeit, die Inflationserwartungen zu dämpfen und die Preisstabilität wieder herzustellen, hatte aber im Hinblick auf Wachstum und Beschäftigung seinen Preis. Das reale BIP-Wachstum blieb bis Mitte der Achtzigerjahre ausgesprochen gedämpft.

#### Lehren für das Eurogebiet heute

Zwar ist der Ölpreis seit Februar vergangenen Jahres erheblich gestiegen, doch fand dieser jüngste Anstieg statt, nachdem der Ölpreis im Februar 1999 seinen tiefsten Stand seit mehr als zwanzig Jahren erreicht hatte. Gegenwärtig liegt der Ölpreis – in US-Dollar gerechnet – unter den Spitzenwerten, die Anfang der Achtzigerjahre erreicht wurden.

Der Euroraum ist heute eindeutig besser in der Lage, einem Ölpreisschock zu begegnen und eine Wiederholung der Auswirkungen der vorherigen Schocks zu vermeiden. Erstens haben sich die Ölimporte in Relation zum BIP seit den Siebzigerjahren deutlich verringert. Zweitens fand der Ölpreisanstieg Anfang der Siebzigerjahre in einem inflationären Umfeld statt, während die Geldpolitik des Eurogebiets heute der Gewährleistung der Preisstabilität verpflichtet ist und die Finanzpolitik den Verpflichtungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts unterliegt. Drittens haben Veränderungen an den Güter- und Arbeitsmärkten in den Neunzigerjahren, die zum Teil auf das preisstabile Umfeld zurückzuführen sind, die Wirtschaft im Eurogebiet heute widerstandsfähiger gegen diese Art von Schocks gemacht, als sie es in der Vergangenheit war. (In den Siebziger- und frühen Achtzigerjahren war in einigen Ländern des heutigen Euroraums eine Lohnindexierung üblich. Diese trug dazu bei, dass die Löhne automatisch auf externe Schocks reagierten, was wiederum zu einem schwierigen Umfeld für die Geldpolitik führte.)

Es ist jedoch ausgesprochen wichtig, dass die Fehler der Vergangenheit nicht in Vergessenheit geraten. Das Eurogebiet insgesamt hat keinerlei Spielraum, um dem mit dem Ölpreisanstieg einhergehenden Terms-of-Trade-Verlust auszuweichen. Außerdem wären Auseinandersetzungen innerhalb der Wirtschaft über die Verteilung des Terms-of-Trade-Verlusts wenig hilfreich. Sie würden lediglich das Risiko von Produktionsverlusten und Spillover-Effekten der aktuellen Ölpreisanstiege auf die künftige Inflation erhöhen. Insbesondere aus diesen Gründen muss jetzt dafür Sorge getragen werden, dass die Tarifvereinbarungen auch weiterhin im Einklang mit der Gewährleistung der Preisstabilität stehen; dies gilt umso mehr, als die Arbeitslosigkeit nach wie vor hoch ist. Ferner sollten die finanzpolitischen Entscheidungsträger davon absehen, negativen Auswirkungen des Ölpreisanstiegs auf die Wirtschaft mittels einer Verschlechterung ihrer Haushaltspositionen zu begegnen, und an ihren allgemeinen Haushaltszielen für 2000 und die folgenden Jahre festhalten. Es wäre zurzeit problematisch, der Wirtschaft prozyklische Impulse zu geben. Die Staatshaushalte sind im Durchschnitt immer noch weit von einem Gleichgewicht bzw. einem Überschuss entfernt, und die Schuldenquoten sind hoch. Eine angemessene finanzpolitische Reaktion sollte gegenwärtig darauf ausgerichtet sein, dem Entstehen von Inflationserwartungen entgegenzuwirken, die anderenfalls die mittelfristigen Inflationsaussichten beeinträchtigen könnten.

Eine angemessene lohn- und finanzpolitische Reaktion auf den Ölpreisschock wird erheblich dazu beitragen, die Wirtschaftsaussichten des Eurogebiets insgesamt zu verbessern, und eine auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik erleichtern. Der Ölpreisschock selbst zieht eine einmalige Verlagerung des Preisniveaus nach sich. Sofern die Lohnsteigerungen moderat bleiben und die Finanzpolitik nicht von ihrem Konsolidierungskurs abweicht, ist nicht davon auszugehen, dass die jüngsten Ölpreissteigerungen in den kommenden Jahren zu lang anhaltenden Abweichungen von der Preisstabilität oder zu Verlusten im Hinblick auf das Produktionswachstum im Euroraum führen.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Kräftiges Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal 2000 bestätigt

Laut der zweiten Schätzung von Eurostat betrug das reale BIP-Wachstum im Euroraum im zweiten Quartal 0,9 % verglichen mit dem Vorquartal und blieb damit gegenüber der ersten Schätzung unverändert (siehe Tabelle 4). Mit 0,9 % im Quartalsvergleich ist das reale BIP vier Quartale in Folge dynamisch gewachsen. Im Vorjahresvergleich fiel das reale BIP im zweiten Quartal dieses Jahres 3,7 % (3,8 % laut der ersten Schätzung von Eurostat) und in der ersten Jahreshälfte im Schnitt 3,6 % höher aus. Dies untermauert die Ergebnisse verschiedener Prognosen, die das reale BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet im laufenden Jahr bei deutlich über 3 % sehen.

Die jeweiligen Wachstumsbeiträge der Komponenten des Bruttoinlandsprodukts wurden für das zweite Quartal 2000 leicht korrigiert.

Die markanteste Revision (um 0,2 Prozentpunkte des BIP) bestand darin, dass der Beitrag der Vorratsveränderungen zum realen BIP-Wachstum nach unten und der des Außenbeitrags nach oben korrigiert wurden. Das dynamische BIP-Wachstum im zweiten Quartal des laufenden Jahres wurde weiterhin durch die kräftige Zunahme der privaten Konsumausgaben (um 0,9 % im Quartalsvergleich) gestützt. Seit Anfang 1998 ist der Anstieg des privaten Verbrauchs eine tragende Säule des BIP-Wachstums. Die Investitionen waren im zweiten Quartal 0,5 % höher als im Vierteljahr zuvor, und die Konsumausgaben des Staats blieben im Quartalsvergleich unverändert. Die Vorratsveränderungen leisteten im zweiten Quartal einen Wachstumsbeitrag von 0,3 Prozentpunkten. Hinsichtlich des Außenhandels wurde der Anstieg der Importe (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-raums) im zweiten Quartal 2000 von der kräftigen inländischen Nachfrage getragen. Mit 3,3 % wurde die höchste Zuwachsrate im Quartalsvergleich seit dem ersten Quar-

**Tabelle 4**

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

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

	Jahresraten <sup>1)</sup>								Quartalsraten <sup>2)</sup>				
	1997	1998	1999	1999	1999	1999	2000	2000	1999	1999	1999	2000	2000
				Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,3	2,7	2,4	2,1	2,5	3,2	3,4	3,7	0,5	0,9	0,9	0,9	0,9
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	1,7	3,4	2,9	3,0	2,9	2,9	2,7	3,1	0,5	0,5	0,9	0,7	0,9
Private Konsumausgaben	1,5	2,9	2,7	2,7	2,6	2,6	2,4	3,0	0,3	0,7	0,6	0,8	0,9
Konsumausgaben des Staats	1,0	1,1	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7	1,4	0,3	0,3	0,4	0,6	0,0
Bruttoanlageinvestitionen	2,2	4,9	5,3	5,6	5,8	5,6	5,7	4,8	1,4	1,9	0,3	1,9	0,5
Vorratsveränderungen <sup>3) 4)</sup>	0,1	0,4	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	0,0	-0,1	-0,3	0,4	-0,3	0,3
Außenbeitrag <sup>5)</sup>	0,6	-0,6	-0,4	-0,8	-0,3	0,4	0,8	0,7	0,1	0,4	0,0	0,2	0,0
Exporte <sup>5)</sup>	10,4	7,1	4,5	2,2	5,7	9,7	12,3	12,8	2,7	3,7	2,8	2,6	3,1
Importe <sup>5)</sup>	9,0	9,6	6,1	4,8	7,0	9,0	10,5	11,3	2,6	2,6	2,9	2,0	3,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Jahresraten: Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum 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.

**Tabelle 5****Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1998	1999	2000 Juni	2000 Juli	2000 Aug.	2000			2000					
						Juni	Juli	Aug.	März	April	Mai	Juni	Juli	
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt					
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe	4,2	1,8	3,8	5,3	6,2	-0,5	0,4	0,1	1,6	1,9	1,6	1,1	0,4	
Verarbeitendes Gewerbe	4,7	1,8	4,1	5,6	6,8	-1,6	1,3	1,6	1,8	2,0	1,8	1,3	1,0	
<i>nach Hauptgruppen:</i>														
Vorleistungsgüter	3,9	2,2	4,2	4,9	6,2	-2,0	0,9	0,3	1,6	2,0	1,4	1,0	0,0	
Investitionsgüter	6,5	1,4	6,0	7,5	10,4	-0,2	0,6	1,6	2,7	2,9	2,5	2,0	1,7	
Konsumgüter	5,3	2,8	4,3	6,8	9,0	-1,9	2,0	2,6	2,5	2,7	2,4	1,7	1,6	
Gebrauchsgüter	5,9	3,0	4,8	7,6	11,1	-2,3	2,2	3,0	3,0	2,8	2,3	1,6	1,6	
Verbrauchsgüter	2,0	1,6	1,5	1,7	1,0	0,5	0,2	0,2	-0,1	1,7	3,0	2,1	1,4	

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

tal 1998 verzeichnet. Diese dynamische Importsteigerung wurde jedoch durch eine rasche Zunahme der Exporte (um 3,1 % gegenüber dem Vorquartal, nach 2,6 % in den ersten drei Monaten dieses Jahres) ausgeglichen. Der Beitrag des Außenhandels zum realen BIP-Wachstum wird für das zweite Quartal 2000 auf null geschätzt.

**Weitere Anzeichen einer Verlangsamung der Wachstumsrate in der Industrie**

In der ersten Jahreshälfte 2000 trug die Industrie zum kräftigen Wachstum des realen BIP bei. Seither ist die Industrieproduktion weiter – allerdings langsamer – gestiegen. Im Dreimonatszeitraum von Juni bis August 2000 nahm die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe)

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

	1997	1998	1999	1999				2000					
				Q4	Q1	Q2	Q3	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	Sept.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	2,4	2,9	-0,1	1,0	1,0	0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,1	-1,0
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	-4	6	9	10	11	11	10	11	12	10	11	12	8
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	3	6	0	6	10	13	13	12	12	15	14	13	13
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	-12	2	14	18	21	23	23	23	22	24	23	26	20
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	-4	2	0	-2	5	8	3	2	9	12	2	2	4
Kapazitätsauslastung (%) <sup>3)</sup>	81,4	82,9	82,0	82,5	83,4	83,8	.	83,7	-	-	83,8	-	-

*Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.**1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.**2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.**3) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinander folgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauf folgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.*

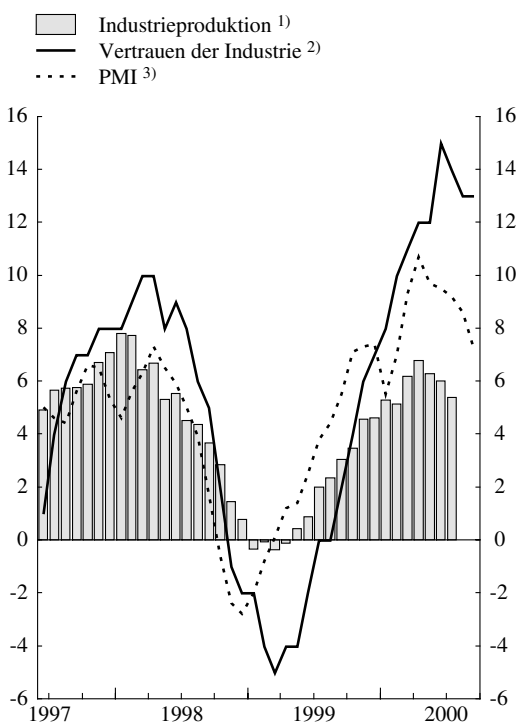
werbe) um 0,4 % gegenüber den vorangegangenen drei Monaten (von März bis Mai 2000) zu, nachdem sie im Dreimonatszeitraum bis Juli 2000 um 1,1 % gestiegen war (siehe Tabelle 5). Mit 6,2 % im August dieses Jahres blieb die Jahreswachstumsrate der Industrieproduktion nach dem dynamischen Anstieg in der ersten Jahreshälfte jedoch nach wie vor hoch. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nahm in den drei Monaten bis August 2000 um 1 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum zu. Wie bereits in den vergangenen Monaten wurden die höchsten Wachstumsraten – gemessen als gleitender Dreimonatsdurchschnitt – in der Investitionsgüterindustrie (1,7 %) und im Gebrauchsgütersektor (1,6 %) verzeichnet. In beiden Branchen war der Ausstoß im August 2000 mehr als 10 % höher als im August letzten Jahres. Die Produktion von Verbrauchsgütern stieg in den drei Monaten bis August um 1,4 % verglichen mit dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum, und die Produktion von Vorleistungsgütern blieb unverändert.

Der sich aus verschiedenen Umfragen ergebende allgemeine Eindruck von der Entwicklung in der Industrie ist uneinheitlich, obwohl derzeit die auf Umfragen beruhenden Indikatoren insgesamt auf einem im historischen Vergleich hohen Stand verharren. Dies bestätigt die anhand von Daten zur Industrieproduktion gewonnene Einschätzung, dass sich die Wachstumsrate in diesem Sektor im dritten Quartal 2000 zwar abgeflacht haben könnte, jedoch weiterhin auf hohem Niveau liegt. Laut den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission blieb das Vertrauen im Verarbeitenden Gewerbe und im Baugewerbe im dritten Quartal dieses Jahres gegenüber dem Vorquartal unverändert (siehe Tabelle 6). Im September 2000 lag der Vertrauensindikator für das Verarbeitende Gewerbe im Euroraum nur geringfügig unter seinem Höchststand vom Juni. Die Beurteilung der Auftragslage und die Produktions-erwartungen, die Teilkomponenten der entsprechenden Umfrage sind, blieben in den letzten Monaten ebenfalls weitgehend stabil auf hohem Niveau, was auf eine anhaltend

kräftige Konjunktur im Verarbeitenden Gewerbe schließen lässt. Im Baugewerbe sank der Vertrauensindikator im September dieses Jahres unter seinen im August erzielten Rekordwert, blieb jedoch deutlich über seinem historischen Durchschnitt.

Im Gegensatz zur Entwicklung des Vertrauensindicators für die Industrie, die aus den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission hervorgeht, sank der Purchasing Managers' Index (PMI) für das Verarbeitende Gewerbe im Euroraum im dritten Quartal des laufenden Jahres auf 58,3 Indexpunkte, verglichen mit 60,0 Punkten im Vorquartal. Gleichwohl liegt der Einkaufsmanager-Index immer noch deutlich über der Re-

**Abbildung I 3**  
**Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet**  
 (Monatswerte)



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

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



ferenzlinie von 50 Indexpunkten, die einem Nullwachstum entspräche (siehe Abbildung 13).

### Trotz Rückgangs im September immer noch hohes Verbrauchervertrauen

Wie bereits in der Ausgabe des Monatsberichts vom Oktober erwartet, nahm die Zuversicht der Verbraucher laut den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission im September 2000 drastisch ab. Dieser Rückgang könnte auf die Ölpreissteigerung sowie auf die dadurch Anfang September entstandenen Probleme im Euroraum zurückzuführen sein. Die Umfrageergebnisse standen insgesamt im Zeichen einer deutlich negativeren Einschätzung der Aussichten für die allgemeine Wirtschaftslage seitens der privaten Haushalte. Der Vertrauensindikator für die Verbraucher blieb jedoch auch im September klar über seinem historischen Durchschnitt und im dritten Quartal insgesamt annähernd auf seinem Höchststand. Und schließlich dürften die dynamische Konjunkturentwicklung und die anhaltende Verbesserung am Arbeitsmarkt in den letzten Monaten die Konsumausgaben der privaten Haushalte in der zweiten Jahreshälfte 2000 stützen.

Derzeit kann noch nicht beurteilt werden, ob das im September dieses Jahres gesunkene Vertrauen sich auf die Konsumausgaben der privaten Haushalte ausgewirkt hat. Im Dreimonatszeitraum von Juli bis September gingen die Pkw-Neuzulassungen um 5,8 % gegenüber den vorangegangenen drei Monaten und um 7,1 % verglichen mit dem entsprechenden Vorjahrszeitraum zurück, was vor allem auf einen drastischen Einbruch im Juli 2000 zurückzuführen war (siehe Abbildung 14). Im Vorjahrsvergleich verringerten sich die Pkw-Neuzulassungen im September dieses Jahres geringfügig. Da die Pkw-Neuzulassungen jedoch durch Sonderfaktoren beeinflusst werden können, sind diese Zahlen nur begrenzt ein Indiz für die Entwicklung der Konsumausgaben der privaten Haushalte insgesamt. In den drei Monaten bis August 2000 stiegen die Einzelhandelsumsätze

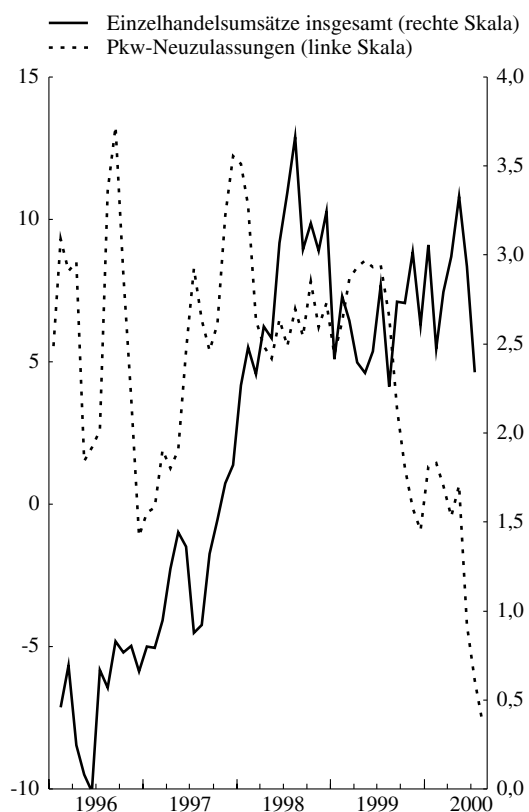
um 2,3 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum. Damit fiel das Umsatzwachstum etwas schwächer aus als im zweiten Quartal, stand jedoch im Einklang mit dem durchschnittlichen Wachstumstempo der Jahre 1998 und 1999.

Insgesamt bestätigen die jüngsten Angaben den Eindruck eines anhaltend dynamischen Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 1999 und im ersten Halbjahr 2000. Einige Indikatoren legen zwar eine Abflachung der Konjunktur in den letzten Monaten nahe, doch stehen diese Indikatoren im Einklang mit der Erwartung weiterhin kräftiger, wenn auch etwas gemäßigterer Wachstumsraten.

### Abbildung 14

#### Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; saisonbereinigt)



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

## Arbeitslosenquote im August 2000 unverändert

Wie bereits in der Oktoberausgabe des Monatsberichts mitgeteilt, lag die standardisierte Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets im August bei 9,0 % und blieb somit unverändert gegenüber Juli 2000 (siehe Abbildung 15). Da im August letzten Jahres ein ähnlicher Verlauf zu beobachten war, ist davon auszugehen, dass die Arbeitslosigkeit im Einklang mit dem anhaltenden Konjunkturaufschwung und den günstigen Beschäftigungserwartungen weiter zurückgeht. Die Arbeitslosenquote vom Juli und August dieses Jahres ist die niedrigste seit Juni 1992. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum ging die Zahl der Arbeitslosen im August des laufenden Jahres um 1,1 Millionen zurück; dies ist einer der stärksten Rückgänge im Vorjahrsvergleich, der in den vergangenen zehn Jahren zu verzeichnen war.

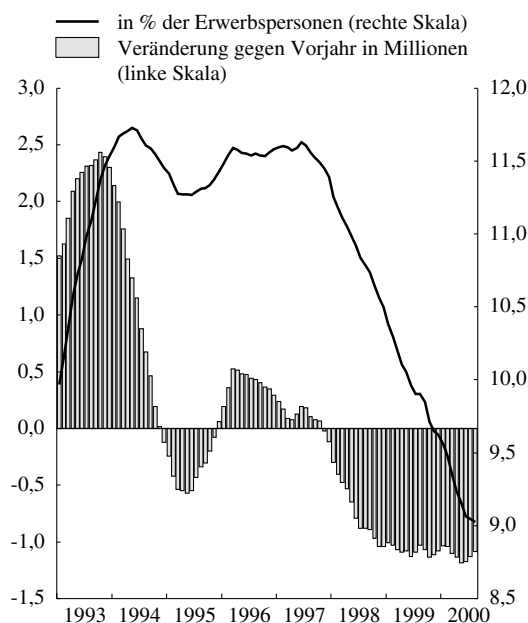
Nach Altersgruppen betrachtet blieb die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen im August mit 7,9 % unverändert gegenüber dem Vormonat (siehe Tabelle 7). Gleichzeitig nahm die Arbeitslosenquote bei den Jugendlichen (bis 24 Jahre) geringfügig von 17,4 % im Juli auf 17,5 % im August zu.

## Weiterhin kräftiges Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2000

Parallel zum beträchtlichen Abbau der Arbeitslosigkeit im zweiten Quartal dieses Jahres hat die Beschäftigung weiter kräftig zuge-

## Abbildung 15 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

nommen. Insgesamt dürfte die Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet im zweiten Vierteljahr um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zugenommen haben, das heißt mit derselben Wachstumsrate wie im Quartal zuvor (siehe Tabelle 8). Im Vorjahrsvergleich stieg die Beschäftigung im zweiten Quartal um 2,1 %, was deutlich über der durchschnittlichen Zuwachsrate von 1999 und der Jahreswachstumsrate des Vorquartals lag. Diese Beschäftigungszuwächse sowohl im Vorjahrs- als auch im Quartalsvergleich, die stärker ausfielen als alle seit Beginn der Neunzigerjahre verzeich-

## Tabelle 7

### Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1997	1998	1999	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 März	2000 April	2000 Mai	2000 Juni	2000 Juli	2000 Aug.
Insgesamt	11,6	10,9	10,0	9,9	9,7	9,5	9,2	9,4	9,2	9,2	9,1	9,0	9,0
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	23,2	21,3	19,1	18,9	18,2	18,0	17,5	17,9	17,7	17,5	17,3	17,4	17,5
25 Jahre und älter <sup>2)</sup>	9,9	9,4	8,7	8,6	8,5	8,3	8,0	8,2	8,1	8,0	8,0	7,9	7,9

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.

1) 1999 entfielen auf diese Gruppe 23,3 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) 1999 entfielen auf diese Gruppe 76,7 % der Arbeitslosen insgesamt.

**Tabelle 8****Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %; saisonbereinigt)*

	1998	1999	1999	1999	2000	2000	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000
			Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	April	Mai	Juni
	Quartalsraten <sup>1)</sup>												
Gesamtwirtschaft <sup>2)</sup>	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8	2,1	0,5	0,4	0,6	0,6	-	-	-
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	0,2	-0,7	-1,0	-0,7	-0,4	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,1	-0,2	-0,1	0,1
Verarbeitendes Gewerbe	0,5	-0,5	-0,8	-0,5	-0,1	0,4	-0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,6

*Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Konjunkturstatistik).**1) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.**2) Ohne Belgien und Irland.*

neten Wachstumsraten, sind großteils auf die dynamische Konjunktorentwicklung zurückzuführen.

Im zweiten Quartal dieses Jahres trugen alle maßgeblichen Wirtschaftssektoren – wenn auch in unterschiedlicher Größenordnung – zum Beschäftigungswachstum bei. Im Quartalsvergleich stieg die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) im zweiten Quartal 2000 um 0,1 %, was die im vorangegangenen Vierteljahr beobachtete Verbesserung bestätigt. Ausschlaggebend für diese positive Entwicklung war vor allem die Zunahme der Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe, die für das zweite Quartal auf 0,2 % gegenüber dem Vorquartal geschätzt wird.

Das Beschäftigungswachstum im Baugewerbe dürfte sich im zweiten Quartal entsprechend den positiven Erwartungen, die in den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zum Ausdruck kommen, weiterhin relativ zügig fortgesetzt haben. Die gesamtwirtschaftliche Beschäftigungsentwicklung deutet darauf hin, dass die Beschäftigung im Dienstleistungssektor im zweiten Quartal dieses Jahres erheblich zugenommen hat, wie sich auch aus den in den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission ermittelten Erwartungen für den Einzelhandel im Zeitraum bis August 2000 und den in den PMI-Umfragen erfassten Erwartungen für den Dienstleistungssektor bis September 2000 ablesen lässt.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### Rückgang des Euro im Oktober nach einer zunächst ruhigen Phase an den Devisenmärkten

Anfang Oktober 2000 vollzog sich die Entwicklung an den Devisenmärkten in relativ ruhigen Bahnen. In der Folgezeit geriet der Euro aber parallel zu den sich verschärfenden politischen Spannungen im Nahen Osten unter erneuten Abwertungsdruck, der erst gegen Monatsende wieder nachließ. Die potenziellen Auswirkungen der Wechselkursentwicklung des Euro – die nach wie vor im Widerspruch zu den wirtschaftlichen Fundamentaldaten steht (siehe Kasten 3) – geben wegen der Risiken für die Weltwirtschaft weiterhin Anlass zur Sorge.

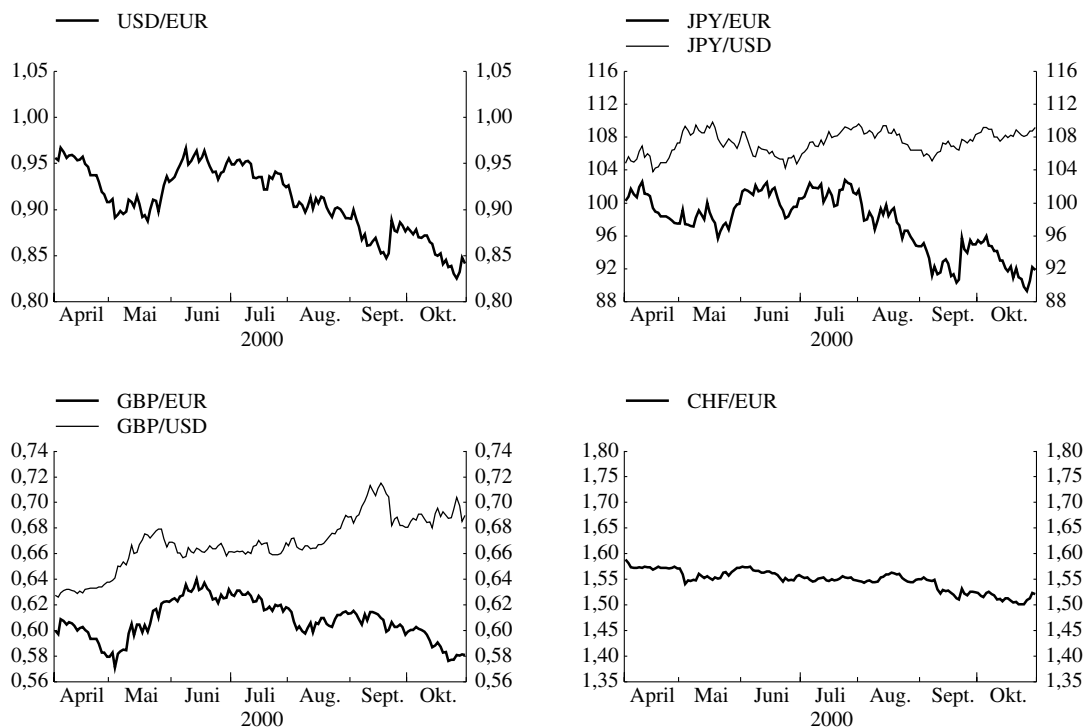
Gegenüber dem US-Dollar wurde der Euro in der ersten Oktoberhälfte zwischen 0,86 USD und 0,89 USD gehandelt. In diesen Zeitraum fiel die Veröffentlichung günstiger US-Daten zu den Auftragseingängen in der

Industrie und zum Arbeitsmarkt, während Gewinnwarnungen mehrerer großer US-Unternehmen – die den Eindruck untermauerten, dass sich das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten mittelfristig verlangsamten könnte – weniger Beachtung fanden. Angesichts von Anzeichen einer sich abschwächenden Binnennachfrage beschloss die Federal Reserve in ihrer Sitzung am 3. Oktober, ihren Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 6,5 % zu belassen, wobei sie aber darauf hinwies, dass die Risiken weiter so gelagert seien, dass es in Zukunft zu erhöhtem Inflationsdruck kommen könne. In der zweiten Hälfte des Monats, besonders als sich die Spannungen im Nahen Osten verschärften, gab der Euro gegenüber dem US-Dollar nach und notierte am 26. Oktober bei 0,82 USD, bevor er sich nach Bekanntgabe des amerikanischen BIP-Wachstums für das dritte Quartal 2000, das schwächer ausfiel als erwartet, wieder etwas erholte. Am 31. Oktober war der Außenwert des Euro mit 0,84 USD fast

#### Abbildung 16

#### Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

### Kasten 3

#### Determinanten des „Gleichgewichtswerts“ einer Währung

Die Entwicklung an den Devisenmärkten war insbesondere in den letzten beiden Jahren von einer allgemeinen Aufwertungstendenz der nominalen effektiven Wechselkurse des US-Dollar und des Yen und einer deutlichen Abwertungstendenz des entsprechenden Euro-Wechselkurses geprägt. Diese gegenläufigen Wechselkursbewegungen haben, wie in den Stellungnahmen des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der G7 zum Ausdruck kommt, Anlass zu Besorgnis hinsichtlich der Risiken dieser Entwicklung für die Weltwirtschaft gegeben. In diesem Zusammenhang hat die EZB wiederholt darauf hingewiesen, dass der Wechselkurs des Euro aus ihrer Sicht zurzeit nicht den wirtschaftlichen Fundamentaldaten entspricht. Diese Einschätzung wird durch die jüngsten, von internationalen Organisationen, Zentralbanken und führenden Wissenschaftlern durchgeführten empirischen Studien zu den langfristigen Wechselkursdeterminanten untermauert.

Auf dem Gebiet der angewandten Wirtschaftswissenschaften gibt es fundierte und umfassende Fachliteratur zur Berechnung des langfristigen (oder mittelfristigen) „Gleichgewichtswerts“ einer Währung, die auf einer Vielzahl theoretischer und empirischer Ansätze beruht. Die Kaufkraftparitätentheorie, die in ihrer relativen Ausprägung besagt, dass Wechselkursbewegungen auf längere Sicht die Differenz zwischen den jeweiligen Inflationsraten widerspiegeln, ist ein möglicher Ausgangspunkt für eine Analyse der Angemessenheit von Wechselkursentwicklungen. Es ist allerdings allgemein bekannt, dass die Kaufkraftparitätentheorie einige Schwachpunkte aufweist. So hängt sie erstens sehr stark von dem für die Beurteilung gewählten Basiszeitraum ab; und zweitens ist das Tempo der Anpassung des Wechselkurses an seinen vom Inflationsgefalle bestimmten Gleichgewichtspfad äußerst langsam, sodass anhaltende Abweichungen des Wechselkurses von seinem Gleichgewichtswert sich nicht anhand dieser Theorie erklären lassen.

Auf Grund dieser Einschränkungen beruhen die meisten jüngeren Studien zum Gleichgewichtswechselkurs auf dem „Macroeconomic Balance Approach“. Dieser Ansatz geht davon aus, dass der Wechselkurs auf mittlere Sicht von mehreren realwirtschaftlichen Faktoren, den so genannten Fundamentaldaten, beeinflusst wird. In diesem Zusammenhang legt eine Lehrmeinung, der „Fundamental Equilibrium Exchange Rate (FEER) Approach“, den Schwerpunkt auf die Berechnung von Wechselkursen, die sowohl mit binnen- als auch mit auenwirtschaftlichem Gleichgewicht im Einklang stehen.<sup>1</sup> Sie geht davon aus, dass eine Volkswirtschaft im binnenwirtschaftlichen Gleichgewicht ist, wenn sie das Produktionsniveau bei Vollbeschäftigung (d. h. das Produktionspotenzial) und Preisstabilität erreicht hat, während das auenwirtschaftliche Gleichgewicht gegeben ist, wenn ein tragbarer Leistungsbilanzsaldo erreicht ist, der in den zu Grunde liegenden und gewünschten Netto-Kapitalströmen zum Ausdruck kommt. Diese eher normative Theorie berücksichtigt, dass sich der Gleichgewichtswert des Wechselkurses auf Grund von veränderten wirtschaftlichen Fundamentaldaten im Zeitablauf ändern kann, wobei die Änderung dieses Werts normalerweise sehr schwankungsarm und allmählich verläuft.

Eine andere, ähnliche Lehrmeinung verwendet für die Berechnung des langfristigen (oder mittelfristigen) Wechselkursverlaufs eine weniger normative Struktur. Der Schwerpunkt dieser Analyse („Behavioural Equilibrium Exchange Rate (BEER) Approach“) liegt auf der Erklärung des Wechselkursverhaltens anhand relevanter wirtschaftlicher Variablen.<sup>2</sup> Dabei wird angenommen, dass sich die langfristige (oder mittelfristige) Entwicklung des realen Wechselkurses in erster Linie auf relative sektorale Produktivitätsunterschiede

<sup>1</sup> Siehe R. L. Driver und S. Wren-Lewis (1999), *Real Exchange Rates for the Year 2000*, Institute for International Economics; D. Borowski und C. Couharde (1999), *Competitivite et taux de change d'équilibre de long terme*, CAE: Architecture financière internationale, Rapport du Conseil D'Analyse Economique, 18, S. 197-204.

<sup>2</sup> Siehe Alberola u. a. (1999), *Global Equilibrium Exchange Rates: Euro, Dollar, "Ins", "Outs", and Other Major Currencies in a Panel Cointegration Framework*, IMF Working Paper No. 99/175; J. Hansen und W. Roeger (2000), *Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates*, European Commission Economic Paper No. 144; J. Clostermann und B. Schnatz (2000), *The determinants of the euro-dollar exchange rate*, Diskussionspapier 2/00, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank; R. MacDonald (2000), *Concepts to Calculate Equilibrium Exchange Rates: An Overview*, Diskussionspapier 3/00, Volkswirtschaftliche Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank.

und den Bestand an Netto-Auslandsaktiva zurückführen lässt. Wegen nur begrenzt verfügbarer Daten werden die Netto-Auslandsaktiva gelegentlich durch fiskalpolitische Variablen ersetzt, wie zum Beispiel durch das Verhältnis der Staatsausgaben zum Bruttoinlandsprodukt. Ferner wurden auch Variablen zur Abbildung von Terms-of-Trade-Schocks und Realzinsdifferenzen (unter der Bedingung der ungedeckten Zinsparität) als zusätzliche Determinanten des realen Wechselkurses eingeführt. Dabei wird im Gegensatz zum „FEER Approach“ der Gleichgewichtswert des Wechselkurses anhand der aktuellen Werte der Fundamentaldaten berechnet. In einigen Studien werden diese jedoch auch in permanente und transitorische Komponenten zerlegt. In allen diesen Analysen wird der Gleichgewichtswert des Wechselkurses anhand der Entwicklung der Fundamentaldaten im Heimatland (zum Beispiel im Euro-Währungsgebiet) im Vergleich zu den wichtigsten Ländern, mit denen es im Wettbewerb steht, berechnet. Wie oben erwähnt, gibt es noch weitere Ansätze zur Schätzung des angemessenen Werts einer Währung, wie zum Beispiel den „Natural Real Exchange Rate (NATREX) Approach“, oder voll spezifizierte makroökonomische Modelle. Auf diese Ansätze soll jedoch hier nicht weiter eingegangen werden, vor allem weil es keine neuen Veröffentlichungen gibt, in denen diese Ansätze auf den Wechselkurs des Euro angewendet werden.

Insgesamt lassen die auf dem „Macroeconomic Balance Approach“ beruhenden Analysen zum Gleichgewichtswert des Wechselkurses (siehe Fußnoten 1 und 2) allesamt darauf schließen, dass der Euro angesichts der Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten signifikant unterbewertet ist. Obwohl die Schätzungen zum langfristigen (oder mittelfristigen) Gleichgewichtswert des Euro auf Grund der Unsicherheit, mit der diese Schätzungen behaftet sind, und der von Studie zu Studie unterschiedlichen geschätzten Gleichgewichtswerte mit äußerster Vorsicht interpretiert werden müssen, lässt sich zurzeit kaum bezweifeln, dass der Euro deutlich unterbewertet ist. Diese Ergebnisse unterstreichen die Sorge aller G7-Länder über die möglichen Auswirkungen der jüngsten Wechselkursentwicklung auf die Weltwirtschaft.

4 ½ % niedriger als zu Beginn des Monats und rund 16 ½ % niedriger als zum Jahresanfang (siehe Abbildung 16).

Gegenüber dem japanischen Yen blieb der Euro in der ersten Hälfte des Oktober mit rund 95 JPY weitgehend stabil. In der zweiten Monatshälfte verlor er jedoch auch gegenüber dem Yen an Boden. Ausschlaggebend für diese weitere Stärkung des Yen waren Anzeichen einer allmählichen Konjunkturerholung in Japan. Neu veröffentlichte Daten ließen allerdings eine weiter anhaltende Konsumschwäche erkennen. Gleichzeitig wurden ein starker Anstieg der Insolvenzen in Japan und der kürzliche Zusammenbruch einiger japanischer Lebensversicherungsunternehmen mittlerer Größe bekannt. Am 31. Oktober notierte der Euro mit 91,9 JPY mehr als 3 ½ % unter dem Stand zum Monatsanfang und 10 ½ % niedriger als zum Jahresbeginn.

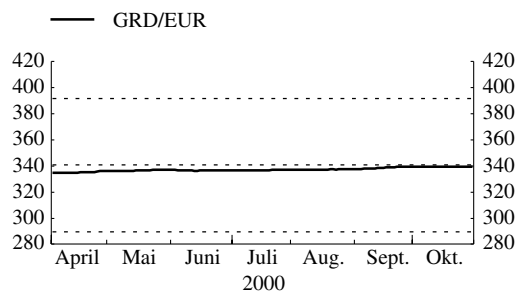
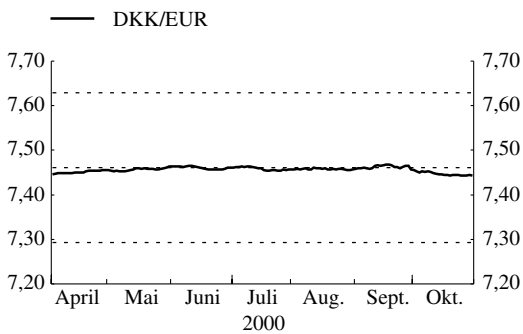
Auch gegenüber dem Pfund Sterling blieb der Euro fast in der gesamten ersten Oktober-

hälfte stabil. Der geldpolitische Ausschuss der Bank von England beschloss auf seiner Sitzung am 5. Oktober 2000, den Reposatz unverändert bei 6,0 % zu belassen. Mitte Oktober zog das Pfund Sterling jedoch wieder etwas an. Ein Grund hierfür dürften auch die steigenden Ölpreise gewesen sein, da das Vereinigte Königreich Nettoölexporteur ist. Am 31. Oktober lag der Euro mit 0,58 GBP 7 % unter seinem Wert zum Jahresanfang.

Im WKM II blieb der Kurs der dänischen Krone insgesamt unverändert. Die dänische Notenbank unterstrich durch eine entsprechende Anpassung ihrer Leitzinsen Dänemarks Entschlossenheit, die Krone innerhalb der engen Bandbreite des Wechselkursmechanismus zu halten. Anfang Oktober erhöhte sie nach dem Zinsschritt der EZB ihren Diskontsatz und senkte ihren Ausleihesatz im späteren Verlauf des Monats um insgesamt 20 Basispunkte. Am 31. Oktober lag der Euro mit 7,44 DKK nahe bei seinem Leitkurs. Die griechische Drachme war weiterhin sehr stabil und bewegte sich ebenfalls in der Nähe ihres

**Abbildung 17**  
**Wechselkursentwicklung im WKM II**

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben die Leitkurse (DKK 7,46; GRD 340,75 (letzterer gilt seit 17. Januar 2000)) und die jeweilige Bandbreite ( $\pm 2,25\%$  für die dänische Krone und  $\pm 15\%$  für die griechische Drachme) an.

Leitkurses. Am 31. Oktober wurde sie mit 339,7 GRD je Euro gehandelt (siehe Abbildung 17).

Was die übrigen wichtigen Währungen betrifft, so wertete sich der Euro im Oktober anfänglich gegenüber dem Schweizer Franken ab und notierte am 23. Oktober bei 1,50 CHF, stieg anschließend aber wieder auf einen Stand von 1,52 CHF am 31. Oktober. Gegenüber der schwedischen Krone gewann der Euro zunächst in der ersten Oktoberhälfte an Boden, nachdem die Sveriges Riksbank beschlossen hatte, die Leitzinsen unverändert zu lassen, kehrte anschließend jedoch wieder auf das Niveau des Vormonats zurück.

Bis Mitte Oktober bewegte sich der nominale effektive Wechselkurs des Euro in einem engen Band, doch wertete sich der Euro in der zweiten Monathälfte hauptsächlich we-

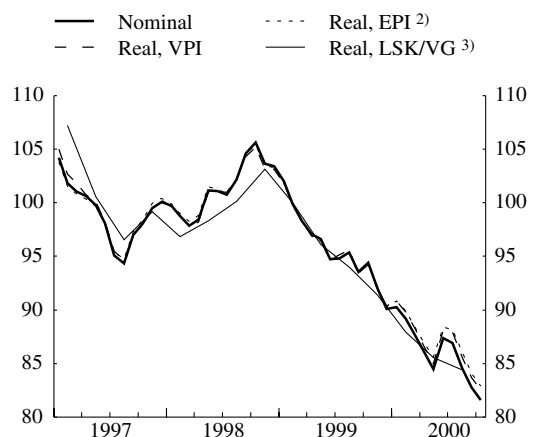
gen seiner Abschwächung gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euroraums ab. Am 31. Oktober hatte er gegenüber dem Monatsanfang fast 3 % und gegenüber dem Beginn des Jahres 10 % seines Wertes eingebüßt. Die verschiedenen effektiven Wechselkursindizes des Euro – ob deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex, Erzeugerpreisindex oder den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe – folgten nach wie vor weitgehend der Entwicklung des nominalen Index und lagen weiterhin erheblich unter ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnittsstand (siehe Abbildung 18).

**Defizit in der Leistungsbilanz setzt sich im August fort**

Im August 2000 wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ein Defizit von 2,2 Mrd € auf (verglichen mit einem Defizit von 1,8 Mrd € im August 1999). Ausschlaggebend hierfür waren vor allem die etwas höheren Defizite bei den Erwerbs- und Vermögens-

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

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



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe Artikel im Monatsbericht April 2000). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Oktober 2000 und für den auf den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das 3. Quartal 2000.

2) Erzeugerpreisindex.

3) Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe.

einkommen und den Laufenden Übertragungen, die nur teilweise durch eine geringe Verbesserung der Dienstleistungsbilanz ausgeglichen wurden; die Handelsbilanz blieb unverändert. In den ersten acht Monaten dieses Jahres zusammengenommen verzeichnete die Leistungsbilanz einen Passivsaldo in Höhe von 18,9 Mrd €, verglichen mit einem revidierten Überschuss (siehe unten) von 3,9 Mrd € im

vergleichbaren Vorjahrszeitraum. Diese Verschlechterung war vor allem dem Rückgang des Außenhandelsüberschusses (von 57,6 Mrd € auf 37,0 Mrd €) zuzuschreiben; außerdem nahm das Defizit der Laufenden Übertragungen um 4,2 Mrd € zu, während bei den Dienstleistungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen etwas geringere Defizite verzeichnet wurden (siehe Tabelle 9).

**Tabelle 9**

**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(Mrd €, nicht saisonbereinigt)

	1999 Jan. – Aug.	1999 Aug.	2000 Jan. – Aug.	2000 Juni	2000 Juli	2000 Aug.
<b>Saldo der Leistungsbilanz</b>	3,9	-1,8	-18,9	-0,6	-2,2	-2,2
Einnahmen	865,5	100,6	1 000,2	133,9	132,2	120,8
Ausgaben	861,5	102,4	1 019,1	134,5	134,4	123,0
Saldo des Außenhandels	57,6	4,6	37,0	5,9	8,4	4,6
Ausfuhr	516,6	60,4	619,6	82,0	83,9	75,5
Einfuhr	459,1	55,7	582,6	76,1	75,5	70,9
Saldo der Dienstleistungen	-6,5	-0,7	-5,9	0,2	0,6	0,3
Einnahmen	157,5	20,8	173,5	23,5	24,8	23,4
Ausgaben	164,0	21,5	179,4	23,2	24,2	23,1
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-21,2	-0,8	-19,9	-1,5	-5,7	-1,6
Saldo der Laufenden Übertragungen	-25,9	-5,0	-30,1	-5,3	-5,5	-5,6
<b>Saldo der Vermögensübertragungen</b>	7,5	0,6	5,7	0,2	0,5	0,1
<b>Saldo der Kapitalbilanz</b>	35,3	15,8	48,0	-16,2	7,0	-3,9
Direktinvestitionen	-74,0	-9,2	72,8	-10,6	-11,3	-45,7
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-135,3	-13,6	-198,8	-22,1	-9,9	-53,7
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-77,8	-11,8	-154,4	-22,2	-21,2	-55,3
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-57,5	-1,8	-44,4	0,2	11,3	1,6
Im Euro-Währungsgebiet	61,2	4,4	271,6	11,5	-1,5	8,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	30,3	3,3	223,3	2,7	9,2	3,6
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	30,9	1,1	48,3	8,8	-10,7	4,4
Wertpapieranlagen	-51,1	3,1	-131,4	55,8	-5,9	15,3
Dividendenwerte	-38,4	-9,1	-239,0	28,8	-14,5	-0,0
Aktiva	-89,4	-14,3	-210,9	-18,2	-22,2	-17,5
Passiva	51,0	5,3	-28,1	47,0	7,7	17,5
Schuldverschreibungen	-12,7	12,2	107,6	27,0	8,6	15,3
Aktiva	-117,3	-9,9	-80,6	-10,9	-8,6	-4,2
Passiva	104,6	22,1	188,2	38,0	17,2	19,4
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-125,1	-6,1	-58,6	45,3	-17,3	-30,4
Finanzderivate	6,9	3,0	3,5	2,3	-3,2	-0,6
Übriger Kapitalverkehr	143,4	18,6	100,0	-66,1	28,0	25,9
Währungsreserven	10,1	0,4	3,1	2,3	-0,5	1,2
<b>Restposten</b>	-46,7	-14,6	-34,8	16,5	-5,3	6,1

Quelle: EZB.

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



Entscheidend für die Abnahme des Überschusses im Warenhandel von Januar bis August 2000 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum war der kräftige wertmäßige Anstieg der Einfuhren, der den ebenfalls starken Zuwachs bei den Ausfuhren überwog. Wie schon in den Vormonaten war diese Entwicklung vor allem auf die höheren Einfuhrpreise – auf Grund der Abwertung des Euro und der höheren Ölpreise – sowie auf die lebhafte Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet zurückzuführen.

#### **Saldo bei den Anlagen in Dividendenwerten im August ausgeglichen**

Durch Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen flossen im August 2000 Mittel in Höhe von 30,4 Mrd € ab. Ausschlaggebend hierfür waren Netto-Kapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen in diesem Monat im Betrag von 45,7 Mrd € (die Direktinvestitionen von Ansässigen des Eurogebiets außerhalb der EWU beliefen sich auf 53,7 Mrd € und die Direktinvestitionen Gebietsfremder im Eurogebiet auf 8,0 Mrd €), die die Nettozuflüsse von 15,3 Mrd € bei den Wertpapieranlagen mehr als ausgeglichen haben. Letztere gingen ausschließlich auf Nettozuflüsse bei den Schuldverschreibungen, insbesondere Anleihen, zurück. Anders als in den vorangegangenen Monaten dieses Jahres kam es bei den Anlagen in Dividendenwerten im August zu einem ausgeglichenen Ergebnis, was teilweise damit zusammenhing, dass die Finanzierung einiger Direktinvestitionen außerhalb des Euroraums mittels einer Übernahme von Anteilen an den jeweiligen Anlegerfirmen durch Gebietsfremde erfolgte, die in der Zahlungsbilanz als Zufluss bei den Dividendenwerten erfasst wird.

Trotz der umfangreichen Nettoabflüsse im August ging der Netto-Mittelabfluss bei den

Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen in den ersten acht Monaten des laufenden Jahres auf 58,6 Mrd € zurück und war damit nicht einmal halb so hoch wie im selben Zeitraum ein Jahr zuvor (125,1 Mrd €). Insbesondere bei den Schuldverschreibungen kam es zwischen Januar und August 2000 zu Nettozuflüssen (107,6 Mrd €), gegenüber Nettoabflüssen in den entsprechenden Vorjahrsmonaten (12,7 Mrd €). Darüber hinaus war bei den Direktinvestitionen eine Umkehr von Nettoabflüssen in den ersten acht Monaten des Jahres 1999 (74,0 Mrd €) hin zu Nettozuflüssen in den entsprechenden Monaten des Jahres 2000 (72,8 Mrd €) zu verzeichnen, was wesentlich mit einer größeren Transaktion zusammenhing, deren Abwicklung die Nettoabflüsse bei den Dividendenwerten erheblich beeinflusste.

#### **EZB hat die Angaben für 1997 bis 1999 und das zweite Quartal 2000 revidiert**

Angesichts neuer Informationen hat die EZB eine Revision der Zahlungsbilanzdaten für 1997 bis 1999 und das zweite Quartal 2000 vorgenommen. Insbesondere im Saldo des Außenhandels wurde das Ergebnis einer methodischen Änderung, die von einem Mitgliedstaat hinsichtlich der Behandlung des Transitverkehrs durchgeführt wurde, berücksichtigt. Dies ist auch die Hauptursache für die Korrektur der Überschüsse in der Handelsbilanz, die sich für 1997 auf 9,1 Mrd ECU, für 1998 auf 9,5 Mrd ECU und für 1999 auf 16,1 Mrd € belief. Insgesamt beträgt der revidierte Leistungsbilanzüberschuss für 1997 und 1998 nun 61,5 Mrd ECU bzw. 31,1 Mrd ECU (gegenüber den zuvor ausgewiesenen Beträgen von 76,2 Mrd ECU bzw. 43,3 Mrd ECU). Für das Jahr 1999 weist die Leistungsbilanz nunmehr ein Defizit in Höhe von 5,8 Mrd € auf (gegenüber einem vor der Revision errechneten Überschuss von 22,8 Mrd €).

# Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB

Das vorrangige Ziel der Geldpolitik der EZB ist die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet. Da geldpolitische Impulse nur mit zeitlicher Verzögerung auf die Preisebene übertragen werden, muss die EZB ihre Geldpolitik vorausschauend gestalten. Aus diesem Grund ist eine regelmäßige Analyse der Art und des Umfangs volkswirtschaftlicher Schocks sowie der dadurch entstehenden Risiken für die künftige Preisstabilität unerlässlich. Deshalb weist die Strategie der EZB der Geldmenge eine herausragende Rolle zu (die in der Bekanntgabe eines Referenzwerts für das Geldmengenwachstum zum Ausdruck kommt) und sieht zum anderen die Analyse einer ganzen Reihe anderer Wirtschafts- und Finanzindikatoren vor, um zu einer breit angelegten Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität zu gelangen. Diese zwei Elemente werden als die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB bezeichnet. Zusammen bilden sie einen Handlungsrahmen für die Analyse und Darstellung der Informationen, die für eine auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik relevant sind.

Der Zwei-Säulen-Ansatz unterscheidet sich in einigen Punkten von den Strategien anderer Zentralbanken. So war es nicht allzu überraschend, dass die Ankündigung und Erläuterung der geldpolitischen Strategie der EZB (siehe den Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Januar 1999) nicht nur lebhafte Diskussionen, sondern auch gelegentliche Missverständnisse hinsichtlich des geldpolitischen Handlungsrahmens der EZB nach sich zog. Angesichts dieser Diskussionen und der praktischen Erfahrungen, die mit der Strategie gesammelt worden sind, enthält dieser Artikel eine Beschreibung und Erörterung der zwei Säulen sowie eine Darstellung der wichtigsten Beweggründe für die Wahl des Zwei-Säulen-Ansatzes für die geldpolitische Strategie der EZB.

Angesichts der erheblichen Unsicherheit hinsichtlich der Wirtschaftsstruktur und des geldpolitischen Transmissionsmechanismus innerhalb dieser Struktur sollten sich Zentralbanken bei der Formulierung ihrer Geldpolitik und ihrer Beschlussfassung nicht auf einen einzigen Indikator, ein einziges Modell bzw. eine einfache geldpolitische Regel beschränken. Vielmehr ist bei der Analyse der Informationen, die geldpolitischen Beschlüssen zu Grunde liegen, ein diversifizierter Ansatz wünschenswert. Im Einklang mit der in Fachkreisen gängigen Auffassung unterteilt die Strategie der EZB die wichtigsten Ansätze zur Beurteilung der Inflationsrisiken in zwei Gruppen: in solche, die der Geldmenge eine herausragende Rolle zukommen lassen, und in eine Reihe anderer Inflationsmodelle, die in erster Linie auf die Wechselwirkung von Angebot und Nachfrage und auf den Kostendruck an den Güter- und Arbeitsmärkten abzielen. Der durch die zwei Säulen der EZB-Strategie verfolgte diversifizierte Ansatz spiegelt ein Bewusstsein für die Unsicherheiten wider, denen sich die Zentralbank gegenüber sieht. So kommt es zu einer Überprüfung der auf der Geldmengenentwicklung beruhenden Analyseergebnisse und derjenigen, die auf der Basis überwiegend nichtmonetärer Indikatoren gewonnen wurden, was dazu beiträgt, die Fundiertheit der geldpolitischen Beschlüsse zu gewährleisten.

## I Einleitung

Im Oktober 1998 gab der EZB-Rat seine geldpolitische Strategie bekannt (siehe Kasten I). Die bedeutendste Ankündigung war die quantitative Festlegung des vorrangigen Ziels der Geldpolitik für das Eurogebiet, nämlich der Preisstabilität. Preisstabilität wurde definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % im Vorjahrsvergleich. Zudem wurde betont, dass die Preisstabilität

mittelfristig beizubehalten sei. Die EZB bestätigte, dass sie ihre geldpolitischen Beschlüsse im Einklang mit ihrem durch den EG-Vertrag übertragenen Mandat an diesem übergeordneten Ziel ausrichten werde.

Außerdem kündigte der EZB-Rat an, dass das Verfahren zur Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität auf zwei Arten von Analysen beruhen werde.

## Kasten I

### Die geldpolitische Strategie der EZB

EZB-Pressemitteilung „Eine stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie für das ESZB“ vom 13. Oktober 1998

Auf seiner Sitzung am 13. Oktober 1998 hat sich der EZB-Rat auf die Hauptelemente einer stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie für das ESZB geeinigt. Diese Elemente betreffen: die quantitative Festlegung des vorrangigen Ziels der einheitlichen Geldpolitik, der Preisstabilität, eine herausragende Rolle der Geldmenge mit einem Referenzwert für das Wachstum eines monetären Aggregats und eine auf breiter Grundlage erfolgende Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung.

Wie im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft vorgeschrieben, wird die Gewährleistung der Preisstabilität das vorrangige Ziel des ESZB sein. Die geldpolitische Strategie des ESZB wird sich daher strikt an diesem Ziel ausrichten. In diesem Zusammenhang hat der EZB-Rat die folgende Definition festgelegt: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr.“ Preisstabilität muss mittelfristig beibehalten werden. (...)

Drei Merkmale dieser Definition sollten hervorgehoben werden: (1) Der HVPI ist der geeignetste Preismaßstab für die ESZB-Definition der Preisstabilität. Er ist der einzige Preisindex, der zu Beginn der dritten Stufe im gesamten Euro-Währungsgebiet ausreichend harmonisiert ist. (2) Mit der Konzentration auf den HVPI „für das Euro-Währungsgebiet“ macht der EZB-Rat deutlich, dass er seine Entscheidungen auf die monetäre, wirtschaftliche und finanzielle Entwicklung im gesamten Euro-Währungsgebiet stützen wird. Die einheitliche Geldpolitik wird auf das gesamte Euro-Währungsgebiet ausgerichtet. Sie wird nicht auf bestimmte regionale oder nationale Entwicklungen reagieren. (3) Ein „Anstieg (...) von unter 2 %“ entspricht weitgehend den jüngst von den nationalen Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet festgelegten Definitionen.

Darüber hinaus spiegelt die Aussage „Preisstabilität muss mittelfristig beibehalten werden“ wider, dass die Geldpolitik eine vorausschauende, mittelfristige Orientierung haben muss. Sie trägt zugleich der Existenz kurzfristiger Preisschwankungen Rechnung, die von der Geldpolitik nicht gesteuert werden können.

Um Preisstabilität zu gewährleisten, hat sich der EZB-Rat auf eine geldpolitische Strategie geeinigt, die aus zwei Hauptelementen bestehen wird: (1) Die Geldmenge wird eine herausragende Rolle spielen. Diese Rolle wird in der Ankündigung eines quantitativen Referenzwertes für das Wachstum eines breiten monetären Aggregats zum Ausdruck kommen. (...) (2) Parallel zur Analyse des Geldmengenwachstums in Relation zum Referenzwert wird eine auf breiter Basis erfolgende Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet in der Strategie des ESZB eine wichtige Rolle spielen. Für diese Beurteilung wird ein breites Spektrum wirtschaftlicher und finanzieller Größen als Indikatoren der künftigen Preisentwicklungen herangezogen.

Diese Strategie unterstreicht die strikte Ausrichtung des EZB-Rats an seinem vorrangigen Ziel und sollte die Erfüllung dieser übergeordneten Aufgabe erleichtern. Sie wird außerdem die Transparenz der Entscheidungsfindung des ESZB und seine öffentliche Kontrolle gewährleisten. Gestützt auf seine Strategie wird der EZB-Rat die Öffentlichkeit regelmäßig und ausführlich über seine Einschätzung der monetären, wirtschaftlichen und finanziellen Lage im Euro-Währungsgebiet sowie die Gründe für seine konkreten Beschlüsse informieren.

Erstens wies die EZB der Geldmenge eine herausragende Rolle bei der Formulierung einer auf die Erreichung ihres vorrangigen Ziels ausgerichteten Geldpolitik zu. Dadurch wurde der Tatsache Rechnung getragen, dass Inflation auf

mittlere Frist letztlich ein monetäres Phänomen ist. Diese herausragende Rolle der Geldpolitik – die so genannte erste Säule der Strategie – wurde durch die Bekanntgabe eines quantitativen Referenzwerts für das Geldmen-

genwachstum unterstrichen. Die erste Säule besteht aus einer eingehenden Analyse der eventuellen Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert, unterstützt und ergänzt durch eine Untersuchung des Informationsgehalts der Geldmengenaggregate sowie ihrer Komponenten und Bilanzgegenposten (insbesondere der Kreditgewährung) für die künftige Preisentwicklung.

Zweitens gab die EZB angesichts der Tatsache, dass auch andere Indikatoren wichtige

Informationen für ihre geldpolitischen Beschlüsse liefern, bekannt, dass sie zusätzlich zur gründlichen Analyse der Geldmengenentwicklung eine breit angelegte Beurteilung einer Vielzahl anderer Indikatoren (unter anderem makroökonomischer Projektionen und Prognosen) durchführen werde, die eine weitere Grundlage für die geldpolitischen Beschlüsse bilden werde. Diese auf breiter Basis erfolgende Beurteilung wird als die zweite Säule der Strategie bezeichnet.

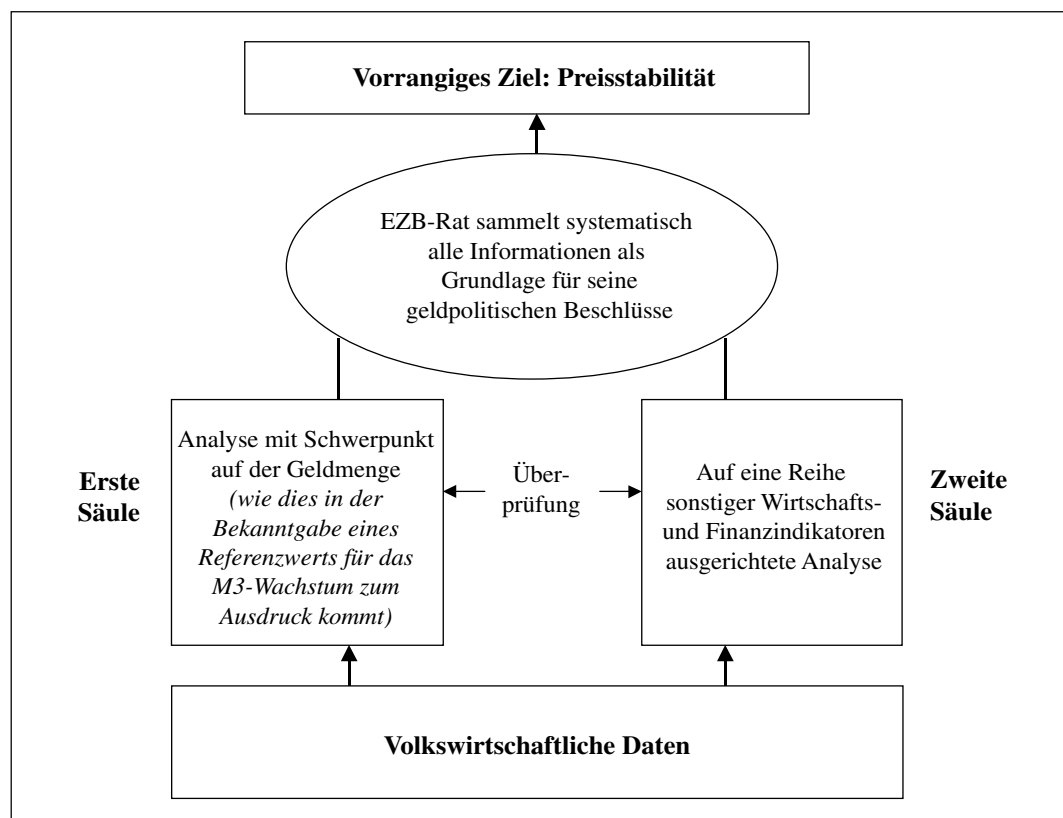
## 2 Beschreibung der zwei Säulen und ihrer Rolle im Rahmen der geldpolitischen Strategie

Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB sind Bestandteil eines weiteren strategischen Handlungsrahmens (siehe die schematische Darstellung in der unten stehenden Abbildung). Wie aus der Abbildung ersichtlich wird, bilden die zwei Säulen einen Rah-

men für die Aufbereitung, Analyse und Überprüfung der zahlreichen volkswirtschaftlichen Daten, die den geldpolitischen Entscheidungsträgern zur Verfügung stehen. Dies erleichtert es dem EZB-Rat, monetäre Beschlüsse zur Gewährleistung der Preisstabilität im Sin-

### Abbildung

Schematische Darstellung der geldpolitischen Strategie der EZB



ne der von der EZB bekannt gegebenen Definition zu fassen.

Die Strategie der EZB wird von außenstehenden Beobachtern gelegentlich dahingehend missverstanden, dass sie mehrfache geldpolitische Zielsetzungen vorgebe, wobei die zwei Säulen konkurrierende und potenziell widersprüchliche Ziele darstellen. Diese Interpretation verkennt, dass die Gewährleistung der Preisstabilität die einzige „Zielsetzung“ (genauer gesagt, das „vorrangige Ziel“) der geldpolitischen Strategie der EZB ist. Die beiden Säulen der Strategie sind als Hilfsmittel bei der zur Erreichung des eigentlichen geldpolitischen Ziels erforderlichen Analyse zu betrachten und nicht als eigenständige Zielsetzungen. So wurde von Beginn an betont, dass die erste Säule kein „Geldmengenziel“ und die zweite Säule kein „Inflationsziel“ darstellt. Zusammen bilden die zwei Säulen der Strategie ein Gerüst zur Organisation der Analyse und Darstellung der Informationen, die für die geldpolitische Beschlussfassung von Bedeutung sind, und ermöglichen auf diese Weise Entscheidungen, die auf die Gewährleistung der Preisstabilität ausgerichtet sind.

Bei der Differenzierung zwischen den beiden Säulen der Strategie geht es in erster Linie um eine Unterscheidung verschiedener volkswirtschaftlicher Modelle bzw. Ansätze für die Analyse des Inflationsprozesses. Dabei stellt die erste Säule die Ansätze dar, die der Geldmenge bei der Erklärung der künftigen Preisentwicklung eine herausragende Rolle zuweisen. Zur zweiten Säule gehören Analysen eines breiten Spektrums von Faktoren; sie bezieht sich auf Inflationsmodelle, die vor allem auf realwirtschaftlichen Variablen wie etwa der Wechselwirkung von Angebot und Nachfrage an den Güter- und Arbeitsmärkten beruhen. In der Praxis bedeutet dies, dass die Strategie im Rahmen der ersten Säule auf monetäre Indikatoren ausgerichtet ist, während der Schwerpunkt der zweiten Säule auf konjunkturellen und in erster Linie nichtmonetären Indikatoren liegt.

Allerdings sieht die Strategie der EZB, wie auch anhand der Abbildung deutlich wird, kei-

ne strikte Trennung der für die Analyse im Rahmen der zwei Säulen verwendeten Informationen vor. Da die Geldnachfrage beispielsweise von der Preisentwicklung, dem realen BIP und den Zinssätzen abhängt, muss die Untersuchung der monetären Entwicklung immer unter Berücksichtigung dieser nichtmonetären Variablen erfolgen. Umgekehrt kann die Untersuchung einiger monetärer Variablen wie beispielsweise der Kreditvergabe nach Sektoren bei der Beurteilung der realen Konsumausgaben und der Investitionsnachfrage hilfreich sein. Folglich zielt eine Analyse auf der Grundlage *beider* Säulen auf die bestmögliche Auswertung der verfügbaren Daten ab. Die unterschiedliche Gewichtung bestimmter Variablen spiegelt ihre Rolle im Handlungsrahmen für die den beiden Säulen zu Grunde liegende Analyse bzw. volkswirtschaftliche Interpretation wider, es handelt sich also um eine Abstufung entsprechend ihrer Bedeutung.

### Die erste Säule

Ausgehend von den Erfahrungen anderer Zentralbanken beschloss die EZB, der Geldmenge als erster Säule ihrer geldpolitischen Strategie eine herausragende Rolle zuzuweisen. Hierin kommt zum Ausdruck, dass die Inflation auf mittlere bis längere Sicht letztlich ein monetäres Phänomen ist. Die allgemein festzustellende langfristige Beziehung zwischen Preisniveau und Geldmenge ist eine der bemerkenswertesten empirischen Regelmäßigkeiten auf gesamtwirtschaftlicher Ebene. Über die monetären Ursachen der Inflation herrscht in Fachkreisen weitgehender Konsens.

Im Gegensatz zu anderen Ländern, in denen die monetäre Entwicklung in den vergangenen Jahrzehnten eher stark uneinheitlich gewesen ist, deuten die verfügbaren Daten für das Eurogebiet nach wie vor auf das Bestehen einer stabilen Beziehung zwischen den weit gefassten Geldmengenaggregaten – insbesondere M3 – und der Preisentwicklung für die Zeithorizonte hin, die für die geldpolitische Beschlussfassung von Bedeutung sind.

Außerdem scheinen M3 sowie andere Geldmengen- und Kreditaggregate vor allem auf mittlere Sicht gute Vorlaufeigenschaften für die künftige Preisentwicklung zu besitzen. Somit erweist sich die Analyse im Rahmen der ersten Säule für eine mittelfristige Betrachtung als besonders geeignet.

Ferner weist die Geldmenge – verglichen mit alternativen Indikatoren der künftigen Preisentwicklung – eine Reihe von Vorteilen auf. So können monetäre Daten mit einer höheren Genauigkeit ermittelt werden als viele andere Wirtschaftsindikatoren, und sie sind in der Regel auch zeitnäher verfügbar.

Die herausragende Rolle der Geldmenge wurde durch die Bekanntgabe eines Referenzwerts für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3 unterstrichen (siehe Kasten 2). Durch die Bekanntgabe eines Referenzwerts hat sich der EZB-Rat

gegenüber der Öffentlichkeit eindeutig verpflichtet, die Geldmengenentwicklung und ihre Bedeutung im Hinblick auf mögliche Preisrisiken gründlich zu analysieren und auch zu erläutern. Diese Erläuterung erfolgt regelmäßig im Rahmen der einleitenden Bemerkungen des Präsidenten bei den monatlichen Pressekonferenzen der EZB sowie im Editorial und Haupttext des Monatsberichts.

Allerdings ist der Referenzwert für M3, wie bereits erwähnt, nicht als monetäres Zwischenziel zu verstehen. Die EZB versucht nicht, das Geldmengenwachstum so zu steuern, dass zu einem bestimmten Zeitpunkt der Referenzwert erreicht wird. Vielmehr dient der Referenzwert als Hilfsmittel für die Analyse und Darstellung der Geldmengenentwicklung und stellt als solches eine wichtige Orientierungsgröße für die Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität dar.

## Kasten 2

### Der Referenzwert für das Geldmengenwachstum

Im Dezember 1998 gab der EZB-Rat erstmals einen Referenzwert für das Geldmengenwachstum bekannt, nämlich eine jährliche Wachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 von 4 ½ %. Dieser Referenzwert wurde im Dezember 1999 bestätigt. Ebenso wurde bekannt gegeben, dass der Referenzwert künftig jährlich überprüft werden solle.

Der Referenzwert dient der Analyse und Veranschaulichung im Rahmen der Formulierung und Erläuterung geldpolitischer Beschlüsse mit dem Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität. Daher ist das Konzept des Referenzwerts von zwei Hauptmerkmalen geprägt: Erstens muss der Referenzwert mit Preisstabilität in Einklang stehen und zu ihrer Erreichung und Wahrung beitragen. Deshalb sollte das dem Referenzwert zu Grunde liegende Geldmengenaggregat eine stabile Beziehung zum mittelfristigen Preisniveau aufweisen. Zweitens würden erhebliche oder anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert unter normalen Umständen auf Risiken für die Preisstabilität hindeuten. Somit sollte das zur Definition des Referenzwerts herangezogene Geldmengenaggregat Vorlaufeigenschaften hinsichtlich der künftigen Inflation besitzen.

Die Ableitung des Referenzwerts beruhte auf der bekannten Beziehung zwischen Geldmenge, Preisen, realem Wirtschaftswachstum und Umlaufgeschwindigkeit. Auf der Grundlage der Definition des Eurosystems von Preisstabilität (Anstieg des HVPI für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % pro Jahr) und Annahmen für das trendmäßige reale BIP-Wachstum (2 % bis 2 ½ % pro Jahr) sowie für die Entwicklung der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 (ein trendmäßiger Rückgang um ½ % bis 1 % pro Jahr) wurde ein Referenzwert von 4 ½ % abgeleitet. Die Zugrundelegung der Definition des Eurosystems von Preisstabilität sowie der Annahmen für das trendmäßige reale BIP-Wachstum und die trendmäßige Umlaufgeschwindigkeit für die Ableitung des Referenzwerts bringt die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik zum Ausdruck. Die nächste Überprüfung des Referenzwerts erfolgt im Dezember 2000.

Außerdem geht die Analyse im Rahmen der ersten Säule über eine Beurteilung der Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert hinaus. Sie erstreckt sich auch auf eine Untersuchung der Komponenten und Gegenposten von M3, insbesondere der Kreditgewährung, sowie anderer wichtiger Aspekte der Bilanzpositionen der Finanzinstitute. Eine solche Analyse ermöglicht einen besseren Einblick in das Verhalten des Geldmengenaggregats M3 in Relation zum Referenzwert, vermittelt einen Gesamteindruck der Liquiditätssituation in der Volkswirtschaft sowie ihrer Auswirkungen auf die Risiken für die Preisstabilität.

Diese breiter angelegte Analyse der Geldmengen- und Kreditentwicklung ist insbesondere bei der Beurteilung des Ausmaßes der monetären Impulse in der Volkswirtschaft und ihrer potenziellen Auswirkungen auf die künftige Wirtschaftsentwicklung von Bedeutung. Eine solche Untersuchung kann außerdem von Nutzen sein, wenn es darum geht, das mögliche Bestehen und die eventuellen Auswirkungen von spekulativen Blasen an den Finanzmärkten („financial bubbles“) zu beurteilen. Bei einer historischen Betrachtung wird deutlich, dass Hausse- und Baisseperioden an den Wertpapiermärkten sehr eng mit großen Bewegungen bei den Geldmengen- und insbesondere auch bei den Kreditaggregaten korreliert sind und ihre Auswirkungen auf die Volkswirtschaft von der Stärke der Bilanzposition des Finanzsektors abhängen können. Dies ist ein weiterer Grund, weshalb die EZB der Analyse der Geldmengen- und Kreditaggregate sowie der Bilanzen der Finanzinstitute im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie eine besondere Stellung eingeräumt hat.

### **Die zweite Säule**

Wie erwähnt ist Inflation letztlich ein monetäres Phänomen. Dessen ungeachtet kann die Geldmengenentwicklung nicht der einzige Anhaltspunkt für die Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität sein. Um angemessene Entscheidungen treffen zu können,

muss der EZB-Rat über ein umfassendes Verständnis der aktuellen Wirtschaftslage verfügen und den spezifischen Charakter und das Ausmaß der ökonomischen Störungen kennen, die die Preisstabilität gefährden. So ist es für die Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität zum Beispiel wichtig, zu wissen, ob Schocks von der Angebots- oder der Nachfrageseite herrühren, außenwirtschaftliche oder binnenwirtschaftliche Ursachen haben und ob sie vorübergehender Natur oder von Dauer sind. Die im Rahmen der ersten Säule durchgeführte Analyse reicht alleine nicht aus, um entsprechende Erkenntnisse zu gewinnen. Daher bewertet die EZB im Rahmen ihrer breit angelegten Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet parallel zur Analyse der Geldmengenentwicklung auch eine breite Palette sonstiger Konjunktur- und Finanzmarktindikatoren.

Mit der im Rahmen der zweiten Säule durchgeführten Analyse soll vor allem der Einfluss einer Reihe von Faktoren, die sich zum Teil auf die Preisentwicklung auf kürzere Sicht auswirken, herausgestellt werden. Solche kurzfristigen Trends sind für die Geldpolitik durchaus von Belang, da sich ihre Auswirkungen verfestigen und somit die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Sicht gefährden können. Auch andere Indikatoren, die in der zweiten Säule Berücksichtigung finden, können mehr oder weniger direkt auf Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht hinweisen. So führt beispielsweise ein zunehmender Mangel an Arbeitskräften der Tendenz nach zu einem Aufwärtsdruck auf die Lohnkosten, was wiederum – mit zeitlicher Verzögerung – einen allmählichen und recht nachhaltigen Effekt auf die Verbraucherpreise haben kann.

Im Einklang mit den herkömmlichen Konjunkturmodellen stehen im Mittelpunkt dieser Analyse häufig die Auswirkungen des Zusammenspiels zwischen Angebot und Nachfrage und/oder des Kostendrucks auf die Preisgestaltung an den Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten. In diesem Zusammenhang überprüft die EZB regelmäßig die Entwicklung der Produktions-, Nachfrage- und Ar-

### **Kasten 3**

#### **Die Rolle gesamtwirtschaftlicher Prognosen und Projektionen im Rahmen der zweiten Säule**

Im Gegensatz zu internationalen Organisationen und anderen Institutionen erstellt das Eurosystem selbst keine „Prognosen“ im Sinne einer möglichst genauen Vorhersage zukünftiger Entwicklungen. Stattdessen erfolgt eine „Projektion“ der zukünftigen Entwicklung, wobei unveränderte Zinssätze (und Wechselkurse) unterstellt werden. Diese Unterscheidung ist zu beachten, um zu verstehen, welche Rolle die Projektionen des Eurosystems in der Strategie der EZB spielen.

Da gesamtwirtschaftliche Projektionen innerhalb des Eurosystems und die Prognosen anderer Institutionen üblicherweise auf der Grundlage von Modellen des Inflationsprozesses erfolgen, die der Geldmenge keine herausragende Rolle zuweisen, sind sie Bestandteil der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB. Da es eine potenziell sehr breite Palette relevanter Indikatoren gibt, müssen die entsprechenden Informationen strukturiert und zusammengefasst werden, um die Analyse der Risiken für die Preisstabilität zu erleichtern. Prognosen und Projektionen eignen sich als Analyseinstrumente, um eine große Menge an Informationen zu strukturieren, und tragen dazu bei, ein stimmiges Bild der möglichen zukünftigen Entwicklung zu entwerfen.

Innerhalb des Eurosystems werden jedes Jahr zwei gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet erstellt, bei denen Experten sowohl der EZB als auch der nationalen Zentralbanken (NZBen) zusammenwirken. Es handelt sich hierbei nicht um die einzigen Projektionen, die innerhalb des Eurosystems erstellt werden, doch ist hier die Zusammenarbeit zwischen den Experten der EZB und der NZBen am intensivsten.

Die wichtigsten gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems sollen eine kohärente und konsistente Beurteilung der Aussichten für die kurz- und mittelfristige wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ermöglichen. Dabei werden modellgestützte ökonomische Projektionen mit subjektiven Expertenurteilen, die nicht auf spezifischen Modellen beruhen, kombiniert. Bei den Projektionen legen die Experten der EZB und der NZBen eine Reihe unterschiedlicher ökonomischer Modelle zu Grunde, einschließlich einer Vielzahl nationaler und EWU-weiter makroökonomischer Strukturmodelle. Diese Instrumente haben den Vorteil, eine detaillierte Gesamtstruktur bieten zu können. Auf dieser Grundlage sollen die endgültigen Projektionen sowohl mit den bisherigen Erfahrungen als auch mit der volkswirtschaftlichen Theorie übereinstimmen und überdies auch mit den Definitionsgleichungen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen im Einklang stehen. Einen weiteren maßgeblichen Faktor bei den Projektionen des Eurosystems bilden subjektive Beurteilungen auf der Grundlage aktueller Konjunkturdaten und Vorlaufindikatoren. Diese Wertungen werden von Experten auf Branchen- und Länderebene vorgenommen, die über profunde Kenntnisse sowohl der jüngsten wirtschaftlichen Entwicklung als auch der institutionellen Rahmenbedingungen verfügen.

Trotz großer Sorgfalt bei der Erstellung der Projektionen ist es wichtig, sich darüber im Klaren zu sein, dass die im Rahmen der zweiten Säule vorgenommene Analyse nicht vollständig in diese Projektionen einfließen kann. Dies liegt daran, dass gesamtwirtschaftliche Prognosen und Projektionen zwangsläufig einer Reihe konzeptioneller und praktischer Beschränkungen unterliegen, die bei der Beurteilung ihres Informationsgehalts berücksichtigt werden müssen. Erstens können sich die Projektionen und Prognosen je nach dem zu Grunde liegenden konzeptionellen Rahmen oder der verwendeten Methodik erheblich voneinander unterscheiden. Aus diesem Grund ist es nicht zweckmäßig, sich allein auf eine einzige Projektion zu stützen. Alle Prognosen oder Projektionen müssen anhand der Informationen überprüft werden, die auf der Grundlage anderer Methoden und/oder der Erwartungen am Markt über die zukünftige Entwicklung gewonnen wurden. Zweitens beruhen Prognosen und Projektionen stets auf Annahmen über die Entwicklung einiger exogener Variablen, die schwankungsanfällig sein können und deren zukünftiger Verlauf schwer vorhersehbar ist. Zu diesen Variablen gehören zum Beispiel die Wechselkurse und die Rohstoffpreise. Die Prognose bzw. Projektion der zukünftigen Inflation kann in starkem Maße von den Annahmen, die für solche Variablen gewählt wurden, abhängen. Darüber hinaus müssen Prognosen und Projektionen – wie im ersten Absatz dieses Kastens erörtert – von einem unterstellten geldpolitischen Kurs abhängig gemacht werden. Bei Zentralbanken



werden in der Regel unveränderte Kurzfristzinsen unterstellt, um bei der Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität, die sich aus den aktuellen (und unveränderten) Leitzinsen ergeben könnten, eine sinnvolle Projektion zu ermöglichen. In der Praxis können diese geldpolitischen Annahmen häufig dazu führen, dass die Projektion in sich nicht ganz stimmig ist, da den Erwartungen und Entscheidungen zukunftsorientierter Anleger, Unternehmen und Verbraucher unterschiedliche Erwartungen über die zukünftigen geldpolitischen Maßnahmen zu Grunde liegen können. Drittens ist die Erstellung detaillierter Prognosen bzw. Projektionen zwangsläufig zeitaufwendig. Dies hat zur Folge, dass sie nur in bestimmten Zeitabständen erfolgen und daher möglicherweise nicht immer auf den aktuellsten Informationen beruhen. Viertens geben ökonomische Modelle naturgemäß nur eine zusammenfassende Beschreibung der Volkswirtschaft und schildern die grundlegenden Zusammenhänge, die für wirtschaftliche Entwicklungen maßgeblich sind, berücksichtigen somit aber nicht alle relevanten Informationen. Schließlich müssen Prognosen und Projektionen ungeachtet der verwendeten Methodik stets auf der Grundlage fundierter Urteile und anhand der praktischen Erfahrungen korrigiert werden. Es ist jedoch vielleicht nicht immer leicht, den Einfluss auf solch wertenden Urteilen beruhender Korrekturen deutlich zu machen. Infolgedessen können sie die Interpretation der Ergebnisse erschweren. Dies bedeutet, dass eine Diskussion über die Entwicklung der den Prognosen bzw. Projektionen zu Grunde liegenden Indikatoren transparent gemacht werden muss.

Aus all diesen Gründen ist die Analyse im Rahmen der zweiten Säule der Strategie nicht auf die eigenen gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems beschränkt. Die zweite Säule umfasst eine breitere Palette von Analysen, die von der Beobachtung zeitnaher Indikatoren über stärker sektorbezogene und strukturelle Analysen hin zu der Verwendung kleinerer ökonomischer Modelle reicht, die unterschiedliche Auffassungen zum Ausdruck bringen, mit unterschiedlicher Methodik erstellt werden oder auf die Vermittlung von Informationen für spezifische Zeiträume abstellen. Zudem werden diese Projektionen stets den Prognosen anderer Institutionen und den von Finanzmarktpreisen abgeleiteten Prognosedaten gegenübergestellt. Solche Analysen ermöglichen es, zeitnahe Informationen, die nur schwer in die offiziellen Prognosen und Projektionen einfließen können, in der geldpolitischen Diskussion zu nutzen, die Informationen einzelner Indikatoren und Sektoren über Risiken für die Preisstabilität herauszufiltern und Erkenntnisse darüber zu erlangen, wie die Entwicklung bestimmter Variablen die Inflationsperspektiven insgesamt beeinflusst.

Es sei ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems auf dem Fachwissen der Mitarbeiter beruhen. Sie geben nicht die Auffassung oder das Urteil des EZB-Rats wieder. Der EZB-Rat selbst hat die Aufgabe, die wirtschaftliche Situation und die Risiken für die Preisstabilität insgesamt zu beurteilen und dabei *alle* verfügbaren Informationen – insbesondere solche, die bei der Analyse im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie gewonnen wurden, aber auch andere, von der Projektion des Eurosystems im Rahmen der zweiten Säule unabhängige Informationen – zu nutzen. Jedwede Veröffentlichung gesamtwirtschaftlicher Projektionen durch die EZB müsste der (begrenzten) Rolle, die Prognosen im geldpolitischen Entscheidungsprozess spielen, Rechnung tragen.

beitsmarktbedingungen insgesamt sowie die Entwicklung einer breiten Palette von Preis- und Kostenindikatoren, des Wechselkurses und der Zahlungsbilanz für das Eurogebiet (siehe auch die Artikel „Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom April 1999 sowie „Preis- und Kostenindikatoren für das Euro-Währungsgebiet: ein Überblick“ im Monatsbericht vom August 2000).

Darüber hinaus wird auch die Entwicklung der Finanzmarktindikatoren und der Preise für Vermögenswerte genau beobachtet. Bewegungen der Preise für Vermögenswerte können die Preisentwicklung über Einkommens- und Vermögenseffekte beeinflussen. Zudem können anhand der Preise für Vermögenswerte und der Anlagerenditen Erkenntnisse über die Erwartungen an den Finanzmärkten, darunter auch Informationen über die erwartete zukünftige Preisentwicklung, erlangt werden (siehe den Ar-

tikel „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“, der in der Ausgabe des Monatsberichts vom Mai 2000 veröffentlicht wurde).

Im Rahmen der zweiten Säule spielen außerdem gesamtwirtschaftliche Projektionen auf

der Grundlage herkömmlicher Modelle sowie der Erkenntnisse von Wirtschaftsexperten innerhalb und außerhalb des Eurosystems eine wichtige Rolle, um die vorhandenen Informationen zusammenzufassen (siehe Kasten 3).

### 3 Grundgedanken des Zwei-Säulen-Konzepts

#### Robustheit in einer Welt der Unsicherheit erforderlich

Zentralbanken operieren in einem Umfeld beträchtlicher Unsicherheit, die in vielerlei Gestalt auftritt. Eine Form der Unsicherheit hängt damit zusammen, dass wirtschaftliche Folgen nur teilweise voraussagbar sind. Dies zeigt sich in nicht vorhersehbaren so genannten „Schocks“, denen einzelne Variablen ausgesetzt sind. Zu weiteren, wohl fundamentaleren Formen der Ungewissheit gehören die zwangsläufige Unvollkommenheit der Messung, Interpretation und des Verständnisses verfügbarer Informationen, des wirtschaftlichen Verhaltens und insbesondere der Art und Weise, wie die Wirtschaft funktioniert. Eine geldpolitische Strategie kann in einem solchen Umfeld nur erfolgreich sein, wenn sie zu geldpolitischen Entscheidungen führt, die die herrschende Unsicherheit angemessen berücksichtigen.

Angesichts der erheblichen Unsicherheiten, denen sich die Geldpolitik gegenüber sieht – und die im Fall der EZB durch die bei der Euroeinführung eventuell zu erwartenden Verhaltensänderungen und institutionellen Veränderungen noch verstärkt werden –, wäre es unklug, wenn sich die Geldpolitik ausschließlich auf ein bestimmtes Modell, einen bestimmten Indikator oder eine bestimmte Prognose stützen würde. Außerdem ist auch wegen möglicher fehlerhafter Daten und der Unsicherheit in Bezug auf die Zuverlässigkeit der den Zentralbanken zur Verfügung stehenden Wirtschaftsinformationen eine ständige Überprüfung von Informationen und Analysen notwendig. Dies bedeutet auch, dass es von den Zentralbanken unklug wäre, me-

chanistisch einfache „Politikregeln“ anzuwenden, die Zinsänderungen von der Entwicklung einer kleinen Anzahl von Indikatoren bzw. Prognosen abhängig machen. Zentralbanken sollten vielmehr die von verschiedenen Indikatoren ausgehenden Signale überprüfen und vergleichen und die verfügbaren Informationen sowie die Konsequenzen ihres Handelns anhand mehrerer plausibler Wirtschaftsmodelle beurteilen. Dabei ist eine Politik, die bei Verwendung vieler plausibler Modelle und unter den verschiedensten möglichen Bedingungen gut abschneidet, auf mittlere Sicht oft am besten.

Die Strategie der EZB verkörpert einen Ansatz der „umfassenden Information“ im weiteren Sinne, das heißt, sie gibt einen Rahmen ab, der nicht nur alle relevanten Informationen umfasst, sondern auch mehrere, möglicherweise unterschiedliche Interpretationen dieser Informationen berücksichtigt. Die Strategie der EZB stellt damit einen Rahmen dar, der die Gefahren geldpolitischer Fehlsteuerungen auf Grund einer allzu starken Fixierung auf einen einzelnen Indikator oder ein einzelnes Modell verringert. Da sie bei der Interpretation der Konjunkturlage ein diversifiziertes Konzept verwendet, könnte man sagen, dass die Strategie der EZB eine robuste Geldpolitik in einem unsicheren Umfeld erleichtert.

#### Konkurrierende Paradigmen des Inflationsprozesses

Die Unsicherheiten in Bezug auf die Wirtschaft und das unvollkommene Verständnis ihrer Funktionsweise spiegeln sich in der Viel-

zahl von Inflationsmodellen wider, die in der Fachliteratur vorgestellt werden und verdeutlichen, wie unterschiedlich die Struktur der Geldwirtschaft und die Übertragungswege geldpolitischer Impulse darin gesehen werden. Viele dieser Modelle bilden wichtige Elemente der Wirklichkeit ab, doch scheint keines in der Lage, die Realität vollständig zu beschreiben. Jedes Einzelmodell ist deshalb zwangsläufig unvollständig.

Da das Spektrum plausibler Modelle sehr breit ist, muss jede geldpolitische Analyse in einem vereinfachenden Rahmen stattfinden. Die EZB hat sich dafür entschieden, ihre Analyse in zwei Säulen zu gliedern. Dabei hat sie berücksichtigt, dass es trotz allgemeiner Übereinstimmung darüber, dass Inflation letztlich ein monetäres Phänomen ist, äußerst schwierig ist, eine aktive Rolle der Geldmenge in konventionelle Modelle der realen Wirtschaft, wie sie etwa normalerweise für makroökonomische Prognosen verwendet werden, zu integrieren. Die erste Säule besteht daher sozusagen aus einer Gruppe von Modellen, die davon ausgehen, dass der Geldmenge als Bestimmungsgrund des Preisniveaus eine wichtige Rolle zukommt. Die zweite Säule umfasst eine Reihe verschiedener Modelle des Inflationsprozesses, vor allem solche, die das Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage bzw. Kostendruck hervorheben.

Naturgemäß repräsentiert keine Säule für sich genommen einen einzelnen monolithischen Ansatz. Bei beiden Säulen – insbesondere der zweiten – gibt es eine Vielzahl von Modellen und Spezifikationen. Zudem werden diese Modellgruppen mit der Entwicklung neuer empirischer und analytischer Werkzeuge ständig weiterentwickelt.

Es kann natürlich vorkommen, dass von den beiden Säulen gegenläufige Signale für die Geldpolitik ausgehen. Dieses potenzielle „Spannungsfeld“ sollte nicht als ein Nachteil der Strategie betrachtet werden. Es bildet vielmehr den Kern einer robusten Strategie im weiter oben erläuterten Sinn. Erst wenn man das Spannungsfeld zwischen den Informationen, die im Rahmen der beiden Säulen

betrachtet werden, erkennt und sich ihm stellt, kann eine robuste geldpolitische Reaktion formuliert werden. Insgesamt gesehen ergeben sich aus dem erforderlichen Ausgleich der möglicherweise widersprüchlichen Signale selbst eine wichtige Quelle der Erkenntnis und ein zusätzlicher Anreiz für ein tieferes Verständnis der aktuellen Wirtschaftslage.

### **Probleme bei der ausschließlichen Orientierung an der ersten bzw. zweiten Säule**

Insbesondere zwei Argumente sprechen dagegen, sich bei der Analyse, die als Grundlage für geldpolitische Entscheidungen dient, allein auf die erste Säule zu stützen. Erstens kann wegen der Volatilität der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes die Interpretation der monetären Entwicklung auf kürzere Sicht und die Ableitung der sich daraus ergebenden Signale in Bezug auf die Risiken für die Preisstabilität gelegentlich Schwierigkeiten bereiten. Der Informationsgehalt der Geldmenge M3 (und ihrer Komponenten und Bilanzgegenposten) kann beispielsweise durch Sondereinflüsse wie etwa Änderungen bei der Besteuerung von Zinseinkünften aus Einlagen, aufsichtsrechtliche Änderungen usw. beeinträchtigt werden. Auch Finanzinnovationen – besonders unerwartete – können das Verständnis der Indikatoreigenschaften der Geldmenge für die künftige Preisentwicklung erschweren.

Zweitens birgt die Beschränkung allein auf die erste Säule die Gefahr, dass die Risiken für die mittelfristige Preisstabilität, die sich aus der Entwicklung anderer Variablen als der Geldmenge ergeben, nicht ausreichend bedacht werden. So kann sich etwa der Trend zu übermäßigen Nominallohn- oder Lohnnebenkostensteigerungen verfestigen und selbständigen und damit Auswirkungen auf die mittelfristige Entwicklung des Preisniveaus haben. Die monetären Daten zeigen solche Gefahren für die Preisstabilität nicht unbedingt sofort an. Obgleich eine nachhaltige Inflation letztlich stets mit einem beschleunigten Geldmengenwachstum einhergeht, können derar-

tige Gefahren für die Preisstabilität anhand einer Analyse der Lohn- und Kostendaten und einer sorgfältigen Beurteilung der Entwicklung an den Arbeits- und den anderen Märkten umgehender erkannt werden.

Man wäre aber ebenso schlecht beraten, wenn man sich einzig auf die zweite Säule stützen würde. Insofern als sich diese auf Indikatoren der kurzfristigen Preisdynamik konzentriert, besteht die Gefahr, dass sich eine vorübergehende Verzerrung in der Geldpolitik niederschlägt, was mit der mittelfristigen Ausrichtung in Widerspruch stehen würde.

Die Tatsache, dass die zweite Säule auch Projektionen und Prognosen mit einem Zeithorizont von mehr als einem Jahr enthält, ändert an dieser Interpretation nichts. Herkömmliche makroökonomische Projektionen und Prognosen sind stets mit einer beträchtlichen Unsicherheit behaftet, und diese Unsicherheit wächst mit dem Zeithorizont der Prognose. Deshalb entstehen Probleme, wenn man eine mittelfristig orientierte Geldpolitik allein an Projektionen und Prognosen im Rahmen der zweiten Säule ausrichtet.

Darüber hinaus ergibt sich aus dem – in vielen Studien nachgewiesenen – grundsätzlich monetären Charakter der Inflation, dass es unangebracht wäre, nur die zweite Säule als Basis zu verwenden. Außerdem können Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht, die sich aus der Analyse im Rahmen der zweiten Säule ergeben, als nur von begrenzter Bedeutung für die geldpolitischen Entscheidungen angesehen werden, wenn – gleichzeitig – die Analyse im Rahmen der ersten Säule zeigt, dass dieser Inflationsdruck nicht zu einem stärkeren Geldmengenwachstum führt. Mit der ersten Säule soll unter anderem eine Verpflichtung zu einer sorgfältigen Analyse der monetären Entwicklung gewährleistet und signalisiert werden.

### **Probleme bei der transparenten Zusammenfassung der beiden Säulen zu einem einzigen analytischen Ansatz**

Mit den obigen Ausführungen wurde klargestellt, dass die Analyse stets im Rahmen beider Säulen erfolgen sollte. Zugleich sollte aber auch deutlich geworden sein, dass es praktisch nicht möglich ist, diese beiden Formen der Analyse transparent zu einem einzigen analytischen Ansatz zusammenzufassen. In der Praxis ist die Durchführung der Geldpolitik zu komplex und das Umfeld, in dem Zentralbanken operieren, zu unsicher, als dass ein einzelnes Modell oder ein einzelner Ansatz verwendet werden könnte.

Die internen Verfahren von Zentralbanken, die eine stabilitätsorientierte Politik betreiben, dürften sich also in dieser Hinsicht nicht grundlegend unterscheiden. Doch gibt es Unterschiede zwischen den Zentralbankstrategien in Bezug auf die öffentliche Präsentation der den geldpolitischen Entscheidungen zu Grunde liegenden Analyse. In diesem Zusammenhang kann ein gewisser Zielkonflikt zwischen Einfachheit und Offenheit auftreten. Entschließt man sich zu einer einfachen Form der Darstellung, so mag dies auf den ersten Blick dazu beitragen, die Beschreibung der Geldpolitik leichter verständlich zu machen, doch wird damit die tatsächliche Komplexität der Analyse, die die Zentralbanken durchzuführen haben, nicht ehrlich vermittelt.

Im Zwei-Säulen-Konzept der EZB ist die Forderung nach Klarheit und Einfachheit einerseits und nach Offenheit und Ehrlichkeit andererseits in Einklang gebracht. Die Zwei-Säulen-Struktur berücksichtigt, dass Zentralbanken die Präsentation eines breiten Spektrums von Informationen und die verschiedensten Modelle und analytischen Werkzeuge innerhalb eines in sich stimmigen Rahmes klar strukturieren müssen. Zugleich veranschaulichen die beiden Säulen der EZB-Strategie die verschiedenen Arten der von der EZB vorgenommenen Analysen und die Notwendigkeit, die Ergebnisse dieser Analysen zu überprüfen, um zu einer Gesamteinschätzung zu gelangen, auf die sich dann die auf Preisstabilität

ausgerichteten geldpolitischen Beschlüsse gründen.

Das Zwei-Säulen-Konzept, in dessen Rahmen die geldpolitischen Beschlüsse der Öffentlichkeit vorgestellt werden, entspricht weitgehend dem Rahmen, der von der EZB für die den geldpolitischen Entscheidungen zu Grunde liegende Analyse verwendet wird. Ver-

steht man unter Transparenz, wie sehr die Präsentation der geldpolitischen Entscheidungen nach außen mit dem tatsächlichen internen Entscheidungsprozess übereinstimmt, so kann man das von der EZB für die öffentliche Darstellung ihrer Geldpolitik verwendete Konzept nur als eines der weltweit transparentesten Konzepte einstufen.

## 4 Schlussbemerkungen

Die Gewährleistung von Preisstabilität im Euroraum ist das vorrangige Ziel der einheitlichen Geldpolitik. Alle Aspekte der geldpolitischen Strategie der EZB dienen der Erreichung dieses vorrangigen Ziels.

Im Mittelpunkt der EZB-Strategie steht die Bekanntgabe einer quantitativen Definition ihres vorrangigen Ziels, der Preisstabilität. Mit dieser Bekanntgabe liefert die EZB einen eindeutigen Maßstab, an dem die Öffentlichkeit den Erfolg der Geldpolitik messen kann. Die beiden Säulen sind Instrumente, die die Erreichung dieses vorrangigen Ziels erleichtern – sie sind keine eigenständigen geldpolitischen Ziele, die für sich genommen einen Eigenwert besitzen. Die beiden Säulen bilden einen Rahmen, in dem die verschiedenen und umfangreichen Analysen, die den geldpolitischen Beschlüssen zu Grunde liegen, geplant und strukturiert werden.

Angesichts der Wirkungsverzögerungen im Transmissionsprozess der Geldpolitik müssen die Zentralbanken vorausschauend handeln und ihre Geldpolitik an mittelfristigen Zielen ausrichten. Gleichzeitig sieht sich die EZB mit beträchtlichen Unsicherheiten (unter anderem) in Bezug auf die Zuverlässigkeit der verfügbaren Konjunkturindikatoren, die Struktur der Wirtschaft des Eurogebiets und den Transmissionsmechanismus der einheitlichen Geldpolitik konfrontiert. Die geldpolitischen Beschlüsse müssen diesen Unsicherheiten Rechnung tragen.

Dabei würde die Verwendung nur eines einzigen Indikators oder eines einzigen Analyse-

rahmens ein zu hohes Risiko darstellen. Eine gut formulierte Geldpolitik muss fähig sein, Preisstabilität unter Zugrundelegung eines breiten Spektrums plausibler Interpretationen der Wirtschaft zu gewährleisten. Durch die Verwendung verschiedener Indikatoren und analytischer Rahmen statt eines einzelnen, zwangsläufig unvollständigen Ansatzes wird das Risiko geldpolitischer Fehlsteuerungen vermindert.

Die Strategie der EZB bildet einen Rahmen, der einen solchen diversifizierten Ansatz zulässt. Die herausgehobene Stellung der Geldmenge in der Strategie der EZB (die so genannte erste Säule) stellt sicher, dass die Geldmengenentwicklung sorgfältig analysiert und dabei berücksichtigt wird, dass die Inflation letztlich ein monetäres Phänomen ist. Zugleich gewährleistet die zweite Säule der Strategie, dass sonstige Formen der Analyse, beispielsweise Untersuchungen des Wechselspiels zwischen Angebot und Nachfrage oder Kostendruck, ebenfalls in den geldpolitischen Entscheidungsprozess eingehen. Auf diese Weise werden auch kürzerfristige Entwicklungen und Gefahren für die Preisstabilität mit Blick auf die Tatsache berücksichtigt, dass diese kurzfristige Preisdynamik auf die mittelfristige Preisentwicklung übergreifen kann. Die Zwei-Säulen-Struktur der Strategie hilft sicherzustellen, dass Informationen und Analysen, die auf der einen methodischen Perspektive basieren, stets anhand von Informationen und Analysen überprüft werden, die auf der anderen Perspektive basieren. Dieser Disziplin wird nicht nur die interne Analyse unterworfen, sondern auch die Kommunika-

tion nach außen, womit die Transparenz des Ansatzes der EZB unterstrichen wird.

Die Erfahrungen mit der geldpolitischen Strategie der EZB seit Januar 1999 zeigen die disziplinierende Wirkung dieser Elemente auf die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik. In den nunmehr fast zwei Jahren, in denen die EZB ihre geldpolitischen Beschlüsse öffentlich dargestellt und erläutert hat, musste sie insbesondere stets: i) darlegen, inwieweit ein Beschluss sich günstig auf die Aussichten für die Gewährleistung von Preisstabilität auswirken würde, ii) erläutern, welche Rolle die monetäre Entwicklung bei der Entscheidung spielte, iii) erläutern, welche Rolle die Entwicklung anderer Indikatoren, Projektionen und Prognosen bei der Entscheidung spielte und iv) bei sich abzeichnenden potenziellen Abweichungen die unterschiedlichen Signale erläutern, die von den beiden Säulen ausgingen, und darlegen, wie diese im endgültigen Beschluss miteinander in Einklang gebracht wurden. Dadurch, dass sich die EZB

laufend diesen Problemen stellen und dabei eindeutig auf ihr vorrangiges Ziel konzentrieren musste, wurden ihre geldpolitischen Entscheidungen stets einer strengen Disziplin unterworfen, während sie gleichzeitig vor der mechanistischen Anwendung allzu vereinfachender lehrbuchmäßiger Politikregeln bewahrt blieben.

Die Strategie der EZB erscheint in ihrer öffentlichen Präsentation komplexer als manche Alternativen. Diese Komplexität spiegelt aber das Umfeld wider, in dem die geldpolitischen Beschlüsse gefasst werden. Zudem hat die EZB eine neue – und damit unvertraute – Strategie gewählt, die sich von den Strategien unterscheidet, die andere Zentralbanken vor Einführung der einheitlichen Geldpolitik anwandten. Dies erforderte einen Lernprozess und ein Vertrautwerden mit dem neuen System. Es gibt Anzeichen dafür, dass das Verständnis für die Strategie der EZB wächst. Der vorliegende Artikel soll zur Konsolidierung dieses Prozesses beitragen.



# Fragen rund um den Einsatz von elektronischem Geld

Obwohl elektronisches Geld im Euroraum bisher nur sehr eingeschränkt genutzt wird, handelt es sich dabei um ein zukunftssträchtiges Zahlungsmittel. Dieser Beitrag bietet einen Überblick über die bisherige Entwicklung von elektronischem Geld und untersucht, welche Auswirkungen E-Geld für die Geldpolitik, die Zahlungssystemaufsicht und die Aufsicht über Finanzintermediäre mit sich bringt. Der Artikel geht insbesondere auch auf die vom Europäischen Parlament und vom Rat der Europäischen Union jüngst verabschiedeten einschlägigen Richtlinien ein.

In geldpolitischer Hinsicht besteht kein Grund zur Annahme, dass die Steuerungsmöglichkeiten der EZB im Hinblick auf die Erfüllung ihres vorrangigen Ziels, der Preisstabilität, durch die Entwicklung von elektronischem Geld beeinträchtigt werden könnten. Im Rahmen der Zahlungssystemaufsicht schenkt das Eurosystem der technischen Sicherheit der E-Geld-Systeme sowie deren Interoperabilität innerhalb des Euroraums besondere Aufmerksamkeit. In der Frage der Bankenaufsicht schließlich bietet die zuletzt getroffene Aufsichtsregelung hinreichend Gewähr, dass Emittenten von elektronischem Geld keine zu hohen Risiken eingehen.

## I Was versteht man unter elektronischem Geld?

### Elektronisches Geld – eine Begriffsbestimmung

Der Ausdruck elektronisches Geld bezeichnet Zahlungsmittel, deren Prinzip darin besteht, dass Geldeinheiten auf einem Datenträger, der sich im Besitz des Kunden befindet, elektronisch gespeichert sind. Der gespeicherte Betrag verringert oder erhöht sich, je nachdem ob der Inhaber damit etwas kauft oder verkauft bzw. das Zahlungsinstrument aufgeladen oder etwas davon abgebucht wird.

Das Besondere an Transaktionen mit elektronischem Geld ist unter anderem, dass dabei nicht unbedingt auf ein Bankkonto zugegriffen werden muss. Dies unterscheidet

elektronisches Geld grundlegend von Zugangsprodukten. Zahlungen mit Zugangsprodukten, etwa Debitkarten, werden stets mittels Kontoüberweisungen abgewickelt.

Ausführlichere Begriffsbestimmungen für elektronisches Geld sind dem nachstehenden Kasten I zu entnehmen. Aus diesen Definitionen geht hervor, dass *einfunktionale elektronische Zahlungsmittel*, die nur vom Emittenten selbst akzeptiert werden, nicht unter den Begriff elektronisches Geld fallen. Solche einfunktionalen Zahlungen können als Anzahlungen auf später vom Emittenten zu erbringende Leistungen oder Warenlieferungen verstanden werden. Zu dieser Kategorie zählen zum Beispiel Telefonwertkarten, die nur im Netz des

### Kasten I

#### Definitionen von elektronischem Geld

Laut dem von der EZB im August 1998 herausgegebenen „Bericht über elektronisches Geld“ versteht man unter elektronischem Geld eine „auf einem Medium elektronisch gespeicherte Werteinheit, die allgemein genutzt werden kann, um Zahlungen an Unternehmen zu leisten, die nicht die Emittenten sind. Dabei erfolgt die Transaktion nicht notwendigerweise über Bankkonten, sondern die Werteinheiten auf dem Speichermedium fungieren als vorausbezahltes Inhaberinstrument.“

Gemäß Artikel 1 der vor kurzem verabschiedeten Richtlinie 2000/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten bezeichnet „elektronisches Geld“ einen Geldwert in Form einer Forderung gegen die ausgebende Stelle, der i) auf einem Datenträger gespeichert ist, ii) gegen Entgegennahme eines Geldbetrags ausgegeben wird, dessen Wert nicht geringer ist als der ausgegebene monetäre Wert, iii) von anderen Unternehmen als der ausgebenden Stelle als Zahlungsmittel akzeptiert wird.“



Telefonbetreibers, der sie ausgibt, funktionieren.

Gemäß der von der EZB vorgeschlagenen Definition und gemäß der Definition in der Richtlinie 2000/46/EG handelt es sich bei elektronischem Geld um Produkte, die *in breitem Umfang* für Zahlungen an Unternehmen, außer an die ausgebende Stelle, genutzt werden können. Damit werden implizit zwei Begriffe eingeführt: *multifunktionales* elektronisches Geld und *begrenzt funktionale* elektronische Zahlungsmittel. Ersteres gestattet die mehr oder weniger universelle Nutzung der Kaufkraft zur Tötigung von Zahlungen. Bei Letzteren hingegen ist die Nutzung der Kaufkraft auf ganz bestimmte Verkaufsstellen an bestimmten Standorten beschränkt. Ein Beispiel dafür wären elektronische Zahlungsmittel, die nur innerhalb eines Verbunds öffentlicher Verkehrsmittel einer Stadt akzeptiert werden.

Die Definition gemäß Richtlinie 2000/46/EG führt den Begriff einer Forderung gegen den E-Geld-Emittenten ein. Damit wird der Begriff der *ausgebenden Stelle* stärker eingegrenzt, und zwar auf jene Unternehmen, die gegenüber dem Inhaber von elektronischem Geld letztlich haften. Eine derartige Differenzierung ist notwendig, weil bei einigen E-Geld-Systemen unterschiedliche Stellen für die Ausgabe und die Verwaltung von elektronischem Geld zuständig sind.

### Technische Merkmale

Vom technischen Standpunkt aus lassen sich E-Geld-Produkte je nach Art des Speichermediums in *hardwaregestützte* und *softwaregestützte Produkte* unterteilen. Bei hardwaregestützten Produkten ist der Datenträger im Allgemeinen ein Computerchip, der normalerweise in eine Plastikkarte eingebaut ist, wobei der Zugriff auf die Kaufkraft mittels hardwaregestützter Sicherheitsmerkmale geschützt ist. Softwaregestützte Produkte hingegen funktionieren auf der Basis spezieller PC-Software, mit welcher elektronische Werteinheiten in der Regel über Telekom-

munikationsnetze (z. B. das Internet) übertragen werden.

Hardwaregestützte Produkte könnten nicht nur für Präsenzzahlungen, sondern auch für Zahlungen über Telekommunikationsnetze verwendet werden, zum Beispiel mittels eines Kartenlesegeräts und eines Personalcomputers mit Internetzugang. Wird elektronisches Geld über ein Telekommunikationsnetz übertragen, spricht man stets von „*Netzgeld*“, unabhängig davon, ob das E-Geld hardware- oder softwaregestützt ist.

Darüber hinaus verdienen folgende Eigenschaften von elektronischem Geld besondere Beachtung: Erstens kann elektronisches Geld vom Begünstigten bislang meistens nicht wieder direkt ausgegeben, sondern nur beim Emittenten eingelöst werden (geschlossener E-Geld-Kreislauf). Manche Systeme sind jedoch schon so konfiguriert, dass eine direkte Weiterverwendung möglich ist (offener E-Geld-Kreislauf). In einem offenen Kreislauf kann elektronisches Geld praktisch wie Bargeld verwendet werden; es kann eine Reihe von Transaktionen abgewickelt werden, ohne dass der Emittent zwischengeschaltet werden muss. Während derzeit elektronisches Geld noch überwiegend in geschlossenen Kreisläufen zirkuliert, könnte sich der offene Kreislauf in Zukunft stärker durchsetzen, je nachdem wie die Entwicklung bei den Sicherheitsmerkmalen voranschreitet. Ein offener Kreislauf könnte E-Geld-Systeme sowohl kosteneffizienter für Händler als auch einfacher in der Handhabung für Konsumenten machen.

Zweitens bietet elektronisches Geld je nach den technischen Merkmalen des jeweiligen Systems mehr oder weniger Anonymität, von der völligen Anonymität bis zur vollständigen Offenlegung der Identität des Nutzers. Hingegen setzt die Verwendung von Zugangsprodukten wie Debitkarten wegen der erforderlichen Überweisung von Konto zu Konto stets die Angabe beider an der Transaktion beteiligten Stellen voraus.

Drittens nutzen E-Geld-Produkte im Unterschied zu Bargeld, das durch physische Si-

cherheitsmerkmale geschützt ist, in der Regel auch Mittel der elektronischen Kryptographie. Damit soll die Echtheit, Vertraulichkeit und

Integrität der im Zuge der E-Geld-Transaktion verarbeiteten Daten sichergestellt werden.

## 2 Elektronisches Geld im Euroraum

### Elektronisches Geld als Zahlungsmittel

Die Rolle des elektronischen Geldes in der Volkswirtschaft leitet sich von seiner Funktion als Instrument des Massenzahlungsverkehrs ab. Damit kann es analog zu Banknoten und Münzen, Schecks, Überweisungen oder Kredit- und Debitkarten eingesetzt werden. Jedes der herkömmlichen Massenzahlungsmittel ist auf Grund bestimmter Leistungen für bestimmte Kunden und Transaktionsarten besonders attraktiv; ein gewisser Wettbewerbsspielraum bleibt jedoch. So bekamen etwa Schecks Konkurrenz, als seinerzeit Kredit- und Debitkarten aufkamen. Abgesehen vom jeweiligen Leistungsspektrum sind die Kosten, die mit dem Einsatz eines Massenzahlungsmittels verbunden sind, entscheidend für seine Wettbewerbsfähigkeit. Bei Banknoten und Münzen wie auch bei Schecks fallen erhebliche Bearbeitungskosten an. Der wichtigste Kostenfaktor bei Kredit- und Debitkarten sind wiederum die kontenspezifischen Abrechnungskosten, einschließlich der Kontenüberprüfungs- und Überweisungskosten.

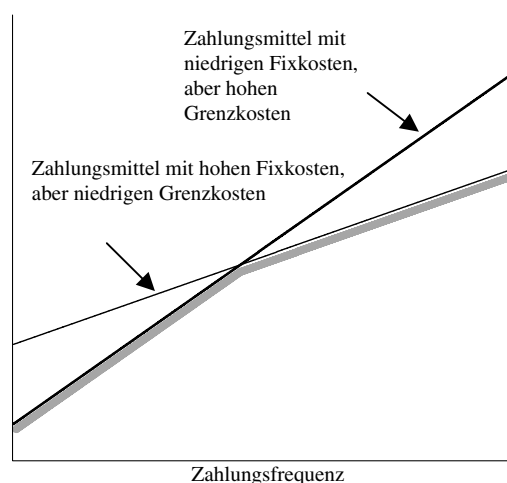
Im Hinblick auf die Transaktionskosten kann elektronisches Geld besser abschneiden als Bargeld. Zahlt man bei Verkaufsautomaten etwa mit elektronischem Geld statt mit Bargeld, entfällt die Notwendigkeit, das Bargeld zu bearbeiten und spezielle Sicherheitsvorkehrungen zu treffen. Auch verglichen mit einer Debitkarten-Transaktion kann der Einsatz von elektronischem Geld kostengünstiger sein, weil E-Geld-Transaktionen in der Regel einen geringeren Datenaustausch zur Abrechnung und normalerweise keine Online-Autorisierung erfordern.

### Szenarien für die weitere Entwicklung von elektronischem Geld

Die weitere Entwicklung von elektronischem Geld wird davon abhängen, ob sich Kunden und Händler für oder gegen elektronisches Geld als Zahlungsmittel entscheiden. Aus Händlersicht ist es zweckmäßig, zwischen Fixkosten und Grenzkosten zu unterscheiden, die sich durch den Einsatz bestimmter Zahlungsmittel an einer bestimmten Verkaufsstelle ergeben. Beim elektronischen Geld fallen Fixkosten durch Kauf und Wartung der E-Geld-Karten und E-Geld-Software bzw. der Händlerterminals an. Demgegenüber stehen die Grenzkosten, d. h. die transaktionspezifischen Abwicklungskosten, einschließlich damit zusammenhängender Telekommunikationskosten. Insofern als sich die E-Geld-Systeme

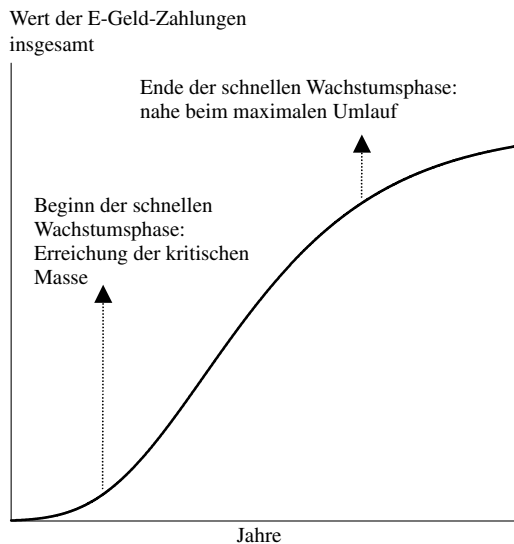
### Abbildung 1 Wettbewerb zwischen Zahlungsmitteln: Fixkosten und Grenzkosten

Transaktionskosten  
insgesamt



Anmerkung: Die breite graue Linie zeigt, welches der zwei Zahlungsmittel bei einer bestimmten Zahlungsfrequenz (horizontale Achse) jeweils mit den niedrigsten Transaktionskosten insgesamt (vertikale Achse) verbunden ist.

**Abbildung 2**  
**Anstieg des E-Geld-Einsatzes im**  
**Zeitverlauf**



me auf innovative Technologien oder neue Standards stützen, die in der Anfangsphase relativ teuer sind, dürften die Fixkosten zumindest in der ersten Zeit vergleichsweise hoch sein. Hingegen können die Grenzkosten beim elektronischen Geld geringer sein als bei alternativen Zahlungsmitteln.

Insgesamt kann davon ausgegangen werden, dass angesichts der niedrigen Grenzkosten Betriebe mit einer relativ hohen Frequenz an Zahlungen dem Einsatz von elektronischem Geld aufgeschlossen gegenüber stehen (siehe Abbildung 1). Gleichzeitig dürfte der Einsatz von elektronischem Geld Konsumenten, die ziemlich oft kleine Beträge ausgeben, wie für Tageszeitungen oder Fahrkarten für öffentliche Verkehrsmittel, für diese Zwecke sinnvoll erscheinen.

In Anbetracht der Fixkosten geht die Präferenz dahin, sich auf möglichst wenige Massenzahlungsmittel und dabei auf die am weitesten verbreiteten zu beschränken. Das kann

sich hemmend auf die Entwicklung alternativer Zahlungsmittel auswirken, außer es wird darauf vertraut, dass die Kosten für den Umstieg auf ein neues System langfristig durch Einsparungen hereingebracht werden können. Tatsächlich werden die Anschaffungskosten für innovative Zahlungstechnologien von den voraussichtlichen Einsparungen bei den Transaktionskosten wettgemacht, sobald ein neues Zahlungsmittel eine bestimmte kritische Masse erreicht. Einsparungen lassen sich nämlich bei einem größeren Transaktionsvolumen entsprechend schneller erzielen. Daraus folgt, dass sich ein neues Zahlungsmittel, sobald die kritische Masse erreicht ist, schneller ausbreiten wird. Es wird ein Netzwerkeffekt zum Tragen kommen, wobei die breite Akzeptanz elektronischen Geldes durch den Handel und der vielseitige Einsatz von elektronischem Geld durch die Konsumenten einander gegenseitig verstärken (siehe Abbildung 2). Damit würde die Entwicklung von elektronischem Geld nach einem bestimmten Muster verlaufen, das sich bei der Verbreitung neuer Technologien wiederholt gezeigt hat. Man denke etwa an innovative Zahlungsinstrumente wie Kredit- und Debitkarten, die in den letzten Jahrzehnten immer populärer wurden.

**Zwischenergebnisse und Erkenntnisse**

Bislang hält sich die Nutzung von elektronischem Geld sowohl im Euroraum als auch in anderen Volkswirtschaften noch in Grenzen. Einige Systeme befinden sich im Entwicklungsstadium, andere sind bereits im Einsatz, wobei – auf Grund unterschiedlicher Vermarktungsansätze für die einzelnen Systeme und unterschiedlich hoher Kundenakzeptanz – die Zahl der verfügbaren E-Geld-Instrumente von Land zu Land variiert. Sowohl das Volumen als auch der Wert der mit E-Geld getätigten Zahlungen sind allerdings im Euroraum und in den Vereinigten Staaten nach wie vor gering (siehe Tabelle 1).

**Tabelle 1****Statistik zur E-Geld-Nutzung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets und den Vereinigten Staaten**

	Anzahl der Zahlungsmittel <sup>1)</sup>	Zahl der Händler-terminals	Volumen der täglichen Transaktionen	Wert der täglichen Transaktionen	Durchschnittswert einer Transaktion	Berichtszeitraum	
(Millionen)	(Prozent der Bevölkerung)	(Tausend)	(Tausend)	(Tausend €)	(€)		
Belgien	7,0 <sup>2)</sup>	69% <sup>2)</sup>	64	149	563	3,8	Dez. 1999
Deutschland	60,0 <sup>3)</sup>	73% <sup>3)</sup>	60	58	197	3,4	Aug. 1999
Frankreich <sup>4)</sup>	0,02	0,0%	0	0,3	0,3	1,1	Nov. 1999
Spanien	8,1	20%	131	6	16	2,2	Jan.–Dez. 1999
Irland <sup>5)</sup>	.	.	.	.	.	.	–
Italien	0,03 <sup>2)</sup>	0,1% <sup>2)</sup>	4 <sup>6)</sup>	1	3	2,7	Jan.–Dez. 1999
Luxemburg	0,3	60%	1	1,6	6	3,6	Dez. 1999
Niederlande	20,0	128%	150	n.a.	n.a.	7,5	April–Nov. 1999
Österreich	4,8	60%	30	6	32	5,3	Jan.–Dez. 1999
Portugal	3,4 <sup>7)</sup>	34% <sup>7)</sup>	59	14	17	1,2	Jan.–Sept. 1999
Finnland	0,5	10%	1	1	2	1,7	Jan.–Dez. 1999
Vereinigte Staaten	0,1	0,0%	1	.	.	.	Okt. 1997–Dez. 1998

Quellen: Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme, „Survey of electronic money developments“, veröffentlicht von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Mai 2000; nationale Daten; Eurostat (Bevölkerungsdaten).

Anmerkungen:

- 1) Sofern nicht anders angegeben bezieht sich dieser Eintrag auf alle Zahlungsmittel, auch auf solche, die bis zum Berichtstag noch nie aufgeladen wurden.
- 2) Beinhaltet nur jene Zahlungsmittel, die bis Dezember 1999 zumindest ein Mal aufgeladen wurden.
- 3) Beinhaltet auch Chips auf Debitkarten. Diese Chips ermöglichen E-Geld-Funktionen, werden in der Praxis aber vielleicht nicht verwendet.
- 4) Die Systeme befinden sich in einem Pilotstadium.
- 5) Im September 2000 liefen nur zwei kleine Pilotprojekte.
- 6) Stand vom 31. Dezember 1998.
- 7) Bis September 1999 wurden rund 261 000 Zahlungsinstrumente geladen. „.“ bedeutet „nicht verfügbar“.

Festzuhalten ist ferner, dass sämtliche E-Geld-Systeme derzeit noch nicht *interoperabel* sind. Interoperabilität bedeutet, dass Zahlungsmittel, die Teil eines bestimmten Systems sind, auch im Rahmen anderer Systeme, etwa im Ausland, einsetzbar sind. Mangelnde Interoperabilität ist bei Innovationen in der ersten Zeit nichts Ungewöhnliches. Damit sich E-Geld-Systeme durchsetzen, scheint es wichtig zu sein, dass sie interoperabel werden.

Wie aus Kasten 2 ersichtlich, hat die EZB damit begonnen, Daten über den E-Geld-Um-

lauf in Euro im Euroraum zu erheben (siehe Tabelle 2). Ausgehend von einem vernachlässigbar niedrigen Niveau im Jahr 1994 stieg der E-Geld-Umlauf in den letzten Jahren an, zuletzt auf 140 Mio € (Stand Ende Juni 2000). Softwaregestütztes E-Geld wurde bisher in kaum nennenswertem Ausmaß verwendet. Ende Juni 2000 machte elektronisches Geld lediglich einen Bruchteil der gesamten Geldhaltung aus: 0,04 % des Bargeldumlaufs und 0,003 % der Geldmenge M3. Elektronisches Geld ist somit für die laufende Wirtschaftsanalyse noch kaum relevant.

**Tabelle 2****E-Geld-Umlauf in Euro im Euroraum**

(Umlaufmenge, Stand am Ende des Berichtszeitraums, in Millionen €)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Juni 2000
Hardwaregestützt	0	2	9	75	116	135	140
Softwaregestützt	0	0	0	0	0	0	0

Quelle: EZB.

## Kasten 2

### Statistische Erfassung von elektronischem Geld in der Geld- und Bankenstatistik der EZB

Die EZB richtet sich bei der Erstellung von Statistiken nach der Ratsverordnung (EG) 2533/98. Die Erhebung der Geld- und Bankenstatistik nach Maßgabe der Anforderungen der EZB ist durch die Verordnung EZB/1998/16 geregelt. In der Geld- und Bankenstatistik der EZB wird jenes elektronische Geld erfasst, das von im Euroraum ansässigen Monetären Finanzinstituten (MFIs) ausgegeben wird. Gemäß der Verordnung EZB/1998/16 wird von MFIs des Euroraums begebenes, umlaufendes elektronisches Geld in der MFI-Bilanz unter den Verbindlichkeiten aus Einlagen erfasst, wobei es nicht gesondert, sondern unter der Position „täglich fällige Verbindlichkeiten“ ausgewiesen wird. Täglich fällige Einlagen, die von im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs bei MFIs des Euroraums gehalten werden, sind Bestandteil der Definition der Geldmenge des Euroraums. Ferner gelten täglich fällige Einlagen, die von MFIs des Euroraums (unabhängig vom Sitz des Inhabers) hereingenommen werden, als Teil der Reservebasis für die Berechnung des Mindestreserve-Solls des Eurosystems. Somit findet elektronisches Geld, das von MFIs des Euroraums begeben wird, in vollem Ausmaß sowohl bei der Berechnung der Geldmenge des Euroraums als auch des Mindestreserve-Solls Berücksichtigung.

Derzeit müssen die MFIs des Euroraums Daten zum elektronischen Geld nicht gesondert an die EZB melden. Trotzdem erheben fast alle nationalen Zentralbanken (NZBen) des Euroraums und der nichtteilnehmenden EU-Mitgliedstaaten Daten über die Menge des von MFIs begebenen, umlaufenden E-Geldes. Die NZBen melden der EZB, wieviel von MFIs begebenes elektronisches Geld im Umlauf ist, getrennt nach hardwaregestütztem und softwaregestütztem elektronischem Geld und getrennt nach Währungen, nämlich Euro (inklusive der im Euro aufgegangenen Teilnehmerwährungen) und Fremdwährungen. Allerdings haben im Euroraum ansässige MFIs bislang nur Euro-denominiertes E-Geld begeben. Der E-Geld-Umlauf wird von den NZBen je nach Verfügbarkeit, meistens monatlich, erhoben und zumindest zwei Mal pro Jahr an die EZB übermittelt. Die EZB beabsichtigt, diese Daten fortan regelmäßig zu veröffentlichen.

Im Euroraum wird elektronisches Geld fast nur von MFIs begeben. In einigen Ländern des Eurogebiets geben auch Nicht-MFIs elektronisches Geld aus, wenn auch in sehr geringem Umfang. Die NZBen melden der EZB, wieviel von Nicht-MFIs begebenes E-Geld im Umlauf ist, sofern die Beträge auf nationaler Ebene relevant und entsprechende Daten verfügbar sind.

## 3 Elektronisches Geld und Geldpolitik

### Elektronisches Geld und seine Auswirkungen auf die Geldpolitik

Da ein weit verbreiteter Einsatz von elektronischem Geld durch den technischen Fortschritt immer mehr in den Bereich des Möglichen rückt, ist auch eine Diskussion über die Auswirkungen von E-Geld auf die Geldpolitik in Gang gekommen. Die Geldpolitik werde künftig wirkungslos sein, prognostizierten sogleich einige Beobachter. Andere bezweifelten wiederum, dass sich elektronisches Geld bei den Konsumenten je auf breiter Ba-

sis durchsetzen würde; und selbst wenn es dazu kommen sollte, so vermuteten sie, hätte dies nur beschränkt Auswirkungen auf die Geldpolitik.

Die Bedeutung von elektronischem Geld für die Geldpolitik ist darauf zurückzuführen, dass E-Geld ein wichtiges Substitut für Banknoten und Münzen werden könnte. Sollte elektronisches Geld auch verzinst werden, könnte es überdies eine attraktive Alternative zu kurzfristigen Bankeinlagen bilden. Langfristig steht die Entwicklung der Verbraucherpreise in ei-

nem engen Zusammenhang mit der Geldentwicklung. Das vorrangige Ziel der von der EZB verfolgten Geldpolitik ist die Aufrechterhaltung der Preisstabilität. Angesichts dieser Zielsetzung sind im Zusammenhang mit der Entwicklung von elektronischem Geld drei Punkte von besonderer Relevanz:

- Erstens muss die Funktion des Geldes als *Recheneinheit* für wirtschaftliche Transaktionen sichergestellt werden. Die Gesellschaft zieht einen beträchtlichen Nutzen aus dem Gebrauch einer einzigen, klar definierten, stabilen Recheneinheit für die Abwicklung von Transaktionen, unabhängig von Emittent oder Form der Geldausgabe.
- Zweitens könnte die Effektivität von geldpolitischen Instrumenten durch den weit verbreiteten Einsatz von elektronischem Geld beeinträchtigt werden. Dies bezieht sich in erster Linie auf seine Auswirkungen auf die Bilanzen der Zentralbanken sowie auf deren Möglichkeiten, die kurzfristigen Geldmarktsätze zu steuern.
- Drittens könnte sich der Gebrauch von elektronischem Geld auf den Informationsgehalt von monetären Größen auswirken, die für die Geldpolitik im Hinblick auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität relevant sind.

### **Bewahrung der Recheneinheit**

Es besteht das Risiko, dass der Einsatz von elektronischem Geld zur Entstehung mehrerer Recheneinheiten in einer Volkswirtschaft beiträgt. Wenn die Ausgabe von elektronischem Geld keinen gesetzlichen Regeln unterliegt, könnten Emittenten versucht sein, elektronisches Geld in übermäßigem Umfang auszugeben, um durch die Platzierung dieser Mittel Gewinne zu erzielen. Mit der Zeit könnte der Markt die Kreditwürdigkeit jener E-Geld-Emittenten, die extrem risikoreich agieren, differenziert bewerten, was letztlich zum Handel von E-Geld-Instrumenten zu unterschiedlichen Kursen führen könnte. Dies

käme einer Unterminierung der Funktion des Geldes als einzige Recheneinheit, und damit als gemeinsamer finanzieller Nenner für die ganze Volkswirtschaft, gleich.

Diesen Problemen kann durch die Einführung einer Rückerstattungspflicht für E-Geld-Emittenten begegnet werden. Wenn privat ausgegebenes elektronisches Geld jederzeit zum Nennwert gegen Zentralbankgeld zurückerstattet werden muss, entsteht eine enge Bindung zwischen elektronischem Geld und Zentralbankgeld.

### **Bewahrung der Steuerung von Geldmarktsätzen durch die Zentralbanken**

Eine weitgehende Substituierung von Zentralbankgeld durch privat emittiertes elektronisches Geld könnte die Bilanzen der Zentralbanken verkürzen, was sich wiederum auf die Umsetzung der Geldpolitik auswirken könnte. Normalerweise steuern die Zentralbanken die Zinssätze am Geldmarkt durch die Festlegung der Bedingungen, unter denen sie den Geldmarkt mit Liquidität ausstatten oder ihm Liquidität entziehen (siehe Artikel „Der Handlungsrahmen des Eurosystems: Beschreibung und erste Beurteilung“ im Monatsbericht vom Mai 1999). Einige Beobachter meinen, dass E-Geld den Einfluss der Zentralbanken auf sehr kurzfristige Zinssätze reduzieren könnte. Ihrer Ansicht nach könnte die Substitution des Bargeldumlaufs die Bilanzen der Zentralbanken in einem solchen Ausmaß verkürzen, dass diese nicht mehr zur Steuerung der Geldmarktsätze in der Lage wären.

Durch eine potenzielle Bilanzverkürzung könnten auch die Gewinne der Zentralbanken auf Grund einer Verringerung der Seigniorage schrumpfen. Im Extremfall könnte dies die finanzielle Unabhängigkeit der Zentralbanken beeinträchtigen. Schlussendlich ist auch ein Infragestellen der politischen Unabhängigkeit der Zentralbanken nicht auszuschließen, vor allem in jenen Ländern, in denen die Unabhängigkeit der Zentralbank nicht klar in der Verfassung verankert ist.

Um auch weiterhin zur Steuerung der Geldmarktsätze in der Lage zu sein, könnten die Zentralbanken Maßnahmen ergreifen, um ihr Bilanzvolumen im Großen und Ganzen zu halten, indem sie den Bargeldumlauf durch andere Arten von Verbindlichkeiten ersetzen. Eine besondere Kategorie der Verbindlichkeiten in Zentralbankbilanzen stellen die Mindestreserven dar; die Zentralbanken könnten also erwägen, auch E-Geld-Emittenten der Mindestreservepflicht zu unterwerfen. Abgesehen davon könnten die Zentralbanken selbst elektronisches Geld ausgeben.

Die potenziellen Auswirkungen einer raschen Verbreitung elektronischen Geldes auf die Steuerung der kurzfristigen Geldmarktzinsen sollten jedoch nicht überbewertet werden. Das Vertrauen in Zentralbankgeld sollte immer groß sein, schon allein auf Grund der Tatsache, dass es von einer öffentlichen Institution ausgegeben bzw. gesichert wird. Man kann also davon ausgehen, dass Zentralbankgeld unter privaten Akteuren seinen Wert als risikoloses Verrechnungsmittel behalten wird. Solange sich die Marktteilnehmer letztlich bei den Zentralbanken refinanzieren müssen, wird auch deren Einfluss auf Geldmarktsätze erhalten bleiben.

### **Sicherstellung der Effektivität der geldpolitischen Strategie**

Elektronisches Geld kann auch den Informationsgehalt der von den Zentralbanken zur Bewertung aktueller wirtschaftlicher Entwicklungen und der damit verbundenen Risiken für die Preisstabilität gewählten Indikatoren beeinflussen. In diesem Zusammenhang ist die EZB gerüstet, jeglichen Anstieg des E-Geld-Umlaufs zu berücksichtigen. In der Geld- und Bankenstatistik der EZB ist von Monetären Finanzinstituten (MFIs) emittiertes elektronisches Geld Teil der Geldmengenaggregate, auf welche sich die Analysen im Rahmen der ersten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB konzentrieren. Sollten in Zukunft auch Nicht-MFIs elektronisches Geld ausgeben, so wäre es der EZB möglich, auch von diesen Emittenten statistische Daten zu erheben und damit diese Emissionen in ihre Analysen einzubinden.

Eine rasche Entwicklung des elektronischen Geldes könnte sich auf verschiedene Komponenten der Geldmengenaggregate und die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes auswirken. Würde etwa elektronisches Geld für effizientere Zahlungsstrukturen in einer Volkswirtschaft sorgen, so könnte es damit die Umlaufgeschwindigkeit von Geldmengenaggregaten beschleunigen. Diese Effekte müssten im Falle ihres Eintretens in der Analyse und Interpretation der monetären Entwicklung Berücksichtigung finden.

## **4 Überwachung von E-Geld-Systemen, Bankenaufsicht und der gemeinschaftsrechtliche Rahmen**

### **Das Interesse des Eurosystems an elektronischem Geld**

Da die Umlaufmenge von elektronischem Geld nach wie vor sehr gering ist, hat sie derzeit auch keine unmittelbare Auswirkung auf die Geldpolitik. Angesichts des hohen Wachstumspotenzials erachtete es die EZB allerdings für wichtig, einen rechtlichen Rahmen für die Ausgabe von elektronischem Geld zu schaffen, um sicherzustellen, dass den

Bedürfnissen der Geldpolitik angemessen Rechnung getragen wird.

Das Interesse des Eurosystems an elektronischem Geld steht nicht nur mit den im vorangegangenen Abschnitt erwähnten geldpolitischen Überlegungen im Zusammenhang; es ergibt sich auch aus der zentralen Aufgabe des Eurosystems, das reibungslose Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme zu gewährleisten, sowie aus der Unterstützung, die

### Kasten 3

#### Die E-Geld-Politik des Eurosystems

Der „Bericht über elektronisches Geld“ der EZB vom August 1998 beschreibt die E-Geld-Politik des Eurosystems. Weiterführende Erläuterungen enthält die offizielle Stellungnahme der EZB zum Entwurf von gemeinschaftlichen Bestimmungen über elektronisches Geld.<sup>1</sup> Auf der Basis von Überlegungen hinsichtlich Geldpolitik, Zahlungsverkehrssystemen und Aufsicht werden in dem Bericht sieben Mindestanforderungen für E-Geld-Systeme sowie zwei wünschenswerte Ziele formuliert.

Die Mindestanforderungen lauten folgendermaßen:

- i) E-Geld-Emittenten müssen der Bankenaufsicht unterliegen.
- ii) E-Geld-Systeme müssen soliden und transparenten Rechtsvorschriften unterliegen.
- iii) E-Geld-Systeme müssen angemessene technische, organisatorische und verfahrensmäßige Sicherungen aufweisen, um Sicherheitsrisiken für das System – insbesondere das Fälschungsrisiko – zu vermeiden, in Grenzen zu halten und aufzudecken.
- iv) Dem Schutz vor Missbrauch muss bei der Entwicklung und Implementierung von E-Geld-Systemen Rechnung getragen werden.
- v) E-Geld-Systeme müssen der jeweiligen Zentralbank alle für die Zwecke der Geldpolitik erforderlichen Informationen zur Verfügung stellen.
- vi) Die Emittenten von E-Geld müssen gesetzlich verpflichtet werden, dieses auf Wunsch zum Nennwert gegen Zentralbankgeld zurückzuerstatten.
- vii) Die EZB muss die Möglichkeit haben, Mindestreservepflichten für alle Emittenten von E-Geld einzuführen.

Die wünschenswerten Ziele beziehen sich in erster Linie auf das reibungslose Funktionieren von Zahlungsverkehrssystemen, die Aufsicht über Kreditinstitute und die Stabilität des Finanzsystems und lauten folgendermaßen:

- i) Interoperabilität von E-Geld-Systemen und
- ii) Garantie-, Versicherungs- oder Haftungsverbundsysteme für E-Geld-Produkte.

<sup>1</sup> Stellungnahme der Europäischen Zentralbank vom 18. Januar 1999 auf Anfrage des Rates der Europäischen Union gemäß Artikel 105 Abs. 4 des Vertrages zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft und Artikel 4 (a) der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank zu (1) einem Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten und zu (2) einem Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Novellierung der Richtlinie 77/780/EWG zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute (EZB/1999/1, veröffentlicht im Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften, C 189, 6. Juli 1999).

das Eurosystem den für die Aufsicht über Kreditinstitute und den für die Stabilität des Finanzsystems zuständigen Behörden bietet.

Obwohl durch die Verwendung von elektronischem Geld im Massenzahlungsverkehr Möglichkeiten zu Effizienzsteigerungen entstehen, darf das reibungslose Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme oder die Stabilität des Finanzsystems dadurch nicht gefährdet werden. Darüber hinaus können Effizienzsteigerungen nur dann tatsächlich erreicht werden, wenn Maßnahmen getroffen werden, um das Vertrauen der Konsumenten in elektronisches Geld sicherzustellen; mit anderen Worten, E-Geld

muss als zuverlässiges Zahlungsmittel angesehen werden. In diesem Zusammenhang besteht eine Reihe von Risiken. So könnten etwa das Auftauchen von Falschgeld, größere technische Pannen, das Missmanagement des „Floats“ (d. h. unzureichende Verwaltung der E-Geld-Gegenwerte) und letztendlich der Konkurs von E-Geld-Instituten die Glaubwürdigkeit verschiedener E-Geld-Systeme nachhaltig erschüttern und sich unter Umständen auch auf andere elektronische Zahlungsprodukte negativ auswirken.

Die Schaffung eines rechtlichen Rahmens ist daher unumgänglich. Dieser soll gewährleisten, dass nur sichere, effiziente E-Geld-Systeme



## Kasten 4

### Die Kernpunkte des neuen aufsichtlichen Rahmens für E-Geld-Institute

Der neue aufsichtliche Rahmen für E-Geld-Institute ist in zwei vor kurzem verabschiedeten Richtlinien festgelegt: in der Richtlinie 2000/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten und in der Richtlinie 2000/28/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2000/12/EG über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute.

Gemäß der Richtlinie 2000/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten zählen die folgenden Punkte zu den Kernelementen des neuen Regelwerks:

- i) *Beschränkung des Tätigkeitsbereichs.* Artikel 1 beschränkt die Geschäftstätigkeit von E-Geld-Instituten auf die Ausgabe elektronischen Geldes, die Erbringung eng damit verknüpfter Dienstleistungen finanzieller und nichtfinanzieller Art und die Ausgabe und Verwaltung anderer Zahlungsmittel mit Ausnahme der Gewährung jeglicher Form von Kredit. Die Geschäftstätigkeit von E-Geld-Instituten beinhaltet außerdem die Speicherung von Daten auf dem Datenträger im Auftrag anderer Unternehmen oder öffentlicher Einrichtungen.
- ii) *Anwendung der Bankrechtskoordinierungsrichtlinien.* Artikel 2 legt fest, dass, soweit nicht ausdrücklich etwas anderes vorgesehen ist, nur zwei EU-Richtlinien für E-Geld-Institute gelten, und zwar eine Reihe von Bestimmungen der Richtlinie 2000/12/EG über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und die Richtlinie 91/308/EWG über Geldwäsche.
- iii) *Rücktauschbarkeit.* Artikel 3 schreibt vor, dass der Inhaber von elektronischem Geld während der Gültigkeitsdauer von der ausgebenden Stelle den Rücktausch zum Nennwert in Münzen und Banknoten oder in Form einer Überweisung auf ein Konto verlangen kann, ohne dass der Emittent dafür andere als die zur Durchführung dieses Vorgangs unbedingt erforderlichen Kosten in Rechnung stellen darf. Im Vertrag zwischen der ausgebenden Stelle und dem Inhaber sind die Rücktauschbedingungen eindeutig zu nennen. Ferner kann der Vertrag einen Mindestrücktauschbetrag vorsehen, der 10 € nicht überschreiten darf.
- iv) *Anforderungen an das Anfangskapital und das laufende Eigenkapital.* Das vorgeschriebene Anfangskapital und das laufende Mindesteigenkapital für E-Geld-Institute beträgt 1 000 000 €, überdies werden die Eigenmittelanforderungen kontinuierlich angepasst (Artikel 4).
- v) *Kapitalanlagebeschränkungen.* Artikel 5 verpflichtet E-Geld-Institute, Gelder mindestens in Höhe des Betrags ihrer Verbindlichkeiten auf Grund des noch nicht in Anspruch genommenen elektronischen Geldes in höchst liquide Aktiva anzulegen, für die ein Risikogewicht von 0 % oder, je nach quantitativen Beschränkungen, von 20 % gilt.<sup>1</sup> Auch die Verwendung von derivativen Instrumenten durch E-Geld-Institute ist nur eingeschränkt zulässig, nämlich dann, wenn die Absicherung gegen Marktrisiken beabsichtigt ist. Die Mitgliedstaaten legen angemessene Grenzen für die Marktrisiken fest, die E-Geld-Institute bei den Anlagen eingehen dürfen.
- vi) *Die Kontrolle spezifischer Anforderungen betreffend Anfangskapital, laufendes Eigenkapital, Beschränkungen von Kapitalanlagen und Marktrisiken durch die zuständigen Behörden muss mindestens zwei Mal jährlich vorgenommen werden (Artikel 6).*

<sup>1</sup> Anlagen in Aktiva, für die nicht ein Risikogewicht von 0 % gilt, dürfen das Zwanzigfache der Eigenmittel des E-Geld-Instituts nicht übersteigen; diese beinhalten etwa Sichteinlagen bei Kreditinstituten der Zone A und andere hinreichend liquide Schuldverschreibungen, die von den zuständigen Behörden als zulässige Anlagen gemäß Artikel 2 Abs. 12 der Richtlinie 93/6/EWG anerkannt werden (d. h. Anlagen, für die gemäß der Solvabilitätsrichtlinie ein Risikogewicht von 20 % gilt, Schuldverschreibungen, die von in der EU ansässigen Wertpapierfirmen oder anerkannten Wertpapierfirmen aus Drittländern ausgegeben werden sowie Schuldverschreibungen, die zumindest auf einem geregelten Markt in der EU oder einer anerkannten Börse in einem Drittland gehandelt werden, vorausgesetzt sie sind hinreichend liquide und wegen der Solvenz des Emittenten mit einem Ausfallrisiko behaftet, das vergleichbar mit jenem oder niedriger als jenes der Aktiva mit einem Risikogewicht von 20 % im Zusammenhang mit der Solvabilitätsrichtlinie ist).

vii) *Solide und umsichtige Geschäftsführung, der Sorgfaltspflicht genügende Verwaltungs- und Rechnungslegungsverfahren und angemessene interne Kontrollmechanismen* (Artikel 7).

viii) *Freistellung*. Die Mitgliedstaaten können zulassen, dass ihre zuständigen Behörden E-Geld-Institute von der Anwendung einiger oder aller Vorschriften der Richtlinien 2000/46/EG und 2000/28/EG freistellen, wenn auf dem Speichermedium ein Höchstbetrag von 150 € gespeichert werden kann und eine der folgenden Bedingungen erfüllt ist: (a) Der Gesamtbetrag der Verbindlichkeiten auf Grund des noch nicht in Anspruch genommenen elektronischen Geldes liegt üblicherweise nicht über 5 Mio € und überschreitet nie 6 Mio €; (b) Transaktionen mit elektronischem Geld finden nur innerhalb jener Gruppe statt, zu der das E-Geld-Institut gehört; oder (c) das Geschäft mit elektronischem Geld beschränkt sich auf ein bestimmtes Gebiet, bzw. das von dem E-Geld-Institut ausgegebene elektronische Geld wird nur von Unternehmen als Zahlungsmittel akzeptiert, die enge finanzielle oder geschäftliche Verbindungen mit dem E-Geld-Institut unterhalten, wie etwa ein gemeinsames Marketing- oder Vertriebssystem. Ein E-Geld-Institut, dem eine Freistellung gewährt wurde, kann die in der Richtlinie 2000/12/EG vorgesehenen Bestimmungen über gegenseitige Anerkennung nicht in Anspruch nehmen.

In der Richtlinie wird festgehalten, dass eine Revision der Freistellung notwendig werden könnte. Auch die Maßnahmen zum Schutz der Inhaber von elektronischem Geld könnten abgeändert werden, etwa durch die Einführung eines Garantiesystems. Die Kommission soll dem Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat innerhalb von 54 Monaten nach Veröffentlichung der Richtlinie einen Bericht zu diesen Punkten sowie etwaige Änderungsvorschläge vorlegen.

Die Richtlinie 2000/28/EG des Europäischen Parlaments und des Rates zur Änderung der Richtlinie 2000/12/EG über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute

- i) ändert die Definition von „Kreditinstitut“ durch die Einbindung von E-Geld-Instituten. Zusammen mit Artikel 19.1 der Satzung des ESZB, der die EZB ermächtigt, in Mitgliedstaaten ansässigen „Kreditinstituten“ die Haltung von Mindestreserven vorzuschreiben, und der in Artikel 1 der zuvor angeführten Richtlinie 2000/46/EG festgelegten Beschränkung der Ausgabe von elektronischem Geld auf Kreditinstitute impliziert diese Bestimmung, dass die EZB allen Emittenten von elektronischem Geld Mindestreservepflichten auferlegen kann und
- ii) legt fest, dass die Verpflichtung zum Rücktausch auch auf traditionelle Kreditinstitute, die elektronisches Geld ausgeben, Anwendung findet.

me und solide Emittenten auf dem Markt sind und dass für die verschiedenen Anbieter gleiche Wettbewerbsbedingungen herrschen. Außerdem würde ein derartiger Rahmen angesichts der möglichen Ausbreitung von E-Geld-Systemen dazu beitragen, die Stabilität des Finanzsystems zu bewahren. Detaillierte Ausführungen zur E-Geld-Politik des Eurosystems sind Kasten 3 zu entnehmen.

### **Elektronisches Geld und Zahlungssystemaufsicht**

Die in Kasten 3 dargestellten Mindestanforderungen und wünschenswerten Ziele dienen

unter anderem den Zentralbanken des Eurosystems als generelle Richtschnur bei der Beaufsichtigung von E-Geld-Systemen. Für die Zahlungssystemaufsicht gelten insbesondere zwei Ziele: Stabilität und Effizienz.

Derzeit widmet das Eurosystem im Rahmen seiner Aufsichtspflichten hinsichtlich E-Geld-Systemen der technischen Sicherheit dieser Systeme besondere Aufmerksamkeit. Die technische Sicherheit ist für die Zuverlässigkeit der Systeme und den Schutz gegen Missbrauch unabdingbar. Zudem trägt angemessene Sicherheit auch zur Interoperabilität bei, was wiederum eine Effizienzsteigerung bewirkt. Das Eurosystem untersucht derzeit, welche Sicherheitsmaßnahmen

von E-Geld-Instituten getroffen und welche Marktinitiativen in diesem Bereich unternommen wurden. Ausgehend davon wird das Eurosystem die Durchführbarkeit und Zweckmäßigkeit eines gemeinsamen Vorgehens in der Frage der Sicherheitsstandards für E-Geld-Systeme bewerten.

Um die Effizienz von Zahlungsverkehrssystemen zu gewährleisten, ist es grundsätzlich erforderlich, dass sich Skalenvorteile und Wettbewerb die Waage halten. Dies gilt auch für E-Geld-Systeme. Dieses Ziel wird im Normalfall durch Zusammenarbeit zwischen den Systembetreibern zur Vermeidung unnötiger Doppelgleisigkeiten und durch Interoperabilität – speziell durch die Anwendung gemeinsamer Standards – erreicht. Der Grad der Interoperabilität sollte groß genug sein, um die Wahlmöglichkeiten für Kunden zu erweitern, unnötige Kosten für Händler zu vermeiden und die allgemeine Effizienz zu steigern. Die Kompatibilität von Standards und die daraus resultierende Interoperabilität würden sowohl Kunden als auch Händlern eine größere Freiheit bei der Wahl der E-Geld-Institute einräumen, wodurch auch Wettbewerb und Produktinnovation gefördert würden.

#### **Der neue aufsichtliche Rahmen für E-Geld-Institute**

Die in den Mitgliedstaaten der EU geltenden rechtlichen Rahmenbedingungen für elektronisches Geld waren bis vor kurzem von einem geringen Maß an Harmonisierung gekennzeichnet. Die jüngst verabschiedeten EU-Rechtsbestimmungen über elektronisches Geld bieten nun einen umfassenden und harmonisierten Gesetzesrahmen, der den Auffassungen des Eurosystems in fast allen Bereichen entspricht.

## **5 Schlussbemerkungen**

Elektronisches Geld hat das Potenzial, eine wesentliche Rolle im Finanzsystem des Euro-Währungsgebiets zu übernehmen. Die Entwicklung von elektronischem Geld im Euro-

Der neue aufsichtliche Rahmen beschränkt die Ausgabe von elektronischem Geld auf Kreditinstitute im herkömmlichen Sinn und eine neue Form von Kreditinstituten, so genannte E-Geld-Institute (ELMIs, electronic money institutions). Unter ELMIs versteht man Institute, die sich auf das Geschäft mit elektronischem Geld spezialisiert haben. Wegen der besonderen Art ihrer Tätigkeit und der daraus erwachsenden Risiken wurde für sie ein spezifischer aufsichtlicher Rahmen definiert. Darüber hinaus wird es den ELMIs durch die Anwendung von Bestimmungen der Richtlinie über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute möglich sein, ihre Geschäfte dank der gegenseitigen Anerkennung EU-weit zu tätigen.

Kasten 4 enthält eine Darstellung der weiteren Kernpunkte der neuen Bestimmungen für E-Geld-Institute gemäß den E-Geld-Richtlinien.

Den Anliegen der EZB wird in dem neuen Regelwerk weitestgehend Rechnung getragen. Allerdings räumt die Richtlinie 2000/46/EG den nationalen Behörden das Recht ein, unter bestimmten Bedingungen und innerhalb gewisser Grenzen die Emittenten von E-Geld von einigen Bestimmungen freizustellen. Die EZB erachtet eine sorgfältige Umsetzung der Freistellung in nationalen Gesetzen und die restriktive Gewährung von Freistellungen für E-Geld-Emittenten für unerlässlich. Zudem würde die EZB ein Mindestmaß an Harmonisierung bei der Festlegung von Marktrisikobeschränkungen begrüßen. Hier könnte die Anwendung der Richtlinie 93/6/EWG über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten ein denkbarer Ansatz sein.

raum wird durch Marktkräfte bestimmt werden und den Wettbewerb zwischen E-Geld und traditionellen Instrumenten des Massenzahlungsverkehrs einerseits und unter den

verschiedenen E-Geld-Emittenten andererseits widerspiegeln. Folglich ist die Zukunft des elektronischen Geldes nur schwer vorherzusagen. Laut EZB-Statistiken ist der Einsatz von E-Geld im Euroraum bis jetzt sehr begrenzt. Angesichts der Erfahrungen mit anderen Zahlungsmitteln erscheint es durchaus möglich, dass elektronisches Geld zunehmend verwendet wird, sobald eine kritische Masse erreicht wird.

Durch die Entwicklung von elektronischem Geld ergeben sich Fragen bezüglich Geldpolitik, Zahlungssystemaufsicht sowie der Aufsicht über Finanzintermediäre. Im Allgemeinen bietet das Regelwerk, das derzeit EU-weit umgesetzt wird, angemessene Sicherheitsmechanismen in diesen drei Bereichen. Damit dieser rechtliche Rahmen seinen Zweck erfüllen kann, sollten die Mitgliedstaaten allerdings von ihrem in den Richtlinien vorgesehenen Recht, E-Geld-Institute von Vorschriften freizustellen, nur in sehr beschränktem Ausmaß Gebrauch machen.

Aus geldpolitischer Sicht ist die Rückerstattungspflicht für elektronisches Geld unerlässlich um sicherzustellen, dass die Entwicklung von E-Geld nicht die Funktion des Geldes als Recheneinheit gefährdet. Durch seine Rolle als gemeinsame Recheneinheit, in der Preise

festgelegt werden, erleichtert das Geld die Preisbildung ganz wesentlich. Außerdem ist die EZB in der Lage, Daten über elektronisches Geld zu erheben und Mindestreservevorschriften für E-Geld-Emittenten zu erlassen. Unter Berücksichtigung all dieser Tatsachen erwartet die EZB nicht, dass ihre Steuerungsmöglichkeiten im Hinblick auf die Erfüllung des vorrangigen Ziels der Preisstabilität durch die Entwicklung des elektronischen Geldes beeinträchtigt werden könnten.

Vom Standpunkt der Bankenaufsicht besteht der wichtigste Aspekt in der Entwicklung von E-Geld darin, dass die kürzlich erstellten rechtlichen und aufsichtlichen Rahmenbedingungen hinreichend Gewähr für eine solide Geschäftspraxis seitens der E-Geld-Emittenten bieten.

Während sich die E-Geld-Richtlinien in erster Linie mit der Integrität und sorgfältigen Geschäftsführung von *Emittenten* beschäftigen, konzentriert sich das Eurosystem in der Zahlungssystemaufsicht auf das zuverlässige und effiziente Funktionieren von E-Geld-Systemen. Der technischen Sicherheit von E-Geld-Systemen und ihrer Interoperabilität innerhalb des Euroraums schenkt das Eurosystem besondere Aufmerksamkeit.

