



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

MONATSBERICHT 10 JAHRE EZB

# 1998 – 2008

MONATSBERICHT  
10 JAHRE EZB

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK  
DIE ERSTEN ZEHN JAHRE



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



Auf allen Veröffentlichungen der EZB ist im Jahr 2008 ein Ausschnitt der 10-€-Banknote abgebildet.

## MONATSBERICHT 10 JAHRE EZB





© Europäische Zentralbank, 2008

**Anschrift**

Kaiserstraße 29  
D-60311 Frankfurt am Main

**Postanschrift**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

**Fax**

+49 69 1344 6000

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

*Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.*

*Fotografien:*

*ESKQ  
EUMETSAT  
Claudio Hils  
Martin Joppen*

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 9. April 2008.*

ISSN 1561-0292 (Druckversion)  
ISSN 1725-2954 (Online-Version)



# INHALT

|   |            |  |            |
|---|------------|--|------------|
| <b>VORWORT</b>                              | <b>5</b>   | Kästen:                                    |            |
|   |            | Modelle der Wirtschaft im                  |            |
| <b>HISTORISCHER RAHMEN</b>                  | <b>8</b>   | Euro-Währungsgebiet                        | <b>38</b>  |
|   |            | Wichtige Kommunikationsmittel und          |            |
| <b>EINLEITUNG</b>                           | <b>11</b>  | -kanäle der EZB                            | <b>54</b>  |
|   |            | Der Sicherheitenrahmen des Eurosystems     | <b>58</b>  |
|   |            | Der Transmissionsmechanismus der           |            |
| <b>DER INSTITUTIONELLE RAHMEN</b>           |            | Geldpolitik                                | <b>63</b>  |
| <b>UND DIE FUNKTIONSWEISE DES</b>           |            | Inflationspersistenz und die Determinanten |            |
| <b>EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>                 | <b>23</b>  | der Lohnentwicklung                        | <b>88</b>  |
|   |            | Vorläufige Ergebnisse der EZB-Unter-       |            |
| <b>DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB</b> | <b>35</b>  | suchungen zur Finanzmarktentwicklung       | <b>117</b> |
| <b>UND IHRE DURCHFÜHRUNG</b>                |            | Die Rolle des Harmonisierten               |            |
|   |            | Verbraucherpreisindex                      | <b>154</b> |
| <b>WIRTSCHAFTSPOLITISCHE HERAUS-</b>        | <b>71</b>  |  |            |
| <b>FORDERUNGEN UND ERWEITERUNG</b>          |            |  |            |
| <b>DER EINFLUSS DES EURO AUF</b>            |            |  |            |
| <b>HANDELS- UND KAPITALSTRÖME UND</b>       |            |  |            |
| <b>SEINE INTERNATIONALE ROLLE</b>           | <b>99</b>  |  |            |
| <b>FINANZMARKTINTEGRATION</b>               | <b>113</b> |  |            |
| <b>FINANZSTABILITÄT UND ÜBERWACHUNG</b>     |            |  |            |
| <b>DES ZAHLUNGSVERKEHRS</b>                 | <b>133</b> |  |            |
| <b>STATISTIK</b>                            | <b>151</b> |  |            |
| <b>EURO-BANKNOTEN – GREIFBARE SYMBOLE</b>   |            |  |            |
| <b>DER EUROPÄISCHEN INTEGRATION</b>         | <b>159</b> |  |            |
| <b>SCHLUSSBEMERKUNGEN</b>                   | <b>165</b> |  |            |
| <b>ANHANG</b>                               |            |  |            |
| 10 Jahre Statistik des Euro-Währungs-       |            |  |            |
| gebiets und der Vergleich mit anderen       |            |  |            |
| großen Wirtschaftsräumen                    | <b>169</b> |  |            |

## ABKÜRZUNGEN

### LÄNDER

|    |                       |    |                        |
|----|-----------------------|----|------------------------|
| BE | Belgien               | LU | Luxemburg              |
| BG | Bulgarien             | HU | Ungarn                 |
| CZ | Tschechische Republik | MT | Malta                  |
| DK | Dänemark              | NL | Niederlande            |
| DE | Deutschland           | AT | Österreich             |
| EE | Estland               | PL | Polen                  |
| IE | Irland                | PT | Portugal               |
| GR | Griechenland          | RO | Rumänien               |
| ES | Spanien               | SI | Slowenien              |
| FR | Frankreich            | SK | Slowakei               |
| IT | Italien               | FI | Finnland               |
| CY | Zypern                | SE | Schweden               |
| LV | Lettland              | UK | Vereinigtes Königreich |
| LT | Litauen               | JP | Japan                  |
|    |                       | US | Vereinigte Staaten     |

### SONSTIGE

|             |   |
|-------------|---|
| BIP         | Bruttoinlandsprodukt  |
| BIZ         | Bank für Internationalen Zahlungsausgleich  |
| BPM5        | Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)   |
| cif         | Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes        |
| EPI         | Erzeugerpreisindex  |
| ESVG 95     | Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995                                   |
| ESZB        | Europäisches System der Zentralbanken   |
| EU          | Europäische Union   |
| EUR         | Euro  |
| EWI         | Europäisches Währungsinstitut   |
| EWK         | Effektiver Wechselkurs  |
| EZB         | Europäische Zentralbank   |
| fob         | Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes  |
| HVPI        | Harmonisierter Verbraucherpreisindex  |
| HWWI        | Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut   |
| IAO         | Internationale Arbeitsorganisation  |
| IWF         | Internationaler Währungsfonds   |
| LSK/VG      | Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe   |
| LSK/GW      | Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft   |
| MFI         | Monetäres Finanzinstitut  |
| NACE Rev. 1 | Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung) |
| NZB         | Nationale Zentralbank   |
| OECD        | Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung                                   |
| SITC Rev. 3 | Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)                           |
| VPI         | Verbraucherpreisindex   |
| WWU         | Wirtschafts- und Währungsunion  |

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

## VORWORT



Die Europäische Zentralbank (EZB) wurde am 1. Juni 1998 errichtet. Sie ist die unabhängige Zentralbank für Europas einheitliche Währung, den Euro, der im Januar 1999 eingeführt wurde. Eine gemeinsame Währung für eine Gruppe von Ländern ist ohne eine gemeinsame Zentralbank und ohne ein gemeinsames System der Zentralbanken nicht möglich. Daher erhielten die EZB und das Europäische System der Zentralbanken (ESZB), das sich aus der EZB und den nationalen Zentralbanken (NZBen) aller Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) zusammensetzt, den Auftrag, Preisstabilität zu gewährleisten und die Glaubwürdigkeit des Euro zu sichern.

Im Mai 1998 traf der Europäische Rat eine der weitreichendsten Entscheidungen in der Geschichte der europäischen Integration. Die Staats- und Regierungschefs der EU beschlossen, dass elf Mitgliedstaaten die Voraussetzungen für die Einführung des Euro erfüllten. Diese Entscheidung stellt einen Meilenstein dar; sie geht auf den Maastricht-Vertrag aus dem Jahr 1992 zurück, der den institutionellen Rahmen des ESZB festlegte. Durch diesen

Vertrag wird die geldpolitische Beschlussfassung auf eine supranationale Ebene verlagert und gegen jeglichen Druck, einschließlich des von Regierungen ausgehenden Drucks, abgeschirmt, wodurch die vollständige Unabhängigkeit der EZB sichergestellt wird. Er überträgt der EZB auch das ausschließliche Recht, die Ausgabe von Euro-Banknoten zu genehmigen.

Bei den Verhandlungen und der Ratifizierung des Maastricht-Vertrags durch die nationalen Parlamente war man davon ausgegangen, dass alle EU-Mitgliedstaaten zu gegebener Zeit die einheitliche Währung einführen werden und dass das ESZB alle den Euro betreffenden Aufgaben ausführen wird. Bis zu diesem Zeitpunkt ist jedoch eine Gruppe von Zentralbanken innerhalb des ESZB – das Eurosystem, das die EZB und die Zentralbanken der Länder des Eurogebiets umfasst – der maßgebliche Akteur. Das wichtigste Beschlussorgan des Eurosystems ist der EZB-Rat, der sich aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der NZBen der Euro-Länder zusammensetzt.

Gemäß der Definition des EZB-Rats herrscht Preisstabilität bei einer positiven Inflationsrate von unter 2 %. Der Rat hat des Weiteren bekannt gegeben, dass er auf mittlere Sicht eine Preissteigerungsrate von unter, aber nahe 2 % anstrebt. Diese Vorgabe im Hinblick auf Preisstabilität wird seit fast zehn Jahren im Großen und Ganzen erfüllt, obwohl die in Europa und der übrigen Welt spürbaren kräftigen Erhöhungen der globalen Rohstoffpreise – die außerhalb des unmittelbaren Einflussbereichs der Geldpolitik liegen – zu einer durchschnittlichen Inflationsrate von knapp über 2 % seit der Euro-Einführung geführt haben. Angesichts der zahlreichen Schocks in diesem Zeitraum und der Vorgeschichte der an der Währungsunion teilnehmenden Volkswirtschaften ist dies ein bemerkenswertes Ergebnis. In den Jahrzehnten vor der Einführung des Euro war die durchschnittliche jährliche Preissteigerungsrate in den jeweiligen Ländern deutlich höher als im Eurogebiet in den letzten zehn Jahren.

Stabile Preise sind von entscheidender Bedeutung, und das nicht nur, weil sie den Wert der Einkünfte





aller Bürger – insbesondere die der sozial schwächsten mit den geringsten Einkommen – schützen, sondern auch, weil stabile Preise und Glaubwürdigkeit im Hinblick auf die Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht Voraussetzungen für nachhaltiges Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen sind. Durch die Verankerung der Inflationserwartungen auf niedrigem Niveau im Einklang mit ihrer Definition von Preisstabilität hat die EZB die Inflationsrisikoprämien verringert und ein finanzielles Umfeld geschaffen, das dem Wirtschaftswachstum und einem Zuwachs an Arbeitsplätzen förderlich ist. Im Zeitraum von der Euro-Einführung bis Ende 2007 sind im Euroraum mehr als 15 Millionen neuer Arbeitsplätze entstanden, und die Arbeitslosenquote hat ihren niedrigsten Stand seit Anfang der Achtzigerjahre erreicht.

Der Euro hat erheblich zum Funktionieren unseres großen kontinentalen Marktes und somit zur Verwirklichung eines echten Binnenmarktes beigetragen. Zudem hat er die Wirtschaft des Eurogebiets vor den zahlreichen globalen Schocks und den erheblichen Turbulenzen der vergangenen Jahre geschützt.

Es dauerte eine gewisse Zeit und bedurfte erheblicher Anstrengungen, bis dieses Ergebnis erreicht wurde, denn die EZB hat sich auf Neuland begeben, hat weitreichende Entscheidungen von großer Komplexität getroffen und diese gemeinsam mit allen Mitgliedern des Eurosystems, den nationalen Zentralbanken des Eurogebiets, umgesetzt. In den letzten Jahren bestand eine unserer zahlreichen Aufgaben darin, zu verstehen, wie die neu geschaffene Währungsunion in der Folge funktionieren würde und welche komplexen Prozesse beim Übergang eines großen Wirtschaftsraums zu einer vollständigen wirtschaftlichen und monetären Union ablaufen würden.

Die vorliegende Sonderausgabe des Monatsberichts bietet einen Rückblick auf die Arbeit der EZB in den bedeutsamen letzten zehn Jahren, wobei einige besonders schwierige Entwicklungen in dieser Zeit betrachtet und die Herausforderungen, denen sich die EZB und das Eurogebiet zu Beginn des zweiten Jahrzehnts ihres Bestehens stellen müssen, analysiert werden.

Zu diesen Herausforderungen zählt vor allem die Erhöhung der Flexibilität und der Anpassungsfähigkeit des Euroraums durch die Verbesserung der Struktur- und Finanzpolitik; ferner gilt es, das Wachstumspotenzial des Euro-Währungsgebiets zu steigern. Wir stehen vor der dauerhaften Notwendigkeit, die laufenden Veränderungen in der Volkswirtschaft zu verstehen und unsere Instrumente entsprechend anzupassen, um so die Antriebskräfte der zukünftigen Inflation zu ermitteln. Zum Erhalt ihrer Glaubwürdigkeit muss die Geldpolitik ständig wachsam sein und die Inflationserwartungen im Einklang mit unserer Definition von Preisstabilität halten. Zudem müssen wir erarbeiten, wie wir uns bestmöglich auf künftige Erweiterungen des Eurogebiets vorbereiten können.

Die Errungenschaften der letzten zehn Jahre sind dem Weitblick und dem Engagement der ehemaligen und derzeitigen Mitglieder des EZB-Rats sowie der Energie und dem Einsatz aller Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter des Eurosystems zu verdanken. Ich möchte diese Gelegenheit nutzen und all jenen herzlich danken, die dazu beigetragen haben, eine solide Grundlage für den Euro zu schaffen. Die einheitliche Währung ist zum stolzen Symbol eines Kontinents geworden, der an Größe gewonnen hat.

Das Eurosystem arbeitet im Team für die 320 Millionen Bürgerinnen und Bürger der 15 Länder, die sich dafür entschieden haben, einen gemeinsamen Weg zu gehen. Der Euro ist unsere Währung, und die Menschen in Europa wissen, dass wir dem uns übertragenen Auftrag treu bleiben.

Allen beteiligten Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern der EZB und der NZBen gilt mein aufrichtiger Dank für ihren hervorragenden Beitrag und dafür, dass sie diese Publikation ermöglicht haben.



Jean-Claude Trichet, Präsident der EZB



**Das Direktorium im Juni 1998:**

**Hintere Reihe**  
**(von links nach rechts):**  
 Tommaso Padoa-Schioppa,  
 Otmar Issing,  
 Eugenio Domingo Solans

**Vordere Reihe**  
**(von links nach rechts):**  
 Christian Noyer (Vizepräsident),  
 Wim F. Duisenberg (Präsident),  
 Sirkka Hämäläinen



**Das Direktorium im Juni 2008:**

**Hintere Reihe**  
**(von links nach rechts):**  
 Jürgen Stark,  
 José Manuel González-Páramo,  
 Lorenzo Bini Smaghi

**Vordere Reihe**  
**(von links nach rechts):**  
 Gertrude Tumpel-Gugerell,  
 Jean-Claude Trichet (Präsident),  
 Lucas D. Papademos (Vizepräsident)



## HISTORISCHER RAHMEN

Die währungspolitische Integration in Europa nahm Anfang der Sechzigerjahre ihren Anfang, als die sechs Mitglieder der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (EWG) die Zusammenarbeit in geldpolitischen Angelegenheiten aufnahmen. Aus dieser Zeit stammt auch der erste konkrete Vorschlag für eine europäische Wirtschafts- und Währungsunion, in dem gefordert wurde, die durch die Römischen Verträge geschaffene Freihandelszone bis zum Ende der Sechzigerjahre zu einer Wirtschaftsunion auszubauen. Da das internationale Währungssystem in den darauffolgenden Jahren stabil blieb, wurden allerdings keine diesbezüglichen Maßnahmen ergriffen. Erst 1969 beschlossen die Staats- und Regierungschefs der sechs Mitgliedstaaten der EWG nach einer Reihe von Wechselkurs- und Zahlungsbilanzkrisen, einen Plan für eine Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) auszuarbeiten. Diese Entscheidung führte 1970 zum Werner-Bericht, der die Schaffung einer solchen Union in drei Stufen bis 1980 vorsah. Im Jahr 1971, nach dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems fester Wechselkurse, schwand das Interesse an diesem ehrgeizigen Plan. Zugleich erkannten die europäischen Länder, dass ungezügelter Wechselkursschwankungen die weitere Handelsintegration beeinträchtigen könnten. Ein erster Schritt war die Einführung der sogenannten „Währungsschlange“ im Jahr 1972, die die Wechselkurse zwischen einigen europäischen Währungen stabilisieren sollte. Dieses System scheiterte aber an weiteren Währungsunruhen und der internationalen Rezession im Zuge der ersten Ölkrise 1973. Nachdem mehrere Währungen sich der Währungsschlange angeschlossen oder diese wieder verlassen hatten, gehörten 1977 nur noch die D-Mark, die Währungen der Benelux-Länder und die dänische Krone dem System an.

Im Jahr 1979 trieben Frankreich und Deutschland die währungspolitische Integration wieder voran, was die Schaffung des Europäischen Währungssystems (EWS) zur Folge hatte. Das EWS hatte bis zur Einführung des Euro im Jahr 1999 Bestand. Der Schwerpunkt lag auf der Koordinierung der Geldpolitiken und der Kon-

vergenz hin zu Preisstabilität, da diese einer stabilen Wechselkursentwicklung förderlich ist. In diesem Zeitraum wurden die Verbindungen zwischen Zentralbanken weiter gestärkt. Wechselkursanpassungen wurden an Verpflichtungen hinsichtlich der Konvergenz gekoppelt, um die Häufigkeit und die negativen Auswirkungen von Abwertungen zu verringern (die allerdings dennoch von Zeit zu Zeit auftraten). Kapitalverkehrskontrollen wurden aufgehoben, und in allen Ländern setzte sich zunehmend eine Politik durch, die auf eine niedrige Inflation abzielte. Auch die wirtschaftliche Integration machte große Fortschritte. Die Jahre im EWS zeigten, wie bedeutend dauerhafte nominale Konvergenz und Haushaltsdisziplin sind.

Gegen Ende der Achtzigerjahre wurde erneut diskutiert, ob eine europäische Wirtschafts- und Währungsunion machbar wäre. Der Europäische Rat beauftragte einen Expertenausschuss unter dem Vorsitz von Jacques Delors, Vorschläge zur Verwirklichung einer Wirtschafts- und Währungsunion zu unterbreiten. Der daraus resultierende „Delors-Bericht“ war die Grundlage für den Vertrag von Maastricht, der im Jahr 1992 von den Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten unterzeichnet und 1993 von allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union ratifiziert wurde. Er schuf die Voraussetzungen für die Einführung der gemeinsamen Währung etwa zehn Jahre später. Die Folgezeit wurde genutzt, um Fortschritte beim Konvergenzprozess zu erzielen und die erforderlichen institutionellen Vorkehrungen zu treffen. Das Europäische Währungsinstitut (EWI) wurde 1994 gegründet und begann mit den Vorbereitungen des regulatorischen, organisatorischen und logistischen Rahmens für das neue supranationale Zentralbanksystem. Diese Vorarbeiten waren für die Errichtung der EZB und des ESZB, für die Erfüllung ihrer Aufgaben und für die Einführung der neuen einheitlichen Währung von entscheidender Bedeutung.

Im Mai 1998 beschloss der Rat der Europäischen Union, dass elf Länder die Konvergenzkriterien, also die für die Einführung des Euro erforderlichen Voraussetzungen, erfüllten. Am

1. Juni 1998 wurden die EZB und das ESZB errichtet. Bis alle EU-Mitgliedstaaten den Euro eingeführt haben, ist das Eurosystem – das sich aus der EZB und den Zentralbanken der Länder des Eurogebiets zusammensetzt – der maßgebliche Akteur.

Von Anfang an hatten die Europäische Zentralbank und das Eurosystem gewaltige Herausforderungen zu meistern. Insbesondere musste die EZB als neue Institution Glaubwürdigkeit erlangen und das Vertrauen der Öffentlichkeit und der Finanzmärkte in ihre Fähigkeit, Preisstabilität zu gewährleisten, gewinnen. Als gänzlich neue Institution hatte sie außerdem einen Rahmen für eine effektive Zusammenarbeit mit den NZBen des Eurosystems zu schaffen. Diese Aufgaben wurden durch das völlig neue institutionelle und wirtschaftliche Umfeld zusätzlich erschwert. Tatsächlich wurde durch den Euro ein neues wirtschaftliches und finanzielles Gefüge geschaffen, dessen Merkmale noch nicht vollständig untersucht waren und dessen Auswirkungen noch nicht ganz verstanden wurden.

Diese Sonderausgabe des Monatsberichts anlässlich des 10-jährigen Bestehens blickt auf die Leistungen der EZB und des Eurosystems in den bedeutsamen letzten zehn Jahren zurück. Auch künftige Herausforderungen und mögliche Entwicklungen in den Zuständigkeitsbereichen der EZB werden in Augenschein genommen. Beim Rückblick auf die Tätigkeit der EZB und des Eurosystems sind zwei Aspekte besonders hervorzuheben:

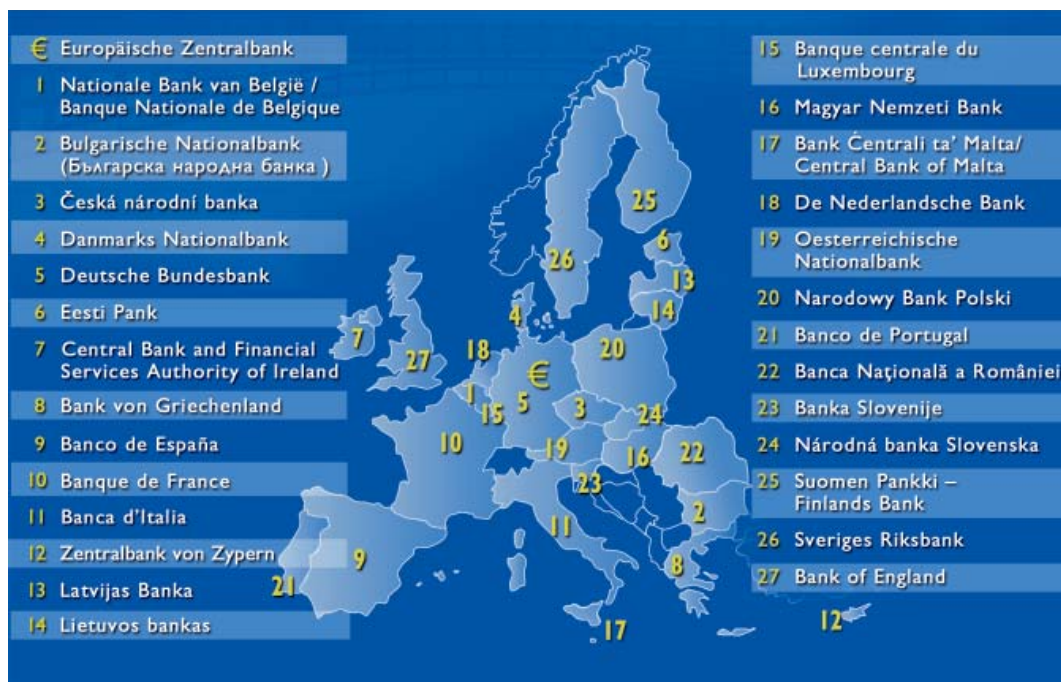
- Erstens hat sich die monetäre Integration über die Jahre hinweg parallel zur wirtschaftlichen Integration entwickelt. Der europäische Weg hin zu einer WWU ist in der Geschichte einmalig, da er auf dem Konzept eines Binnenmarkts für souveräne Staaten basiert. In der Vergangenheit ging der Schaffung einer Währungsunion meist die Errichtung einer politischen Union (eines Nationalstaates) voran, die den Weg für die Gründung eines Binnenmarkts mit einheitlichen Bedingungen für Unternehmen und private

Haushalte ebnete. Der Euro dürfte sich günstig auf die Förderung der weiteren wirtschaftlichen und finanziellen Integration auswirken. Dieser Aspekt wird in den Kapiteln 4, 5 und 6, die auf die realwirtschaftliche Integration, die zunehmende Handelsöffnung bzw. die Finanzmarktintegration eingehen, ausführlich behandelt.

- Zweitens ist die Beschlussfassung im Eurosystem zentralisiert, während die Umsetzung dezentralisiert ist. Die Dezentralisierung im Eurosystem bringt drei wesentliche Vorteile mit sich: Erstens profitiert die EZB von dem Fachwissen, der Infrastruktur und den operationellen Kapazitäten der NZBen im Eurosystem. Zweitens kann die EZB über die NZBen besser mit den Menschen im Eurogebiet kommunizieren, da die NZBen die Landessprache beherrschen und am besten mit der jeweiligen Kultur vertraut sind. Drittens gewähren die NZBen den Kreditinstituten in ihrem Land Zugang zum Zentralbanknetzwerk, was angesichts der Größe des Eurogebiets und der seit langem bestehenden Beziehungen zwischen den nationalen Banken und den jeweiligen NZBen ein wichtiger Faktor ist. Der Rahmen hat im vergangenen Jahrzehnt – auch bei der Erweiterung der Europäischen Union und des Eurogebiets – reibungslos funktioniert.

In den letzten zehn Jahren hat die EZB weltweit ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit erlangt. Für den Euroraum beginnt nun ein neues Jahrzehnt, in dem es gilt, diese Glaubwürdigkeit zu bewahren und allen künftigen Herausforderungen zu begegnen. In dieser Sonderausgabe des Monatsberichts anlässlich unseres Jubiläums wird deutlich, dass wir in vielerlei Hinsicht nun ein gemeinsames Schicksal haben.

## DAS EUROPÄISCHE SYSTEM DER ZENTRALBANKEN (ESZB)



## DAS EUROSISTEM







## I EINLEITUNG

*„... die Menschen dazu zu bringen, zusammenzuarbeiten, ihnen zu zeigen, dass sie – jenseits ihrer Unterschiede und über Grenzen hinweg – ein gemeinsames Interesse haben.“*

Jean Monnet

Diese Sonderausgabe des Monatsberichts ist den ersten zehn Jahren der Europäischen Zentralbank (EZB) und des Eurosystems gewidmet; Letzteres setzt sich aus der EZB und den Zentralbanken der Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) zusammen, die den Euro bereits eingeführt haben. Sie beschreibt die Arbeit dieser neuen Institution und dieses neuen Systems in einem ereignisreichen Jahrzehnt und wirft einen Blick nach vorn auf einige der Herausforderungen, die sich ihnen in den kommenden zehn Jahren und darüber hinaus möglicherweise stellen werden.

Die EZB erfüllt ihr vorrangiges Ziel, die Gewährleistung von Preisstabilität; ihre geldpolitische Strategie ist glaubwürdig und wird gut verstanden. Die Festlegung einer einheitlichen Geldpolitik ist zwar die sichtbarste, jedoch bei Weitem nicht die einzige Aufgabe der EZB. Um ihr Ziel zu erreichen, muss sie verschiedene Aufgaben und Tätigkeiten erfüllen, von denen einige im Vertrag von Maastricht verankert sind, andere hingegen eine Ergänzung zur Festlegung der einheitlichen Geldpolitik darstellen. Dieser Sonderbericht soll nun zu einem besseren Verständnis der verschiedenen sonstigen Aufgaben der EZB und des Eurosystems beitragen.

Durch die Errichtung der EZB und des ESZB sowie die Einführung des Euro wurde innerhalb der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) ein neuer institutioneller Rahmen geschaffen. Dieser Rahmen kombiniert eine zentralisierte Geldpolitik mit einer dezentralisierten Finanz- und Strukturpolitik. In Kapitel 2 wird erläutert, wie die Verantwortung für die einheitliche Geldpolitik auf die supranationale Ebene (d. h. auf die Gemeinschaftsebene) übertragen wurde. Der EG-Vertrag stattet die neu geschaffene, mit der Festlegung der Geldpolitik betraute Institution, die EZB, mit einem hohen Maß an Unabhängigkeit aus. In diesem Bericht wird aufgezeigt, dass dies eine Kombination aus institutioneller sowie personeller, finanzieller und funktioneller Unabhängigkeit bedeutet. Im neuen Vertrag von Lissabon wird die EZB als eines der Organe der Union aufgeführt. Dies spiegelt die Tatsache wider, dass Geldpolitik unteilbar ist und dass Zentralbanken unabhängig sein müssen, um Preisstabilität zu gewährleisten. Demgegenüber ist die Finanzpolitik – unter dem Vorbehalt der Parameter des Stabilitäts- und Wachstumspaktes – effizienter auf nationaler Ebene angesiedelt, um nationalen Eigenschaften und institutionellen Rahmenbedingungen Rechnung tragen zu können. Auch die Strukturpolitik wird auf Länderebene festgelegt, unterliegt jedoch einer Begutachtung durch Fachkollegen und der Koordinierung im Rahmen der Lissabon-Strategie.

Das neue institutionelle Gefüge der WWU bietet angemessene Koordinierungsverfahren, die die zunehmende Interdependenz zwischen den Ländern des Euroraums berücksichtigen. Daher sind der Informationsaustausch und die rege Zusammenarbeit der EZB und des Eurosystems mit mehreren anderen europäischen Organen und Einrichtungen erforderlich, beispielsweise dem Rat der Finanzminister (dem ECOFIN-Rat) und seinen verschiedenen vorbereitenden Ausschüssen, der Eurogruppe und der Europäischen Kommission. Außerdem ist die EZB dem Europäischen Parlament gegenüber berichtspflichtig. Diese Vorgehensweise hat sich seit September 1998 bewährt. Allerdings muss auch die auf nationaler Ebene festgelegte Politik den Erfordernissen der Gemeinschaft genügen, da die Integration des Eurogebiets immer weiter voranschreitet.

Der EZB-Rat ist verantwortlich dafür, die Geldpolitik des Euroraums festzulegen und die Vorgaben für ihre Umsetzung zu erlassen. Im Oktober 1998 ist genau dies geschehen: Der EZB-Rat gab eine

**Preisstabilität ist das vorrangige Ziel der EZB**

**Der institutionelle Rahmen der WWU kombiniert eine zentralisierte Geldpolitik mit ...**

**... einer dezentralisierten Finanz- und Strukturpolitik ...**

**... und erfordert einen verstärkten Informationsaustausch und mehr Koordinierung**

**EZB-Rat legt Geldpolitik fest**



### Zwei-Säulen-Konzept für das Eurogebiet

stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie bekannt, die darauf ausgerichtet ist, das vorrangige Ziel der Preisstabilität zu erreichen, wie im Vertrag von Maastricht verankert. Diese Strategie, die im Jahr 2003 näher erläutert wurde, setzt sich aus zwei Hauptelementen zusammen: einer quantitativen Definition von Preisstabilität und dem „Zwei-Säulen-Konzept“. Das erste Element besagt, dass das vorrangige Ziel der EZB darin besteht, die Inflation unter, aber nahe bei 2 % zu halten. In der Tat besteht ein breiter Konsens darüber, dass die Gewährleistung von Preisstabilität der beste Beitrag ist, den die Geldpolitik zu wirtschaftlichem Wohlstand leisten kann. Das zweite Element ist das Zwei-Säulen-Konzept, das auf einer wirtschaftlichen und auf einer monetären Analyse beruht. Beide sind für die Beurteilung der verschiedenen Risiken für die Preisstabilität maßgeblich. Die wirtschaftliche Analyse ist kurz- bis mittelfristig ausgerichtet. Sie stützt sich auf eine große Zahl an Wirtschafts- und Finanzstatistiken und Indikatoren, die für die Preisaussichten relevant sind. Die monetäre Analyse hingegen hat einen mittel- bis längerfristigen Horizont und misst der Geldmengen- und Kreditentwicklung eine herausragende Bedeutung bei. Das Zwei-Säulen-Konzept ermöglicht eine gut strukturierte interne Analyse und erleichtert die Kommunikation mit der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten.

### Das Eurosystem erforderte eine beispiellose Vorbereitung

In Kapitel 3 werden entscheidende Merkmale und Bestandteile der geldpolitischen Strategie sowie ihrer Umsetzung und Durchführung seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 dargelegt. Ferner wird auf die umfassende Arbeit hingewiesen, die erbracht werden musste, um die Funktionsfähigkeit des Eurosystems sicherzustellen. Diese Arbeit beinhaltete auch die Schaffung einer Infrastruktur für die Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik. Zudem musste die EZB ihre Organisation errichten und eigene Verfahren etablieren. Darüber hinaus wird in diesem Kapitel aufgezeigt, dass die EZB und das Eurosystem zum Zeitpunkt der Aufnahme ihrer Tätigkeit noch über ein begrenztes Wissen darüber verfügten, wie das Eurogebiet nach der monetären Integration funktionieren würde. Die Durchführung von Geldpolitik ist – auch unter normalen Umständen – kein leichtes Unterfangen; doch mit dieser erstmaligen Umstellung von der bewährten Geldpolitik der einzelnen Länder auf eine neuartige supranationale Geldpolitik stellte sich eine ganz besondere Herausforderung. Von Anfang an wurde in erheblichem Umfang in Forschung, Analyse und Statistik investiert, und auch heute noch wird eine große Zahl an Modellen und Instrumenten entwickelt, die dazu beitragen, aktuelle Daten zu generieren. Ein Großteil dieser Analyse ist öffentlich und unterliegt einer Begutachtung durch Fachkollegen; insofern stellt sie ein Gut für die Allgemeinheit dar.

### Wirtschaftsreformen sind entscheidend für ein reibungsloses Funktionieren des Euroraums

Kapitel 4 befasst sich mit den politischen Herausforderungen und der gesamtwirtschaftlichen Leistung des Eurogebiets. Die Analyse der realwirtschaftlichen Entwicklung und der Wirtschaftspolitik dient verschiedenen Zwecken. So trägt sie zum Beispiel zur oben genannten Analyse im Rahmen der Zwei-Säulen-Strategie und zur Analyse des geldpolitischen Transmissionsprozesses bei; außerdem ermöglicht sie, makroökonomische Entwicklungen, für die hauptsächlich die Struktur- und Finanzpolitik sowie globale Entwicklungen verantwortlich sind, und ihre Auswirkungen auf den Inflationsdruck zu erkennen. Dieses Kapitel betrachtet einige Entwicklungen des realen Wachstums, der Produktivität und der Arbeitsmärkte im Euroraum im Lauf der vergangenen zehn Jahre. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass der Gesamtrahmen der WWU in diesem Zeitraum ein sehr nachhaltiges Beschäftigungswachstum unterstützt hat. Anschließend wird die Finanzpolitik erörtert, bevor einige stilisierte Fakten zu den Unterschieden zwischen den Ländern beim realen Produktionswachstum und der Inflation dargestellt werden.

Dieses Kapitel ist in verschiedener Hinsicht aufschlussreich. Blickt man in die Zukunft, so sind Strukturreformen und eine solide Finanzpolitik von wesentlicher Bedeutung für die makroökonomische Stabilität insgesamt sowie für eine positive Entwicklung in diesen Bereichen, d. h. für ein

hohes Beschäftigungs- und Produktionswachstum, eine niedrige natürliche Arbeitslosigkeit und ein Ausbleiben größerer Unterschiede bei den Entwicklungen zwischen den einzelnen Ländern. Unterschiede zwischen den Ländern bei den Kosten und der Inflation, die auf eine unangemessene Lohnentwicklung sowie auf finanzielle und strukturelle Rigiditäten zurückzuführen sind, ziehen unter Umständen Verluste bei der Wettbewerbsfähigkeit und nachteilige Auswirkungen auf das Beschäftigungs- und Produktionswachstum nach sich. Das reibungslose Funktionieren von Anpassungen an spezifische Schocks sollte durch flexible Arbeits- und Gütermärkte, die Vollendung des Binnenmarkts sowie eine gut konzipierte, nachhaltige Finanzpolitik gewährleistet werden. Schließlich sind die Länder, die die Einführung des Euro anstreben, gut beraten, die oben erwähnten Punkte in ihren Konvergenzprozessen zu berücksichtigen, wenn sie sich für den Beitritt zum Euro-Währungsgebiet entscheiden.

Der Euro führt zu einer allmählichen Veränderung der Volkswirtschaften des Euroraums. Was die Geschäftswelt betrifft, so sind einige Kosten, beispielsweise im Zusammenhang mit dem Umtausch von Währungen oder der Absicherung gegen Wechselkursschwankungen, gesunken oder sogar ganz weggefallen. Informationskosten, die beispielsweise durch die Notwendigkeit entstehen, Preise für Waren und Dienstleistungen international zu vergleichen, gehen zurück. Weiterhin wird erwartet, dass der Euro den Binnenmarkt durch die Verbesserung der Preistransparenz und eine erschwerte Preisdiskriminierung stärkt, also verbleibende Beschränkungen des Verkehrs von Waren, Personen und Dienstleistungen aufhebt. Dies sollte dazu beitragen, Marktsegmentierungen abzubauen und den Wettbewerb zu fördern. Auch ist der Euro als Tauschmittel und Recheneinheit effizienter als die Vielfalt an Währungen, an deren Stelle er trat. In dieser Sonderausgabe des Monatsberichts wird betrachtet, wie die einheitliche Währung auf unterschiedliche Weise dazu beiträgt, die Finanzmärkte und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung Europas zu verändern. Natürlich laufen derartige Effekte, die zu einer stärkeren Integration des Euroraums führen, langsam ab, und unter Umständen vergehen mehrere Jahrzehnte, bis sie voll zum Tragen kommen.

Was die internationale Dimension des Euro betrifft, so lassen sich die Veränderungen in diesem Bereich bereits verhältnismäßig gut messen. Kapitel 5 befasst sich mit vier Aspekten, an denen sich derartige Veränderungen aufzeigen lassen: dem Handel mit Waren und Dienstleistungen, den Kapitalströmen, der internationalen Rolle des Euro und den Beziehungen der EZB zu Drittländern sowie internationalen Organen und Institutionen. Es wird die Entwicklung zwischen den Ländern des Euroraums (d. h. innerhalb des Eurogebiets) und zwischen dem Euro-Währungsgebiet als Ganzem und der übrigen Welt (d. h. außerhalb des Euroraums) betrachtet. Die anekdotische Evidenz sowie die Wirtschaftsanalyse weisen darauf hin, dass die gemeinsame Währung Handel, Direktinvestitionen und grenzüberschreitende Wertpapieranlagen zwischen den Ländern des Eurogebiets fördert. Dies bedeutet im Grunde, dass der Euroraum in sich selbst investiert. Der Euro hat nicht nur den Handel, sondern auch den Wettbewerb innerhalb des Euro-Währungsgebiets und die Konvergenz der Handelspreise vorangetrieben. Parallel hierzu hat er dazu beigetragen, durch die Reallokation von Kapital insbesondere im verarbeitenden Gewerbe die Effizienz sowohl in den Heimat- als auch in den Gastländern zu steigern. Zudem hat der Euro durch eine Förderung der Portfolioströme zwischen den Mitgliedern des Euroraums eine Diversifizierung von Anlage- und Konsumrisiken begünstigt. Diese Phänomene dürften sich in Zukunft fortsetzen. Die internationale Dimension des Euro und seine Verwendung als Reserve- und Transaktionswährung nehmen zu. Er ist zur zweitwichtigsten internationalen Währung nach dem US-Dollar geworden, der eine noch stärkere globale Verbreitung hat.

**Die Auswirkungen der Währungsunion auf die Wirtschaft**

**Die internationale Dimension des Euro**



**EZB/ESZB richten ein besonderes Augenmerk auf das Finanzsystem**

In den letzten zehn Jahren legten die EZB und das ESZB besonderen Wert darauf, dass das Finanzsystem angemessen funktioniert. Es gibt zwei wichtige Gründe für das Interesse der Zentralbanken am Finanzsystem und seiner Stabilität. Erstens muss das Finanzsystem ordnungsgemäß funktionieren, damit die Zentralbanken ihre vorrangige Aufgabe, nämlich die Gewährleistung von Preisstabilität, erfüllen können. Da das Finanzsystem den wichtigsten Kanal bildet, über den die einheitliche Geldpolitik durchgeführt wird, ist ein integriertes, stabiles und effizientes Finanzsystem wesentlich für eine reibungslose und effektive Transmission geldpolitischer Impulse im gesamten Euro-Währungsgebiet. Auch sind in erster Linie die Zentralbanken für den reibungslosen Betrieb der Zahlungs- und Abwicklungssysteme zuständig, und dieses Ziel ist eng mit der Sicherheit und Effizienz des gesamten Finanzsystems verbunden. Zweitens bietet ein gut funktionierendes Finanzsystem einen Rahmen, in dem die Zuweisung der Finanzmittel in Raum und Zeit effizienter erfolgen kann und der deshalb zu einem höheren und nachhaltigeren Wirtschaftswachstum beiträgt. Dies ist ein wichtiges Ziel der öffentlichen Ordnung, das von den Zentralbanken aktiv unterstützt wird.

**Das Eurosystem arbeitet darauf hin, Finanzmarktintegration zu fördern ...**

Das Eurogebiet ist ein multinationales Gebilde. Von Anfang an bestand eines der wesentlichen Ziele des Eurosystems darin, das Funktionieren seiner Finanzmärkte zu verbessern, d. h. die europäische Finanzmarktintegration zu fördern. In Kapitel 6 werden die Fortschritte, die seit Einführung des Euro in Bezug auf die Integration der Finanzmärkte gemacht wurden, die wichtigsten Antriebskräfte und Hindernisse in diesem Zusammenhang sowie der Beitrag der EZB und des Eurosystems zu dem Integrationsprozess betrachtet. Es wird hervorgehoben, dass der Prozess der Finanzintegration von der EZB und dem Eurosystem hauptsächlich auf vier Arten vorangetrieben wurde, und zwar durch a) einen verbesserten Kenntnisstand, eine entsprechende Bewusstseinsbildung und die Überwachung der Finanzmarktintegration, b) die Wahrnehmung einer Katalysatorfunktion für marktbasierende Initiativen zur Förderung der finanziellen Integration beispielsweise mit Blick auf die Errichtung des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (SEPA), c) die Beratung bei der Ausgestaltung des legislativen und regulatorischen Rahmens der EU für Finanzdienstleistungen, d) die Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen; hierzu gehören beispielsweise TARGET, das Echtzeit-Bruttosystem für Euro-Zahlungen, das Korrespondenzzentralbankmodell (CCBM) für die grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten oder die Initiative „TARGET2-Securities“, die Möglichkeiten der Abwicklung von Wertpapiertransaktionen in Zentralbankgeld untersucht.

**... und zur Finanzstabilität beizutragen**

Kapitel 7 befasst sich mit einem weiteren zentralen Verantwortungsbereich des Eurosystems, nämlich der Sicherung der Finanzsystemstabilität. Diese Aufgabe wurde in den letzten Jahren immer relevanter, da sich der Finanzsektor im Verhältnis zur Realwirtschaft immer weiter ausgedehnt hat und die wirtschaftliche Rolle der Finanzstabilität daher immer größer wurde. Während die Gewährleistung von Preisstabilität allgemein betrachtet der beste Beitrag ist, den das Eurosystem zur Finanzstabilität leisten kann, trägt es darüber hinaus auch konkret auf zweierlei Weise zur Sicherung derselben bei: Erstens erfüllt das Eurosystem bestimmte, auf Finanzstabilität ausgerichtete Aufgaben auf der Ebene des Euroraums. Hierzu zählen die Überwachung und Beurteilung der Finanzstabilität im Euroraum – zu diesem Thema veröffentlicht die EZB zweimal jährlich ihren Bericht über die Stabilität des Finanzsystems („Financial Stability Review“) – sowie die Durchführung von Offenmarktgeschäften, um allgemeinen finanziellen Schocks zu begegnen und Spannungen am Geldmarkt des Eurogebiets abzumildern. Zweitens ist das Eurosystem an der Festlegung von Maßnahmen beteiligt, die auf Finanzstabilität ausgerichtet sind und von den zuständigen Behörden auf Länder- und EU-Ebene ergriffen werden. Hierunter fallen hauptsächlich drei Tätigkeiten: a) Unterstützung der Überwachung und Beurteilung der Finanzsystemstabilität

auf nationaler Ebene und EU-weit, b) Beratung hinsichtlich der Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzsystems, c) Beitrag zum Finanzkrisenmanagement. Außerdem ist das Eurosystem direkt für die Überwachung der Marktinfrastrukturen, insbesondere der Zahlungsverkehrssysteme, verantwortlich, eine Aufgabe, die ebenfalls zur Stabilität des Finanzsystems beiträgt. Dieses Kapitel beschreibt die Zuständigkeiten und die wichtigsten Leistungen des Eurosystems im Bereich Finanzstabilität und -aufsicht.

Kapitel 8 zeigt, warum qualitativ hochwertige Statistiken für das Eurogebiet wichtig sind und weshalb die EZB einen umfassenden Satz zeitnaher, verlässlicher und kohärenter Statistiken aus dem monetären, finanziellen und wirtschaftlichen Bereich benötigt, um ihre Aufgaben erfüllen und insbesondere die Risiken für die Preisstabilität abschätzen zu können. Dieses Kapitel betrachtet auch den Harmonisierten Verbraucherpreisindex, den die EZB zur Beurteilung der Preisstabilität heranzieht. Seit 1999 hat sich die Ausgabe von ESZB-Statistiken nahezu verdreifacht. Regelmäßig werden monetäre, finanzielle und außenwirtschaftliche Statistiken veröffentlicht, die hohen Qualitätsstandards entsprechen. Es stehen Referenzdokumente zur Verfügung, die zur Entwicklung weltweit gültiger Statistikstandards beigetragen haben, beispielsweise für monetäre und finanzielle Statistiken. Mittlerweile wurden verschiedene EZB-Statistiken in die voll ausgereiften vierteljährlichen Finanzkonten und nichtfinanziellen Konten für das Euro-Währungsgebiet integriert. In einem statistischen Anhang zu diesem Sonderbericht sind einige ausgewählte internationale Vergleiche enthalten.

Kapitel 9 beleuchtet das Thema Euro-Banknoten aus verschiedenen Perspektiven. Es enthält einen Rückblick auf die Entwicklung der Banknoten in den Neunzigerjahren sowie ihre Einführung im Jahr 2002. Ferner wird über den Bargeldumlauf und seine Verwaltung in der Gegenwart sowie in der Zukunft berichtet. Die Banknoten sind ein sichtbares und erfolgreiches Symbol der WWU und stellen eine bedeutende Errungenschaft dar, wenn man das Ausmaß an Planung und Organisation betrachtet, das für ihre Einführung erforderlich war.

Aus dieser Sonderausgabe des Monatsberichts ist ersichtlich, dass es verschiedene Zeitabschnitte gibt, anhand deren die Leistungen von EZB und Eurosystem im Lauf der vergangenen zehn Jahre beurteilt werden können. Einige Punkte ziehen sich wie ein roter Faden durch die Entwicklung und stellen die Herausforderungen dar, denen sich EZB und Eurosystem in Zukunft stellen müssen:

- Im Eurosystem wird eine zentralisierte Beschlussfassung mit einer dezentralisierten Umsetzung durch die nationalen Zentralbanken (NZBen) kombiniert. Dies trifft auf alle Aufgaben und Tätigkeiten zu, die in diesem Sonderbericht behandelt werden. Vom organisatorischen Standpunkt betrachtet bedeutet dies, dass Experten der EZB und aller NZBen in verschiedenen Fachausschüssen und Arbeitsgruppen zusammenkommen. In diesen Ausschüssen und Arbeitsgruppen wird zur regelmäßigen Verarbeitung riesiger Daten- und Informationsmengen aus allen Ländern des Eurogebiets beigetragen. Auf diese Weise können die besten Erfahrungen und Kenntnisse, die in den NZBen des Eurosystems vorhanden sind, gebündelt werden. Gleichzeitig nehmen all diese Ausschüsse und Arbeitsgruppen die Sichtweise des Euroraums ein. Dieser Rahmen ist entwicklungsfähig und hat zur erfolgreichen Durchführung der Erweiterungsrunden beigetragen.
- Das Eurosystem startete von einer bescheidenen Position aus, denn damals existierten nur in begrenztem Maße Kenntnisse darüber, wie der Euroraum nach der monetären Integration funktionieren würde. Während die Durchführung von Geldpolitik in einer von Unsicherheit ge-

**Gute Statistiken sind für gründliche Analysen unabhängigbar**

**Euro-Banknoten als Symbol der WWU**

**Ausschüsse nehmen die Perspektive des Euroraums ein**

**Wie das Eurogebiet funktionieren würde, war weitgehend unbekannt**

**Der Raum, in dem  
Preisstabilität herrscht,  
ist nun größer**

prägten Welt, in der immer wieder Schocks auftreten, bereits an sich eine Herausforderung für jede Zentralbank darstellt, war diese Herausforderung in den frühen Jahren des Euroraums schon allein dadurch sehr groß, dass man Neuland betreten hatte, wie in Kapitel 3 beschrieben. Aus diesem Grund wurde von Anfang an verstärkt in Analyseinstrumente, Forschung und Statistiken investiert, wie in den Kapiteln 3, 4, 5, 6 und 8 dargestellt. Es wurde eine breite Palette an Modellen und anderen Analyseinstrumenten entwickelt, die nun im Einsatz sind und ständig verbessert werden. Der Großteil dieser Analysen und Informationen ist öffentlich zugänglich und steht auf der EZB-Website sowie in Publikationen zur Verfügung. Sie unterliegen der Überprüfung durch die Öffentlichkeit und einer Begutachtung durch Fachkollegen.

- Die geldpolitische Strategie der EZB basiert auf den besten Erfahrungen der NZBen des Eurosystems und kombiniert dieses Wissen mit neuen Elementen. Aufgrund des im EG-Vertrag verankerten Auftrags, Preisstabilität zu gewährleisten, hat der EZB-Rat das Ziel der Preisstabilität klar definiert. Dies wiederum erhöht die Transparenz und verstärkt die Rechenschaftspflicht der EZB. Bei der wirtschaftlichen und der monetären Analyse – der Zwei-Säulen-Strategie – handelt es sich um einander ergänzende Sichtweisen, anhand deren die Risiken für die Preisstabilität beurteilt werden können. Zudem stellen sie ein Instrument zur Organisation sowohl der internen Analyse als auch der externen Kommunikation dar. Die Zwei-Säulen-Strategie wird inzwischen gut verstanden und hat ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit erreicht. Die Glaubwürdigkeit trägt dazu bei, dass längerfristige Inflationserwartungen verankert werden und die Volatilität der Inflationsrate verringert wird. In den Kapiteln 2, 7 und 9 wird gezeigt, wie das reibungslose Funktionieren der geldpolitischen Strategie der EZB zur Erfüllung verschiedener anderer Aufgaben der EZB und des Eurosystems beigetragen hat.
- Vom Euro – der in breitem Maße Marktkräfte, institutionelle und organisatorische Veränderungen sowie gesetzgeberische Maßnahmen einbeziehen soll – wird erwartet, dass er als Katalysator für die wirtschaftliche und finanzielle Integration fungiert. Es kann lange dauern, bis derartige Veränderungen zum Tragen kommen. Im Grunde begann der Prozess der europäischen Wirtschafts-, Finanz- und Währungsintegration bereits in den Fünfzigerjahren und hat sich seither schrittweise fortgesetzt. Die Entscheidung, den Euro einzuführen, basierte auf der festen Überzeugung, dass die Länder des Euroraums dazu bereit waren und dass die neue gemeinsame Währung günstige Prozesse in Gang setzen würde, durch die sich die Länder stärker einander annähern würden. Gleichzeitig bleiben mehrere Herausforderungen bestehen, die in dieser Sonderausgabe des Monatsberichts erörtert werden. In einigen Ländern des Eurogebiets existiert nach wie vor eine Kluft zwischen der von der Öffentlichkeit wahrgenommenen und der tatsächlich gemessenen Inflation; dieses Problem wird in Kapitel 3 behandelt. Zudem besteht noch, wie in Kapitel 4 aufgezeigt, ein gewisser Spielraum für die Volkswirtschaften des Euroraums, ihre Flexibilität und Widerstandsfähigkeit gegenüber externen Schocks zu stärken. Und die europäische „regionale“ Integration schreitet parallel zur Globalisierung voran; die aus Letzterer resultierenden ebenfalls weitreichenden und tief greifenden Auswirkungen werden in Kapitel 5 und 6 erörtert. Das Euro-Währungsgebiet muss sich also unter dem Einfluss dieser verschiedenen Zwänge weiterentwickeln.
- Die Tatsache, dass die Verbindungen innerhalb des Eurogebiets immer enger werden, verändert auch die Art, wie die Wirtschafts- und Währungsunion betrachtet wird. Zudem ist der Euro ein wichtiges Symbol für die Identität Europas.

**Der Euro als Katalysator für  
die Integration**



Heute wird der Euro von 320 Millionen Menschen im Euroraum verwendet, hat aber auch international eine weitere Verbreitung als seine Vorgängerwährungen, und er wird immer stärker an den internationalen Finanzmärkten genutzt, wie in Kapitel 5 dargelegt. In diesem anlässlich des 10-jährigen Jubiläums veröffentlichten Sonderbericht wird gezeigt, dass der Euro in verschiedener Hinsicht ein Gewinn ist; so brachte er unter anderem Preisstabilität und niedrigere Zinssätze mit sich. Dies unterstützt andere positive Entwicklungen, die sich schrittweise, aber unaufhaltsam ergeben, beispielsweise einen verstärkten Handel mit Waren und Dienstleistungen sowie eine größere Finanzmarktintegration, was wiederum eine Vertiefung und Modernisierung der Finanzmärkte vorantreibt. Außerdem weist der Euroraum ein beachtliches Maß an Widerstandsfähigkeit in einem komplexen internationalen Umfeld auf. In den Augen der EZB tragen diese Errungenschaften erheblich dazu bei, dass alle gegenwärtigen und zukünftigen Herausforderungen für das Eurogebiet gemeistert werden können; zudem unterstützen sie die Anpassung der Volkswirtschaften. Kapitel 10 enthält einige abschließende Bemerkungen. Die nachfolgende Tabelle vermittelt einen Überblick über die Meilensteine in der Geschichte des Eurosystems.

**Der Euro brachte Preisstabilität und niedrige Zinssätze mit sich**

## Meilensteine in der Geschichte des Eurosystems, 1998–2008

| 1998       |  |                           |
|------------|--|---------------------------|
| Mai        | Der Europäische Rat stellt fest, dass elf Länder die Konvergenzkriterien erfüllen und den Euro einführen können (dritte Stufe der WWU).                            | Siehe Vorwort             |
| Juni       | Die EZB und das ESZB werden errichtet.   | Siehe Historischer Rahmen |
| September  | Erste Anhörung des Präsidenten der EZB im Europäischen Parlament   | Siehe Kapitel 2           |
| Oktober    | Erste Teilnahme des Präsidenten der EZB an einem G-7-Treffen   |                           |
| Oktober    | Bekanntgabe der geldpolitischen Strategie  | Siehe Kapitel 3.1         |
| November   | Der EU-Rat verabschiedet die Verordnung über die Erfassung statistischer Daten durch die EZB.  | Siehe Kapitel 8           |
| Dezember   | Bekanntgabe des quantitativen Referenzwerts für das Geldmengenwachstum.  |                           |
| Dezember   | Der EZB wird vom Internationalen Währungsfonds (IWF) Beobachterstatus eingeräumt.  | Siehe Historischer Rahmen |
| Dezember   | Die Wechselkurse werden unwiderruflich festgelegt.   |                           |
| 1999       |  |                           |
| Januar     | Der Euro wird als Buchgeld eingeführt. Für den Euroraum wird eine einheitliche Geldpolitik festgelegt.   | Siehe Kapitel 2           |
| Januar     | Schaffung des WKM II mit Dänemark und Griechenland als ersten Mitgliedern  | Siehe Kapitel 2           |
| April      | Vereinbarung des Eurosystems über Liquiditätshilfen  | Siehe Kapitel 7           |
| Juli       | In mehreren Druckereien wird mit der Herstellung der Euro-Banknoten begonnen.  | Siehe Kapitel 9           |
| November   | Die EZB wird Mitglied der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).  |                           |
| 2000       |  |                           |
| März       | Der Europäische Rat verabschiedet die Lissabon-Strategie.  | Siehe Kapitel 2           |
| 2001       |  |                           |
| Januar     | Griechenland tritt dem Euro-Währungsgebiet bei.  | Siehe Kapitel 2           |
| April      | Verabschiedung eines EU-weiten Memorandum of Understanding zwischen Zahlungsverkehrsüberwachern und Bankenaufsichtern  | Siehe Kapitel 7           |
| August     | Die Euro-Banknoten werden der Öffentlichkeit vorgestellt.  | Siehe Kapitel 9           |
| September  | Die vorzeitige Abgabe von Euro-Banknoten und -Münzen beginnt.  | Siehe Kapitel 9           |
| 2002       |  |                           |
| Januar     | Die Euro-Bargeldeinführung: zum Ende Februar 2002 werden Euro-Banknoten und -Münzen im gesamten Euroraum alleiniges gesetzliches Zahlungsmittel.                   | Siehe Kapitel 9           |
| November   | Veröffentlichung des ersten EZB-Berichts „EU banking structures“   | Siehe Kapitel 7           |
| 2003       |  |                           |
| Februar    | Veröffentlichung des ersten EZB-Berichts „EU banking sector stability“   | Siehe Kapitel 7           |
| März       | Verabschiedung eines EU-weiten Memorandum of Understanding über die Zusammenarbeit von Aufsichtsbehörden und Zentralbanken in Krisensituationen                    | Siehe Kapitel 7           |
| März       | Memorandum of Understanding über die Verteilung der Zuständigkeiten für Wirtschafts- und Finanzstatistiken auf Gemeinschaftsebene zwischen der EZB und Eurostat    | Siehe Kapitel 8           |
| Mai        | Klarstellung der geldpolitischen Strategie der EZB   | Siehe Kapitel 3.1         |
| 2004       |  |                           |
| März       | Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens  | Siehe Kapitel 3.3         |
| Mai        | Die nationalen Zentralbanken der zehn neuen EU-Mitgliedstaaten treten dem ESZB bei.  | Siehe Kapitel 2           |
| Juni       | Die Währungen von Estland, Litauen und Slowenien treten dem WKM II bei.  | Siehe Kapitel 2           |
| Dezember   | Veröffentlichung des ersten EZB-Berichts „Financial Stability Review“  | Siehe Kapitel 7           |
| 2005       |  |                           |
| März-April | Die Lissabon-Strategie erhält als Ergebnis der Überprüfung durch eine hochrangige Gruppe unter dem Vorsitz von Wim Kok neue Impulse.                               | Siehe Kapitel 2           |
| März-Juni  | Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes  | Siehe Kapitel 2           |
| Mai        | Verabschiedung eines EU-weiten Memorandum of Understanding über die Zusammenarbeit von Aufsichtsbehörden, Zentralbanken und Finanzministerien in Krisensituationen | Siehe Kapitel 7           |
| Mai        | Die Währungen von Zypern, Lettland und Malta treten dem WKM II bei.  | Siehe Kapitel 2           |
| August     | Das Eurosystem veröffentlicht einen Beitrag zur Konsultation der Kommission zur Finanzdienstleistungspolitik der EU (2005–2010).                                   | Siehe Kapitel 7           |
| September  | Die EZB veröffentlicht erstmals Indikatoren für die Finanzmarktintegration im Euroraum.  | Siehe Kapitel 6           |
| November   | Die slowakische Krone tritt dem WKM II bei.  |                           |

**Noch: Meilensteine in der Geschichte des Eurosystems, 1998–2008**

| <b>2006</b> |   |                 |
|-------------|---|-----------------|
| Juli        | Start der Initiative „TARGET2-Securities“   | Siehe Kapitel 6 |
| <b>2007</b> |   |                 |
| Januar      | Slowenien tritt dem Euro-Währungsgebiet bei.  | Siehe Kapitel 2 |
| Januar      | Die NZBen von Bulgarien und Rumänien treten dem ESZB bei.   | Siehe Kapitel 2 |
| März        | Veröffentlichung des ersten EZB-Berichts „Financial Integration in Europe“  | Siehe Kapitel 6 |
| Mai         | Die „Öffentliche Erklärung hinsichtlich der statistischen Aufgabe des ESZB“ wird veröffentlicht.  | Siehe Kapitel 8 |
| Juni        | Erste gemeinsame Veröffentlichung integrierter vierteljährlicher wirtschaftlicher und finanzieller Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet nach institutionellen Sektoren durch EZB und Eurostat | Siehe Kapitel 8 |
| November    | Das Eurosystem veröffentlicht einen Beitrag zur Überarbeitung des Lamfalussy-Verfahrens zur Regulierung und Beaufsichtigung der Finanzmärkte.   | Siehe Kapitel 7 |
| Dezember    | Unterzeichnung des Vertrags von Lissabon  | Siehe Kapitel 2 |
| <b>2008</b> |   |                 |
| Januar      | Malta und Zypern treten dem Euro-Währungsgebiet bei.  | Siehe Kapitel 2 |
| April       | Veröffentlichung des „ECB Statistics Quality Framework“   | Siehe Kapitel 8 |
| April       | Vereinbarung eines neuen EU-weiten Memorandum of Understanding zur Zusammenarbeit von Aufsichtsbehörden, Zentralbanken und Finanzministerien in Krisensituationen                                 | Siehe Kapitel 7 |



**Der EZB-Rat im Juni 1998:**

**Hintere Reihe**

**(von links nach rechts):**

Luis Ángel Rojo,  
Alfons Verplaetse,  
Antonio Fazio,  
Yves Mersch,  
António José Fernandes de Sousa,  
Matti Vanhala, Klaus Liebscher,  
Nout Wellink,  
Jean-Claude Trichet,  
Maurice O'Connell,  
Hans Tietmeyer

**Vordere Reihe**

**(von links nach rechts):**

Eugenio Domingo Solans,  
Otmár Issing, Christian Noyer,  
Willem F. Duisenberg,  
Sirrka Hämäläinen,  
Tommaso Padoa-Schioppa



**Der EZB-Rat im Juni 2008:**

**Hintere Reihe**

**(von links nach rechts):**

Jürgen Stark, Erkki Liikanen,  
Klaus Liebscher,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink, Marko Kranjec

**Mittlere Reihe**

**(von links nach rechts):**

John Hurley,  
Miguel Fernández Ordóñez,  
Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Lorenzo Bini Smaghi,  
Michael C. Bonello

**Vordere Reihe**

**(von links nach rechts):**

Yves Mersch,  
José Manuel González-Páramo,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Athanasios Orphanides



Auf dem Bild fehlen Vítor Constâncio, Mario Draghi und Guy Quaden.



**Der Erweiterte Rat im Juni 1998:**

**Hintere Reihe**

**(von links nach rechts):**

Luis Ángel Rojo, Antonio Fazio, Urban Bäckström, António José Fernandes de Sousa, Matti Vanhala, Klaus Liebscher, Nout Wellink, Lucas D. Papademos, Edward A. J. George, Maurice O'Connell, Hans Tietmeyer

**Vordere Reihe**

**(von links nach rechts):**

Alfons Verplaetse, Yves Mersch, Christian Noyer, Willem F. Duisenberg, Bodil Nyboe Andersen, Jean-Claude Trichet



**Der Erweiterte Rat im Juni 2008:**

**Hintere Reihe**

**(von links nach rechts):**

Erkki Liikanen, Andrés Simor, Klaus Liebscher, Nicholas C. Garganas, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Nout Wellink, Andres Lipstok

**Mittlere Reihe**

**(von links nach rechts):**

John Hurley, Nils Bernstein, Christian Noyer, Ilmārs Rimšēvičs, Zdeněk Tůma, Stefan Ingves, Marko Kranjec, Mugar Constantin Isărescu

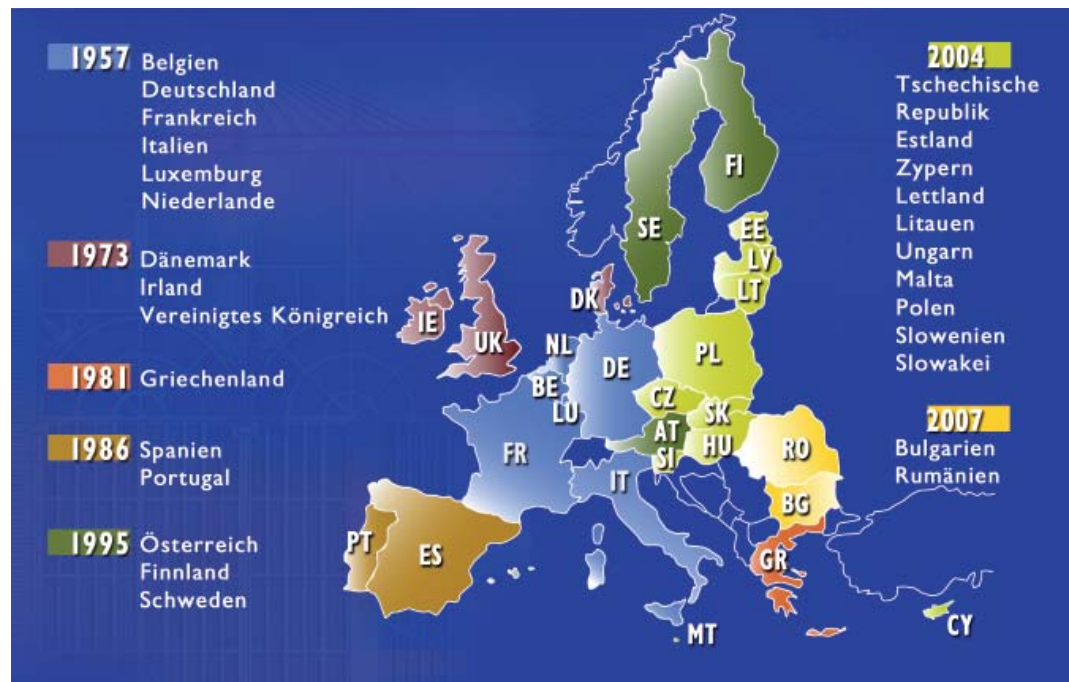
**Vordere Reihe**

**(von links nach rechts):**

Miguel Fernández Ordóñez, Ivan Šramko, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Athanasios Orphanides, Yves Mersch

Auf dem Bild fehlen Vítor Constâncio, Mario Draghi, Ivan Iskrov, Mervyn King, Guy Quaden und Sławomir Skrzypek.

## DIE ERWEITERUNG DER EUROPÄISCHEN UNION



## DIE ERWEITERUNG DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS 1999–2008







## 2 DER INSTITUTIONELLE RAHMEN UND DIE FUNKTIONSWEISE DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

*Die Zuständigkeiten für die Durchführung der gesamtwirtschaftlichen Politik im Euro-Währungsgebiet sind klar verteilt: Die Verantwortung für die Geldpolitik liegt auf supranationaler Ebene, d. h. bei der EZB, während die Zuständigkeit für die Wirtschaftspolitik größtenteils bei den Mitgliedstaaten verbleibt, wenngleich hierbei gewisse Koordinierungsverfahren einzuhalten sind. Gemäß dem Vertrag von Maastricht verfügt die EZB/das Eurosystem über die Unabhängigkeit, die für die Durchführung der einheitlichen Geldpolitik und die Wahrnehmung anderer Aufgaben erforderlich ist. Gleichzeitig erlegt der Maastricht-Vertrag der EZB eine Reihe von Berichtspflichten gegenüber der Öffentlichkeit und deren gewählten Vertretern, dem Europäischen Parlament, auf. Außerdem nimmt die Europäische Zentralbank an zahlreichen Treffen auf europäischer Ebene teil und steht in regelmäßigem Meinungs austausch mit den Institutionen der Gemeinschaft.*

*Die ersten zehn Jahre der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) haben gezeigt, dass dieser beispiellose institutionelle Rahmen – mit der EZB als integralem Bestandteil – grundlegend solide ist. Auch der neue Vertrag von Lissabon, in dem die institutionelle Struktur im Wesentlichen unverändert belassen wurde, erkennt dies an. Nichtsdestoweniger sind nach wie vor noch wichtige Herausforderungen zu bewältigen. So sind insbesondere die nationalen Entscheidungsträger aufgefordert, ihrer jeweiligen Verantwortung im derzeitigen Rahmen gerecht zu werden. Dies würde die gesamtwirtschaftliche Leistung des Euroraums weiter verbessern.*

*Das vorliegende Kapitel gliedert sich wie folgt: Abschnitt 2.1 befasst sich mit dem institutionellen Rahmen des Eurogebiets und einigen Änderungen, die in den letzten zehn Jahren vorgenommen wurden, in Abschnitt 2.2 wird die Zusammenarbeit der EZB mit anderen Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft beleuchtet und Abschnitt 2.3 zeigt die Verfahrensschritte für die Erweiterung der EU und des Euroraums auf.*

### 2.1 INSTITUTIONELLER RAHMEN

Der institutionelle Rahmen der WWU, der im Maastricht-Vertrag festgelegt wurde, sieht eine klare Verteilung der Zuständigkeiten zwischen Gemeinschaftsebene und nationaler Ebene vor. Infolge der Einführung der gemeinsamen Währung wurde die Verantwortung für die Geldpolitik im Euroraum auf die Gemeinschaft übertragen. Das Eurosystem wurde zur Erfüllung seines vorrangigen Ziels der Gewährleistung von Preisstabilität mit einem hohen Maß an Unabhängigkeit von politischer Einflussnahme ausgestattet. Eingebettet in einen europäischen Rahmen, der auf die Gewährleistung von Haushaltsdisziplin abzielt, fällt die Wirtschaftspolitik (beispielsweise die Finanz- oder die Strukturpolitik) hingegen nach wie vor größtenteils in den Zuständigkeitsbereich der Mitgliedstaaten. Hauptgrund für diese Aufgabenteilung ist, dass die Geldpolitik in einer Währungsunion naturgemäß unteilbar ist, während die Wirtschaftspolitik länderspezifische Gegebenheiten und unterschiedliche institutionelle Rahmenbedingungen in den einzelnen Ländern zu berücksichtigen hat und daher auf nationaler Ebene effizienter durchgeführt werden kann. Wenn die Verantwortung für die Wirtschaftspolitik weiterhin vor allem bei den nationalen Regierungen liegt, so entsteht zudem ein gewisser Politikwettbewerb, der auf die Verbesserung der Effizienz der Politik und die Verbreitung von Best Practices abzielt.<sup>1</sup>

**Klare Verteilung der Zuständigkeiten**

<sup>1</sup> Weitere Informationen zum derzeitigen Rahmenwerk finden sich in: EZB, Der wirtschaftliche Rahmen der WWU, Monatsbericht November 2001.



Gleichzeitig fördert die gemeinsame Währung eine stärkere wirtschaftliche Integration und somit eine größere Interdependenz zwischen den einzelnen Volkswirtschaften (insbesondere die Handels- und Kapitalströme haben in den letzten zehn Jahren zugenommen, siehe Kapitel 5). Übermäßig dezentralisierte und unkoordinierte politische Reaktionen könnten kontraproduktiv sein, wenn sie die wachsende Interdependenz nicht ausreichend berücksichtigen. So dürfte vor allem die autonome Entscheidungsfindung bei der Bewältigung allgemeiner wirtschaftlicher Schocks, die die meisten oder alle Länder in ähnlicher Weise betreffen, weniger effektiv sein. Ferner müssen die Mitgliedstaaten mögliche Ansteckungseffekte berücksichtigen (d. h. die potenziellen Auswirkungen von politischen Entscheidungen in einem Land auf andere Länder). Zudem muss die Wirtschaftspolitik in den einzelnen Mitgliedstaaten auf Stabilität ausgerichtet sein, damit sie im Einklang mit dem vorrangigen Ziel der einheitlichen Geldpolitik steht. Dies ist umso wichtiger, da die Geld- und Wechselkurspolitik nicht mehr in den Zuständigkeitsbereich der Mitgliedstaaten des Euroraums fällt und sie daher mittels anderer Maßnahmen den Wettbewerb fördern und sich an Schocks anpassen müssen. Diese Überlegungen machen eine Koordinierung im Bereich der Wirtschaftspolitik erforderlich, wobei zwei Ansätze denkbar sind: Die Politik unterliegt klaren Regelungen auf der Grundlage von Gesetzen und Verfahren („harte“ Koordinierung) oder sie wird von gegenseitigem Druck bzw. gegenseitiger Unterstützung zwischen den Mitgliedstaaten sowie dem Dialog auf Gemeinschaftsebene bestimmt („weiche“ Koordinierung).

#### Drei Arten der Politikgestaltung

Der EG-Vertrag sieht drei unterschiedliche Arten der Politikgestaltung in den verschiedenen Bereichen der WWU vor: a) eine vollständige Übertragung der Zuständigkeit für die Geldpolitik auf die Gemeinschaft, b) eine „harte“ Koordinierung der Finanzpolitik und c) eine „weiche“ Koordinierung in anderen wirtschaftspolitischen Bereichen. Im Folgenden werden die verschiedenen Fälle nacheinander genauer betrachtet.

#### Institutioneller Rahmen ist solide

Die wichtigste Schlussfolgerung aus diesem Kapitel lautet, dass die institutionelle Struktur des Eurogebiets in den ersten zehn Jahren einen adäquaten Rahmen für das Funktionieren der WWU dargestellt hat. Der neue Vertrag von Lissabon hat die institutionellen Rahmenbedingungen der WWU im Wesentlichen unverändert gelassen und somit anerkannt, dass der Rahmen angemessen ist.<sup>2</sup>

### GEMEINSCHAFTSEBENE

#### Zentralbankunabhängigkeit, Rechenschaftspflicht und Transparenz

Die Wirtschaftstheorie und Beispiele aus früheren Jahrzehnten belegen eindeutig, dass Zentralbankunabhängigkeit eine Voraussetzung für das Erreichen und die Gewährleistung von Preisstabilität ist. Vor diesem Hintergrund ist die mehrdimensionale Unabhängigkeit der EZB im EG-Vertrag festgelegt, der ihre Unabhängigkeit legitimiert.

#### Globaler Trend zur Zentralbankunabhängigkeit

In den letzten Jahrzehnten ist die Entwicklung des geldpolitischen Rahmens weltweit durch einen allgemeinen Trend zur Zentralbankunabhängigkeit gekennzeichnet. Zentralbankunabhängigkeit ist ein Konzept mit vielen Facetten, das im Nachfolgenden genauer untersucht wird. Umfangreichere Befugnisse und mehr Autonomie erfordern eine demokratische Legitimität, die ein hohes Maß an Transparenz bei der Durchführung der Geldpolitik und die intensive Kommunikation mit der Öffentlichkeit einschließt. Ausschlaggebend für diese allgemeine Entwicklung war ein radi-

2 Der Vertrag von Lissabon wurde am 13. Dezember 2007 von den Staats- und Regierungschefs der EU unterzeichnet; durch ihn werden der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft und der Vertrag über die Europäische Union abgeändert. Ziel des Vertrags von Lissabon ist ein demokratischeres, transparenteres und wirksames Funktionieren der erweiterten Europäischen Union. Er soll 2009, nach der Ratifizierung durch alle Mitgliedstaaten, in Kraft treten.

kaler Umbruch im wirtschaftswissenschaftlichen Denken in den Siebzigerjahren, der die Anerkennung der fundamentalen Bedeutung von Erwartungen im Hinblick auf das Verhalten der Wirtschaftsakteure mit sich brachte.

Zentralbankunabhängigkeit, d. h. die Abschirmung der Notenbank gegen politische Einflussnahme bei der Durchführung der Geldpolitik, stellt sicher, dass die Preisstabilität im Mittelpunkt der Geldpolitik steht, und erleichtert somit die Verankerung der Inflation und der Inflationserwartungen auf einem niedrigen Niveau. Nach den hohen Teuerungsraten in den Siebzigerjahren stellte sich die Frage, warum die Zentralbanken es zugelassen hatten, dass die Inflation ausuferte, und wie eine solche Entwicklung in Zukunft verhindert werden könnte. Als eine wichtige Erklärung wurde angeführt, dass die Zentralbanken aufgrund ihrer mangelnden Unabhängigkeit die Kontrolle über die Inflation verloren hatten. Ohne Zentralbankunabhängigkeit ist eine glaubwürdige Ausrichtung der Geldpolitik auf Preisstabilität nicht möglich, da die Geldpolitik jederzeit politischen Präferenzen ausgesetzt sein kann, auf kurze Sicht die Produktion zu fördern und hierbei die auf längere Sicht höhere Inflation in Kauf zu nehmen. Die Öffentlichkeit jedoch versteht diesen Zusammenhang und wird von Anfang an eine höhere Inflation erwarten, sodass der wahrgenommene kurzfristige Trade-off zwischen Inflation und Produktion negiert wird. Sicher ist, dass dies eine auf Dauer höhere Inflationsrate zur Folge haben wird. Der einzige Ausweg aus diesem Dilemma ist, die Geldpolitik einer unabhängigen Zentralbank zu übertragen, die einen klaren Auftrag zur Gewährleistung von Preisstabilität hat.

Die ökonomischen Beweggründe, die der Zentralbankunabhängigkeit zugrunde liegen, müssen in ein umfassendes und detailliertes rechtliches Rahmenwerk umgesetzt werden. Zur Gewährleistung der erforderlichen Unabhängigkeit der EZB/des ESZB lassen sich folgende Dimensionen der Unabhängigkeit der Geldpolitik aus dem EG-Vertrag ableiten.

Die institutionelle Unabhängigkeit der EZB von jeder Einflussnahme, einschließlich jener durch Regierungen, ist in Artikel 108 des EG-Vertrags gewährleistet. In diesem Artikel ist ausdrücklich festgelegt, dass bei der Wahrnehmung ihrer Befugnisse weder die EZB noch ein Mitglied ihrer Beschlussorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen darf. Weiter heißt es im EG-Vertrag, dass die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten sich verpflichten, diesen Grundsatz zu beachten und nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlussorgane der EZB zu beeinflussen. Ergänzt wird die institutionelle Unabhängigkeit der EZB durch ihre eigenen gesetzgeberischen Befugnisse und ihre beratende Funktion hinsichtlich der in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Entwürfe für innerstaatliche und gemeinschaftliche Rechtsvorschriften.

Durch die Bestimmungen des EG-Vertrags wird sichergestellt, dass die EZB über alle erforderlichen Zuständigkeiten und Befugnisse verfügt, um ihren Auftrag wahrzunehmen und ihr somit funktionelle Unabhängigkeit gewährt wird. So liegt beispielsweise die ausschließliche Zuständigkeit für die Geldpolitik im Eurogebiet bei der EZB. Die vollständige Kontrolle der EZB über die Geldbasis ist durch ihr Monopol der Banknotenemission sowie die Erfordernis gewährleistet, dass die Ausgabe von Münzen durch die Mitgliedstaaten der Genehmigung der EZB bedarf. Zudem ist dem Eurosystem nach Artikel 101 des EG-Vertrags die Vergabe von Krediten an den öffentlichen Sektor untersagt. Dieses Verbot schützt das Eurosystem vor Druck seitens des Staatssektors, das öffentliche Defizit monetär zu finanzieren.

Die personelle Unabhängigkeit gewährt den Mitgliedern des EZB-Rats die erforderliche Sicherheit der Amtszeit und trägt dazu bei, Interessenkonflikte zu vermeiden. In dieser Hinsicht wahrt die Satzung des ESZB und der EZB die personelle Unabhängigkeit der Beschlussorgane der EZB, indem sie relativ lange befristete Amtszeiten vorsieht und Entlassungen auf der Grundlage früheren politischen Handelns ausschließt. Hierdurch soll vor allem sichergestellt werden, dass Zentralbanker ein deutlich längeres Mandat haben als Politiker. Zentralbanker können somit einen längeren Zeithorizont zugrunde legen und sich auf mittelfristige Überlegungen konzentrieren, während Politiker den Wahlzyklen entsprechend kürzerfristige Ziele verfolgen.

Schließlich ist die finanzielle Unabhängigkeit der Zentralbank, d. h. die Autonomie über ihre Finanzmittel und Einkünfte, für die effektive Ausübung ihrer Aufgaben wichtig. Diese ist in der WWU gewährleistet, da die EZB über einen eigenen Haushalt verfügt, der unabhängig ist von jenem der EU, und da die nationalen Zentralbanken des Eurosystems das Kapital der EZB vollständig zeichnen und einzahlen.

Im Vertrag von Lissabon wird die EZB eigens als eines der Organe der Union aufgeführt. Diese Änderung des Rechtsstatus der EZB hat keinen wesentlichen Einfluss auf ihre Rolle im institutionellen Rahmen der EU, da der Vertrag von Lissabon keines der zentralen institutionellen Merkmale der EZB berührt, wie beispielsweise ihr vorrangiges Ziel und ihre wichtigsten Aufgaben, ihre Befugnis zur Verabschiedung von Rechtsakten, ihre eigene Rechtspersönlichkeit oder ihre Unabhängigkeit.

Die weitreichende Unabhängigkeit, die der EZB durch den EG-Vertrag und die Satzung eingeräumt wird, muss entsprechend den demokratischen Grundlagen der europäischen Gesellschaft angemessen legitimiert sein. Sie erfordert die Rechenschaftspflicht gegenüber der Öffentlichkeit und ihren demokratisch gewählten Vertretern. Die demokratische Legitimität unabhängiger Zentralbanken ist in den verschiedenen demokratischen Systemen unterschiedlich geregelt. Ihre Aufträge können auch je nach Anzahl der von ihnen zu verfolgenden Ziele variieren.

Im Hinblick auf die demokratische Legitimität der EZB/des ESZB sind drei Merkmale hervorzuheben. Zunächst sind die Ratifizierung des EG-Vertrags und die Änderungen der Satzungen der nationalen Zentralbanken durch die nationale Gesetzgebung eine wichtige Quelle demokratischer Legitimität. Des Weiteren ist auch die Ernennung der Mitglieder des EZB-Rats, einschließlich der Mitglieder des Direktoriums der EZB und der Präsidenten der nationalen Zentralbanken, durch demokratische Institutionen bedeutend. Schließlich muss die EZB Rechenschaft über ihre Politik ablegen.

Was die Rechenschaftspflicht betrifft, so muss die EZB den Bürgern und ihren Vertretern im Parlament darlegen, wie sie ihren Auftrag erfüllt hat. Insbesondere hat die EZB dem Europäischen Parlament, dem Rat der Europäischen Union, der Kommission sowie dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über ihre Geldpolitik und ihre sonstigen Tätigkeiten zu unterbreiten (weitere Informationen zu diesen Institutionen finden sich in Abschnitt 2.2). Die EZB legt dem Europäischen Parlament und dem Rat diesen Bericht vor. Darüber hinaus können der Präsident der EZB und die übrigen Mitglieder des Direktoriums auf Ersuchen des Europäischen Parlaments oder auf ihre Initiative hin von den zuständigen Ausschüssen des Europäischen Parlaments gehört werden (die Berichtspflichten der EZB gegenüber dem Europäischen Parlament werden ebenfalls in Abschnitt 2.2 erläutert).

Für eine Zentralbank mit einem klaren Auftrag ist es einfacher, Rechenschaft abzulegen. In der EU wird der EZB/dem ESZB durch den EG-Vertrag eindeutig das vorrangige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität vorgegeben. Hätte die Zentralbank hingegen gleichzeitig mehrere Ziele zu verfolgen, dann wäre es zunehmend schwierig, sie für die Erfüllung ihres Auftrags verantwortlich zu halten. Darüber hinaus hat der EZB-Rat eine quantifizierte Definition des zu erreichenden Ziels festgelegt und eine passende und verständliche Strategie bestimmt, was Ermessensentscheidungen und die persönliche Einflussnahme auf Entscheidungen begrenzt.

Die Tatsache, dass der weltweite Rückgang der Inflation und die erfolgreiche Verankerung der Inflationserwartungen in den letzten zwei Jahrzehnten mit einem internationalen Trend zur Zentralbankunabhängigkeit zusammengefallen sind, ist ein klarer Beleg dafür, dass Zentralbankunabhängigkeit eine Voraussetzung für das Erreichen und die Gewährleistung von Preisstabilität ist. Dies wird auch durch formale empirische Daten bestätigt. Zahlreiche Studien haben gezeigt, dass im Ländervergleich größere Zentralbankunabhängigkeit mit einer niedrigeren durchschnittlichen Inflation einhergeht.<sup>3</sup>

## GELDPOLITIK

Der Vertrag von Maastricht überträgt der EZB die Zuständigkeit für die einheitliche Geldpolitik und weist ihr das vorrangige Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität zu. Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist, unterstützt die Geldpolitik die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft. Diese Regelung basiert auf dem Grundsatz – gestützt durch empirische Untersuchungen und wissenschaftliche Forschungsergebnisse sowie einen breiten öffentlichen Konsens –, dass die Gewährleistung von Preisstabilität der beste Beitrag ist, den die Geldpolitik zur Erreichung der wirtschaftspolitischen Ziele der Gemeinschaft, wie beispielsweise ein hohes Beschäftigungsniveau und nachhaltiges, nichtinflationäres Wachstum, leisten kann. Kapitel 3 befasst sich mit den wesentlichen Merkmalen des geldpolitischen Rahmens und seiner Umsetzung. Die Erfahrung der letzten zehn Jahre bestätigt die Solidität dieses Ansatzes, wie aus Kapitel 4 hervorgeht, in dem die gesamtwirtschaftliche Leistung des Euroraums beleuchtet wird.

Im Eurogebiet werden die geldpolitischen Beschlüsse vom EZB-Rat gefasst. Er setzt sich zusammen aus den sechs Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Länder, die dem Euroraum angehören. Gemäß dem Grundsatz „ein Mitglied – eine Stimme“ verfügt jedes Mitglied im EZB-Rat über eine gleichberechtigte Stimme. Was die Umsetzung der geldpolitischen Beschlüsse anbelangt, führt der EZB-Rat die entsprechenden geldpolitischen Geschäfte, soweit möglich und angemessen, gemäß dem Prinzip der operationalen Dezentralisierung über die nationalen Zentralbanken durch<sup>4</sup> (während beispielsweise der Mindestbietungssatz für die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte zentral von der EZB festgesetzt wird, werden die Tendergeschäfte von den nationalen Zentralbanken und ihren Geschäftspartnern durchgeführt).

Der Euro wird zu flexiblen Wechselkursen gehandelt. Das bedeutet, dass der Außenwert des Euro an den Märkten bestimmt wird, wie dies auch bei anderen großen Währungen, beispielsweise dem US-Dollar, der Fall ist. Der Wechselkurs ist kein Instrument der Wirtschaftspolitik. Es wäre nicht sinnvoll gewesen, den Euro einzuführen und die mit ihm verbundene Geldpolitik dann an externen

3 Eine kurze Untersuchung der Ergebnisse und eine Neubewertung findet sich in: P. Moutot, A. Jung und F. Mongelli, The workings of the Eurosystem. Monetary policy preparations and decision making, Annex 1, Occasional Paper Nr. 79 der EZB, 2008.

4 Eine Analyse des Prinzips der Dezentralisierung und die Abgrenzung zum Subsidiaritätsprinzip findet sich in: Zilioli, ESZB-Satzung, Artikel 12, in: von der Groeben-Schwarze (Hrsg.), Kommentar zum Vertrag über die Europäische Union, 2003, 6. Ausgabe, S. 427–428 und Zilioli, Selmayr, The Law of the ECB, Hart publishing 2001, S. 70–71.

Größere Unabhängigkeit  
führt zu niedrigerer  
Inflation

EZB-Rat legt Geldpolitik  
fest

Flexibles Wechselkursregime  
für den Euro



und nicht an internen Erfordernissen auszurichten. Preisstabilität ist sowohl ein Ziel der Geld- als auch der Wechselkurspolitik, es gibt also kein Wechselkursziel. Bei der Durchführung ihrer Geldpolitik berücksichtigt die EZB den Wechselkurs insoweit, wie er sich auf die Wirtschaftslage und die Aussichten für die Preisstabilität auswirkt.

## NATIONALE EBENE

### Finanzpolitik

Für das reibungslose Funktionieren der Währungsunion ist Finanzdisziplin erforderlich. Eine un-solide Finanzpolitik kann Erwartungen entstehen lassen oder zu politischem Druck auf die Zentralbank führen, sich mit einer höheren Inflation zu arrangieren, um den Schuldenstand des Staatssektors zu senken oder die Zinsen niedrig zu halten. Der EG-Vertrag enthält daher mehrere Bestimmungen, um solche Risiken zu vermeiden. In Kapitel 4 wird näher auf die finanzpolitischen Maßnahmen und deren Resultate eingegangen.

Zunächst verbietet der EG-Vertrag die Finanzierung von Staatsdefiziten durch Zentralbanken ausdrücklich. Er legt auch fest, dass die öffentliche Hand keinen bevorrechtigten Zugang zu Finanzinstituten haben darf. Zudem ist in der sogenannten „No-bail-out-Klausel“ des EG-Vertrags niedergelegt, dass weder die Gemeinschaft noch die Mitgliedstaaten für die Verbindlichkeiten eines anderen Mitgliedstaats haften.

Darüber hinaus verpflichtet der EG-Vertrag die Mitgliedstaaten, übermäßige Defizite zu vermeiden. Halten Mitgliedstaaten die Obergrenzen für das öffentliche Defizit und den Schuldenstand nicht ein, die im Protokoll über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit, das dem EG-Vertrag beigefügt ist, festgelegt sind, so kann das Verfahren letztlich finanzielle Sanktionen nach sich ziehen.

Der finanzpolitische Rahmen wurde 1997 durch die Einführung des Stabilitäts- und Wachstumspakts erheblich verbessert.<sup>5</sup> Die präventiven Vorschriften des Pakts führen ein konkreteres Verfahren zur multilateralen Überwachung ein, demzufolge die Mitgliedstaaten des Euroraums ein Stabilitätsprogramm einreichen, während jene Länder, die nicht dem Eurogebiet angehören, ein Konvergenzprogramm vorlegen. Diese jährlichen Programme bieten einen Überblick über die wirtschaftlichen und finanzpolitischen Entwicklungen in jedem Land, über das jeweilige mittelfristige Haushaltsziel sowie einen Anpassungspfad zur Erreichung dieses mittelfristigen Haushaltsziels. Außerdem kann der Rat eine Empfehlung als Frühwarnung abgeben. Darüber hinaus hat der Stabilitäts- und Wachstumspakt in seinem korrektiven Teil die einzelnen Schritte und den Zeitplan für das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit erläutert und vereinfacht.

Was den korrektiven Teil betrifft, so hat die Reform des Pakts im Jahr 2005 zu einer größeren Flexibilität der Verfahren geführt. Insbesondere wurden der Ermessensspielraum bei der Bestimmung eines übermäßigen Defizits erweitert und die Verfahrensfristen verlängert. Was den präventiven Teil des Stabilitäts- und Wachstumspakts betrifft, so wurde mit dem geänderten Pakt bei der Festlegung von mittelfristigen Haushaltszielen und der diesbezüglichen Fortschritte der Spielraum vergrößert. Viele Beobachter, einschließlich der EZB, haben ihre Besorgnis darüber zum Ausdruck gebracht, dass diese Veränderungen das Vertrauen in den Finanzrahmen und die Trag-

5 Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der im Juni 1997 verabschiedet wurde, besteht aus einer Entschließung des Europäischen Rats sowie zwei Verordnungen des EU-Rats, nämlich Nr. 1466/97 und Nr. 1467/97. Siehe auch J. Stark, The genesis of a pact, in: A. Brunila, M. Buti und D. Franco (Hrsg.), The Stability and Growth Pact. The architecture of fiscal policy in EMU. Basingstoke: Palgrave, 2001.

fähigkeit der öffentlichen Finanzen der Mitgliedstaaten des Euroraums untergraben und allgemein zu erhöhter Komplexität und weniger Transparenz führen.

### Strukturpolitik

Der EG-Vertrag legt fest, dass die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik „als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ zu betrachten haben. Die Grundzüge der Wirtschaftspolitik (Broad Economic Policy Guidelines – BEPGs) sind der Grundpfeiler dieser Struktur. Durch den EG-Vertrag wird auch ein multilateraler Rahmen zur Überwachung der Beschäftigungspolitik errichtet, einschließlich der Verabschiedung der beschäftigungspolitischen Leitlinien. Während der Rat Empfehlungen an jene Länder richten kann, die den Vorgaben der BEPGs nicht entsprechen, sieht der EG-Vertrag jedoch keine Durchsetzungs- oder Sanktionsmechanismen vor.

Die Strukturpolitik ist ein wichtiger Bestandteil von Koordinierung der Wirtschaftspolitik insgesamt und fällt in den Bereich der „weichen“ Koordinierung, die vor allem auf gegenseitigem Druck bzw. gegenseitiger Unterstützung basiert. Wie in Kapitel 4 erörtert wird, sind hochflexible und wettbewerbsstarke Märkte für das reibungslose Funktionieren der WWU erforderlich, da die Länder zur Wiederherstellung ihrer Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr auf alle Anpassungsmechanismen zurückgreifen können, die vor der WWU zur Verfügung standen (z. B. Währungsabwertung). Die Wirtschaftspolitiken, die auf die Angebotsseite der Wirtschaft abzielen, müssen die besonderen Gegebenheiten in jedem Land berücksichtigen, und daher ist nur eine „weiche“ Koordinierung dieser länderspezifischen Politiken möglich.

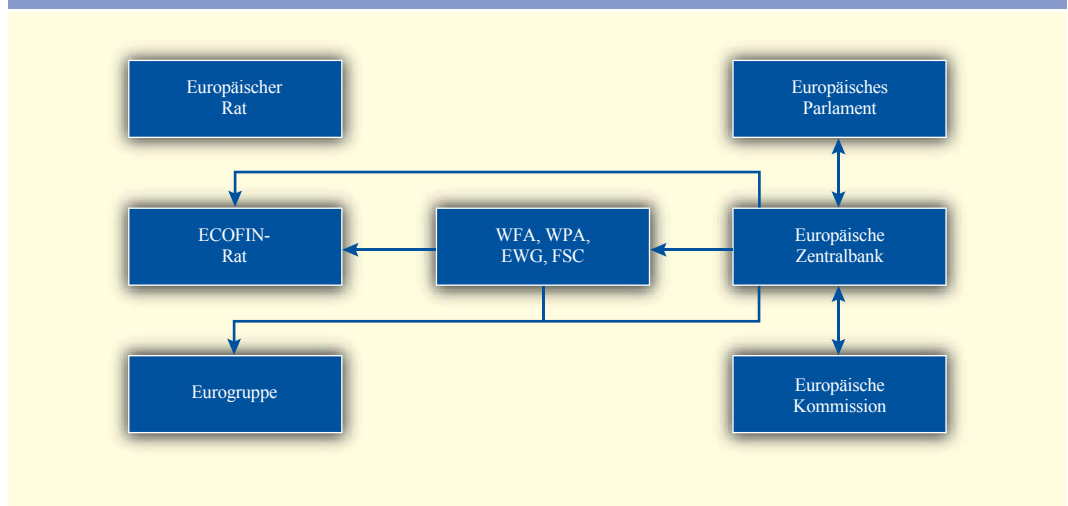
Im März 2000 überarbeitete der Europäische Rat von Lissabon diesen Ansatz mit der Verabschiedung der sogenannten Lissabon-Strategie, die ein ehrgeiziges Strukturreformprogramm festlegt, um das Wachstumspotenzial der Europäischen Union zu steigern. Die Strategie führte zwei institutionelle Neuerungen ein: a) die „Frühjahrstagungen“, bei denen der Europäische Rat politische Impulse setzt und Orientierungshilfen für die Wirtschaftspolitik und Strukturreformen gibt, und b) ein neues „offenes Koordinierungsverfahren“ (eine neue Form der Politikgestaltung in der EU), um die Zusammenarbeit durch die Festlegung von Best Practices zu verbessern.

Fünf Jahre nachdem die Lissabon-Strategie ins Leben gerufen wurde, waren ihre Ergebnisse allerdings recht durchwachsen. Nach einer Überprüfung durch eine hochrangig besetzte Sachverständigenkommission unter dem Vorsitz von Wim Kok, dem ehemaligen Ministerpräsidenten der Niederlande, vereinbarte der Europäische Rat bei seiner Frühjahrstagung im Jahr 2005, die Lissabon-Strategie erheblich abzuändern. So wurden die Prioritäten dieser Strategie neu auf Wachstum und Beschäftigung ausgerichtet, und die Governance wurde vereinfacht, um die nationale Verantwortung für Strukturformen zu stärken und somit die politische Legitimität des gesamten Prozesses zu erhöhen.

Bei seiner Frühjahrstagung 2005 kam der Europäische Rat auch überein, die BEPGs und die Leitlinien für die Beschäftigungspolitik in einem Paket – den integrierten Leitlinien – zusammenzufassen, um ihre Einheitlichkeit zu verbessern. Diese wurden nun für einen Zeitraum von drei Jahren verabschiedet und werden – wenn erforderlich – jährlich aktualisiert. Darüber hinaus wurden zahlreiche frühere Berichte durch nationale Reformprogramme ersetzt, die eine jährliche Beurteilung der bereits erzielten Fortschritte ermöglichen.

Angesichts der beträchtlichen Größe des Euroraums überraschen die unterschiedlichen Wirtschaftsleistungen in den Euro-Ländern nicht (in Abschnitt 4.3 werden die Differenzen zwischen den einzelnen Ländern im Hinblick auf die gesamtwirtschaftliche Leistung im Euroraum beschrie-

Abbildung I Beziehungen der EZB zu anderen Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft



ben). Ähnliches lässt sich auch in anderen großen Währungsräumen, wie beispielsweise den Vereinigten Staaten, beobachten. Die Tatsache, dass die wirtschaftlichen Divergenzen im Euroraum tendenziell von Dauer sind, deutet darauf hin, dass die Volkswirtschaften im Eurogebiet nicht flexibel genug sind. Es ist daher äußerst wichtig, dass die Regierungen den Zielen der Lissabon-Strategie verpflichtet bleiben, um Nutzen aus der WWU zu ziehen.

## 2.2 ZUSAMMENARBEIT DER EZB MIT ANDEREN ORGANEN UND EINRICHTUNGEN DER GEMEINSCHAFT

Der im Vorangehenden beschriebene institutionelle Rahmen der WWU erfordert eine intensivere Zusammenarbeit zwischen den Institutionen der Gemeinschaft/supranationalen Institutionen. Dieser Abschnitt ergänzt die Betrachtungen zu den allgemeinen Grundsätzen, die dem Aufbau der WWU zugrunde liegen. Insbesondere die Zusammenarbeit der EZB mit wichtigen Organen und Einrichtungen der Gemeinschaft soll näher untersucht werden.<sup>6</sup>

### BEZIEHUNGEN ZUM EUROPÄISCHEN PARLAMENT

Wie bereits erwähnt, ist die EZB – als Gegengewicht zu ihrer Unabhängigkeit – der Öffentlichkeit gegenüber transparent und unterliegt umfangreichen Berichtspflichten, insbesondere gegenüber dem Europäischen Parlament. In diesem Zusammenhang können der Präsident der EZB und die übrigen Mitglieder des Direktoriums auf Ersuchen des Europäischen Parlaments oder auf ihre eigene Initiative hin von den zuständigen Ausschüssen des Europäischen Parlaments gehört werden. In der Praxis steht der Präsident der EZB dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung einmal im Quartal Rede und Antwort. Der Jahresbericht der EZB wird sowohl dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung als auch dem Plenum des Europäischen Parlaments vorgelegt.

Außerdem gibt es eine Reihe weiterer Kontakte zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament, wie beispielsweise informelle Besuche, die über die im EG-Vertrag festgelegten Verpflich-

<sup>6</sup> Die Abbildung oben zeigt lediglich die Zusammenarbeit zwischen der EZB und den anderen Institutionen und Foren der Gemeinschaft, die Kooperation der anderen Institutionen und Foren untereinander wird nicht berücksichtigt. Eine umfassendere Analyse findet sich in: EZB, Die Beziehungen der EZB zu den Organen und Einrichtungen der Europäischen Union, Monatsbericht Oktober 2000.

**EZB hat Berichtspflichten gegenüber dem Europäischen Parlament**

tungen hinausgehen. Die EZB hat sich auch bereit erklärt, schriftliche Anfragen von Mitgliedern des Europäischen Parlaments zu beantworten. Im Sinne einer größeren Transparenz werden die Fragen und Antworten im Amtsblatt der EU veröffentlicht.

Diese Struktur ermöglicht es, dass die EZB von den gewählten Vertretern der EU und der Öffentlichkeit wirksam zur Rechenschaft gezogen werden kann.

### **BEZIEHUNGEN ZUM ECOFIN-RAT UND ZU SEINEN VORBEREITENDEN AUSSCHÜSSEN**

Der ECOFIN-Rat, d. h. der Rat in der Zusammensetzung der Finanzminister, befasst sich mit den wirtschafts- und finanzpolitischen Fragen, die die EU insgesamt betreffen und kann (anders als die Eurogruppe, siehe folgenden Unterabschnitt) formale Entscheidungen treffen. Der EG-Vertrag sieht vor, dass der Präsident der EZB an Sitzungen des Rats teilnehmen kann, wenn dieser über Angelegenheiten berät, die im Zusammenhang mit den Zielen und Aufgaben der EZB/des Eurosystems stehen. Laut EG-Vertrag kann auch der Präsident des Rates (de facto der Präsident der Eurogruppe) ohne Stimmrecht an den Sitzungen des EZB-Rats teilnehmen.

Die Entscheidungen des ECOFIN-Rats werden vom Wirtschafts- und Finanzausschuss (WFA) vorbereitet, in dem hochrangige Vertreter der Finanzministerien und Zentralbanken, der Europäischen Kommission und der EZB zusammenkommen. Der Wirtschafts- und Finanzausschuss spielt bei der Beobachtung der Wirtschafts- und Finanzlage der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft eine zentrale Rolle, außerdem koordiniert er die Standpunkte der EU in internationalen Foren. Der Ausschuss für Finanzdienstleistungen (FSC) ist an der Vorbereitung von ECOFIN-Entscheidungen im Bereich der Finanzdienstleistungen und der Finanzaufsicht beteiligt. Die EZB ist auch Mitglied im Ausschuss für Wirtschaftspolitik (WPA), der entscheidend an der Vorbereitung der Beratungen des ECOFIN-Rats zu Strukturreformen mitwirkt.

### **BEZIEHUNGEN ZUR EUROGRUPPE**

Die Ordnungspolitik im Euroraum basiert größtenteils auf den informellen Gesprächen in der Eurogruppe. In diesem informellen Gremium, das durch eine Entschließung des Europäischen Rates in Luxemburg vom Dezember 1997 gegründet wurde, kommen die Finanzminister des Eurogebiets einmal im Monat zusammen. Der Kommissar für Wirtschaft und Währung und der Präsident der EZB sind ebenfalls zu diesen Treffen eingeladen.

In der Eurogruppe treffen sich die wichtigsten Entscheidungsträger im Eurogebiet zu einem offenen Meinungsaustausch. Durch die Teilnahme an diesen Treffen erhält die EZB Informationen aus erster Hand und kann ihre geldpolitischen Beschlüsse erläutern.

Die Bedeutung der Eurogruppe hat in den letzten zehn Jahren zugenommen, was auch darin zum Ausdruck kommt, dass die Tagesordnung im Laufe der Zeit immer umfassender geworden ist. Während sich die Eurogruppe ursprünglich vor allem auf die Finanzpolitik konzentrierte, befasst sie sich nun auch mit anderen politischen Themen, beispielsweise mit Strukturreformen, der Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit einzelner Euro-Länder, der Finanzstabilität und der Wechselkursentwicklung. Die informelle Rolle der Eurogruppe wird nun in einem Protokoll anerkannt, das dem neuen Vertrag von Lissabon beigelegt ist; die Zielvorgabe besteht darin, „eine immer engere Koordinierung der Wirtschaftspolitik im Euro-Währungsgebiet zu fördern“.

**EZB-Präsident kann an  
Sitzungen des ECOFIN-Rats  
teilnehmen**

**Der Dialog innerhalb der  
Eurogruppe ...**

**... hat an Bedeutung  
gewonnen**



## BEZIEHUNGEN ZUR EUROPÄISCHEN KOMMISSION

Der Europäischen Kommission kommt im institutionellen Rahmen der WWU große Bedeutung zu. Insbesondere verfügt die Kommission über das Initiativrecht für die Gesetzgebung der Gemeinschaft zur Verabschiedung durch das Europäische Parlament und den Rat. Sie spielt bei der Überwachung der Umsetzung von Entscheidungen und Vereinbarungen, die auf europäischer Ebene getroffen wurden, eine zentrale Rolle. Die EZB steht in regelmäßigem Kontakt zur Kommission und nutzt die Gelegenheit zum Meinungsaustausch mit Kommissionsvertretern im Rahmen der europäischen Treffen. Außerdem kann der Kommissar für Wirtschaft und Währung ohne Stimmrecht an den Sitzungen des EZB-Rats teilnehmen. Über diese formellen Kontakte hinaus hat die EZB eine Reihe von informellen Arbeitskontakten mit Kommissionsdienststellen geknüpft.

## 2.3 ERWEITERUNGSPROZESS

### EU-ERWEITERUNG

Die ersten zehn Jahre des Euro fielen mit einer beispiellosen Erweiterung der Europäischen Union zusammen. Am 1. Mai 2004 schlossen sich der Union zehn Länder neu an, zwei weitere folgten am 1. Januar 2007. Dies war in vielerlei Hinsicht die größte und umfassendste Erweiterung in der Geschichte der Europäischen Union. Die Zahl der Mitgliedstaaten erhöhte sich von 15 auf 27, und die Gesamtbevölkerung stieg um etwa 100 Millionen auf fast 500 Millionen. Zugleich sind die wirtschaftlichen Auswirkungen dieser Expansion insgesamt relativ verhalten gewesen. Das gesamte BIP nahm um weniger als 10 % zu, da das Pro-Kopf-Einkommen in den neuen Mitgliedstaaten zum Zeitpunkt der Erweiterung deutlich geringer war als im EU-Durchschnitt.

Die Erweiterung dürfte sich in den kommenden Jahren fortsetzen, wenn auch in langsamerem Tempo. Drei Ländern wurde Kandidatenstatus zuerkannt: der Türkei (1999), Kroatien (2004) und der ehemaligen jugoslawischen Republik Mazedonien (2005). Alle anderen westlichen Balkanstaaten haben als potenzielle Beitrittskandidaten Aussicht auf spätere EU-Mitgliedschaft.

Da von allen neuen Mitgliedstaaten erwartet wird, dass sie den Euro zu gegebener Zeit einführen, hat das Eurosystem die EU-Erweiterung genau verfolgt und wird dies auch weiterhin tun. Der erweiterte Rat der EZB überprüft regelmäßig die wirtschaftlichen, finanziellen und monetären Entwicklungen der Beitrittskandidaten und der potenziellen Beitrittskandidaten. Das Eurosystem ist auch in einen engen Dialog mit den Zentralbanken der Länder getreten, die sich auf den EU-Beitritt vorbereiten. So hat das Eurosystem vor den bisherigen Beitrittsrunden zusammen mit den nationalen Zentralbanken eine Reihe von Seminaren über den EU-Beitrittsprozess organisiert, die die Zentralbanken der Beitrittsländer bei der reibungslosen Integration in das ESZB unterstützt haben. Auch mit den Zentralbanken der derzeitigen Beitrittskandidaten pflegt die EZB regen Kontakt und Informationsaustausch, z. B. auch durch jährliche hochrangige Treffen zum politischen Dialog.

### ERWEITERUNG DES EURORAUMS

Ursprünglich war der Euro die gemeinsame Währung von elf Mitgliedstaaten. Zehn Jahre später haben 15 Mitgliedstaaten den Euro eingeführt. Bislang hat sich das Eurogebiet dreimal vergrößert, mit dem Beitritt Griechenlands im Jahr 2001, Sloweniens im Jahr 2007 sowie Zyperns und

Maltas im Jahr 2008. Die Zukunft dürfte weitere Erweiterungswellen für das Eurogebiet mit sich bringen.

Die EU-Länder durchlaufen auf dem Weg zur Euro-Einführung ein klar definiertes Verfahren, das aus mehreren Phasen besteht.

Die erste Phase endet, wenn sich ein Mitgliedstaat dem Wechselkursmechanismus WKM II anschließt. In dieser Phase unterliegt die Geld- und Wechselkurspolitik des jeweiligen Landes drei zentralen Erfordernissen des EG-Vertrags. Erstens ist die Wechselkurspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse zu behandeln. Zweitens ist Preisstabilität als vorrangiges Ziel der Geldpolitik zu verfolgen. Drittens muss das Land übermäßige Defizite vermeiden (auch wenn Finanzsanktionen gemäß dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit nur dann verhängt werden können, wenn ein Land den Euro eingeführt hat).

Die zweite Phase beginnt mit dem Beitritt eines Mitgliedstaats zum WKM II. In diesem Mechanismus unterliegt die Währung eines Landes festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen um einen Leitkurs gegenüber dem Euro mit einer Standardschwankungsbandbreite von  $\pm 15\%$ . Dieser Mechanismus löst den ursprünglichen Wechselkursmechanismus ab, der von 1979 bis zur Einführung des Euro am 1. Januar 1999 im Einsatz war. Der Wechselkursmechanismus hat eine stabilisierende Funktion und trägt dazu bei, die gesamtwirtschaftliche Politik auf einen tragfähigen Weg zu bringen und die Inflationserwartungen zu verankern. Der WKM II stellt die Mitgliedstaaten auf dem Weg zur Euro-Einführung auf den Prüfstand, da erwartet wird, dass die Länder eine stabilitätsorientierte Politik verfolgen, um Wechselkursstabilität und nominale Konvergenz zu fördern. In gewisser Weise kann die Teilnahme am WKM II als „Training“ bis zur Qualifizierung für die Euro-Einführung verstanden werden.

Die Einführung des Euro, die dritte Phase, beginnt erst, wenn ein Land alle sogenannten Konvergenzkriterien dauerhaft erfüllt (siehe auch Abschnitt 4.4). Diese Kriterien sind im Maastricht-Vertrag festgelegt und in dem ihm beigefügten Protokoll weiter erläutert. Sie sollen sicherstellen, dass bei der Preisentwicklung, den langfristigen Zinssätzen sowie dem öffentlichen Defizit und Schuldenstand dauerhaft nominale Konvergenz erreicht wird. Außerdem wird erwartet, dass ein Mitgliedstaat über einen Zeitraum von zwei Jahren ohne starke Spannungen innerhalb der normalen Schwankungsbandbreiten am WKM II teilgenommen hat. In dieser Zeit muss das betreffende Land seine innerstaatlichen Rechtsvorschriften (insbesondere diejenigen im Hinblick auf die Satzung der jeweiligen nationalen Zentralbank) mit dem EG-Vertrag und der Satzung des ESZB vollständig in Einklang bringen.

Die Entscheidung darüber, ob ein Mitgliedstaat den erforderlichen Grad an dauerhafter Konvergenz erreicht hat, um den Euro einzuführen, wird nach einer Erörterung durch die Staats- und Regierungschefs vom ECOFIN-Rat getroffen. Der Beschluss des Rates basiert auf den von der EZB und der Europäischen Kommission erstellten Konvergenzberichten, einer Stellungnahme des Europäischen Parlaments und einem Vorschlag der Europäischen Kommission. Darüber hinaus verabschiedet der ECOFIN-Rat die erforderlichen Verordnungen für die Einführung des Euro in einem neuen Mitgliedstaat, einschließlich einer Verordnung, die den unwiderruflichen Umrechnungskurs der jeweiligen nationalen Währung zum Euro festlegt.

Insgesamt hat die EU ein eindeutiges Verfahren etabliert, das die Einführung des Euro als letzten Schritt eines strukturierten Konvergenzprozesses innerhalb eines multilateralen Rahmens vorsieht. Eine einseitige offizielle Euroisierung wäre folglich nicht mit dem EG-Vertrag vereinbar.

Der Beitritt zum Eurogebiet hat eine Reihe von operationalen Folgen und bedarf intensiver technischer Vorbereitungen, insbesondere im Hinblick auf die Bargeld-Umstellung, die für die Umsetzung der Geldpolitik erforderlichen Instrumente und die Teilnahme an Euro-Marktinfrastrukturen für die Bearbeitung von Zahlungen und besicherten Geschäften. Das Eurosystem hat auch zahlreiche Informationskampagnen auf den Weg gebracht, damit sich Bargeldakteure und die Öffentlichkeit mit dem Erscheinungsbild und den Sicherheitsmerkmalen der Euro-Banknoten und -Münzen vertraut machen können. So wurden beispielsweise Informationsblätter an private Haushalte verteilt oder Konferenzen und Seminare für die Geschäftswelt organisiert. Mit der Euro-Einführung werden die nationalen Zentralbanken Mitglied des Eurosystems, und ihre Präsidenten gehören dem EZB-Rat an.

## **2.4 SCHLUSSBEMERKUNGEN**

Der mit dem Maastricht-Vertrag eingeführte institutionelle Rahmen ist einzigartig. Er verbindet eine zentralisierte Geldpolitik mit einer dezentralisierten Finanz- und Strukturpolitik. Zusätzlich zu der klaren Aufgabenteilung sieht er angemessene Koordinierungsverfahren vor, die der zunehmenden Interdependenz zwischen den Ländern des Euroraums nach der Einführung der einheitlichen Währung Rechnung tragen.

Die ersten zehn Jahre der WWU lassen darauf schließen, dass sich dieser Rahmen bewährt hat. Auch der neue Vertrag von Lissabon, der die institutionelle Struktur im Wesentlichen unverändert lässt, belegt dies. Gleichzeitig haben nicht alle Entscheidungsträger ihre auf Gemeinschaftsebene eingegangenen Verpflichtungen und Vereinbarungen immer eingehalten. Für das zweite Jahrzehnt der WWU wäre daraus die Lehre zu ziehen, dass alle Entscheidungsträger ihrer jeweiligen Verantwortung im Rahmen der WWU gerecht werden sollten. So wird die WWU auch in Zukunft erfolgreich sein.



## 3 DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB UND IHRE DURCHFÜHRUNG

*Bei der Erfüllung des Auftrags, Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten, hat der EZB-Rat von Beginn der Währungsunion an auf seine öffentlich bekannt gegebene geldpolitische Strategie zurückgegriffen. Im Großen und Ganzen hat sich die Strategie in den vergangenen zehn Jahren für die EZB bewährt. Die geldpolitischen Entscheidungen haben die längerfristigen Inflationserwartungen sicher auf einem Niveau verankert, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Zugleich hat sich der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems dank seiner flexiblen Ausgestaltung und des breiten Spektrums an Instrumenten und Verfahren auch in Zeiten finanzieller Schiefslagen als effektiv und widerstandsfähig erwiesen.*

*Das Kapitel gliedert sich wie folgt: Abschnitt 3.1 gibt einen kurzen Überblick über die geldpolitische Strategie der EZB. Insbesondere wird gezeigt, wie sich die wirtschaftliche und die monetäre Analyse im Rahmen des Zwei-Säulen-Konzepts, das der vom EZB-Rat vorgenommenen Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität zugrunde liegt, im letzten Jahrzehnt entwickelt hat. In Abschnitt 3.2 wird dargestellt, wie die einheitliche Geldpolitik in der Praxis umgesetzt worden ist und wie es erfolgreich gelungen ist, die Inflationserwartungen in einem Umfeld sich ständig ändernder wirtschaftlicher und finanzieller Bedingungen und Herausforderungen zu steuern. Dabei wird die Durchführung der Geldpolitik genauer betrachtet und in fünf Phasen unterteilt: Übergang zur Währungsunion (Mitte 1998 bis Mitte 1999), geldpolitische Straffung zur Eindämmung des Inflationsdrucks (Mitte 1999 bis Ende 2000), Senkung der EZB-Leitzinsen (Anfang 2001 bis Mitte 2003), gleichbleibende EZB-Leitzinsen (Mitte 2003 bis Ende 2005) und Rücknahme der akkommodierenden Ausrichtung der Geldpolitik (seit Ende 2005). Abschnitt 3.3 beschreibt die von der EZB zur Umsetzung der geldpolitischen Entscheidungen verwendeten operativen Instrumente und Verfahren. Abschnitt 3.4 schließt mit einer Zusammenfassung der Erfahrungen und einem Ausblick.*

### 3.1 DIE GELDPOLITISCHE STRATEGIE DER EZB

#### WARUM PREISSTABILITÄT? WAS SIND DIE VORTEILE?

Der Vertrag über die Europäische Union (auch „Vertrag von Maastricht“ genannt) stellt eine klare Rangfolge der Ziele für das Eurosystem auf, wobei der Preisstabilität eine herausragende Rolle zukommt. Diese Wahl liegt sowohl in eindeutigen historischen Belegen als auch der volkswirtschaftlichen Theorie begründet. Die Preisstabilität ist einem höheren Lebensstandard auf verschiedene Weise förderlich.

Sie schützt den realen Wert des Einkommens und Vermögens, während unerwartete Inflation zwangsläufig zu einer unerwünschten und willkürlichen Umverteilung führt. Preisstabilität ist insbesondere für die verwundbarsten Gruppen in der Gesellschaft von Vorteil. Diese Gruppen haben einen vergleichsweise höheren Anteil ihrer Ersparnisse in Form von Bargeld und Sparkonten angelegt, deren realer Wert leicht durch Preissteigerungen gemindert wird. Da ihnen der Zugang zu den Finanzmärkten üblicherweise nur in einem eher beschränkten Umfang möglich ist, bleibt wenig Raum, um der „Inflationssteuer“ auszuweichen.<sup>1</sup> So stellen Rentner, die von Rentenansprüchen und den während ihres Arbeitslebens akkumulierten Ersparnissen leben müssen, eine im Hinblick auf die Teuerung besonders anfällige Gruppe dar. Preisstabilität trägt also auch zum sozialen Zusammenhalt bei.

**Preisstabilität als vorrangiges Ziel**

**Vorteile der Preisstabilität**

<sup>1</sup> Eine ausführlichere Erörterung findet sich in: W. Easterly und S. Fischer, Inflation and the Poor, Policy Research Working Paper Nr. 2335 der Weltbank, 2000.



In einem von stabilen Preisen geprägten Umfeld ist es zudem einfacher für die Bevölkerung, relative Preisänderungen (d. h. die Entwicklung der Preise einzelner Waren oder Dienstleistungen) von Änderungen des allgemeinen Preisniveaus zu unterscheiden. Dies bedeutet, dass man sich voll und ganz auf die Signal- und Informationsfunktion der Preise für die einzelnen Waren oder Dienstleistungen verlassen kann. In solch einem Umfeld wissen die Menschen, dass Veränderungen der Preise mit der „relativen Knappheit“ bestimmter Waren und Dienstleistungen im Zusammenhang stehen und aus Änderungen des Angebots und der Nachfrage bezüglich dieser Waren und Dienstleistungen resultieren. Insofern erleichtert die Preisstabilität den Vergleich von Preisen und ermöglicht daher fundiertere Konsum- und Investitionsentscheidungen. Dies trägt zu einem reibungslosen und effizienten Funktionieren der Märkte bei.

Die Preisstabilität trägt auch zu einem niedrigeren Niveau sowohl der nominalen als auch der realen Zinssätze bei. So wird durch die Teuerung beispielsweise der reale Wert nominaler Vermögenswerte gemindert, und Kreditgeber verlangen in einem von Inflation gekennzeichneten Umfeld üblicherweise eine Prämie zur Kompensierung der mit ihrer Investition verbundenen Inflationsrisiken. In einem von Preisstabilität geprägten Umfeld verlangen die Kreditgeber hingegen keine solche Risikoprämie. Dadurch, dass die Preisstabilität die Inflationsrisikoprämie verringert, führt sie zu einem niedrigeren Niveau der realen Zinssätze und erhöht so die Rentabilität vieler Investitionsprojekte. Vor diesem Hintergrund betrachtet tragen niedrigere Zinssätze zu höherer Beschäftigung und stärkerem Wirtschaftswachstum bei.

#### Ein Instrument, ein Ziel

Preisstabilität stellt darüber hinaus den besten – und letztendlich den einzigen – Beitrag dar, den eine glaubwürdige Geldpolitik zum Wirtschaftswachstum, zur Schaffung von Arbeitsplätzen und zum sozialen Zusammenhalt leisten kann. Dies hängt damit zusammen, dass ein politischer Entscheidungsträger, dem lediglich ein Instrument zur Verfügung steht, nur für die Erfüllung eines einzigen Ziels Sorge tragen und in die Verantwortung genommen werden kann. Mit dem Verfolgen zusätzlicher Ziele bestünde das Risiko, dass die Geldpolitik überlastet wird, was letztendlich zu höherer Inflation und Arbeitslosigkeit führen würde. Auf längere Sicht kann die Geldpolitik nur das Preisniveau in der Wirtschaft beeinflussen; von ihr kann keine nachhaltige Wirkung auf die Konjunktur ausgehen. Dieses allgemeingültige Prinzip wird als die „langfristige Neutralität des Geldes“ bezeichnet. Vor diesem Hintergrund erfolgt im EG-Vertrag eine klare und effiziente Aufteilung der Zuständigkeiten, wobei der Geldpolitik als vorrangiges Ziel die Gewährleistung von Preisstabilität zukommt.

Belege aus jüngerer Zeit deuten darauf hin, dass sich die Beziehung zwischen Inflation und Wachstum auf lange Sicht sogar ins Negative kehren könnte, da eine dauerhaft steigende Inflation per saldo zu sinkenden Realeinkommen führen würde.<sup>2</sup> Dies ist ein weiterer Grund, der dafür spricht, den Zentralbanken eine klare Verantwortung für die Gewährleistung von Preisstabilität zu übertragen. So minimiert die Geldpolitik nicht nur die Kosten der Inflation, sondern trägt auch zur Maximierung des langfristigen Produktionspotenzials der Wirtschaft bei.

#### BESTANDTEILE DER GELDPOLITISCHEN STRATEGIE

Als der EZB-Rat im Oktober 1998 rechtzeitig vor Beginn der WWU die geldpolitische Strategie beschloss und bekannt gab, war eine der entscheidenden Fragen, ob durch die Strategie für alle Eventualitäten vorgesorgt sei, mit denen sich das neubegründete Euro-Währungsgebiet bei seiner Konstituierung und danach konfrontiert sehen könnte. Daher soll hier zunächst ein kurzer Über-

<sup>2</sup> Siehe EZB, Preisstabilität und Wachstum, Monatsbericht Mai 2008.

blick über die Hauptelemente der Strategie und die ihr zugrunde liegenden Prinzipien gegeben werden.

Die geldpolitische Strategie wurde auf Grundlage umfangreicher Vorarbeiten des Europäischen Währungsinstituts (der Vorgängerinstitution der EZB) entwickelt. Sie gewährleistet einen einheitlichen und systematischen Ansatz zur Durchführung der Geldpolitik. Sie besteht aus zwei Hauptkomponenten: einer quantitativen Definition des für die EZB vorrangigen Ziels der Preisstabilität und einem Zwei-Säulen-Konzept als Organisationsprinzip für die Analyse, die der Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung zugrunde liegt. Von Anfang an bildete die geldpolitische Strategie der EZB eine solide Grundlage für die Durchführung und Kommunikation der Geldpolitik. Im Jahr 2003 bestätigte der EZB-Rat die Hauptelemente im Rahmen einer Überprüfung der Gesamtstrategie.

#### **DIE QUANTITATIVE PREISSTABILITÄTSDEFINITION DER EZB**

Obgleich die Preisstabilität im EG-Vertrag eindeutig als vorrangiges Ziel der Geldpolitik festgelegt ist, wird keine genaue quantitative Definition dieses Ziels vorgegeben. Damit die Öffentlichkeit einen klaren Anhaltspunkt hat, an dem sie die EZB messen kann, und um die längerfristigen Inflationsaussichten zu verankern, beschloss der EZB-Rat 1998 eine quantitative Definition der Preisstabilität, die wie folgt lautet: „Preisstabilität wird definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden.“ Darüber hinaus stellte der EZB-Rat nach einer gründlichen Überprüfung seiner geldpolitischen Strategie im Jahr 2003 klar, dass er im Rahmen der Definition darauf abziele, die Teuerung nach dem HVPI „unter, aber nahe 2 %“ zu halten. Ein solcher Ansatz ist zur Absicherung gegen die Risiken von sowohl sehr niedriger Inflation als auch Deflation angemessen.

Bei der Einführung der quantitativen Definition von Preisstabilität im Jahr 1998 berücksichtigte der EZB-Rat eine Reihe spezifischer Merkmale des Euro-Währungsgebiets:

- Erstens stellt ein euroraumweiter Verbraucherpreisindex – in diesem Fall der HVPI (siehe Kasten 1 in Kapitel 8) – für die EZB die naheliegendste Wahl als Referenz für Preisstabilität dar, da er sich auf die monetären Transaktionen im Euroraum bezieht.
- Zweitens betrifft die Definition das gesamte Eurogebiet, was die Tatsache widerspiegelt, dass sich die Geldpolitik in einer Währungsunion nicht mit länderspezifischen Fragestellungen befassen kann.
- Drittens stellt die Definition klar, dass eine Inflation von über 2 % nicht mit Preisstabilität, dem vorrangigen Ziel der EZB, im Einklang steht. Sie impliziert jedoch auch, dass eine sehr niedrige Inflation und insbesondere eine Deflation ebenfalls nicht mit Preisstabilität im Einklang steht.

Darüber hinaus betont die Preisstabilitätsdefinition die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik der EZB. Da die Preisentwicklung nur mit einer erheblichen und variablen Verzögerung sowie in einem nicht mit Sicherheit vorhersagbaren Ausmaß auf die Geldpolitik reagiert, kann eine Zentralbank die Inflation unmöglich immer auf einem bestimmten im Voraus festgelegten Niveau halten oder sie innerhalb eines sehr kurzen Zeitraums wieder auf das erwünschte Niveau führen. Die Geldpolitik muss daher vorausschauend agieren und auf die mittlere Sicht ausgerichtet sein. Dadurch lassen sich übertriebener Aktivismus und eine unnötige Volatilität in der Real-

**Jährliche HVPI-Inflation von  
unter, aber nahe 2 % ...**

**... auf mittlere Sicht**

wirtschaft vermeiden. Ein gewisses Maß an kurzfristiger Volatilität der Inflation ist daher unvermeidlich.

### **DIE ZWEI SÄULEN DER GELDPOLITISCHEN STRATEGIE DER EZB**

#### **Zwei-Säulen-Konzept**

Der Ansatz der EZB zur Analyse und Bewertung der Informationen, die für die vorausschauende Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität von Bedeutung sind, beruht auf zwei analytischen Perspektiven, den so genannten zwei „Säulen“. Bei dieser Zwei-Säulen-Struktur handelt es sich um das Organisationsprinzip sowohl der internen Analyse, die den geldpolitischen Erwägungen und Beschlüssen der EZB zugrunde liegt, als auch der Kommunikation mit den Finanzmärkten und mit der breiten Öffentlichkeit.

#### **Wirtschaftliche Analyse**

Die wirtschaftliche Analyse zielt darauf ab, die auf kurze bis mittlere Sicht bestehenden Risiken für die Preisstabilität zu identifizieren. Es wird daher – insbesondere im Zusammenhang mit der Konjunkturanalyse – versucht, wirtschaftliche Schocks, die für das Verständnis der Preis- und Konjunkturenwicklung auf kurze bis mittlere Sicht von Bedeutung sind, zu erkennen. Dabei wird ein breites Spektrum an Konjunktur-, Preis- und Kostenindikatoren untersucht, und zwar in erster Linie für das Eurogebiet insgesamt, jedoch auch für die einzelnen Sektoren und Länder. Alle diese Faktoren sind hilfreich, um die Dynamik der Realwirtschaft und die voraussichtliche Preisentwicklung über kürzere Zeithorizonte unter dem Gesichtspunkt des Zusammenspiels zwischen Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten zu bewerten. Ein Kernelement der wirtschaftlichen Analyse ist die Erstellung regelmäßiger Projektionen für die wichtigsten makroökonomischen Variablen im Euroraum (siehe Kasten 1). Um angemessene Entscheidungen treffen zu können, muss der EZB-Rat über ein umfassendes Verständnis der aktuellen Wirtschaftslage verfügen und die Besonderheiten sowie das Ausmaß auftretender ökonomischer Störungen kennen, die die Preisstabilität gefährden.

#### **Kasten 1**

### **MODELLE DER WIRTSCHAFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET**

Volkswirtschaftliche Modelle stellen für viele Zentralbanken ein wichtiges Instrument der wirtschaftlichen Analyse dar. Sie werden oft als „strukturelle“ Modelle bezeichnet, da sie darauf abzielen, die entscheidenden kausalen Bestimmungsfaktoren für wirtschaftliche Entscheidungen im Bereich des Konsums, der Investitionen usw. abzubilden. Die Modelle werden empirisch validiert bzw. „geschätzt“, indem ihre Ergebnisse für bestimmte gesamtwirtschaftliche Variablen mit den in der Vergangenheit beobachteten Werten abgeglichen werden. Nach erfolgter Schätzung können die Modelle zur Beantwortung einer Reihe wirtschaftlicher Fragestellungen unter Laborbedingungen eingesetzt werden: Mit ihrer Hilfe sind Prognosen über die künftige wirtschaftliche Lage möglich, sie leisten einen Beitrag zur quantitativen Interpretation der Auswirkungen bestimmter wirtschaftlicher Ereignisse (z. B. Änderungen der Lohnbildung oder finanzpolitische Maßnahmen) auf die Gesamtwirtschaft, und sie können für die Beurteilung der Auswirkungen geldpolitischer Maßnahmen auf die wirtschaftlichen Ergebnisse verwendet werden.

Seit Anfang 1999 sind die makroökonomischen Modelle der EZB erheblich weiterentwickelt worden. Das erste Modell zur Beschreibung der Wirtschaft des Eurogebiets auf aggregierter

Ebene war das euroraumweite Modell (Area-Wide Model – AWM).<sup>1</sup> Die Entwicklung des AWM bedeutete aufgrund der neuen Bedingungen, die sich durch die WWU ergaben, eine besondere Herausforderung. So musste bei der empirischen Prüfung des Modells auf Daten aus der Zeit vor der Währungsunion zurückgegriffen werden, obgleich davon auszugehen war, dass es durch die Währungsunion zu einer strukturellen Änderung der Wirtschaft des Eurogebiets kommen würde. Darüber hinaus waren euroraumweite Daten nicht ohne Weiteres bei den nationalen Statistikämtern verfügbar. Sie mussten durch Aggregation nationaler Daten geschaffen werden, was teilweise Ad-hoc-Annahmen erforderlich machte. Trotz dieser Schwierigkeiten hat sich das AWM als nützliches Instrument zur quantitativen Analyse der makroökonomischen Entwicklung im Eurogebiet erwiesen. In den meisten Folgemodellen der EZB wurde der euroraumweite Ansatz dieses ersten Modells ebenfalls verwendet.<sup>2</sup>

Im Laufe der Jahre ist die Struktur des AWM in verschiedene Richtungen weiterentwickelt worden. Zugleich führten die neueren Erkenntnisse in der Fachliteratur zu einem radikaleren Umdenken hinsichtlich der grundsätzlichen Anforderungen, die ein volkswirtschaftliches Modell zu erfüllen hat. Der Prototyp einer neuen Generation volkswirtschaftlicher Modelle, der sich danach in vielen Zentralbanken bewähren sollte, wurde von der EZB entwickelt, nämlich das Smets-Wouters-Modell des Euro-Währungsgebiets.<sup>3</sup> Dieses Modell zeichnet sich durch eine Reihe innovativer Merkmale aus. Beispielsweise werden Ergebnisse, die auf der aggregierten Ebene beobachtet werden, etwa die verzögerte Anpassung der Preise an exogene Entwicklungen, auf Ebene der Unternehmen und privaten Haushalte (d. h. aus mikroökonomischer Sicht) erklärt. Die Entscheidungen privater Haushalte und Unternehmen können auf Änderungen der künftigen Konjunkturaussichten reagieren und nicht nur auf Entwicklungen in der Vergangenheit. Schließlich wird das Modell unter Berücksichtigung aller relevanten Informationen geschätzt und kann sich daher, was die kurzfristige Vorhersage anbelangt, mit den Ergebnissen von rein statistischen Schätzansätzen messen lassen.

Vor kurzem ist die Struktur des Smets-Wouters-Modells in dem Modell von Christiano, Motto und Rostagno, das der Rolle monetärer und finanzieller Variablen in der Wirtschaftsstruktur besondere Beachtung schenkt, weiter ausgebaut worden.<sup>4</sup> In diesem Modell ist ein expliziter Bankensektor enthalten, der eine Vermittlerrolle zwischen Kreditnehmern und -gebern wahrnimmt. Darüber hinaus wird den monetären Aggregaten eine nicht triviale Rolle zugemessen. Das Modell ermöglicht außerdem eine endogene Transmission der Leitzinsen auf die Zinsen für Unternehmenskredite, die eine Prämie zur Kompensation der Banken für das Adressenausfallrisiko enthalten.

Schließlich wurde eine neue mikroökonomisch fundierte Version des AWM, auch neues AWM (NAWM) genannt, entwickelt, die als wichtigstes für die gesamtwirtschaftlichen Projektionen

1 G. Fagan, J. Henry und R. Mestre, An area-wide model (AWM) for the euro area, in: *Economic Modelling*, Bd. 22, 2005, S. 39–59.

2 Neben dem AWM wurde von der EZB bereits in einem frühen Stadium in Zusammenarbeit mit den NZBen ein Mehrländermodell (Multi-Country Model – MCM) entwickelt. Strukturell ähneln sich MCM und AWM stark, allerdings werden die wirtschaftlichen Beziehungen beim MCM auf nationaler statt auf euroraumweiter Ebene geschätzt. Das Modell kann daher zur Überprüfung der Robustheit der mit dem AWM gewonnenen Ergebnisse eingesetzt werden.

3 Siehe F. Smets und R. Wouters, An Estimated Dynamic Stochastic General Equilibrium Model of the Euro Area, in: *Journal of the European Economic Association*, Bd. 1, 2003, S. 1123–1175.

4 Siehe L. Christiano, R. Motto und M. Rostagno, The Great Depression and the Friedman-Schwartz Hypothesis, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 35, Nr. 6, Dezember 2003, und L. Christiano, R. Motto und M. Rostagno, Shocks, Structures or Policies? The EA and the US after 2001, in: *Journal of Economic Dynamics and Control*, erscheint in Kürze.

verwendetes Instrument an die Stelle des AWM getreten ist.<sup>5</sup> Im Vergleich zu den genannten Modellen enthält das NAWM Elemente einer offenen Volkswirtschaft, um die Projektionen unter Berücksichtigung von Annahmen z. B. hinsichtlich der außenwirtschaftlichen Entwicklung durchführen zu können. Das NAWM eignet sich insbesondere für Szenarioanalysen und zur Beurteilung der Prognoseunsicherheit. Das für die Projektionen verwendete NAWM wird durch eine umfassendere, aber kalibrierte Version zur Beantwortung eines breiteren Spektrums geldpolitischer Fragestellungen ergänzt.

Mathematische Modelle der Volkswirtschaft haben eine wichtige unterstützende Funktion in der quantitativen Bewertung der jeweiligen wirtschaftlichen und monetären Lage im Euroraum. Alle oben genannten Modelle bleiben jedoch im Hinblick auf bestimmte Aspekte stark stilisiert. Die existierenden Modelle werden gegenwärtig u. a. im Hinblick auf eine befriedigendere Berücksichtigung der Finanzpolitik und eine vielschichtiger Struktur des Arbeitsmarktes erweitert. Letztendlich kann die Simulation geldpolitischer Entscheidungen in Strukturmodellen nur ein Element innerhalb der vom EZB-Rat vorgenommenen Gesamtbeurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung im Eurogebiet sein.

5 Siehe K. Christoffel, G. Coenen und A. Warne, *The New Area-Wide Model of the Euro Area: Specification, Estimation Results and Properties*, mimeo, Juni 2007, und G. Coenen, P. McAdam und R. Straub, *Tax Reform and Labour-Market Performance in the Euro Area: A Simulation-Based Analysis Using the New Area-Wide Model*, in: *Journal of Economic Dynamics and Control*, erscheint in Kürze.

#### Die monetäre Analyse ...

Die monetäre Analyse zielt darauf ab, die auf mittlere bis längere Sicht bestehenden Risiken für die Preisstabilität zu ermitteln. In diesem Kontext kommt der Geldmengen- und der Kreditentwicklung sowie ihren jeweiligen Bestimmungsfaktoren eine herausragende Rolle zu, da zwischen Geldmengenwachstum und Teuerung langfristig ein enger Zusammenhang besteht (siehe Abbildung 1). Darin spiegelt sich das volkswirtschaftliche Grundprinzip wider, demzufolge Inflation auf lange Sicht ein monetäres Phänomen ist. Insbesondere die entscheidende Bedeutung, die der Geldmenge zugewiesen wird, stellt die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik der EZB sicher. Die Abbildung veranschaulicht den engen Zusammenhang zwischen den Niedrigfrequenzkomponenten der Inflation und dem Geldmengenwachstum, wobei die Geldmengenentwicklung der Inflationsentwicklung vorausläuft (und somit das Potenzial einer Inflationsprognose birgt).

#### ... greift auf ein breites Informationsspektrum zurück ...

Die monetäre Analyse greift auf ein vielfältiges Spektrum monetärer, finanzieller und wirtschaftlicher Informationen zurück, wobei eine Reihe komplementärer Instrumente und Techniken eingesetzt werden. Zusammen mit einem fundierten Urteilsvermögen ermöglicht dies die Identifizierung der Grundtendenz der Geldmengenentwicklung in Echtzeit und die Beurteilung ihrer Auswirkungen auf die Risiken für die Preisstabilität. Um ihrer Verpflichtung zur monetären Analyse im Rahmen ihrer geldpolitischen Strategie Ausdruck zu verleihen und eine Orientierungsgröße für die Beurteilung der monetären Entwicklung bereitzustellen, gab die EZB im Dezember 1998 einen Referenzwert für die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 in Höhe von 4½ % bekannt.<sup>3</sup> Eine längerfristig über diesem Richtwert liegende Geldmengenausweitung deutet auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hin. Die Wahl fiel auf die Geldmenge M3, da dieses Geldmengenaggregat eine enge Beziehung zum Preisniveau aufweist. Zugleich wurde von Beginn an klargestellt, dass die Geldpolitik nicht mechanisch auf Abweichungen des M3-Wachstums vom Referenzwert reagieren würde.

3 Dieses Aggregat umfasst den Bargeldumlauf, täglich fällige Einlagen, Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten sowie Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.



Dabei sollte jedoch betont werden, dass die Instrumente zur Erkennung von Risiken für die Preisstabilität mit der Zeit vor dem Hintergrund der aus verschiedenen Entwicklungen resultierenden Herausforderungen an die monetäre Analyse, vor allem angesichts des raschen Tempos der Finanzinnovation, weiterentwickelt und verbessert worden sind. Im Jahr 2007 beschloss der EZB-Rat aufgrund der dringenden Notwendigkeit, die analytischen Hilfsmittel zur Identifizierung von Risiken für die Preisstabilität zu verbessern, die Weiterentwicklung der monetären Analyse in vier Bereichen:

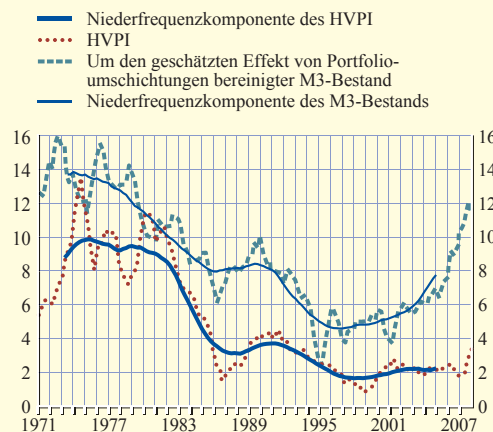
- Erstens werden die Geldnachfragemodelle verfeinert und erweitert, um das Verständnis der Geldmengenentwicklung im Zeitverlauf und in den verschiedenen Sektoren zu erhöhen.
- Zweitens wird die Robustheit der geldmengenbasierten Inflationsrisikoindikatoren so verbessert, dass sie vermehrt als Richtwert für geldpolitische Entscheidungen zur Aufrechterhaltung der Preisstabilität verwendet werden können.
- Drittens werden strukturelle Modelle, in denen Geld und Kredit eine aktive Rolle bei der Bestimmung der Inflationsdynamik spielen, zur Unterstützung der Beurteilung der Geldmengendynamik entwickelt und verfeinert.
- Viertens ist es wichtig, den analytischen Rahmen weiter zu stärken, um die Gegenprüfung der Informationen und Ergebnisse der monetären und der wirtschaftlichen Analyse zu erleichtern.

Das Zwei-Säulen-Konzept erhöht die Robustheit der vom EZB-Rat vorgenommenen geldpolitischen Beurteilung, sowohl was die Daten- als auch die Modellunsicherheit betrifft. Insbesondere werden alle Komplementaritäten zwischen den beiden Säulen ausgenutzt. So wird am besten sichergestellt, dass alle für die Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität relevanten Informationen auf konsistente und effiziente Weise verwendet werden. Durch die regelmäßige Gegenprüfung der Ergebnisse der wirtschaftlichen Analyse mit denen der monetären Analyse wird eine in sich schlüssige Gesamtbeurteilung gewährleistet, in die sowohl kurzfristige als auch längerfristige Betrachtungen einfließen. Dieser Ansatz verringert also die Gefahr geldpolitischer Fehlentscheidungen, die infolge einer allzu starken Fixierung auf einen einzelnen Indikator, einen einzelnen Vorhersagewert oder ein einzelnes Modell auftreten können. In Abbildung 2 werden die Kernelemente des Zwei-Säulen-Konzepts und dessen Rolle im geldpolitischen Entscheidungsprozess zusammengefasst.

In fast zehn Jahren praktischer Erfahrung hat sich die Strategie der EZB als verlässlicher und robuster Rahmen für die Beurteilung von Risiken für die Preisstabilität und für die effektive Kommunikation des geldpolitischen Kurses an die Finanzmärkte und die Öffentlichkeit bewährt.

**Abbildung 1 Verhältnis zwischen dem HVPI und der Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet**

(Jahreswachstumsraten; die Niederfrequenzkomponente bezieht sich auf eine Periodizität von > 10 Jahren)



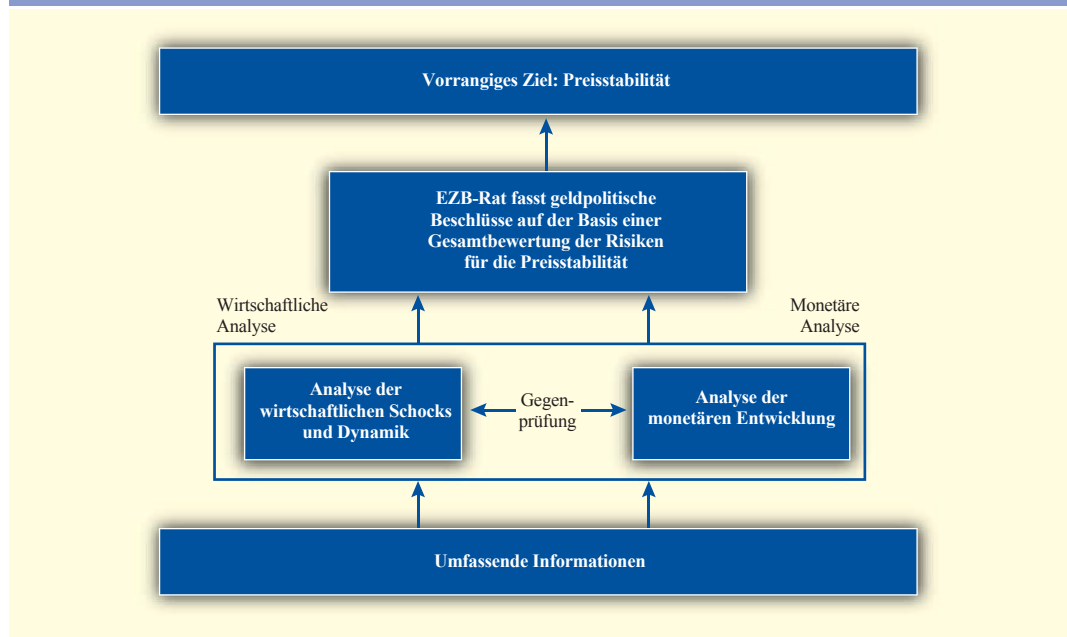
Anmerkung: Die Niederfrequenzkomponenten wurden mittels eines symmetrischen Christiano-Fitzgerald-Band-Pass-Filters festgelegter Länge abgeleitet, der auf die annualisierten Wachstumsraten gegenüber dem Vorquartal angewandt wurde. Der Höhepunkt des Geldmengenwachstums läuft der Inflation acht bis zwölf Quartale voraus.

**... und ist mit der Zeit weiterentwickelt worden**

**Gegenprüfung gewährleistet  
Konsistenz**

**Innovativer und robuster  
Ansatz**

Abbildung 2 Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB



Dass die Kernelemente der geldpolitischen Strategie der EZB bislang keiner Änderung bedurften, ist ein klares Zeichen ihrer Angemessenheit. Verschiedene Elemente aus der Strategie der EZB sind in den letzten Jahren von anderen Zentralbanken in deren geldpolitische Rahmen übernommen worden. Die mittelfristige Ausrichtung hat unter den Zentralbanken mit Inflationsziel, die zunehmend die Notwendigkeit einer flexibleren Ausrichtung der Geldpolitik erkannt haben, immer mehr an Beliebtheit gewonnen.

Auch der allumfassende Ansatz des Zwei-Säulen-Konzepts gewinnt an Attraktivität, da alle relevanten modellbasierten, konjunkturellen und auf Einschätzungen beruhenden Informationen in einem einzigen Rahmen vereint werden können. Darüber hinaus sorgt die explizite monetäre Säule für eine mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik der EZB. Zudem ist durch die monetäre Säule sichergestellt, dass die EZB ihre Fachkompetenz im Bereich der Geld- und Kreditmenge weiterentwickelt. Die enge Beziehung zwischen der monetären Entwicklung und der Entstehung von Ungleichgewichten an den Kredit- und Vermögenmärkten ermöglicht es, solche Ungleichgewichte anhand der monetären Analyse früh zu erkennen und rechtzeitig sowie vorausschauend auf das damit verbundene Risiko für die Preisstabilität zu reagieren. In diesem Zusammenhang hat sich die monetäre Analyse in Zeiten von Marktspannungen als besonders wertvoll erwiesen.

### 3.2 DURCHFÜHRUNG DER GELDPOLITIK IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET UND IHR ERFOLG IM HINBLICK AUF PREISSTABILITÄT<sup>4</sup>

In diesem Abschnitt wird eine Erfolgsbilanz der seit Januar 1999 durchgeführten einheitlichen Geldpolitik gezogen. Dabei ist es hilfreich, zwischen fünf Phasen zu unterscheiden, um den Kurs der einheitlichen Geldpolitik (siehe Abbildung 3) im Zusammenhang mit den veränderten Bedingungen und Herausforderungen zu betrachten.

#### DURCHFÜHRUNG DER GELDPOLITIK

##### PHASE I – ÜBERGANG ZUR WÄHRUNGSUNION (MITTE 1998 BIS MITTE 1999)

Das Eurosystem erhielt die Zuständigkeit für die einheitliche Geldpolitik zu einem Zeitpunkt, als die Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet recht niedrig und die Aussichten für die Preisentwicklung günstig waren (siehe Abbildung 4). Zugleich expandierte die Wirtschaft vor dem Hintergrund des sehr niedrigen Zinsniveaus weiter (siehe Abbildung 5 und 6), und die Voraussetzungen für ein anhaltendes Wachstum waren nach wie vor gegeben. Im Jahr 1998 führten jedoch die Auswirkungen der Finanzkrisen in Asien (1997) und Russland (August 1998) sowie der Beinahe-Zusammenbruch des Hedgefonds LTCM (September 1998) zu einer hohen Volatilität an den Finanzmärkten und deutlichen Schwankungen des Anlegervertrauens. Nach diesen langanhaltenden Spannungen an den Finanzmärkten wurde die Unsicherheit bezüglich der Wirtschaftsaussichten im Euroraum sehr groß, woraufhin nicht nur die Wachstumserwartungen für das Gesamtjahr 1998 etwas nach unten korrigiert wurden, sondern auch die Prognosen für das folgende Jahr.

Im Lauf des Jahres 1998 verschob sich der Fokus der Geldpolitik in den Ländern des Eurogebiets allmählich von einer nationalen zu einer euroraumweiten Perspektive. Aufgrund der günstigen Aussichten für die Preisstabilität vollzog sich der Konvergenzprozess durch eine schrittweise

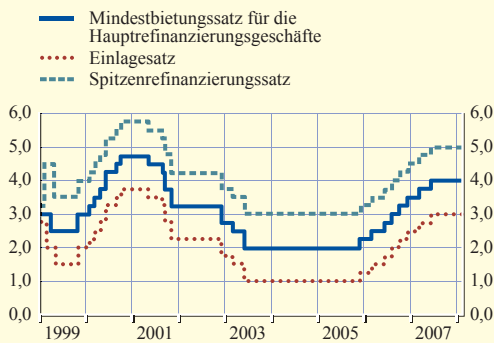
Günstige Aussichten für Preisentwicklung und unsichere Wachstumsaussichten ...

... führten im Vorfeld der WWU zu einer geldpolitischen Lockerung

<sup>4</sup> Alle Angaben zum realen BIP-Wachstum und zur HVPI-Inflation basieren auf revidierten Daten, die bis zum Redaktionsschluss dieses Berichts (31. März 2008) vorlagen. Die Verwendung aktualisierter revidierter Angaben anstelle der zum Zeitpunkt der geldpolitischen Beschlüsse verfügbaren Echtzeitdaten ändert nichts an der den geldpolitischen Beratungen und Beschlüssen zugrunde liegenden Argumentation in diesem Abschnitt.

Abbildung 3 Leitzinsen der EZB seit Januar 1999

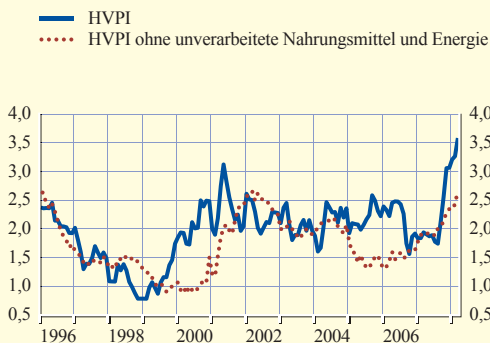
(in % p. a.)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Bei den bis zum 28. Juni 2000 abgewickelten Geschäften bezieht sich der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf den für Mengentender geltenden Zinssatz, danach auf den für Zinstender geltenden Mindestbietungssatz.

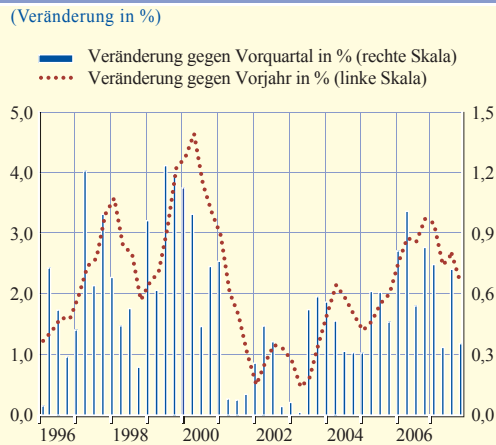
Abbildung 4 HVPI im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung 5 Reales BIP im Euro-Währungsgebiet**



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 6 Kurz- und langfristige Nominalzinsen im Euro-Währungsgebiet**



Quellen: NZBen, Global Financial Data, BIZ, Reuters und EZB.

Senkung der Leitzinsen hin zum niedrigsten Niveau, das in den Ländern des künftigen Euroraums anzutreffen war. Dieser Konvergenzprozess beschleunigte sich in den letzten Monaten des Jahres 1998 und führte dazu, dass alle NZBen des Eurogebiets ihre Leitzinsen am 3. Dezember 1998 in einer konzertierten Aktion auf 3 % senkten (mit Ausnahme der Banca d'Italia, die ihren Diskontsatz auf 3,5 % herabsetzte). Diese Aktion wurde als eine De-facto-Entscheidung über das Zinsniveau betrachtet, mit der die dritte Stufe der WWU beginnen würde; somit stellte sie faktisch auch den Beginn der Währungsunion in Europa dar.

**Aufgrund der Abwärtsrisiken für die Preisstabilität ...**

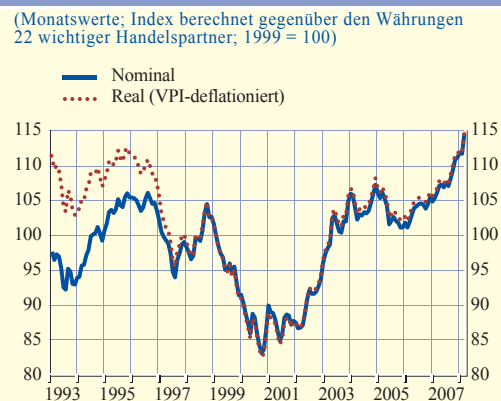
Anfang 1999 stellte der EZB-Rat einige widersprüchliche Signale fest, die sich aus seiner wirtschaftlichen und monetären Analyse ergaben. Einerseits wurde immer deutlicher, dass die Ab-

**Abbildung 7 Preis für Rohöl der Sorte Brent**



Quellen: IWF und EZB.

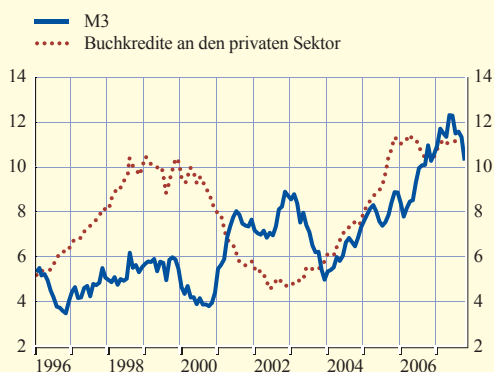
**Abbildung 8 Nominaler und realer effektiver Wechselkurs des Euro**



Quelle: EZB.  
 Anmerkung: Die für die Aggregation der „theoretischen“ Euro-Wechselkurse vor 1999 verwendeten Gewichte basieren auf dem Handelsanteil jedes Landes des Euro-Währungsgebiets im Bereich des verarbeitenden Gewerbes mit Ländern außerhalb des Euroraums (siehe Abschnitt II.6, Occasional Paper Nr. 2 der EZB, 2002).

**Abbildung 9 M3 und Kreditvergabe an den privaten Sektor**

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

wärtsrisiken für die mittelfristige Preisstabilität insgesamt überwogen. Die Inflationsraten waren im historischen Vergleich sehr niedrig und lagen angesichts erster Anzeichen eines erheblichen Konjunkturabschwungs deutlich unter der in der Preisstabilitätsdefinition der EZB festgelegten Obergrenze. Andererseits stiegen die Ölpreise nach einem anhaltenden Rückgang auf unter 10 USD je Barrel zur Jahreswende 1998/1999 ab Mitte Februar 1999 erneut an (siehe Abbildung 7). Darüber hinaus verlor der effektive Wechselkurs des Euro in den ersten Monaten des Jahres 1999 an Wert (siehe Abbildung 8). Beide Faktoren hätten einen Preisauftrieb auslösen können.

Die Wachstumsrate von M3 erhöhte sich von einem Wert in der Nähe des Referenzwerts auf deutlich über 5 %, während die Buchkredite an den privaten Sektor weiter kräftig mit einer Jahreswachstumsrate von etwa 10 % zunahm (siehe Abbildung 9). Aufgrund der verhältnismäßig moderaten Abweichung der Geldmenge M3 vom Referenzwert sowie der Unsicherheiten hinsichtlich der Analyse der Geldmengenentwicklung zu dieser Zeit (die mit den durch den Eintritt in die Währungsunion erforderlichen statistischen Änderungen zusammenhängen) spiegelte das höhere Wachstum des gesamten M3-Aggregats jedoch nicht notwendigerweise die Grunddynamik der monetären Expansion wider. Folglich deutete der EZB-Rat die Signale der monetären Analyse nicht dahingehend, dass auf mittlere bis längere Sicht Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bestanden.

Angesichts dieses Gesamtbilds senkte der EZB-Rat den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems am 8. April 1999 um 50 Basispunkte, und zwar von 3,0 % auf 2,5 %. Die Senkung der EZB-Leitzinsen wurde als eine Vorsorgemaßnahme zur Sicherung der mittelfristigen Preisstabilität angesehen, die eine bessere Nutzung des Wachstumspotenzials der Wirtschaft im Eurogebiet ermöglichte.

## PHASE 2 – ANHEBUNG DER EZB-LEITZINSEN ZUR EINDÄMMUNG DES INFLATIONSDRUCKS (MITTE 1999 BIS ENDE 2000)

Von Mitte 1999 bis Ende 2000 übte ein kräftiger Anstieg der Ölpreise sowie eine allgemeine Verteuerung der Einfuhren weiterhin einen kurzfristigen Aufwärtsdruck auf die Preise aus. Bis Ende des Jahres 2000 hatten sich die Öl- und Einfuhrpreise auf ein zuletzt Anfang der Neunzigerjahre verzeichnetes Niveau erhöht. Da diese Preissteigerungen größer waren und länger andauerten als zuvor erwartet, nahm das Risiko von indirekten Effekten und Zweitrundeneffekten auf den Anstieg der Verbraucherpreise über die Lohnbildung im Zusammenhang mit dem robusten Wirtschaftswachstum deutlich zu. Die Bedenken wurden durch die Wechselkursentwicklung des Euro noch verstärkt. Sein Abwertungstrend setzte sich in diesem Zeitraum fort und beschleunigte sich vor allem im zweiten Halbjahr 2000, als er zunehmend nicht mehr den soliden Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets entsprach. Folglich nahmen die Risiken für die mittelfristige Preisstabilität zu.

Die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet expandierte Anfang 2000 sehr schnell und war angesichts der günstigen außenwirtschaftlichen Bedingungen auf ein weiteres Wachstum ausgerichtet. So führte

Die Wachstumsrate von M3 erhöhte sich von einem Wert in der Nähe des Referenzwerts auf

... Leitzinssenkung im April 1999

Zunehmender Preisdruck, ...

... rasches Wirtschaftswachstum ...



... und eine anhaltende Expansion der Geldmenge ...

... führten zu höheren Leitzinsen zwischen November 1999 und Oktober 2000

Senkung der Leitzinsen auf einen historischen Tiefstand

die starke Dynamik der Weltwirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2000 vor allem in den Sektoren der „New Economy“ zu einer optimistischen Einstellung vieler Anleger. Diese positive Einschätzung spiegelte sich in den kräftig steigenden Aktienindizes in allen großen Volkswirtschaften (einschließlich des Euroraums) wider, die im ersten Halbjahr 2000 Rekordwerte verzeichneten.

Was die monetäre Analyse betrifft, deutete das dauerhaft über dem Referenzwert liegende Geldmengenwachstum im Jahr 1999 und Anfang 2000 zunehmend auf mittel- bis längerfristige Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hin. Wenngleich sich das Wachstum im Sommer 2000 allmählich verlangsamte, bestätigten die verfügbaren Daten weiterhin das Risiko eines Preisauftriebs bei nach wie vor robustem Wirtschaftswachstum. Mit Ausnahme der ersten Monate im Jahr 1999 stand dieses Signal insgesamt weitgehend mit den Ergebnissen aus der wirtschaftlichen Analyse im Einklang.

Angesichts des zunehmenden Inflationsdrucks wurde deutlich, dass die zum Zeitpunkt der EZB-Leitzinssenkung im April 1999 festgestellten Abwärtsrisiken für die Preisstabilität nicht mehr überwogen. Da sowohl die wirtschaftliche als auch die monetäre Analyse der EZB auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hindeutete, erhöhte der EZB-Rat die Leitzinsen zwischen November 1999 und Oktober 2000 in mehreren Schritten um insgesamt 225 Basispunkte. Somit lag der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems im Oktober 2000 bei 4,75 %.

### PHASE 3 – SENKUNG DER EZB-LEITZINSEN (ANFANG 2001 BIS MITTE 2003)

Von Anfang 2001 bis Mitte 2003 senkte der EZB-Rat die Schlüsselzinssätze um insgesamt 275 Basispunkte, wodurch der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems im Juni 2003 einen historischen Tiefstand von 2 % erreichte. Dies war das niedrigste Zinsniveau in Europa seit dem Zweiten Weltkrieg. Die Zinssenkungen standen mit dem Ziel im Einklang, die Teuerungsrate nach dem HVPI mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Mit den Zinsentscheidungen reagierte der EZB-Rat auf den zunehmend sinkenden Inflationsdruck, der durch die schlechteren Wirtschaftsaussichten infolge der schweren Schocks, die die Weltwirtschaft und die internationalen Finanzmärkte erfasst hatten, ausgelöst worden war. Vor allem die Terroranschläge in den Vereinigten Staaten vom 11. September 2001 erhöhten die wirtschaftliche Unsicherheit und trugen zu einem Vertrauensverlust bei. Dies hätte nicht nur die konjunkturelle Talfahrt zusätzlich verstärken, sondern auch das Funktionieren der Finanzmärkte beeinträchtigen können.<sup>5</sup>

Was die Preisentwicklung anbelangt, so stieg die am HVPI gemessene jährliche Teuerung im Jahr 2000 und im ersten Halbjahr 2001 weiter an, wenngleich die Ölpreise merklich sanken und der Euro gegenüber allen wichtigen Währungen deutlich aufwertete. Der Wertgewinn des Euro erfolgte, nachdem die Notenbanken im September und November 2000 an den Devisenmärkten konzertiert interveniert waren. Die jährliche Teuerungsrate gemessen am HVPI, die sich im Januar 2001 auf 2,0 % belaufen hatte, erreichte im Mai 2001 einen Höchststand von 3,1 %. Diese Zunahme war hauptsächlich einem deutlichen Anstieg der Preise für Energie und für unverarbeitete Nahrungsmittel zuzuschreiben, der mit dem Ausbruch von Tierseuchen in einer Reihe von Euro-Ländern zusammenhing. Die Preissteigerungen bargen auf mittlere Sicht Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität, was sich in den deutlichen Aufwärtskorrekturen der von Experten des Eurosystems und der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für die HVPI-Inflation widerspiegelte.

<sup>5</sup> Daher beschloss der EZB-Rat am 17. September 2001, die Leitzinsen um 50 Basispunkte zu senken. Dieser Beschluss wurde in Übereinstimmung mit einer entsprechenden Entscheidung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank gefasst, um den außergewöhnlichen Umständen angesichts dieses Schocks umgehend Rechnung zu tragen.

Die Bedenken über Zweitrundeneffekte nahmen jedoch im Lauf der Zeit allmählich ab, als sich die Perspektiven für die Wirtschaft des Eurogebiets weiter verschlechterten. Dies deutete auf einen etwas niedrigeren von der Inlandsnachfrage ausgehenden Inflationsdruck wie auch auf geringere von den Löhnen ausgehende Risiken für die Preisstabilität hin. Tatsächlich schwächte sich der kurzfristige Preisdruck gegen Ende 2001 ab, und die jährliche HVPI-Inflation verzeichnete einen Rückgang. Alles in allem lag die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI in den Jahren 2001 und 2002 bei 2,3 % bzw. 2,2 %, verglichen mit 2,1 % im Jahr 2000. In der ersten Jahreshälfte 2003 blieb die HVPI-Inflation mit über 2 % weitgehend unverändert gegenüber den beiden vorangegangenen Jahren. Allerdings wurde erwartet, dass die verhaltene Konjunkturentwicklung und die merkliche Aufwertung des Euro seit dem Frühjahr 2002 den Inflationsdruck verringern würden. Im Juni 2003 gab es die begründete Hoffnung, dass die jährliche Teuerung nach dem HVPI mittelfristig deutlich unter 2 % sinken würde. Diese Gesamtaussichten entsprachen auch den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen vom Juni 2003 und den im zweiten Quartal 2003 erstellten Prognosen anderer internationaler Institutionen.

Nachdem ab Ende 2000 erste Anzeichen darauf hingedeutet hatten, dass die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs möglicherweise zu einem Konjunkturabschwung im Euroraum beigetragen hatten, kam es im Jahresverlauf 2001 zu einer konjunkturellen Abkühlung im Eurogebiet. Nach den Anschlägen vom 11. September zeichnete sich zunehmend ab, dass die Abschwächung des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet länger anhalten würde als zuvor erwartet. Es war davon auszugehen, dass die Auslandsnachfrage weiter sinken und die durch die Terroranschläge verursachte große Unsicherheit wahrscheinlich die Belebung der Inlandsnachfrage hinauszögern würde. Obgleich Anfang 2002 eine moderate konjunkturelle Erholung im Euroraum verzeichnet wurde, schwächte sich der Konjunkturaufschwung im Verlauf des Jahres ab. Diese Entwicklung war vor allem auf die erneuten Finanzmarkturbulenzen im Sommer sowie erhöhte geopolitische Spannungen in der zweiten Jahreshälfte zurückzuführen, die sich negativ auf die Ölpreise und das Vertrauen auswirkten.

Insgesamt wurde im Euroraum im Jahr 2002 ein eher schwaches Wirtschaftswachstum verzeichnet. So stieg das Jahreswachstum des realen BIP um lediglich 0,9 % gegenüber 1,9 % im Jahr zuvor und blieb damit 2001 und 2002 hinter dem Potenzialwachstum zurück. Die Entwicklung setzte sich 2003 weitgehend fort. Im ersten Halbjahr stagnierte das reale Wirtschaftswachstum aufgrund der Eskalation der aus dem Irak-Konflikt resultierenden geopolitischen Spannungen und der Unsicherheit an den Finanzmärkten. Dies hatte zur Folge, dass die Risiken hinsichtlich der Wachstumsaussichten nach unten gerichtet blieben.

Die monetäre Analyse ergab, dass sich das jährliche M3-Wachstum – nach einer gewissen Abschwächung im Jahr 2000 und Anfang 2001 – ab Mitte 2001 stark beschleunigte. Allerdings wurde diese Entwicklung aus verschiedenen Gründen nicht als Risiko für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht gewertet. Erstens war die Zunahme des M3-Wachstums teilweise auf die erhöhte Geldnachfrage der Wirtschaftssubjekte für Transaktionszwecke zum Ausgleich vorheriger Steigerungen der Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen. Zweitens erhöhte der zu dieser Zeit relativ flache Verlauf der Zinsstrukturkurve und die damit verbundenen geringen Opportunitätskosten der Geldhaltung die Attraktivität der kurzfristigen monetären Anlageformen im Vergleich zu risikoreicheren langfristigen Finanzanlagen. Schließlich – und von wesentlicherer Bedeutung – wurden die Unsicherheiten hinsichtlich der Interpretation der monetären Entwicklung durch erhebliche Portfolioumschichtungen privater Anleger von Aktien und sonstigen längerfristigen Vermögenswerten hin zu sicheren und liquideren in M3 enthaltenen Anlageformen verstärkt.

Nachlassender Preisdruck ...

... als Reaktion auf sich verlangsames Wachstum ...

... und steigende Nachfrage nach liquiden Anlageformen in Zeiten hoher Unsicherheit

Diese Portfolioumschichtungen wurden als Reaktion der Anleger auf die anhaltende Unsicherheit nach der Korrektur an den internationalen Aktienmärkten ab dem Frühjahr 2000 und infolge der Terroranschläge vom 11. September 2001 gesehen, wonach aus Vorsichtsgründen vermehrt gespart wurde. Sowohl das Ausmaß als auch die Ursachen für diese Portfolioumschichtungen waren bislang ohne Beispiel und daher mit einer ungewöhnlich großen Unsicherheit hinsichtlich ihrer Interpretation verbunden.

Insgesamt wurden die Portfolioumschichtungen vom EZB-Rat als vorübergehend eingestuft, wenngleich davon ausgegangen wurde, dass sie möglicherweise länger anhalten könnten und erst mit der Normalisierung der wirtschaftlichen, finanziellen und geopolitischen Bedingungen wieder nachlassen würden. Gestützt wurde diese Einschätzung von dem angesichts der schwachen Konjunktur zu verzeichnenden anhaltenden Rückgang der Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor, der insbesondere die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften betraf. Daher war das geldpolitische Signal aus der monetären Analyse in dieser Phase eher uneinheitlich. Einerseits deutete das starke M3-Wachstum unter Berücksichtigung der Portfolioumschichtungen nicht auf einen mittel- bis längerfristigen Inflationsdruck hin. Andererseits hielt das kräftige Wachstum der um den geschätzten Effekt von Portfolioumschichtungen bereinigten Geldmenge M3 nach wie vor an, was bedeutete, dass die Risiken für die Interpretation der Geldmengenentwicklung und somit auch die Aussichten für die Preisentwicklung auf mittlere bis längere Sicht nach oben gerichtet waren. Diese Einschätzung war vor allem in den Jahren 2002 und 2003 von Bedeutung, als die Deflationsrisiken für das Euro-Währungsgebiet in der Öffentlichkeit diskutiert wurden.<sup>6</sup>

#### **PHASE 4 – KEINE ÄNDERUNG DER EZB-LEITZINSEN (MITTE 2003 BIS ENDE 2005)**

Ab Juni 2003 hielt der EZB-Rat die Schlüsselzinssätze zweieinhalb Jahre stabil. Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte blieb somit unverändert auf dem historisch niedrigen Niveau von 2,0 %.

Was die Preisentwicklung anbelangt, so verringerte sich die HVPI-Inflation in der zweiten Jahreshälfte 2003 weder so rasch noch so stark wie erwartet, was vornehmlich der ungünstigen Entwicklung bei den Nahrungsmittelpreisen sowie den unerwartet hohen Ölpreisen zuzuschreiben war; allerdings wurden die Ölpreissteigerungen durch die Euro-Aufwertung abgeschwächt. Darüber hinaus wirkten Erhöhungen der indirekten Steuern und administrierten Preise Ende 2003 und Anfang 2004 preistreibend. Ungeachtet der hohen Preissteigerungen bei Rohstoffen und Energie sowie vor dem Hintergrund einer vorerst mäßigen Konjunkturerholung blieb der Inflationsdruck im Euroraum 2004 und im überwiegenden Teil des Jahres 2005 gedämpft. Insbesondere die Lohnentwicklung schwächte sich in diesem Zeitraum ab. Gleichwohl war die Gesamtinflation im Jahr 2005 weiterhin leicht erhöht, was primär auf starke Energiepreissteigerungen und in geringerem Maße auf Anhebungen von administrierten Preisen und indirekten Steuern zurückzuführen war. Insgesamt lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate 2005 mit 2,2 % geringfügig über der in den beiden Vorjahren verzeichneten Rate von 2,1 %. Im Lauf des Jahres 2005 deutete die wirtschaftliche Analyse darauf hin, dass die Aufwärtsrisiken vor allem im Hinblick auf potenzielle Zweitrundeneffekte beim Lohn- und Preissetzungsverhalten infolge höherer Ölpreise zunahmen.

Die Konjunkturlage hellte sich im zweiten Halbjahr 2003 auf, als die Exporte des Eurogebiets infolge der wieder auflebenden Dynamik des Weltwirtschaftswachstums erheblich anstiegen.

<sup>6</sup> Hierbei ist anzumerken, dass die Portfolioumschichtungen in diesem Zeitraum auch als Zeichen des Vertrauens in die Stabilität des europäischen Bankensektors interpretiert werden können; dies würde die Bedenken hinsichtlich einer möglichen Schuldendeflation im Euroraum zerstreuen.

**Leitzinsen 2 ½ Jahre  
lang unverändert**

**Verhaltener inländischer  
Preisdruck**

**Einsetzende Konjunktur-  
erholung**

Zwar war die Inlandsnachfrage in der zweiten Jahreshälfte 2003 nach wie vor schwach, doch die Voraussetzungen für eine Erholung waren nicht zuletzt aufgrund des niedrigen Zinsniveaus und der allgemein günstigen Finanzierungsbedingungen bereits geschaffen. Außerdem stützten die anhaltenden Umstrukturierungen im Unternehmenssektor, die Produktivitäts- und Rentabilitätssteigerungen zum Ziel hatten, die Erwartung, dass die Unternehmensinvestitionen nach und nach wieder zunehmen würden. Insgesamt deuteten alle verfügbaren Prognosen und Projektionen, die in der zweiten Jahreshälfte 2003 erstellt wurden, darunter die im Dezember veröffentlichten gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten des Eurosystems, auf eine fortlaufende Verbesserung des realen BIP-Wachstums in den Jahren 2004 und 2005 hin.

Die seit dem zweiten Halbjahr 2003 zu beobachtende Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet setzte sich 2004 und 2005 fort. Das reale BIP stieg in den ersten sechs Monaten des Jahres 2004 im Durchschnitt um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal; dies war die höchste Wachstumsrate seit dem ersten Halbjahr 2000. In der zweiten Jahreshälfte 2004 und im ersten Halbjahr 2005 verringerte sich der BIP-Zuwachs geringfügig. Dies war teilweise auf die steigenden Ölpreise, eine vorübergehende Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums und die verzögerten Auswirkungen der vorangegangenen Euro-Aufwertung zurückzuführen. Trotz gewisser Abwärtsrisiken für das Wachstum, die vom geringen Verbrauchervertrauen, den hohen und volatilen Ölpreisen und den globalen Ungleichgewichten ausgingen, waren die Voraussetzungen für eine Festigung der Konjunktur nach wie vor gegeben. Außenwirtschaftlich betrachtet expandierte die Weltwirtschaft weiterhin kräftig und stützte damit die Ausfuhren des Euroraums. Aus binnenwirtschaftlicher Sicht sorgten die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, die robusten Unternehmensgewinne und die Unternehmensumstrukturierungen für ein positives Investitionsklima. Die Experten gingen davon aus, dass sich die – aufgrund stärkeren Beschäftigungswachstums und niedrigerer Inflationsraten – erwartete Zunahme des verfügbaren Realeinkommens günstig auf den privaten Verbrauch auswirken würde. Im zweiten Halbjahr 2005 gewann das Wirtschaftswachstum des Euro-Währungsgebiets tatsächlich wieder an Fahrt.

Die monetäre Analyse deutete darauf hin, dass die finanzielle und wirtschaftliche Unsicherheit nachließ und sich das Anlageverhalten insbesondere in Reaktion auf die Entwicklung im Irak bis Mitte 2003 normalisierte. Infolgedessen schwächte sich das jährliche M3-Wachstum zwischen Mitte 2003 und Mitte 2004 im Zuge der Umkehr der zuvor getätigten Portfolioumschichtungen in monetäre Anlageformen erheblich ab. Da die Auswirkungen der Portfolioumschichtungen auf das geldpolitisch relevante Signal der monetären Entwicklung jedoch symmetrisch interpretiert wurden, wurde der Rückgang des Wachstums des gesamten M3-Aggregats nicht als Anzeichen für ein Nachlassen des mittel- bis längerfristigen Inflationsdrucks gewertet. Das schwächere M3-Wachstum wurde vielmehr als Bestätigung von der monetären Seite gesehen, dass sowohl der Grad der Unsicherheit als auch die Risikoaversion allmählich wieder auf übliche Werte zurückkehrten. Die um den geschätzten Effekt von Portfolioumschichtungen bereinigte M3-Zeitreihe wies in diesem Zeitraum ein nachhaltiges und geringfügig zunehmendes Wachstum auf und stützte den Eindruck, dass die Grunddynamik der monetären Expansion nicht in dem deutlich geringeren Wachstum des gesamten M3-Aggregats zum Ausdruck kam. Außerdem stieg die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor im zweiten Halbjahr 2003 an.

Im Verlauf des Jahres 2004 gab die monetäre Analyse Hinweise auf eine weitere Umkehr der Portfolioumschichtungen, wenngleich sie langsamer vonstatten ging, als auf Basis vergangener Verlaufsmuster zum Abbau angesammelter Liquidität erwartet werden konnte. Trotzdem stieg das statistisch ausgewiesene jährliche M3-Wachstum ab Mitte 2004 an. Die monetäre Dynamik nahm 2005 weiter zu, was als Anzeichen zunehmender Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mitt-

**Geldmengenwachstum 2003  
und Anfang 2004 moderater**

**Ab Mitte 2004 stärkeres  
Geldmengenwachstum**

lere bis längere Sicht gedeutet wurde. Insbesondere spiegelte das robuste Geldmengen- und Kreditwachstum seit Mitte 2004 weniger die Portfolioumschichtungen zwischen 2001 und 2003, sondern vielmehr die stimulierenden Effekte der in diesem Zeitraum sehr niedrigen Zinssätze im Euroraum und später auch die erneute konjunkturelle Dynamik im Eurogebiet wider. Das kräftige Geldmengenwachstum trug weiter zur bereits reichlichen Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet bei, was mittel- bis längerfristig auf zunehmende Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hinwies.

#### **PHASE 5 – RÜCKNAHME DER AKKOMMODIERENDEN AUSRICHTUNG DER GELDPOLITIK (SEIT ENDE 2005)**

##### **Rücknahme der akkommodierenden Geldpolitik**

Von Ende 2005 bis Ende Juni 2007 erhöhte der EZB-Rat die Leitzinsen um insgesamt 200 Basispunkte, sodass der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems bei zuletzt 4 % lag. Diese Anpassung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses war angebracht, um den Risiken für die Preisstabilität, die sich aus der wirtschaftlichen und monetären Analyse ergaben, entgegenzuwirken. Dabei ist anzumerken, dass die monetäre Analyse im Dezember 2005, als der EZB-Rat begann, die Leitzinsen schrittweise anzuheben, eine wichtige Rolle spielte. Zu dieser Zeit deuteten die Ergebnisse mittel- bis längerfristig eindeutig auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hin, während die Indikatoren und Signale der wirtschaftlichen Analyse eher unterschiedlich ausfielen. Insgesamt fand die allmähliche Rücknahme der akkommodierenden Geldpolitik vor dem Hintergrund eines robusten Wirtschaftswachstums und einer anhaltend starken Ausweitung der Geldmenge und der Kreditvergabe im Eurogebiet statt.

Was die Preisentwicklung betrifft, so lag die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI vor allem aufgrund der Inlandsnachfrage 2006 bei 2,2 % und 2007 bei 2,1 %. In den beiden Jahren schwankte die Gesamtinflation stark, was in erster Linie auf die Entwicklung der Ölpreise zurückzuführen war. Bis August 2006 stieg die jährliche Teuerungsrate hauptsächlich aufgrund deutlicher Energiepreiserhöhungen an; im weiteren Jahresverlauf sank sie auf unter 2 %, was vor allem den deutlich nachgebenden Ölpreisen und Basiseffekten zuzuschreiben war. Bis zum dritten Quartal 2007 entwickelte sich die jährliche Teuerungsrate im Einklang mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB, wofür teilweise die günstigen Basiseffekte infolge der Energiepreisentwicklung im Vorjahr verantwortlich waren.

##### **Zunehmende Inflation ...**

Allerdings erhöhte sich die jährliche Inflation Ende 2007 und Anfang 2008 drastisch. Vor allem aufgrund des kräftigen Anstiegs der globalen Öl- und Nahrungsmittelpreise im zweiten Halbjahr 2007 stieg sie auf deutlich über 2 %. Insbesondere der starke kurzfristige Preisauftrieb hat sich seit dem Schlussquartal 2007 verstärkt. Trotz dieser Preisschocks war die Lohnentwicklung nach wie vor recht verhalten, und die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen blieben in diesem Zeitraum ungeachtet des günstigen Wirtschaftsklimas und der zunehmend angespannten Arbeitsmarktlage auf einem Niveau verankert, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Zwar trug diese Entwicklung dazu bei, den Inflationsdruck zu verringern, dennoch bestanden mittelfristig nach wie vor deutliche Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität. Zu diesen Risiken gehörten das Potenzial für weitere Preissteigerungen bei Öl und landwirtschaftlichen Erzeugnissen (insbesondere Ende 2006 und 2007), zusätzliche Erhöhungen der administrierten Preise und indirekten Steuern über das bislang erwartete Maß hinaus und eine möglicherweise höhere Preissetzungsmacht der Unternehmen, besonders in Sektoren, die dem Wettbewerb nicht so stark ausgesetzt sind. Ein erhebliches und grundsätzlicheres Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität ging von einer möglichen unerwartet starken Lohndynamik sowie vor allem von potenziellen Zweitrundeneffekten bei der Lohn- und Preissetzung aufgrund höherer Rohstoffpreise und einer gestiegenen Gesamtinflation aus.



Das Wirtschaftswachstum beschleunigte sich im ersten Halbjahr 2006. Es gewann mit der Zeit an Breite und war immer stärker selbsttragend, wobei die inländische Nachfrage die Haupttriebfeder darstellte. Insgesamt nahm das reale BIP 2006 trotz der Auswirkungen hoher und volatiler Ölpreise um 2,8 % zu, gegenüber 1,6 % und 2,1 % in den Jahren 2005 bzw. 2004. Im Jahr 2007 setzte sich das solide Wirtschaftswachstum fort. Das reale BIP, das vor allem von der Inlandsnachfrage bestimmt wurde, stieg um 2,7 %. Die Investitionstätigkeit blieb dynamisch und wurde durch günstige Finanzierungsbedingungen, kräftige Unternehmenserträge und weitere Effizienzsteigerungen auf Unternehmensebene aufgrund längerfristiger Umstrukturierungen im Unternehmenssektor gestützt. Allerdings herrschte in der zweiten Jahreshälfte 2007 bezüglich der Wirtschaftsaussichten ungewöhnlich große Unsicherheit, da es schwierig war, die potenziellen Auswirkungen der im August einsetzenden Finanzmarkturbulenzen auf die Realwirtschaft abzuschätzen. Trotzdem waren die wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Euroraums nach wie vor solide, die Ertragslage entwickelte sich nachhaltig, der Beschäftigungszuwachs war robust und die Arbeitslosenquote war mit 7,4 % so niedrig wie seit 25 Jahren nicht mehr. Insgesamt waren die Risiken hinsichtlich der Wachstumsaussichten nach unten gerichtet.

Eine Gegenprüfung mit der monetären Analyse bestätigte, dass auf mittlere bis längere Sicht Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bestanden. Das Geldmengen- und Kreditwachstum war in dieser Phase nach wie vor sehr kräftig und wurde durch das anhaltend hohe Wachstum der Bankkredite an den privaten Sektor gestützt. Mittelfristig betrachtet stellte die kräftige Ausweitung der Geldmenge und Kreditvergabe eine Fortsetzung des seit Mitte 2004 anhaltenden Aufwärtstrends der grundlegenden monetären Dynamik dar. Damit trug sie weiter zum Aufbau von Liquidität bei, was bei anhaltend kräftigem Geldmengen- und Kreditwachstum auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht hindeutete. Der EZB-Rat verfolgte die monetäre Entwicklung daher weiterhin mit besonderer Aufmerksamkeit, auch im Hinblick darauf, die kürzerfristige Reaktion der Finanzinstitute, privaten Haushalte und Unternehmen auf die Finanzmarktunruhen in der zweiten Jahreshälfte 2007 besser zu verstehen. Bislang gibt es nur wenige Hinweise, dass sich die Finanzmarkturbulenzen stark auf die Gesamtentwicklung des Geldmengen- und Kreditwachstums ausgewirkt haben.

## **DER ERFOLG DER GELDPOLITIK DER EZB IM HINBLICK AUF DIE PREISSTABILITÄT**

Fast ein ganzes Jahrzehnt lang existiert der Euro nun bereits als stabile Währung. Nicht nur die mittlerweile 320 Millionen Bürgerinnen und Bürger in den Ländern des Euro-Währungsgebiets schätzen ihre Währung, sie ist auch weithin anerkannt und wird an den internationalen Finanzmärkten verwendet (siehe Kapitel 5). Seit der Einführung des Euro belief sich die durchschnittliche jährliche Teuerung nach dem HVPI auf gut 2 %. Die Preise waren also recht stabil und die Inflation lag deutlich unter den durchschnittlichen jährlichen Raten, die in den meisten Euro-Ländern in den Jahrzehnten vor Beginn der Währungsunion geherrscht hatten (siehe Kapitel 4). Auch die Volatilität der Inflation im Euroraum war deutlich geringer als in früheren Zeiträumen.

Darüber hinaus konnte die EZB die längerfristigen Inflationserwartungen im Einklang mit ihrer Preisstabilitätsdefinition erfolgreich verankern (siehe Abbildung 10). Dies lässt sich an Messgrößen der Inflationserwartungen ablesen, die aus inflationsindexierten Anleihen und Umfragen (Prognosen von Consensus Economics und des Survey of Professional Forecasters der EZB) abgeleitet werden. Die sichere Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen des privaten Sektors ist ein Hinweis für das reibungslose Funktionieren der Geldpolitik der EZB und deren Fähigkeit, mittelfristig glaubhaft für Preisstabilität zu sorgen. Es ist bemerkenswert, wie stabil die Inflationserwartungen seither geblieben sind, insbesondere, da es in dieser Zeit zu einer Reihe erheblicher

**... bei anhaltendem Wirtschaftswachstum und ...**

**... sehr kräftigem Geldmengenwachstum**

**Der Euro – eine stabile Währung**

**Dauerhafte Verankerung der Inflationserwartungen ...**

... durch mittelfristige Ausrichtung ...

negativer Teuerungsschocks kam. Anzuführen sind hier vor allem die mehr oder minder kontinuierlich steigenden Ölpreise (von rund 10 USD je Barrel im Jahr 1999 auf einen Höchststand von fast 120 USD je Barrel im Jahr 2008), eine deutliche Erhöhung der internationalen Nahrungsmittelpreise und – aus binnenwirtschaftlicher Sicht – die fast regelmäßigen Anhebungen der indirekten Steuern und wichtiger administrierter Preise in den meisten Euro-Ländern.

Insgesamt hat der EZB-Rat – auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse im Rahmen seiner mittelfristig orientierten geldpolitischen Strategie – das Ziel erreicht, welches ihm gemäß dem im EG-Vertrag festgelegten Auftrag zukommt, nämlich im gesamten Eurogebiet mittelfristig Preisstabilität zu gewährleisten.

Dadurch, dass häufige Anpassungen des geldpolitischen Kurses vermieden wurden, entwickelte sich die Geldpolitik der EZB nicht zu einem Unsicherheitsfaktor in einem bereits unsicheren wirtschaftlichen Umfeld. Dies hat sicherlich dazu beigetragen, die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen auf einem Niveau zu stabilisieren, das mit Preisstabilität vereinbar ist.

#### TRANSPARENZ, RECHENSCHAFTSPFLICHT UND KOMMUNIKATION

... und klare Kommunikation

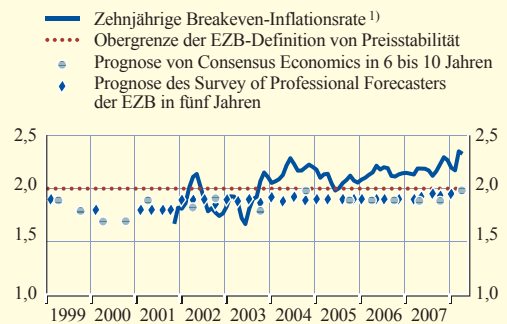
Um eine wirksame Geldpolitik durchführen zu können, hat die EZB von Beginn an großen Wert darauf gelegt, den Finanzmarktteilnehmern und der breiten Öffentlichkeit ihre geldpolitischen Maßnahmen und die ihren Entscheidungen zugrunde liegenden ökonomischen Argumente transparent und zeitnah zu erläutern. Dies hat dazu beigetragen, die Inflationserwartungen auch in solchen Zeiten zu verankern, in denen sie tendenziell steigen.

Insgesamt hat das Zusammenspiel von Kommunikation und klaren Entscheidungen dazu beigetragen, dass die Öffentlichkeit die geldpolitischen Beschlüsse der EZB vor dem Hintergrund ihrer öffentlich angekündigten Strategie besser nachvollziehen kann. Auch hat es den Finanzmärkten geholfen, das systematische Reaktionsmuster der Geldpolitik der EZB auf wirtschaftliche Entwicklungen und Schocks besser zu verstehen und damit die allgemeine Richtung der Geldpolitik auf mittlere Sicht leichter vorauszusehen, wodurch geldpolitische Schritte berechenbarer geworden sind.

Größere Transparenz macht Geldpolitik wirksamer, ...

Transparenz gilt heute als wichtiges Element des modernen Zentralbankwesens, da sie die Glaubwürdigkeit und Wirksamkeit der Geldpolitik auf verschiedene Weise fördert. Zum einen trägt die Transparenz darüber, welche Ziele die Geldpolitik verfolgt und wie die Zentralbank diese Ziele zu erreichen sucht, zur Glaubwürdigkeit einer Notenbank bei. Dies wiederum verbessert die Fähigkeit der Zentralbank, die langfristigen Inflationserwartungen zu steuern und damit das Preis- und Lohnsetzungsverhalten derart zu beeinflussen, dass es mit Preisstabilität im Einklang steht. Anders ausgedrückt kann eine glaubwürdige Geldpolitik gewährleisten, dass die unvermeidlichen Erstrundeneffekte aus Preiserhöhungen etwa beim Öl nicht zu Zweitrundeneffekten bei den Löhnen und Preisen und schließlich zu einem allgemeinen Anstieg der Inflation führen.

Abbildung 10 Langfristige Inflationserwartungen



Quellen: Consensus Economics und EZB.  
1) Die aus inflationsindexierten Anleihen abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten erfassen in erster Linie die Inflationserwartungen der Märkte und die Inflationsrisikoprämien.

Zum andern verbessert eine transparente geldpolitische Strategie und Einschätzung der Wirtschaftslage die Fähigkeit der Finanzmarktteilnehmer, den künftigen Kurs der Geldpolitik vorherzusehen, was wiederum dazu beiträgt, die Finanzmarktvolatilität zu verringern und den Einfluss der Zentralbanken auf die längerfristigen Zinssätze zu verstärken. Schließlich zwingt eine strikte Verpflichtung auf Transparenz die geldpolitischen Entscheidungsträger zur Selbstdisziplin und gewährleistet somit, dass ihre monetären Beschlüsse und Erläuterungen im Zeitverlauf konsistent sind und ihrem Mandat entsprechen.

**... verbessert ihre Vorhersagbarkeit und ...**

Die Fähigkeit der Finanzmärkte, geldpolitische Maßnahmen vorherzusagen, hat sich im letzten Jahrzehnt generell verbessert.<sup>7</sup> Diese Entwicklung ist ein Beleg dafür, dass sich durch den von Zentralbanken weltweit verfolgten transparenten Ansatz das geldpolitische Verständnis der Märkte vertieft hat. Die Tatsache, dass die langfristigen Inflationserwartungen in vielen Ländern in den vergangenen zehn Jahren eine beispiellose Stabilität erreicht haben, legt die Vermutung nahe, dass die Transparenz auch dazu beigetragen hat, die Inflationserwartungen zu verankern.

Notenbanken sehen sich einem Zielkonflikt zwischen Ausführlichkeit und Klarheit der Kommunikation gegenüber, da es nicht möglich ist, alle für die geldpolitischen Entscheidungen relevanten Elemente und Aspekte umfassend zu erläutern und gleichzeitig eine klare Kommunikationslinie zu verfolgen. Außerdem bedeutet Transparenz mehr als die reine Veröffentlichung von Informationen, da sich daraus nicht automatisch ein besseres Verständnis der Geldpolitik ergibt. Die Informationen müssen der Öffentlichkeit auch effizient übermittelt werden, um die Wirksamkeit der Geldpolitik insgesamt zu verbessern. Um also von den Vorteilen der Transparenz zu profitieren, benötigen Notenbanken eine effektive Kommunikationsstrategie. Die Kommunikation einer Zentralbank sollte darauf abzielen, die für das geldpolitische Verständnis der Öffentlichkeit wichtigen Informationen zeitnah zur Verfügung zu stellen. Dies hat auf eine offene, aber auch klare und eindeutige Art und Weise zu erfolgen, die an das jeweilige Umfeld und Publikum, das von der breiten Öffentlichkeit bis zu den Finanzmarktteilnehmern reicht, angepasst ist.

Die Kernelemente der geldpolitischen Strategie verbessern die Transparenz und Rechenschaftslegung gegenüber der Öffentlichkeit. Die quantitative Preisstabilitätsdefinition in Form eines jährlichen Anstiegs des HVPI dient als klarer Anhaltspunkt, anhand dessen die Öffentlichkeit die EZB beurteilen kann; gleichzeitig trägt sie zur Verankerung der Markterwartungen bei. Die Zwei-Säulen-Strategie bildet einen eindeutig abgegrenzten Rahmen für die interne Entscheidungsfindung und die externe Kommunikation. Schließlich wird der Informationsaustausch im EZB-Rat der Öffentlichkeit dargelegt, und die ökonomischen Argumente, die den geldpolitischen Entscheidungen zugrunde liegen, werden ausführlich erläutert.

**... fördert die Rechenschaftspflicht**

Die Öffentlichkeitsarbeit muss auch berücksichtigen, dass die Geldpolitik in einem komplexen und unsicheren, sich ständig wandelnden Umfeld operiert. Die korrekte Darstellung dieses Umfelds spielt bei der externen Kommunikation der geldpolitischen Strategie eine herausragende Rolle. Angesichts der Auswirkungen verschiedener unerwarteter Schocks, die die Wirtschaft treffen können, und der langen und unterschiedlichen Zeitverzögerungen, mit denen geldpolitische Maßnahmen auf die Preise durchschlagen, ist eine präzise zeitliche Festlegung und gelegentlich sogar die Ausrichtung von Zinsentscheidungen schwer vorhersagbar. Durch die Veröffentlichung ihrer geldpolitischen Strategie und die Transparenz bei der Bekanntgabe ihrer regelmäßigen Be-

<sup>7</sup> Eine Übersicht über die empirische Literatur zur Vorhersagbarkeit der Geldpolitik findet sich in: T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch und J. Turunen, The predictability of monetary policy, Occasional Paper Nr. 83 der EZB, 2008.

urteilung der Wirtschaftsentwicklung hat die EZB einen hohen Grad an Vorhersagbarkeit erreicht, was zu einer wirksameren Geldpolitik geführt hat (siehe Kasten 2).

Angesichts des weltweiten Trends hin zu einer ausführlicheren und transparenteren Öffentlichkeitsarbeit bei den Zentralbanken ist mit den Kernelementen der Kommunikationsstrategie der EZB, insbesondere den einleitenden Bemerkungen bei der monatlichen Pressekonferenz, in denen geldpolitische Beschlüsse nahezu in Echtzeit erläutert werden, ein Schritt hin zu einer zeitnäheren Offenlegung von Informationen erfolgt.

## Kasten 2

### WICHTIGE KOMMUNIKATIONSMITTEL UND -KANÄLE DER EZB

Die einleitenden Bemerkungen stehen im Mittelpunkt der monatlichen Pressekonferenz des Präsidenten und des Vizepräsidenten der EZB, die direkt im Anschluss an die erste EZB-Ratsitzung im Monat stattfindet. Der Präsident liefert dabei im Namen des EZB-Rats eine aktuelle und ausführliche Zusammenfassung der geldpolitisch relevanten Beurteilung der wirtschaftlichen und monetären Entwicklungen sowie des geldpolitischen Kurses. Die einleitenden Bemerkungen orientieren sich von ihrem Aufbau her an der geldpolitischen Strategie der EZB. Die monatliche Pressekonferenz umfasst auch einen Frageteil, an dem Medienvertreter aus dem gesamten Euroraum sowie aus anderen Ländern teilnehmen; sie bildet eine Plattform, die die zeitnahe und unvoreingenommene Erläuterung der geldpolitischen Beschlüsse für die Öffentlichkeit ermöglicht. Die Pressekonferenz ist daher ein effektives Mittel zur gegenwartsnahen Darstellung und Erläuterung der Beratungen im EZB-Rat und somit auch des geldpolitischen Entscheidungsprozesses.

Neben der monatlichen Pressekonferenz stellt der Monatsbericht einen weiteren wichtigen Kommunikationskanal der EZB dar. Er liefert der Öffentlichkeit und den Finanzmärkten eine detaillierte und umfassende Analyse des wirtschaftlichen Umfelds und der monetären Entwicklung. Er wird in der Regel eine Woche nach der Sitzung des EZB-Rats veröffentlicht und enthält die Informationen, über die der EZB-Rat verfügte, als er seine geldpolitischen Beschlüsse fasste. Der Monatsbericht enthält auch Aufsätze, die einen Einblick in langfristige Entwicklungen, allgemeine Themen und die vom Eurosystem im Rahmen der geldpolitischen Strategie eingesetzten Analyseinstrumente vermitteln.

Außerdem erscheint der Präsident der EZB vier Mal im Jahr vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments. Bei dieser Gelegenheit erläutert er die geldpolitischen Beschlüsse der EZB und beantwortet anschließend die Fragen der Ausschussmitglieder. Die Sitzungen des Ausschusses sind öffentlich, und die Protokolle zur Anhörung des Präsidenten werden im Anschluss auf den Websites des Europäischen Parlaments und der EZB veröffentlicht. Auch andere Mitglieder des EZB-Direktoriums erscheinen vor dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung.

Um unterschiedliche Zielgruppen anzusprechen, übernehmen die Mitglieder des EZB-Rats eine Vielzahl öffentlicher Verpflichtungen. Reden der Mitglieder des Direktoriums und des EZB-Rats sowie Interviews von EZB-Ratsmitgliedern sind ebenfalls wichtige Instrumente, um der Öffentlichkeit die Sichtweise der EZB zu erläutern.

### 3.3 DURCHFÜHRUNG DER GELDPOLITIK

Die kurzfristigen Geldmarktsätze spielen bei der Übertragung geldpolitischer Impulse eine wichtige Rolle. Durch die Steuerung dieser Sätze übt die Geldpolitik einen starken Einfluss auf die Marktinsen sowie – über unterschiedliche Kanäle – auf das Ausgabeverhalten von Unternehmen und privaten Haushalten, die monetäre Entwicklung und letztlich das allgemeine Preisniveau aus. In diesem Abschnitt wird erläutert, wie die EZB ihre geldpolitischen Beschlüsse durch die Steuerung der sehr kurzen Zinssätze am Geldmarkt umsetzt. Auch die größten Herausforderungen, denen sich das Eurosystem seit der Einführung des Euro bei der Durchführung der geldpolitischen Entscheidungen gegenüber sah, werden beleuchtet.

#### TRENNUNG VON GELDPOLITIK UND LIQUIDITÄTSSTEUERUNG

Zum besseren Verständnis der Liquiditätssteuerung der EZB ist es sinnvoll, zwischen der Festlegung des geldpolitischen Kurses und seiner tatsächlichen Umsetzung zu unterscheiden. Wie in Abschnitt 3.1 dargelegt, liefert die geldpolitische Strategie eine Struktur für die relevanten wirtschaftlichen Informationen, auf denen die geldpolitischen Beschlüsse beruhen. Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse entscheidet der EZB-Rat über das Niveau der Leitzinsen, das der Erfüllung des Preisstabilitätsziels am zuträglichsten ist. Das EZB-Direktorium ist dann für die Durchführung der geldpolitischen Beschlüsse verantwortlich. Diese werden umgesetzt, indem die kurzfristigen Geldmarktsätze in Richtung des vom EZB-Rat beschlossenen Zinsniveaus gelenkt werden. Die Festlegung und Veröffentlichung der EZB-Leitzinsen spielt sicherlich eine zentrale Rolle bei der Lenkung der Marktteilnehmer. Dies allein reicht jedoch nicht aus, um die kurzfristigen Geldmarktsätze an den Leitzins der EZB anzupassen. Die Steuerung kurzfristiger Zinsen wird auch dadurch erreicht, dass das Eurosystem mithilfe seines geldpolitischen Handlungsrahmens die Liquidität steuert.

Im geldpolitischen Handlungsrahmen sind die Instrumente und Verfahren festgelegt, mit denen das Eurosystem die geldpolitischen Beschlüsse in die Praxis umsetzt, d. h. mit denen es die kurzfristigen Geldmarktzinsen beeinflusst. Ein weiterer Faktor bei der Lenkung der Geldmarktsätze ist die Tatsache, dass das Bankensystem des Euroraums Liquidität benötigt und daher auf die Refinanzierung durch das Eurosystem angewiesen ist. In diesem Kontext ist das Eurosystem durch seine Offenmarktgeschäfte ein Bereitsteller von Liquidität an die Banken. Dadurch steuert es die im Bankensektor verfügbare Liquidität mit dem Ziel, ausgeglichene Liquiditätsbedingungen herzustellen und die kurzfristigen Geldmarktsätze dem vom EZB-Rat festgelegten Zinsniveau so weit wie möglich anzunähern.

Es lässt sich also festhalten, dass das Eurosystem klar zwischen den vom EZB-Rat getroffenen Beschlüssen über den geldpolitischen Kurs einerseits und deren Umsetzung mithilfe der geldpolitischen Instrumente andererseits trennt. Diese klare Trennung verringert das Risiko, dass Wirtschaftsakteure eine durch vorübergehende und unvorhersehbare Schwankungen in der Liquiditätsnachfrage und im Liquiditätsangebot ausgelöste Volatilität der kurzfristigen Geldmarktsätze fälschlicherweise als geldpolitisches Signal des Eurosystems deuten könnten. Von besonderer Bedeutung war diese Trennung vor allem während der seit Anfang August 2007 zu beobachtenden Finanzmarktunruhen, als die kurzfristigen Geldmarktsätze zeitweilig sehr stark schwankten.

#### DER GELDPOLITISCHE HANDLUNGSRAHMEN

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems basiert auf den im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft niedergelegten Grundsätzen. In Artikel 105 des EG-Vertrags

Festlegung der Leitzinsen  
der EZB

Liquiditätssteuerung

Trennung der geldpoli-  
tischen Beschlussfassung  
von der Umsetzung

Grundsätze des geldpoli-  
tischen Handlungsrahmens



heißt es, dass das Eurosystem bei der Verfolgung seiner Ziele „[...] im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb [handelt], wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird [...]“.

Daneben wurden eine Reihe weiterer „Leitsätze“ formuliert, die den Aufbau des geldpolitischen Handlungsrahmens regeln. Der wichtigste ist die operative Effizienz, die dann gegeben ist, wenn der Handlungsrahmen eine möglichst rasche und genaue Übertragung der geldpolitischen Beschlüsse auf die kurzfristigen Geldmarktsätze ermöglicht. Die Sicherstellung der Gleichbehandlung von Banken und die Harmonisierung von Regeln und Verfahren im gesamten Eurogebiet sind weitere wichtige Leitsätze. Ein weiteres Prinzip betrifft die dezentrale Durchführung der Geldpolitik, weshalb die geldpolitischen Beschlüsse in der Regel von den NZBen umgesetzt werden. Schließlich gelten für den Handlungsrahmen die Grundsätze der Einfachheit, Transparenz, Sicherheit und Wirtschaftlichkeit.

#### Drei Instrumente zur Steuerung der Zinsen

Um die kurzfristigen Geldmarktsätze in Richtung des vom EZB-Rat festgelegten Zinsniveaus zu lenken, greifen die EZB und das Eurosystem auf drei Instrumente zurück: a) die Mindestreservepflicht, b) Offenmarktgeschäfte und c) ständige Fazilitäten. Diese Instrumente beeinflussen die im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets verfügbare Liquidität, die sich wiederum auf das Niveau der Kurzfristzinsen am Geldmarkt auswirkt.<sup>8</sup> In diesem Zusammenhang ist das Eurosystem ein Bereitsteller von Liquidität und hilft den Banken über seinen geldpolitischen Handlungsrahmen dabei, ihren Liquiditätsbedarf reibungslos und in gut organisierter Weise zu decken.

#### Liquiditätsbedarf der Banken und Mindestreservepflicht

a) Banken benötigen Liquidität in einer bestimmten Höhe zur Deckung ihres aus den sogenannten „autonomen Faktoren“ resultierenden Liquiditätsbedarfs. Diese Faktoren umfassen Positionen der Bilanz des Eurosystems, die nicht mit geldpolitischen Instrumenten zusammenhängen.<sup>9</sup> Der größte autonome Faktor ist der Banknotenumlauf. Außerdem sind die Banken verpflichtet, Mindestreserven beim Eurosystem zu halten, und benötigen daher Liquidität. Die Mindestreservepflicht schafft eine strukturelle Nachfrage nach Liquidität seitens des Bankensektors im Euroraum. Das Reserve-Soll jedes Instituts wird anhand seiner Bilanz bestimmt. Derzeit unterliegen rund 6 000 Banken der Mindestreservepflicht. Der gesamte Liquiditätsbedarf des Bankensektors im Euro-Währungsgebiet beläuft sich auf durchschnittlich rund 450 Mrd €. Die gesamten täglichen Mindestreserven machen davon rund die Hälfte aus.

Die Schlüsselfunktion des Mindestreservesystems liegt in der Stabilisierung der Geldmarktsätze. So muss das Reserve-Soll während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, d. h. des Zeitraums, für den berechnet wird, ob die Banken das Mindestreserve-Soll erfüllen, im Durchschnitt eingehalten werden. Die Erfüllungsperiode beginnt in der Regel am Dienstag nach der EZB-Ratssitzung, auf der die Beurteilung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist. Die Durchschnittserfüllung bedeutet, dass das Halten von Reserven an einem bestimmten Tag während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode im Prinzip ein enges Substitut für die Haltung von Mindestreserven an jedem anderen Tag der Erfüllungsperiode ist. Das heißt, dass Mindestreserveguthaben von Tag zu Tag schwanken können und tägliche Liquiditätsschwankungen geglättet werden. Mindestreserven führen zu keinen Kosten für den Bankensektor, da sie vom Eurosystem zum durchschnittlichen marginalen Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte in einer Erfüllungsperiode verzinst werden.

<sup>8</sup> Eine Gesamtübersicht über den geldpolitischen Handlungsrahmen findet sich in: EZB, Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, September 2006.

<sup>9</sup> Siehe auch: EZB, Die Liquiditätssteuerung der EZB, Monatsbericht Mai 2002, und EZB, Die Erfahrungen des Eurosystems mit der Prognose der autonomen Faktoren und der Überschussreserven, Monatsbericht Januar 2008.

Tabelle 1 Offenmarktgeschäfte und ständige Fazilitäten des Eurosystems

| Geldpolitische Geschäfte                   | Transaktionsart                |                                   | Laufzeit             | Rhythmus  |
|--|--------------------------------|-----------------------------------|----------------------|---|
|  | Liquiditäts-<br>bereitstellung | Liquiditäts-<br>abschöpfung       |                      |   |
| <b>Offenmarktgeschäfte</b>                 |                                |                                   |                      |   |
| Hauptrefinanzierungsgeschäfte              | Befristete<br>Transaktionen    | -                                 | Eine Woche           | Wöchentlich   |
| Längerfristige<br>Refinanzierungsgeschäfte | Befristete<br>Transaktionen    | -                                 | Drei Monate          | Monatlich   |
| Feinststeuerungsoperationen                | Befristete<br>Transaktionen    | Hereinnahme von<br>Termineinlagen | Nicht standardisiert | Unregelmäßig  |
| <b>Ständige Fazilitäten</b>                |                                |                                   |                      |   |
| Spitzenrefinanzierungsfazilität            | Befristete<br>Transaktionen    | -                                 | Über Nacht           | Inanspruchnahme<br>auf Initiative der<br>Geschäftspartner |
| Einlagefazilität                           |                                | Annahme von<br>Einlagen           | Über Nacht           | Inanspruchnahme<br>auf Initiative der<br>Geschäftspartner |

b) Offenmarktgeschäfte spielen bei der Steuerung der Liquiditätsbedingungen des Bankensektors im Euroraum und bei der Lenkung der kurzfristigen Geldmarktsätze die wichtigste Rolle. Offenmarktgeschäfte werden dezentral durchgeführt, d. h., die EZB koordiniert die Geschäfte, aber die Transaktionen selbst werden von den NZBen abgewickelt.

Das Eurosystem bedient sich drei verschiedener Geschäfte: 1) Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs), 2) längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) und 3) Feinststeuerungsoperationen (siehe Tabelle 1).

Über HRGs und LRGs stellt das Eurosystem den Banken Mittel zur Verfügung. Kredite werden immer für einen festgelegten kurzen Zeitraum gegen Sicherheiten gewährt, um das Eurosystem vor finanziellen Risiken zu schützen (siehe Kasten 3). Das Eurosystem vergibt im Durchschnitt täglich Kredite mit einem Volumen von insgesamt rund 450 Mrd € über Offenmarktgeschäfte an den Bankensektor des Euro-Währungsgebiets. Die Geschäfte des Eurosystems sind deutlich umfangreicher als jene anderer wichtiger Zentralbanken.

Sowohl bei den HRGs als auch bei den LRGs handelt es sich um regelmäßige Geschäfte. HRGs werden wöchentlich in Form eines Zinstenders mit einem Mindestbietungssatz durchgeführt; ihre Laufzeit beträgt eine Woche. Bei solchen Geschäften können Banken Gebote mit unterschiedlichen Zinssätzen zum oder über dem im Voraus angekündigten Mindestbietungssatz abgeben. Die Gebote mit den höchsten Zinssätzen werden zuerst zugeteilt, gefolgt von den nächst höheren Geboten, und zwar so lange, bis der Zuteilungsbetrag ausgeschöpft ist. Der Zinssatz, zu dem der Zuteilungsbetrag ausgeschöpft ist, wird als marginaler Zuteilungssatz bezeichnet; bei diesem Satz erfolgt die Zuteilung anteilmäßig. LRGs werden monatlich in Form eines reinen Zinstenders mit einer Laufzeit von drei Monaten durchgeführt. Im Gegensatz zu den HRGs wird die über LRGs zugeteilte Liquidität im Voraus festgelegt. Bei diesen Geschäften tritt das Eurosystem als Preisnehmer auf. An den HRGs und LRGs können eine Vielzahl von Banken teilnehmen (insgesamt rund 1 700). Diese Zahl ist recht hoch, auch wenn man sie mit dem geldpolitischen Handlungsrahmen anderer wichtiger Zentralbanken vergleicht.

Feinststeuerungsoperationen sind kein regelmäßig zur Bereitstellung oder Abschöpfung von Liquidität verwendetes Instrument; sie werden im Bedarfsfall eingesetzt. Damit diese Geschäfte flexibel und schnell durchgeführt werden können, ist ihre Laufzeit und ihr Rhythmus nicht standardi-

Liquiditätsbereitstellung  
durch das Eurosystem und  
Offenmarktgeschäfte

siert, sondern kann an die jeweilige Situation angepasst werden. Da diese Tender rasch abgewickelt werden müssen (in der Regel innerhalb von 90 Minuten nach Ankündigung des Geschäfts), kann nur eine beschränkte Anzahl von Banken daran teilnehmen (derzeit etwa 130). Feinsteuerungsoperationen zielen darauf ab, die Effekte zu glätten, die unerwartete Liquiditätsschwankungen im Bankensektor auf die Zinssätze haben.

c) Das Eurosystem bietet den Banken auch zwei ständige Fazilitäten an, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität (siehe Tabelle 1). Diese Fazilitäten bilden einen Korridor (in der Regel  $\pm 100$  Basispunkte) um den Mindestbietungssatz und beschränken damit die Volatilität des Tagesgeldsatzes (d. h. des kurzfristigen Geldmarktsatzes). Die Spitzenrefinanzierungsfazilität stellt die Obergrenze des Korridors dar. Sie kann von Banken genutzt werden, um über Nacht Liquidität gegen notenbankfähige Sicherheiten zu erhalten. Die Einlagefazilität bildet die Untergrenze des Korridors. Sie kann von Banken in Anspruch genommen werden, um beim Eurosystem Guthaben bis zum nächsten Geschäftstag anzulegen.

#### **DURCHFÜHRUNG DER GELDPOLITIK SEIT DER EINFÜHRUNG DES EURO**

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems hat sich seit der Einführung des Euro bewährt und sein Hauptziel – die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze nahe am (vom EZB-Rat festgelegten) Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte zu halten – erreicht. Außerdem hat sich der geldpolitische Handlungsrahmen selbst angesichts außergewöhnlicher Herausforderungen wie der Jahrtausendwende, den Terroranschlägen vom 11. September 2001 und der jüngsten Volatilität an den Finanzmärkten 2007 und 2008 als robust und widerstandsfähig erwiesen. Das Eurosystem musste in keinem dieser Fälle zu außergewöhnlichen, nicht im geldpolitischen Handlungsrahmen vorgesehenen Maßnahmen greifen.

#### **Kasten 3**

##### **DER SICHERHEITENRAHMEN DES EUROSYSTEMS**

Entsprechend der weltweit gängigen Zentralbankpraxis müssen bei allen liquiditätszuführenden Geschäften des Eurosystems angemessene Sicherheiten bereitgestellt werden, um das Eurosystem vor Verlusten zu schützen. Gleichzeitig muss der Sicherheitenrahmen gewährleisten, dass genügend Sicherheiten für ein breites Spektrum von Banken verfügbar sind, damit das Eurosystem die aus seiner Sicht benötigte Liquidität zur Verfügung stellen kann. Um dies zu erleichtern, ist zur Besicherung von Kreditgeschäften eine große Palette von Vermögenswerten zugelassen.<sup>1</sup> Dieses Element des Sicherheitenrahmens des Eurosystems hat in letzter Zeit große Anerkennung gefunden, da es bei den jüngsten Finanzmarkturbulenzen stabilisierend wirkte. Es gewährleistete nämlich, dass Banken über ausreichend Sicherheiten verfügten, um an den Offenmarktgeschäften des Eurosystems teilzunehmen. Im vorliegenden Kasten wird kurz der Sicherheitenrahmen des Eurosystems dargestellt, und es werden die wichtigsten in den vergangenen neuneinhalb Jahren durchgeführten Verbesserungen erläutert.

Im Jahr 1998 wurde ein zwei Kategorien umfassender Sicherheitenrahmen eingeführt, um einen reibungslosen Übergang zur Währungsunion sicherzustellen. Dies bedeutete, dass die notenbankfähigen Sicherheiten in zwei Kategorien untergliedert wurden, um den zu Beginn der WWU

<sup>1</sup> Siehe EZB, Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, Kapitel 6, September 2006, in dem die Zulassungskriterien und die Maßnahmen zur Risikokontrolle von für Kreditgeschäfte des Eurosystems zugelassene Sicherheiten detailliert erläutert werden.

bestehenden strukturellen Unterschieden an den Finanzmärkten der Mitgliedstaaten Rechnung zu tragen. Während sich die „Kategorie-1-Sicherheiten“ aus marktfähigen Schuldtiteln zusammensetzten, die die Zulassungskriterien im gesamten Euroraum erfüllten, umfassten die „Kategorie-2-Sicherheiten“ Anlagen, die für bestimmte nationale Finanzmärkte und Bankensysteme wichtig waren und lediglich nationale Zulassungskriterien erfüllten. Prinzipiell konnten alle Sicherheiten grenzüberschreitend im gesamten Eurogebiet verwendet werden. Dieser Rahmen hatte sich für das Eurosystem bewährt und erwies sich auch bei einer vorübergehenden deutlich höheren Nachfrage nach Sicherheiten in Zeiten von Marktspannungen als robust (z. B. um den Jahrtausendwechsel).

Allerdings hatte dieser Sicherheitenrahmen auch Schwächen. Die Tatsache etwa, dass einige Sicherheitenklassen nur in bestimmten und nicht in allen Ländern zugelassen waren, wurde als potenzielle Aushöhlung gleicher Wettbewerbsbedingungen im Euroraum – also eines wichtigen Grundsatzes des geldpolitischen Handlungsrahmens – angesehen. Aus diesem Grund und als Ergebnis zweier öffentlicher Konsultationsverfahren, die im Juni 2003 und Mai 2004 durchgeführt wurden, beschloss das Eurosystem, ein einheitliches Rahmenwerk (das so genannte „einheitliche Sicherheitenverzeichnis“) zur allgemeinen Nutzung bei allen liquiditätszuführenden Geschäften des Eurosystems zu schaffen. Durch das einheitliche Sicherheitenverzeichnis sollte die Effizienz des Sicherheitenrahmens weiter verbessert werden. Es wurde in zwei Schritten eingeführt. In einem ersten Schritt, der im Mai 2005 abgeschlossen wurde, wurden einige Änderungen in Bezug auf marktfähige Sicherheiten vorgenommen.<sup>2</sup> In einem zweiten Schritt wurden im Januar 2007 nicht marktfähige Sicherheiten und insbesondere Kreditforderungen (also Bankkredite) als Sicherheiten in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets notenbankfähig. Allerdings wird es aufgrund technischer Vorlaufzeiten erst ab Januar 2012 vollständig vereinheitlichte Regelungen für Kreditforderungen geben.<sup>3</sup>

Da eine breite Palette an Aktiva als Sicherheiten für Kreditgeschäfte des Eurosystems akzeptiert wird, ist es nicht möglich, einheitliche Zulassungskriterien auf alle Sicherheitenkategorien anzuwenden. Daher werden auf marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten jeweils unterschiedliche Zulassungskriterien und Risikokontrollmaßnahmen<sup>4</sup> angewendet. Allerdings gewährleisten beide Gruppen von Kriterien für das Eurosystem einen vergleichbaren Grad an Risikoabsicherung. Nur Aktiva mit hoher Bonität werden als Sicherheiten akzeptiert. Die Zulassungskriterien für marktfähige Sicherheiten wurden ausreichend allgemein gehalten; der Sicherheitenrahmen ist daher weiterhin flexibel genug, um auf Marktinnovationen zu reagieren, und er kann sich der Marktentwicklung anpassen. Da sich die Finanzmärkte weiterentwickeln, werden auch in den kommenden Jahren weitere Verbesserungen an den Zulassungskriterien und Risikokontrollmaßnahmen definiert werden.

2 Diese Änderungen umfassten a) die Streichung von Aktien aus dem Verzeichnis, b) die Spezifizierung nicht geregelter Märkte, die für das Eurosystem im Hinblick auf seine Sicherheitenverwaltung zulässig sind, c) eine Konkretisierung des Kriteriums für von Kreditinstituten begebene Schuldtitel und d) die Aufnahme von in Euro denominierten Schuldtiteln von Emittenten mit Sitz in den G-10-Ländern außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums.

3 Für die Entwicklung operationaler Systeme und Verfahren zur Beurteilung, Bewertung und Mobilisierung von Kreditforderungen ist eine lange Vorlaufzeit erforderlich, da sich Kreditforderungen in mehreren wichtigen Aspekten von marktfähigen Finanzinstrumenten unterscheiden. Kreditforderungen sind aufgrund ihrer Unterschiedlichkeit nicht standardisiert und werden nicht einheitlich dokumentiert, sie verfügen in der Regel nicht über eine Bonitätseinstufung durch eine Ratingagentur, es gibt keine externen Preisquellen, es kann rechtliche Verbote im Hinblick auf einen Verkauf an Dritte geben, und das Fortbestehen eines bestimmten Kredits ist relativ schwer nachprüfbar. Im Jahr 2006 schuf das Eurosystem ein Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem (Eurosystem credit assessment framework – ECAF), damit zur Bewältigung neuerer Sicherheitenklassen im einheitlichen Sicherheitenverzeichnis neben den Ratingagenturen zusätzliche Bonitätsbeurteilungsquellen herangezogen werden können.

4 Auf die für liquiditätszuführende Geschäfte des Eurosystems verwendeten Sicherheiten werden Risikokontrollmaßnahmen angewandt, um das Eurosystem vor der Gefahr eines finanziellen Verlusts zu schützen, falls Sicherheiten aufgrund des Ausfalls einer Bank verwertet werden müssen. Das Eurosystem stellt Mindestanforderungen an die Bonität aller Emittenten und Sicherheiten. Diese entsprechen einem Rating von mindestens A-, also dem vom Eurosystem definierten Schwellenwert für eine hohe Bonität. Siehe auch: EZB, Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet, September 2006.

Im Jahr 2007 belief sich der durchschnittliche Wert notenbankfähiger Sicherheiten auf 9,5 Billionen €; dies stellt einen Anstieg um 73 % gegenüber den 1999 verzeichneten rund 5,5 Billionen € dar. Betrachtet man die Zusammensetzung der Sicherheiten, so entfielen 49 % des Gesamtbetrags auf Staatsanleihen. Die übrigen marktfähigen Sicherheiten setzten sich aus gedeckten und ungedeckten Schuldverschreibungen (12 % bzw. 17 %), Unternehmensanleihen (9 %), Asset-Backed Securities (8 %) und sonstigen – etwa von supranationalen Organisationen begebenen – Schuldverschreibungen (4 %) zusammen. Etwa 12 % dieser notenbankfähigen Sicherheiten insgesamt, d. h. 1,1 Billionen €, wurden 2007 zu Besicherungszwecken beim Eurosystem hinterlegt. Die Zusammensetzung der hinterlegten Sicherheiten entspricht nicht der der Euro-Anleihemärkte, da Banken dazu tendieren, weniger liquide Sicherheiten für Kreditgeschäfte mit dem Eurosystem zu hinterlegen. Kreditforderungen machten dabei im Jahr 2007 durchschnittlich 10 % der insgesamt hinterlegten Sicherheiten aus. Allerdings wurde das gesamte Potenzial dieser zusätzlichen Sicherheitenquelle bisher noch nicht genutzt, da der Umfang der Kreditforderungen, deren Bonität beurteilt werden könnte, allmählich steigt. Die grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten, bei der ein Geschäftspartner in einem Land des Euroraums eine Sicherheit aus einem anderen Staat des Eurogebiets verwendet, ist ein guter Indikator für die fortschreitende Finanzmarktintegration. Im Jahr 2007 wurden 51 % der Sicherheiten grenzüberschreitend eingesetzt, im Vergleich zu 12 % im Jahr 1999.

Aus Abbildung 11 geht hervor, dass sich der Tagesgeldsatz (EONIA)<sup>10</sup> meist in der Nähe des Mindestbietungssatzes bewegte. Außerdem wird ersichtlich, dass die Zinssätze der ständigen Fazilitäten einen Korridor für den EONIA vorgaben. Die in der Abbildung erkennbaren Schwankungen spiegeln vor allem zeitweise angespannte oder lockere Liquiditätsbedingungen am Geldmarkt wider. Die Effizienz des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems hat bis zu einem gewissen Grad als Vorbild fungiert und andere Zentralbanken bewogen, ebenfalls ein Korridorsystem einzuführen.

#### Änderungen des Handlungsrahmens

Die drei seit 1999 erfolgten Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens haben sicherlich dazu beigetragen, dass der Handlungsrahmen reibungslos funktioniert.

#### Umstellung auf das Zinstenderverfahren

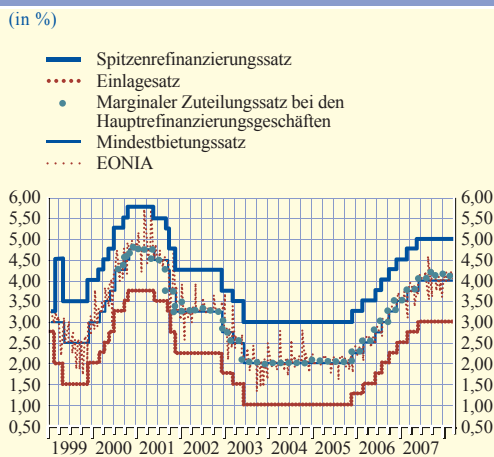
Erstens wurde das seit Beginn der Währungsunion verwendete Mengentenderverfahren im Juni 2000 durch ein Zinstenderverfahren abgelöst. Diese Umstellung bedeutete an sich keine Änderung des geldpolitischen Handlungsrahmens, der sowohl Zins- als auch Mengentender vorsieht. Sie erfolgte als Reaktion auf die „Überbietungen“ der Banken bei den Geschäften des Eurosystems, die während des ersten Halbjahrs 2000 besonders offenkundig wurden. Überbietung bedeutet, dass die Banken bei den HRGs hohe und kontinuierlich steigende Gebote abgeben, sodass das Verhältnis zwischen Zuteilungs- und Bietungsbetrag auf sehr geringe Werte fällt (siehe Abbildung 12). Zu solchen Überbietungen kam es immer dann, wenn die Banken für die aktuelle Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit einer Anhebung der Schlüsselzinssätze der EZB rechneten. Die Erwartung einer Leitzinserhöhung bewirkte, dass der Tagesgeldsatz auf das erwartete Niveau, d. h. über den für das HRG festgesetzten Zinssatz hinaus, anstieg.<sup>11</sup> Dies lieferte den Banken einen besonders großen Anreiz, über die HRGs Mittel aufzunehmen, und führte zu Überbietungen bei den betreffenden Geschäften.

<sup>10</sup> Der EONIA (Euro Overnight Index Average) ist ein auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft.

<sup>11</sup> Bei einem Mengentender gibt die EZB den Zinssatz vor; die Banken geben Gebote über den Betrag ab, den sie bereit sind, zu diesem Festsatz aufzunehmen. Die Gebote werden dann anteilmäßig zugeteilt.



Abbildung 11 Entwicklung der Leitzinsen der EZB und des EONIA seit Januar 1999



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Bei den bis zum 28. Juni 2000 abgewickelten Geschäften bezieht sich der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf den für Mengentender geltenden Zinssatz, danach auf den für Zinstender geltenden Mindestbietungssatz.

Abbildung 12 Entwicklung der Zuteilungsquote, Januar 1999 bis November 2006



Quelle: EZB.

Am 8. Juni 2000 beschloss der EZB-Rat, mit Wirkung vom 28. Juni vom bisherigen Mengentenderverfahren auf Zinstender umzustellen und außerdem zur Signalisierung seines geldpolitischen Kurses einen Mindestbietungssatz für die HRGs festzulegen. Der Mindestbietungssatz sollte die Rolle des Festzinses der Zinstender übernehmen. Durch das neue Tenderverfahren wurde das Problem der Überbietung umgehend gelöst.

Zweitens schützte die Umstellung auf das Zinstenderverfahren das Eurosystem nicht vor „Unterbietungen“ der Banken. Unterbietung bedeutet, dass die von den Banken abgegebenen Gebote insgesamt den vorgesehenen Zuteilungsbetrag unterschreiten. Dadurch laufen die Banken Gefahr, am Ende der Mindestreserveperiode über zu wenig Liquidität zu verfügen und daher die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Anspruch nehmen zu müssen, wodurch der Tagesgeldsatz in die Höhe getrieben wird. Ab 2001 kam es in einem durch Erwartungen von Leitzinssenkungen der EZB geprägten Umfeld zu acht Unterbietungen. Wenn für die aktuelle Mindestreserve-Erfüllungsperiode eine Zinssenkung erwartet wurde, ging der Tagesgeldsatz auf das erwartete Niveau, d. h. unter den Mindestbietungssatz, zurück. Dadurch bestand für die Banken ein geringerer Anreiz, über die HRGs Mittel aufzunehmen.

Um zu verhindern, dass eine erwartete Änderung der EZB-Leitzinsen das Bietungsverhalten der Banken bereits in der aktuellen Erfüllungsperiode beeinflusst, beschloss der EZB-Rat im Januar 2003 zwei Änderungen des geldpolitischen Handlungsrahmens, die im März 2004 in Kraft traten. Erstens wurde der Zeitrahmen der Mindestreserve-Erfüllungsperioden so angepasst, dass diese nun immer nach der für die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehene Sitzung des EZB-Rats beginnen, und es wurde beschlossen, dass Zinsänderungen bei den ständigen Fazilitäten nunmehr zu Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode wirksam werden. Zweitens wurde die Laufzeit der HRGs von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt. Dies hatte zur Folge, dass die HRGs nicht mehr von einer Erfüllungsperiode in die nächste hineinreichten. Die Veränderungen wurden reibungslos umgesetzt, und die Banken passten ihr Bietungsverhalten rasch an.

Strukturelle Veränderungen  
vom März 2004

### Häufigere Feinsteuerungsoperationen am Ende der Erfüllungsperiode

Schließlich bewirkte die Anpassung des Zeitrahmens der Mindestreserve-Erfüllungsperioden an die für die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehenen Sitzungen des EZB-Rats, dass sich die durchschnittliche Zeitspanne zwischen dem letzten HRG einer Erfüllungsperiode und dem letzten Tag dieser Reserveperiode nach der Umsetzung der Änderungen im März 2004 auf sechs Geschäftstage verlängerte. Davor hatte sie zwischen einem Tag und sechs Tagen geschwankt. Als Nebeneffekt kam es gegen Ende der Erfüllungsperioden gelegentlich zu großen Liquiditätsungleichgewichten, die einen gewissen Anstieg der Volatilität der Tagesgeldsätze bewirkten. Um diesen Liquiditätsungleichgewichten entgegenzuwirken, hat die EZB seit Oktober 2004 häufiger am letzten Tag der Erfüllungsperiode Feinsteuerungsoperationen durchgeführt. Dadurch ist es ihr gelungen, die in der letzten Woche der Erfüllungsperioden gelegentlich zu verzeichnende Zinsvolatilität zu verringern (siehe Abbildung 13).

### Jüngste Finanzmarkturbulenzen stellen Herausforderung für den geldpolitischen Handlungsrahmen dar

Die jüngsten Finanzmarkturbulenzen, die vom US-amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt ausgingen und im August 2007 auf den Geldmarkt des Eurogebiets übergriffen, stellten den geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems vor seine bislang größte Herausforderung. Der Handlungsrahmen hat sich auch in diesem turbulenten Marktumfeld bewährt, und es war dem Eurosystem weiterhin möglich, den Tagesgeldsatz zu steuern (siehe Abbildung 11).

Um den Tagesgeldsatz auch während der Turbulenzen nahe am Mindestbietungssatz zu halten, setzte die EZB vier Arten von Maßnahmen ein.<sup>12</sup>

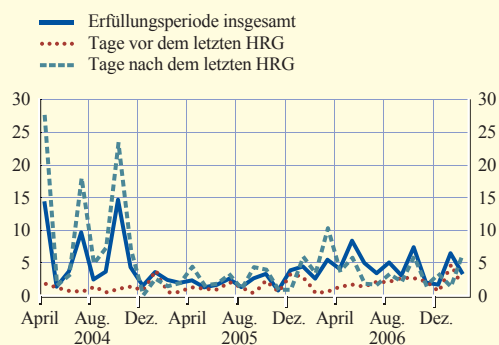
Erstens wurde das zeitliche Schema der Liquiditätsversorgung im Verlauf der Mindestreserve-Erfüllungsperioden geändert, wobei sowohl HRGs als auch Feinsteuerungsoperationen genutzt wurden. Vor den Turbulenzen wurde die Liquidität in der Regel gleichmäßig im Verlauf der Erfüllungsperiode bereitgestellt. Seit dem Einsetzen der jüngsten Finanzmarktvolatilität hat die EZB allerdings verstärkt am Anfang der Erfüllungsperioden Liquidität bereitgestellt, damit die Banken ihr Mindestreserve-Soll relativ früh während der Reserveperiode erfüllen können. Die Liquiditätsausstattung hat sich dadurch aber insgesamt nicht verändert: Das Eurosystem zielt nach wie vor darauf ab, genau die Menge an Liquidität bereitzustellen, die den Banken eine reibungslose Erfüllung ihres Mindestreserve-Solls ermöglicht.

Zweitens erhöhte das Eurosystem den Anteil der durch längerfristige Refinanzierungsgeschäfte bereitgestellten Liquidität, während der Anteil der einwöchigen HRGs entsprechend verringert wurde. Dadurch hat sich die durchschnittliche Laufzeit der ausstehenden geldpolitischen Geschäfte verlängert.

Drittens wurden in einigen Fällen spezielle Tenderverfahren mit vollständiger Zuteilung aller Gebote durchgeführt, vor allem um den Spannungen am Finanzmarkt um das Jahresende entgegenzu-

Abbildung 13 Tägliche Standardabweichung des EONIA je Mindestreserve-Erfüllungsperiode – April 2004 bis Januar 2007

(in Basispunkten)



Quelle: EZB.

<sup>12</sup> Siehe EZB, Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität, Monatsbericht Mai 2008.

wirken. Hierdurch wurde die Festlegung des genauen Zuteilungsbetrags dem Markt überlassen, da die Abschätzung des Liquiditätsbedarfs aufgrund der Umstände schwierig war, und es wurden Feinsteuerungsoperationen zur Abschöpfung der resultierenden Überschussliquidität erforderlich.

Dank dieser drei Arten von Maßnahmen war es der EZB möglich, die kurzfristigen Geldmarktsätze weiterhin zu steuern. Keine der Maßnahmen erforderte eine strukturelle Änderung des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems. Auch am Sicherheitenrahmen, der erheblich zur Aufrechterhaltung der Funktionsfähigkeit des Geldmarkts beigetragen hat, mussten keine Änderungen vorgenommen werden.

Viertens ging die EZB mit dem Federal Reserve System ein Währungsabkommen (Swap-Vereinbarung) im Zusammenhang mit dessen Term Auction Facility in US-Dollar ein. Die EZB führte eine Reihe befristeter Tenderverfahren durch, in denen sie den Banken des Euroraums im Namen des Federal Reserve System Liquidität in US-Dollar bereitstellte.

Abschließend lässt sich feststellen, dass sich der geldpolitische Handlungsrahmen des Eurosystems aufgrund seiner flexiblen Ausgestaltung und des breiten Spektrums an Instrumenten und Verfahren als effektiv und widerstandsfähig erwiesen hat.

Es bleibt anzumerken, dass die Geldpolitik über die Steuerung der kurzfristigen Geldmarktzinsen einen erheblichen Einfluss auf die Marktzinsen hat und sich über verschiedene Kanäle auf die Konsum- und Investitionsentscheidungen, die Geldmengenentwicklung und letztlich auch auf die Preisentwicklung auswirkt. Der Prozess, über den sich geldpolitische Entscheidungen auf die Wirtschaft im Allgemeinen und das Preisniveau im Besonderen auswirken, wird als Transmissionsmechanismus der Geldpolitik bezeichnet. Es handelt sich hierbei um einen komplexen Prozess, der sich im Zeitverlauf ändern und von Land zu Land Unterschiede aufweisen kann. Kasten 4 liefert einige empirische Belege für das Euro-Währungsgebiet.

#### Kasten 4

##### DER TRANSMISSIONSMECHANISMUS DER GELDPOLITIK

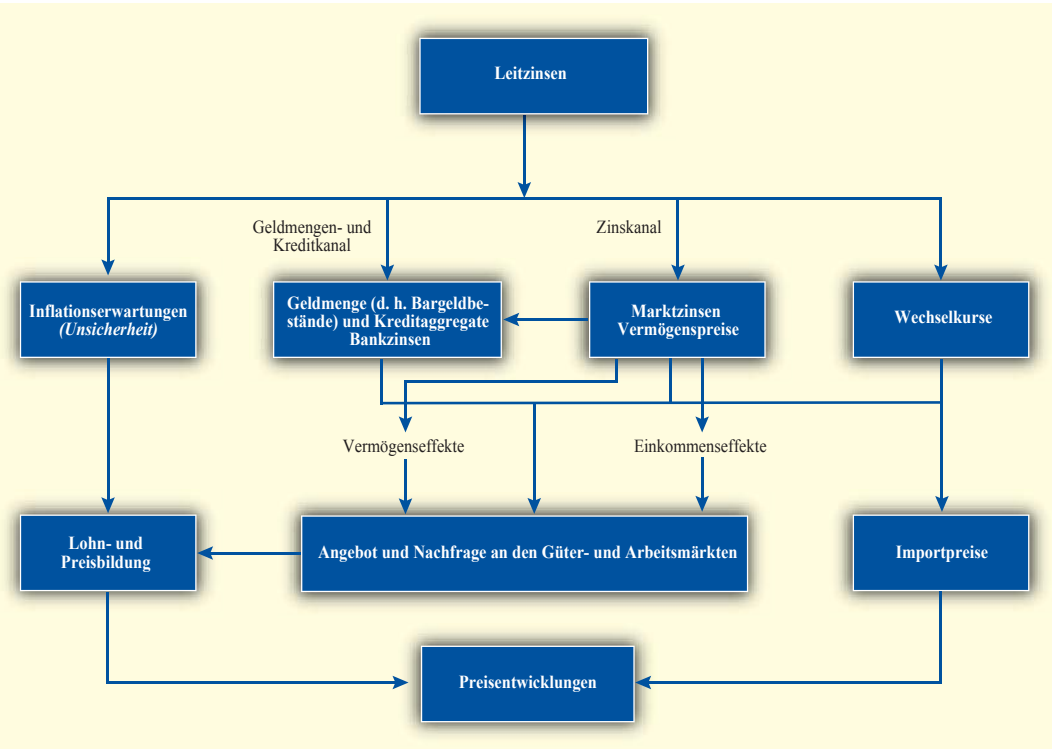
Empirischen Untersuchungen zufolge funktioniert der geldpolitische Transmissionsmechanismus in allen Ländern des Euroraums weitgehend ähnlich. Aufgrund der starken Abhängigkeit der Unternehmen und privaten Haushalte von Bankkrediten und der nach wie vor recht geringen Aktienmarktkapitalisierung im Eurogebiet spielen die Banken eine Schlüsselrolle bei der Übertragung von Leitzinsänderungen auf die Bankkreditzinsen. Die noch vorhandenen länderspezifischen Unterschiede resultieren vor allem aus der Entstehung neuer Finanzprodukte und dem Auftreten neuer Marktakteure, dem sich wandelnden Wettbewerb der Banken untereinander und dem unterschiedlichen Maß an Finanzmarktintegration in den einzelnen Euro-Ländern.

Im Eurogebiet insgesamt spielt der klassische Zinskanal die Hauptrolle bei der Transmission geldpolitischer Impulse auf die Wirtschaft, aber auch der Geldmengen- und Kreditkanal sowie der Erwartungskanal sind von Bedeutung (siehe Abbildung A).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Nähere Einzelheiten zum Transmissionsmechanismus der Geldpolitik finden sich in: EZB, Geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, Juli 2000, und EZB, Die Geldpolitik der EZB, 2004. Siehe auch A. K. Kashyap und J. C. Stein, What Do a Million Observations on Banks Say About the Transmission of Monetary Policy, in: The American Economic Review, Bd. 90, Nr. 3, 2000, S. 407–428.

Keine strukturellen Änderungen des Handlungsrahmens erforderlich

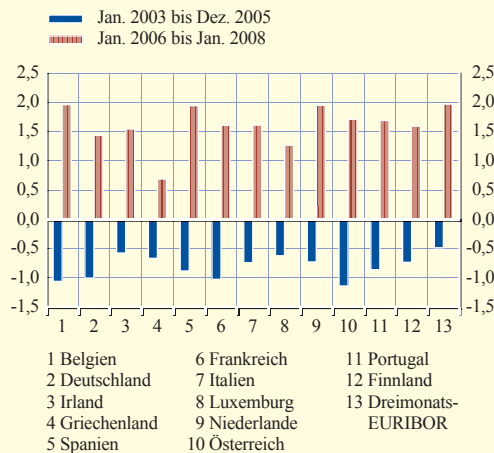
Abbildung A Schematische Darstellung des geldpolitischen Transmissionsmechanismus



Quelle: EZB.

Abbildung B Veränderung der Verzinsung von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte

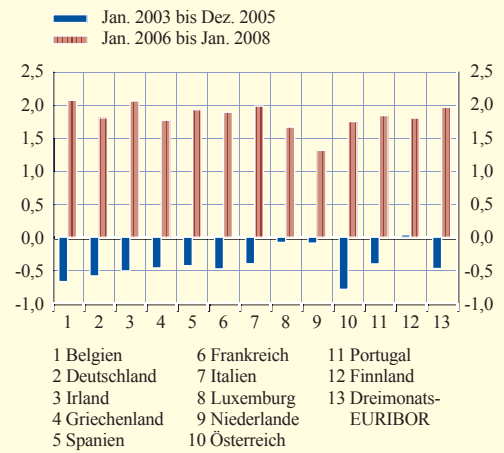
(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte basieren auf Krediten mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr.

Abbildung C Veränderung der Verzinsung von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Zinssätze basieren auf Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr.

Was den Zinskanal sowie den Geldmengen- und Kreditkanal betrifft, deuten die Analysen der EZB und des Eurosystems für den Euroraum seit 1999 auf ein bemerkenswert hohes Maß an Konvergenz hin. Allerdings gibt es im Hinblick auf die Höhe und Entwicklung der Bankzinsen in den einzelnen Ländern nach wie vor Unterschiede. Außerdem gibt es Hinweise darauf, dass bei der Transmission der Marktzinsen auf die Bankzinsen weiterhin eine gewisse Heterogenität vorhanden ist.<sup>2</sup>

Der Grad der Heterogenität wird in Abbildung B und C deutlich, in denen die Veränderung der von privaten Haushalten bzw. Unternehmen zu zahlenden Kreditzinsen in den einzelnen Ländern mit der in Spalte 13 aufgeführten Veränderung des Dreimonats-EURIBOR von 2003 bis 2008 (dem Zeitraum, für den harmonisierte Angaben zu den Bankzinsen verfügbar sind) verglichen wird. Bei einer vollständigen Weitergabe würden sich die Bankzinsen genauso verändern wie die Marktzinsen. Die Daten deuten allerdings darauf hin, dass die Banken in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich auf Änderungen der Marktzinsen reagieren und nur in einigen Fällen annähernd ein Gleichlauf stattfindet. Die verfügbaren Informationen ergeben, dass die Zinssätze der Banken für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Zeitverlauf eine stärkere Konvergenz aufwiesen als die Zinssätze für kurzfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (oder andere Produktkategorien).

Die wirksame Übertragung geldpolitischer Maßnahmen über die Kreditzinsen der Banken dürfte von Faktoren wie dem Wettbewerb im Finanzdienstleistungssektor, den Kundenbeziehungen der Banken, den Präferenzen in Bezug auf die Laufzeit und Zinsbindung von Kreditverträgen, Risikoaufschlägen sowie den mit der Zinsänderung verbundenen Verwaltungskosten beeinflusst werden.<sup>3</sup>

Angesichts der Schlüsselrolle der Banken bei der Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen dürfte der Kreditkanal im Euroraum insgesamt von Relevanz sein, wobei seine Bedeutung jedoch von Land zu Land variiert.<sup>4</sup> Dieser Kanal umfasst üblicherweise einen Bilanz- und einen Bankkreditkanal.<sup>5</sup>

Die Analyse des Bilanzkanals hat ergeben, dass Liquiditäts- und Cashflow-Effekte in einigen Euro-Ländern von Bedeutung sind, während sie in anderen kaum zum Tragen kommen.<sup>6</sup> Die Bedeutung des Bilanzkanals in den einzelnen Ländern lässt sich indirekt an einem Vergleich des Verschuldungsgrads und der Finanzierungsquellen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ablesen. Abbildung D veranschaulicht die unterschiedlich hohen Schuldenquoten der Unternehmen in den verschiedenen Ländern des Eurogebiets. In einigen Ländern scheinen die Unternehmen sensibler auf Zinsänderungen zu reagieren, da ihre Schuldenlast im euroraumweiten Vergleich relativ hoch ist.

2 Dies wird auch durch ökonometrische Studien belegt. Siehe u. a. H. Sander et al., Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration, in: *Journal of International Money and Finance*, Bd. 23, 2004, S. 461–492, G. de Bondt, Interest rate pass-through: Empirical results for the euro area, in: *German Economic Review*, Bd. 6, Nr. 1, 2005, S. 37–78, und C. Kok Sørensen et al., Bank interest rate pass-through in the euro area: A cross-country comparison, Working Paper Nr. 580 der EZB, 2006.

3 Siehe EZB, Differences in MFI interest rates across euro area countries, September 2006.

4 Siehe J. B. Chatelain et al., Firm investment and monetary transmission in the euro area, in: I. Angeloni, A. Kashyap und B. Mojon, *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press, 2003.

5 Siehe auch B. S. Bernanke und M. Gertler, Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission, in: *Journal of Economic Perspectives*, Bd. 9, Nr. 4, 1995, S. 27–48.

6 Siehe Tabelle 24.6 in: I. Angeloni, A. Kashyap und B. Mojon, a. a. O., sowie L. Gambacorta und P. E. Mistrulli, Does Bank Capital Affect Lending Behavior?, in: *Journal of Financial Intermediation*, Bd. 13, Nr. 4, 2004, S. 436–457.

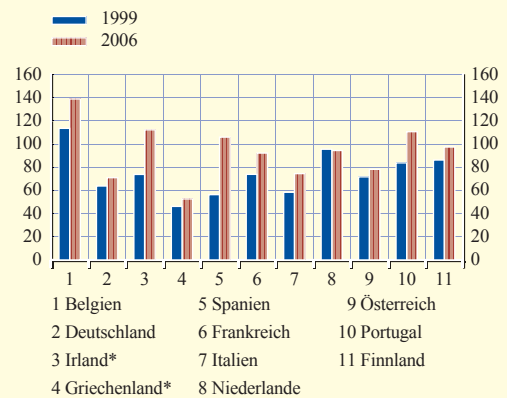


In Bezug auf den Bankkreditkanal lieferte die Analyse uneinheitliche Belege dafür, dass sich das Kreditangebot in einer Reihe von Euro-Ländern auf die Transmission der Geldpolitik auswirkt. Untersuchungen auf der Grundlage von Mikrodaten der Banken haben ergeben, dass die üblichen Indikatoren der Informationsasymmetrie (etwa die Bankgröße) im Hinblick auf die Reaktion der Bankkredite auf die Geldpolitik im Euroraum nur eine untergeordnete Rolle spielten. Vielmehr scheint die Reaktion der Banken auf geldpolitische Maßnahmen in den meisten Ländern von ihrer Liquidität abzuhängen.

Insgesamt ist im Eurogebiet auf nationaler Ebene eine gewisse Heterogenität zu verzeichnen, was die Finanzierungsquellen der Unternehmen betrifft. Während in einigen Ländern die Bankkredite überwiegen, ist in anderen die Finanzierung über den Kapitalmarkt vorherrschend. Dies könnte Unterschiede in der Unternehmenslandschaft der einzelnen Länder widerspiegeln (z. B. den Anteil kleiner und mittlerer Unternehmen oder ob sich die Unternehmen vorwiegend in privater oder öffentlicher Hand befinden). Es könnte aber auch mit dem unterschiedlichen Zugang der Unternehmen zu alternativen externen Finanzierungsquellen zusammenhängen. In dieser Hinsicht ist auf die erheblichen Veränderungen im Finanzsektor seit Beginn der Währungsunion hinzuweisen.

**Abbildung D Am BIP gemessene Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**

(1999 und 2006)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Schuldenquote Belgiens umfasst auch Kredite zwischen verbundenen Unternehmen.  
\* Bei Griechenland und Irland bezieht sich die erste Säule auf 2001 statt 1999.

### 3.4 WEITERE HERAUSFORDERUNGEN STEHEN BEVOR

Die EZB hat seit ihrer Gründung zahlreiche Herausforderungen gemeistert, die überwiegend mit einer Reihe erheblicher Teuerungsschocks zusammenhingen. Durch entschlossenes und rechzeitiges Handeln wann immer erforderlich hat der EZB-Rat bewiesen, dass er in der Lage ist und sich verpflichtet sieht, seinen Auftrag zur Gewährleistung von Preisstabilität glaubhaft zu erfüllen. Dies kommt auch in der festen und nachhaltigen Verankerung der längerfristigen Inflationserwartungen zum Ausdruck.

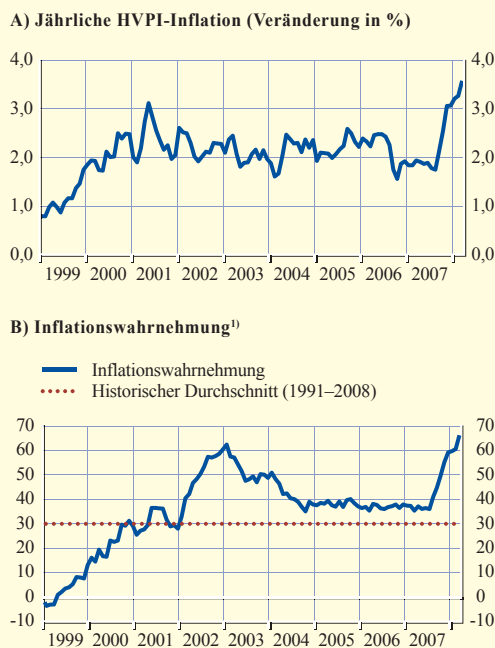
Allerdings besteht kein Anlass zur Selbstzufriedenheit. Wenngleich es der EZB gelungen ist, im vergangenen knappen Jahrzehnt im Euroraum ein hohes Maß an Preisstabilität zu gewährleisten, liegt die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI seit 2000 beständig über der Obergrenze der von der EZB festgelegten Definition von Preisstabilität. Dies lässt sich zwar mit den oben erwähnten negativen Teuerungsschocks erklären, steht aber nicht mit der Zielsetzung des EZB-Rats im Einklang, die jährliche HVPI-Inflationsrate unter, aber nahe 2 % zu halten.

Ebenso durchlief die EZB schwierige Phasen, in denen die aus Finanzmarktinstrumenten wie Anleiherenditen abgeleiteten Inflationserwartungen vorübergehend deutlich über das mit mittelfristiger Preisstabilität vereinbare Niveau anstiegen. Bislang ist es der EZB gelungen, die Infla-

tionserwartungen zu dämpfen und sie wieder relativ fest auf einem Niveau zu verankern, das mit Preisstabilität im Einklang steht. Allerdings gibt es Anzeichen dafür, dass die Inflationserwartungen in jüngster Zeit nach oben tendieren. Folglich ist nicht auszuschließen, dass sie künftig dauerhaft höher liegen werden als in den Anfangsjahren der einheitlichen Geldpolitik. In dieser Hinsicht hat die feste Verankerung der Inflationserwartungen auf einem mit Preisstabilität vereinbaren Niveau für den EZB-Rat grundlegende Bedeutung und höchste Priorität.

Obleich die durchschnittlichen tatsächlichen Teuerungsraten nach dem HVPI weitgehend mit Preisstabilität im Einklang stehen, lassen Umfragen auf eine anhaltende Divergenz zwischen der Entwicklung der tatsächlichen Inflationszahlen und der Entwicklung der von der Bevölkerung des Eurogebiets gefühlten Inflation schließen (siehe Abbildung 14), die verschiedene Ursachen haben könnte. So wird z. B. argumentiert, dass die Verbraucher der Entwicklung der Preise für Waren und Dienstleistungen, die sie häufiger kaufen bzw. in Anspruch nehmen, möglicherweise ein größeres

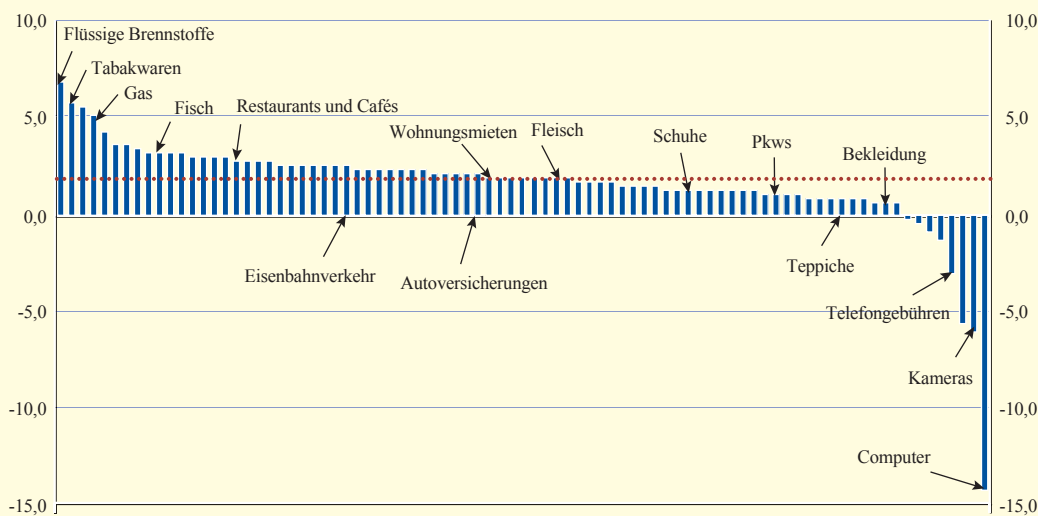
Abbildung 14 Tatsächliche am HVPI gemessene Inflation und Inflationswahrnehmung im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.  
 1) Zwischen 2002 und 2003 stieg die wahrgenommene Inflation deutlich an. Der Anteil der Verbraucher, die der Auffassung waren, dass die Preise „stark gestiegen“ seien, erhöhte sich von 14 % im Zeitraum 1999-2001 auf 38 % im Zeitraum 2002-2003.

Abbildung 15 Durchschnittliche jährliche Preisänderung bei Teilindizes des HVPI von 1996 bis 2007 mit Herausstellung einzelner Produkte

(durchschnittlicher HVPI-Anstieg gegen Vorjahr)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.  
 Anmerkung: Die durchgezogene Linie gibt die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des HVPI an, die im Berichtszeitraum 1,9 % betrug.

#### Gegenläufige Entwicklungen bei den HVPI-Komponenten

Gewicht beimessen. Folglich wirken sich diese Positionen stärker auf die Inflationswahrnehmung der Verbraucher aus, als es durch die tatsächlich dafür aufgewendeten Beträge gerechtfertigt wäre.<sup>13</sup>

Die Gesamtinflation beträgt seit 1996 durchschnittlich 1,9 %. Hinter dieser Gesamtrate verbergen sich jedoch einige sehr gegenläufige Entwicklungen bei den Komponenten. Abbildung 15 zeigt eine detaillierte Aufgliederung der durchschnittlichen jährlichen Veränderung der Teilindizes des HVPI in Prozent seit 1996. Tendenziell waren bei selten gekauften Gebrauchsgütern (z. B. Computer und Pkws) deutlich geringere Preisanstiege zu verzeichnen als bei häufig gekauften Produkten (z. B. Benzin und Nahrungsmittel in Restaurants und Cafés). Somit stehen die EZB und das Eurosystem und insbesondere ihre Kommunikationspolitik weiter vor der großen Herausforderung, die Abweichung zwischen gefühlter und tatsächlicher Inflation zu erklären und das Vertrauen der Öffentlichkeit in die offiziellen Inflationsstatistiken zu wahren.

<sup>13</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Gemessene und gefühlte Inflation im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Mai 2007, und vor allem in dem darin enthaltenen Kasten 1, Die Umfrage der Europäischen Kommission zur Inflationswahrnehmung der Verbraucher.

## DIE DREI STUFEN DER WIRTSCHAFTS- UND WÄHRUNGSUNION (WWU)

- 1** 1. Juli 1990 –  
Aufhebung aller Beschränkungen  
des Kapitalverkehrs
- 2** 1. Januar 1994 – Gründung des  
Europäischen Währungsinstituts,  
der Vorgängerinstitution der EZB
- 3** 1. Januar 1999 – Unwiderrufliche  
Festlegung der Wechselkurse,  
EZB übernimmt die Verantwortung für die Geldpolitik

1. Januar 2002 –  
Einführung der Euro-  
Banknoten und -Münzen

## DIE KONVERGENZKRITERIEN

**Die Wirtschafts- und Währungsunion**

- Preisstabilität
- Konvergenz der Zinssätze
- Haushaltsdisziplin
- Wechselkursstabilität







## 4 WIRTSCHAFTSPOLITISCHE HERAUSFORDERUNGEN UND ERWEITERUNG

*Wie in Kapitel 3 bereits dargelegt, besteht der beste Beitrag der Geldpolitik zum realwirtschaftlichen Wachstum in der Wahrung der Preisstabilität. Auch wenn diese Aufgabe von größter Bedeutung ist, unterliegen die in diesem Kapitel untersuchten gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen in erster Linie dem Einfluss der Struktur- und Finanzpolitik.*

*Blickt man auf die vergangenen zehn Jahre zurück, so ist die Zahl der Beschäftigten im Euro-Währungsgebiet seit der Schaffung der WWU um mehr als 15 Millionen gestiegen. Im Zeitraum von 1990 bis 1998 hatte sich diese Zahl nur um rund 5 Millionen erhöht. Diese Entwicklung stimmt zuversichtlich, resultiert sie doch aus Umstrukturierungen im Unternehmenssektor, Arbeitsmarktreformen, den Trends bei der Zuwanderung sowie aus gemäßigten Lohnabschlüssen. Gleichwohl ist die Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde im Euroraum seit Mitte der Neunzigerjahre relativ gering.*

*Eine Gesamtbeurteilung der Finanzpolitik liefert uneinheitliche Ergebnisse. Einerseits hat sich die Lage der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet in den letzten Jahren insgesamt deutlich verbessert. Andererseits stehen in einigen Euro-Ländern die Erzielung und Beibehaltung solider Finanzierungssalden sowie die Senkung der Schuldenquote auf ein tragfähigeres Niveau immer noch aus. In dieser Hinsicht sind die in Zeiten günstiger Konjunktur oftmals ausgebliebenen Konsolidierungsfortschritte besonders enttäuschend.*

*Das Gefälle des realen Produktionswachstums und der Inflationsraten zwischen den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets ist im Vergleich zu den Differenzen, die zwischen den Bundesstaaten und Regionen der USA bestehen, nicht besonders groß. Wie in jedem anderen Währungsraum auch haben derartige Unterschiede bis zu einem gewissen Grad eine natürliche Ursache, wenn sie beispielsweise Nachholeffekten geschuldet sind. Sie können aber auch die Folge einer ungeeigneten nationalen Wirtschaftspolitik oder struktureller Rigiditäten sein, deren sich die Politiker des betreffenden Landes annehmen sollten.*

*In diesem Kapitel wird auch die Erweiterung des Euro-Währungsgebiets von ursprünglich 11 auf nunmehr 15 Mitgliedstaaten nachvollzogen. Die Aufnahme neuer Länder in den Euroraum ist ein unumkehrbarer Schritt, den es deshalb sorgfältig vorzubereiten gilt. Bevor es zu einer neuerlichen Erweiterung kommen kann, muss eine nachhaltige Konvergenz erreicht worden sein.*

*Alles in allem wurden gute Fortschritte erzielt. Gleichwohl muss noch vieles getan werden, und die jüngsten Anzeichen eines Nachlassens oder gar eines Rückschritts bei Strukturreformen und Haushaltskonsolidierung sind – auch aus geldpolitischer Sicht – besorgniserregend. Schlecht konzipierte strukturpolitische Maßnahmen, wirtschaftliche Rigiditäten und eine von mangelnder Disziplin geprägte Finanzpolitik können zu einem erhöhtem Inflationsdruck oder einer verstärkten Inflationspersistenz führen, die von der Geldpolitik zu berücksichtigen wären. Wirtschaftspolitische Maßnahmen und Reformen, die den Wettbewerb sowie die Flexibilität an den Güter-, Kapital- und Arbeitsmärkten, aber auch die Vollendung des Binnenmarkts fördern, können das Wirtschaftswachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen steigern, den Preisdruck mindern und damit den Wohlstand mehren. Eine derartige Politik trägt auch zum reibungslosen Funktionieren der Anpassungsmechanismen in der WWU bei.*

*Dieses Kapitel gliedert sich wie folgt: Abschnitt 4.1 befasst sich mit der Entwicklung des realen Wachstums, der Produktivität und der Arbeitsmärkte. In Abschnitt 4.2 wird die Finanzpolitik erörtert. Abschnitt 4.3 enthält einige stilisierte Fakten über zwischen den Ländern bestehende Unterschiede hinsichtlich des realen Produktionswachstums und der Inflationsentwicklung. In Ab-*

schnitt 4.4 folgt ein Abriss über die Erweiterung des Euro-Währungsgebiets von ursprünglich 11 auf nunmehr 15 Mitgliedstaaten. Abschnitt 4.5 schließlich bietet einen Überblick über die künftigen politischen Herausforderungen.

#### 4.1 REALE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG UND STRUKTURPOLITIK IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Dieser Abschnitt befasst sich mit der realen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung sowie den größten Herausforderungen, die bei der Durchführung von strukturellen wirtschaftspolitischen Maßnahmen im Euroraum zu bewältigen sind. Zunächst wird kurz auf die Bedeutung von Struktur reformen in der WWU eingegangen. Darauf folgt eine Betrachtung des Produktions-, Beschäftigungs- und Produktivitätsanstiegs. Auf längere Sicht hängt die Fähigkeit der Wirtschaft im Eurogebiet, Produktivitäts- und Beschäftigungszuwächse sowie ein starkes, nachhaltiges Wirtschaftswachstum zu erzielen, zum großen Teil von dem sie umgebenden strukturellen und institutionellen Gefüge ab. Abschließend werden die wichtigsten strukturellen wirtschaftspolitischen Fragen und Aufgaben an den Arbeits- und Produktmärkten untersucht.

##### BEDEUTUNG STRUKTURELLER REFORMEN IN EINER WÄHRUNGSUNION

Wirtschaftsreformen an den Güter-, Kapital- und Arbeitsmärkten zielen ebenso wie die Vollen dung des Binnenmarkts darauf ab, Wettbewerbsbeschränkungen zu beseitigen, die Flexibilität der Märkte zu erhöhen und einen intensiveren nationalen wie auch internationalen Wettbewerb zu ermöglichen. Im Allgemeinen sind derartige Strukturreformen für die Geldpolitik von großer Bedeutung, da sie den Inflationsdruck und die Inflationspersistenz als Reaktion auf negative Schocks deutlich mindern können. Genauer gesagt können Rigiditäten im Lohn- und Preissetzungsmechanismus oder eine dauerhaft übermäßige Lohnentwicklung die notwendigen Anpassungen der relativen Preise an wirtschaftliche Schocks verzögern und damit zu einer beharrlichen Inflation führen. Flexible und wettbewerbsintensive Märkte, die sich störungsfrei an wirtschaftliche Veränderungen anpassen und wirtschaftliche Schocks auch über Landesgrenzen hinweg absorbieren,<sup>1</sup> sind in einer Währungsunion wie dem Euroraum besonders wichtig, da es keine nationale Geld- und Wechselkurspolitik mehr gibt, mit deren Hilfe sich solche Anpassungen vornehmen ließen.<sup>2</sup>

Des Weiteren wird durch Wirtschaftsreformen, die Wettbewerbsbeschränkungen abbauen, nicht nur die Widerstandskraft des Eurogebiets gegenüber wirtschaftlichen Veränderungen gestärkt, sondern auch ein Beitrag zur Eindämmung des Preisdrucks geleistet, da von einem stärkeren Wettbewerb gemeinhin ein Abwärtsdruck auf die Preise und Kosten ausgeht.<sup>3</sup>

Angesichts der in den vergangenen zehn Jahren schwachen Wirtschaftsleistung in Europa hat der Europäische Rat ein weitreichendes und ehrgeiziges Reformprogramm ins Leben gerufen: die Lissabon-Strategie für Wachstum und Beschäftigung (siehe auch Kapitel 2). Unter anderem zielt

1 Eine reibungslose Anpassung an Schocks wird im Euro-Währungsgebiet auch durch die Integration der Finanzmärkte erleichtert (siehe Kapitel 6).

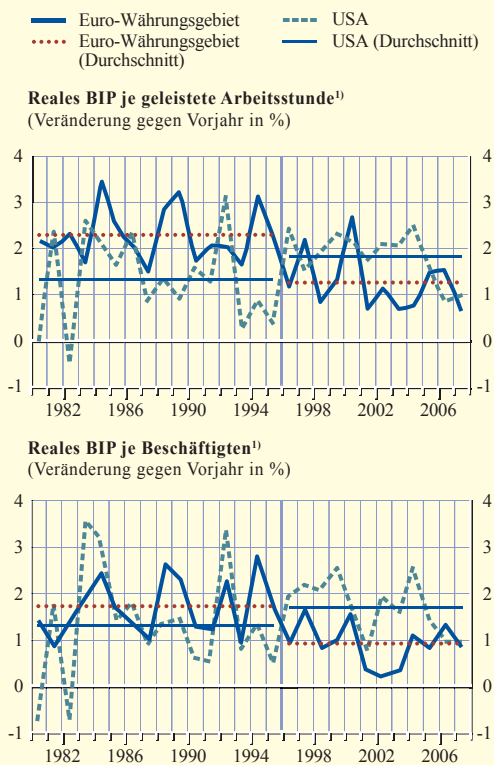
2 Siehe N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert und G. Vitale, Structural reforms in EMU and the role of monetary policy, Occasional Paper Nr. 66 der EZB, Juli 2007.

3 Siehe auch P. Cavelaars, Does Competition Enhancement Have Permanent Inflation Effects?, in: Kyklos, Bd. 56, Nr. 1, 2003, S. 69–94, sowie M. Przybyla und M. Roma, Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors, Working Paper Nr. 453 der EZB, März 2005.

**Wettbewerbsintensive Märkte erhöhen die Widerstandskraft gegenüber Schocks**

**Wettbewerb fördert das Wachstum und dämpft den Inflationsdruck**

Abbildung 1 Euro-Währungsgebiet und Vereinigte Staaten im Vergleich



Seit 1996 liegt die Wachstumsrate im Euroraum bei jahresdurchschnittlich 2,2 % und hat sich damit kaum gegenüber dem Zeitraum 1980–1995 verändert. Allerdings verbergen sich hinter dieser Entwicklung zwei klar divergierende Trends: War der vergangene Zehnjahresraum von einem spürbar beschleunigten Beschäftigungszuwachs geprägt, so hat sich die durchschnittliche Produktivitätssteigerung seit Mitte der Neunzigerjahre erheblich verlangsamt.

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität ist längerfristig gesehen im Allgemeinen eine der Haupttriebfedern der Produktionsausweitung. Insgesamt ist die langfristige Entwicklung im Eurogebiet von einem Bruch Mitte der Neunzigerjahre gekennzeichnet, der auf eine mehrjährige Wachstumsperiode folgte. Im Zeitraum von 1980 bis 1995 betrug der durchschnittliche Produktionszuwachs je geleistete Arbeitsstunde im Euroraum 2,3 %, während sich die Produktion um 2,2 % erhöhte. Seit Mitte der Neunzigerjahre ist eine ausgeprägte Verlangsamung der Produktivitätszunahme zu beobachten. Von 1996 bis 2007 schwächte sich diese Größe, gemessen an der Ausbringung je Erwerbstätigenstunde, ab und erreichte im Durchschnitt dieses Zeitraums lediglich 1,3 % (siehe Abbildung 1); das durchschnittliche Produktionswachstum hingegen veränderte sich gegenüber dem vorangegangenen Zeitraum kaum. Die Produktivitätsverlangsamung ging mit einem starken Anstieg der Jahreswachstumsrate der geleisteten Gesamtarbeitsstunden einher. Im Zeitraum

die Lissabon-Strategie darauf ab, das Wirtschaftswachstum, die Produktivität und den Arbeitskräfteeinsatz in der Wirtschaft Europas zu steigern.<sup>4</sup> Wie in Kapitel 2 erwähnt, stellt sie ein grundlegendes und ehrgeiziges Programm dar, mit dessen Hilfe Europa auf die Dringlichkeit von Strukturreformen aufmerksam gemacht werden soll. Mit diesem umfassenden Reformansatz sollen Wettbewerb und Flexibilität an den Arbeits- und Gütermärkten erhöht werden. Die Strategie macht sich die zusätzlichen von den Wirtschaftsreformen ausgehenden positiven Effekte zunutze: zum einen hinsichtlich der langfristigen Wachstumsaussichten im Euroraum, die von dem positiven Einfluss der Lissabon-Strategie auf die Erwerbsbeteiligung profitieren, und zum anderen bezüglich der Arbeitsproduktivitätssteigerung, der die Förderung von Innovationen und technologischen Veränderungen zugutekommt.

Der folgende Unterabschnitt befasst sich mit den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen der vergangenen zwanzig Jahre in den Bereichen Produktion, Produktivität und Beschäftigung.

#### ENTWICKLUNG DES REALWACHSTUMS UND DER PRODUKTIVITÄT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Starkes Beschäftigungswachstum bei schwacher Produktivitätssteigerung

4 Weitere Informationen finden sich auf der Website der Europäischen Kommission ([http://ec.europa.eu/growthandjobs/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/growthandjobs/index_de.htm)).

**Geringe Produktivitätsgewinne bei marktbestimmten Dienstleistungen**

1980–1995 waren diese sogar um jahresdurchschnittlich 0,2 % gesunken, von 1996 bis 2007 erhöhte sich die Kennziffer dann aber um 0,9 % p. a. Im Zeitraum von 1999 bis 2007 stieg die Produktivität je geleistete Arbeitsstunde im Eurogebiet um durchschnittlich 1,2 % pro Jahr, verglichen mit 1,9 % von 1990 bis 1998.

In den Vereinigten Staaten verlief diese Entwicklung entgegengesetzt: Die Wachstumsrate der geleisteten Gesamtarbeitsstunden ging leicht von durchschnittlich 1,4 % im Zeitraum 1980–1995 auf durchschnittlich 1,3 % im Zeitraum 1996–2007 zurück, während die Zuwachsrate der Produktivität deutlich von 1,4 % auf 2,1 % zulegte. Dementsprechend wurde im Euroraum eine stärkere Zunahme der Beschäftigung und der geleisteten Arbeitsstunden durch geringere Produktivitätszuwächse neutralisiert, sodass sich das Produktionswachstum insgesamt kaum veränderte. In den USA hingegen machten die Produktivitätsgewinne den langsameren Anstieg des Arbeitseinsatzes mehr als wett, sodass es zu einer Ausweitung der Produktion kommen konnte.

**Hoher Regulierungsgrad und andere strukturelle Rigiditäten**

Eine sektorale Untersuchung zeigt, dass sich das Produktivitätswachstum vor allem bei den marktbestimmten Dienstleistungen verringert hat, die sich stärker der Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) bedienen und von den Sektoren Vertrieb, Finanzierung und Unternehmensdienstleistungen angeboten werden.<sup>5</sup> Während sich in den Vereinigten Staaten die Produktivität in diesen Sektoren deutlich erhöhte, ließ sie im Euroraum nach. Dies legt nahe, dass die schwachen Produktivitätsgewinne im Eurogebiet damit zusammenhängen, dass die Unternehmen die Vorteile der neuen IKTs noch nicht ausgeschöpft haben. Diese Technologien haben insofern den stärksten Einfluss auf das Produktivitätswachstum, als sie Effizienzgewinne bei Managementprozessen und -verfahren sowie bei Organisationsstrukturen entstehen lassen und zusätzliche technologische Neuerungen erleichtern. So senken etwa Computer und das Internet die Kommunikationskosten und ermöglichen flexiblere und dezentrale Organisationsstrukturen. Die Vorteile der sich aus den IKTs ergebenden Produktivitätsbeschleunigung können jedoch nur dann voll genutzt werden, wenn organisatorische Änderungen nicht auf Hindernisse wie regulatorische Beschränkungen stoßen. Dieser Hypothese entsprechend kommen einige Studien zu dem Schluss, dass stark regulierte Wirtschaftsräume tendenziell geringere Investitionen und ein niedrigeres Produktivitätswachstum aufweisen.<sup>6</sup> Die Studien zeigen auch, dass institutionelle Rigiditäten, die die Fähigkeit der Unternehmen einschränken, sich rasch und reibungslos an ihr neues Wirtschaftsumfeld anzupassen, wichtige Bestimmungsfaktoren der Produktivitätssteigerung in den Volkswirtschaften des Euroraums sind.

## **ARBEITSMÄRKTE IM EUROGEBIET**

**Verbesserte Lage an den Arbeitsmärkten im Eurogebiet**

Der Arbeitskräfteeinsatz, der sich als Quotient aus der Zahl der jährlich insgesamt geleisteten Arbeitsstunden und der Gesamtbevölkerung errechnet, ist im Eurogebiet von 1999 bis 2007 um jahresdurchschnittlich 0,2 % gestiegen.<sup>7</sup> Hierin spiegeln sich die höhere Erwerbsbeteiligung und Beschäftigung wider. So stieg die Erwerbsbeteiligung von 67,2 % im Jahr 1999 auf knapp 71 % im Jahr 2007. Besonders hervorzuheben ist, dass sich seit Beginn der WWU 1999 die Zahl der Be-

5 Eine detaillierte Untersuchung der Produktivität im Euro-Währungsgebiet findet sich in EZB, Produktivitätsentwicklung und Geldpolitik, Monatsbericht Januar 2008.

6 Siehe auch A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti und F. Schiantarelli, Regulation and Investment, in: Journal of the European Economic Association, Bd. 3, 2005, S. 791–825; hierin wurde festgestellt, dass Deregulierungsmaßnahmen die Kapitalakkumulation in den Bereichen Verkehr, Nachrichtenübermittlung und Versorgungswirtschaft insbesondere langfristig sehr positiv beeinflusst haben. G. Nicoletti und S. Scarpetta, Regulation, productivity and growth, Economic Policy, April 2003, kommen zu dem Schluss, dass verschiedene wettbewerbshemmende Maßnahmen der Gütermarktregulierung das Wachstum der totalen Faktorproduktivität auf Branchenebene deutlich verringern.

7 Siehe hierzu EZB, Strukturelle Entwicklungen an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets in den letzten zehn Jahren, Monatsbericht Januar 2007.

Tabelle 1 Eckdaten des Arbeitsmarktes

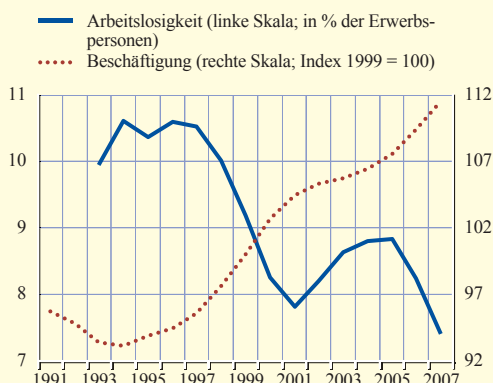
|  | Durchschnitt<br>1998–2007 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|--|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Beschäftigungswachstum                       | 1,70                      | -    | 2,2  | 2,2  | 1,6  | 0,9  | 1,0  | 0,6  | 2,5  | 2,0  | 2,7  |
| Arbeitsstunden insgesamt <sup>1)</sup>       | 0,90                      | -    | 0,0  | 1,9  | 2,5  | 1,2  | -0,9 | 0,0  | 0,6  | 1,1  | 1,3  |
| Beschäftigungsquote (Alter 15–64)            | 62,50                     | 59,1 | 60,3 | 61,4 | 62,0 | 62,4 | 62,7 | 62,8 | 63,9 | 64,8 | 65,5 |
| Frauen                                       | 53,40                     | 48,6 | 50,1 | 51,5 | 52,2 | 52,9 | 53,8 | 54,3 | 55,8 | 56,8 | 57,8 |
| Männer                                       | 71,60                     | 69,6 | 70,5 | 71,4 | 71,9 | 71,8 | 71,6 | 71,3 | 71,9 | 72,7 | 73,2 |
| Alter 15–24                                  | 36,49                     | 34,1 | 35,6 | 37,0 | 37,2 | 37,1 | 36,8 | 36,2 | 36,6 | 37,0 | 37,3 |
| Alter 25–54                                  | 76,30                     | 73,2 | 74,4 | 75,5 | 76,0 | 76,2 | 76,4 | 76,6 | 77,4 | 78,4 | 79,1 |
| Alter 55–64                                  | 37,30                     | 33,3 | 33,6 | 34,0 | 34,7 | 36,1 | 37,5 | 38,3 | 40,5 | 41,8 | 43,4 |
| Arbeitslosenquote (Alter > 15) <sup>2)</sup> | 8,60                      | 10,0 | 9,1  | 8,20 | 7,8  | 8,2  | 8,7  | 8,8  | 8,9  | 8,3  | 7,5  |
| Erwerbsbeteiligungsquote<br>(Alter 15–64)    | 68,70                     | 66,6 | 67,2 | 67,6 | 67,5 | 68,1 | 68,8 | 69,2 | 70,1 | 70,6 | 70,8 |
| Zeitarbeitsquote (Alter 15–64)               | 15,44                     | 14,3 | 14,9 | 15,4 | 15,1 | 14,8 | 14,8 | 15,3 | 16,2 | 16,8 | 16,8 |
| Teilzeitarbeitsquote (Alter 15–64)           | 17,10                     | 15,4 | 15,9 | 16,2 | 16,0 | 16,1 | 16,5 | 17,5 | 18,7 | 19,3 | 19,3 |

Quellen: Eurostat (Arbeitskräfteerhebung) und EZB-Berechnungen.  
1) Bezogen auf die ehemals 12 Länder des Euro-Währungsgebiets.  
2) Durchschnittswerte der Monatsdaten.

schäftigten um mehr als 15 Millionen erhöht hat, verglichen mit einer Zunahme von lediglich rund 5 Millionen im Zeitraum von 1990 bis 1998. Von 1999 bis 2007 legte die Gesamtbeschäftigtenquote von 60,3 % auf 65,5 % zu. Die gestiegene Quote ist vor allem den höheren Beschäftigtenzahlen unter den weiblichen und älteren Arbeitskräften sowie im Bereich der Zeit- und Teilzeitarbeit geschuldet (siehe Tabelle 1). In dieser Entwicklung schlagen sich in der Vergangenheit durchgeführte Wirtschaftsreformen, die Einwandererzahlen und die Lohnzurückhaltung nieder. Dennoch ist die Gesamtbeschäftigtenquote im Eurogebiet im Vergleich zu den USA, wo sie 2007 bei 73,3 % lag, gering und von dem Lissabon-Ziel von 70 % im Jahr 2010 noch immer weit entfernt.

Gleichzeitig verringerte sich die Arbeitslosigkeit in der Gruppe der 15- bis 64-Jährigen (von 9,1 % im Jahr 1999 auf 7,5 % im Jahr 2007) auf den niedrigsten Stand seit 25 Jahren (siehe Abbildung 2). Der Rückgang der Arbeitslosigkeit vollzog sich vor allem bei jungen Menschen (von 23,9 % auf 16,6 %), Frauen (von 12,7 % auf 9,4 %) und, nach Bildungsabschlüssen betrachtet, bei Geringqualifizierten (von 13,3 % auf 9,9 %).<sup>8</sup>

Abbildung 2 Beschäftigung und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet 1991–2007



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Dies ist eine vielversprechende Entwicklung, die zeigt, dass die Arbeitsmarktreformen der Vergangenheit sowie Zuwanderung und Lohnzurückhaltung dazu beitragen konnten, einige der von unflexiblen und überregulierten Arbeitsmärkten herrührenden Wachstumshemmnisse zu überwinden. Ferner liefert sie eine Bestätigung dafür, dass eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik voll und ganz mit der Schaffung von Arbeitsplätzen und einer niedrigen Arbeitslosigkeit vereinbar ist. Allerdings haben die meisten Euro-Länder trotz dieser Fortschritte ihr Potenzial für weitere Steige-

Trotz dieser wichtigen  
Verbesserungen ...

8 Quelle: Eurostat (Arbeitskräfteerhebung).



**Tabelle 2 Entwicklung des Steuer- und Abgabenkeils und der Arbeitslosigkeitsfalle im Euro-Währungsgebiet 2001–2006**

(in Prozentpunkten)

|                                       | Stand 2006 | Veränderung 2001–2006 |
|---------------------------------------|------------|-----------------------|
| Steuer- und Abgabenkeil <sup>1)</sup> |            |                       |
| Alleinstehende(r)                     | 38,2       | -0,6                  |
| Ehepaar mit einem Einkommen           | 32,1       | -0,3                  |
| Ehepaar mit zwei Einkommen            | 33,4       | -0,7                  |
| Arbeitslosigkeitsfalle <sup>2)</sup>  | 78,3       | 2,6                   |
| Niedriglohnfalle <sup>3)</sup>        | 48,3       | 4,7                   |

Quellen: OECD, Taxing Wages 2006–2007, 2007. Eurostat, Datenbank „Strukturindikatoren“, 2008; ungewichtete Durchschnittswerte. Daten nur für den Zeitraum 2001–2006 verfügbar.

1) Der Steuer- und Abgabenkeil erfasst die Höhe der gezahlten Einkommensteuer zuzüglich der Sozialversicherungsbeiträge von Arbeitnehmer und Arbeitgeber abzüglich der Geldleistungen als Prozentsatz der Arbeitskosten. Die Angaben beziehen sich auf eine(n) kinderlose(n) Alleinstehende(n) mit einem Verdienst von 67 % des Durchschnittsarbeiterlohns, auf ein Ehepaar mit zwei Kindern im Alter von 4 und 6 Jahren und einem Einkommen in Höhe von 100 % des Durchschnittsarbeiterlohns sowie ein Ehepaar mit zwei Kindern und zwei Einkommen in Höhe von 100 % und 33 % des Durchschnittsarbeiterlohns.

2) Die „Arbeitslosigkeitsfalle“ ist als der prozentuale Anteil des Bruttoeinkommens definiert, der durch Steuern und Sozialversicherungsbeiträge sowie den Wegfall von Sozialleistungen aufgezehrt wird, wenn eine arbeitslose Person eine Beschäftigung aufnimmt. Sie wird hier für eine(n) kinderlose(n) Alleinstehende(n) erfasst, der/die 67 % des Durchschnittsentgelts eines Vollzeitbeschäftigten im verarbeitenden Gewerbe erhält.

3) Die „Niedriglohnfalle“ ist als der prozentuale Anteil des Bruttoeinkommens definiert, der bei Aufnahme einer höher dotierten Beschäftigung durch höhere Steuern und Abgaben sowie geringere Sozialleistungen aufgezehrt wird. Sie wird hier für eine(n) kinderlose(n) Alleinstehende(n) erfasst, der/die anstatt 33 % nun 67 % des Durchschnittsentgelts eines Produktionsarbeiters erhält.

rungen der Erwerbsbeteiligungs- und Beschäftigtenquoten längst noch nicht ausgeschöpft. Strukturbedingte Hindernisse, die von einem starren rechtlichen und regulatorischen Umfeld und einer hohen Besteuerung des Faktors Arbeit ausgehen, sowie Verzerrungen, die sich aus regulatorischen Maßnahmen wie gesetzlichen Mindestlöhnen ergeben, sorgen immer noch dafür, dass viele Menschen davon absehen oder davor zurückscheuen, aktiv am Arbeitsmarkt teilzunehmen. Die Folge sind niedrige Beschäftigungs- und hohe Arbeitslosenzahlen.

Die empirische Evidenz verdeutlicht, dass Kündigungsschutzbestimmungen und ein hoher Steuer- und Abgabenkeil große Hindernisse für eine Steigerung der Beschäftigungszahlen darstellen.<sup>9</sup> In den vergangenen zehn Jahren haben die Länder des Euroraums bei der Verbesserung der Arbeitsanreize insgesamt Fortschritte erzielt, und zwar insbesondere durch den Abbau von Fehlanreizen in Bezug auf die Verkürzung der Arbeitszeit und durch eine Reduzierung finanzieller Anreize für den Vorruhestand. Im Zeitraum 2001–2006 ist der Steuer- und Abgabenkeil, in dem die Höhe der gezahlten Einkommensteuer sowie der Arbeitnehmer- und Arbeitgeberanteil der Sozialversicherungsbeiträge erfasst sind, bei verschiedenen Erwerbstätigen Gruppen zurückgegangen (siehe Tabelle 2). Dagegen waren die Länder des Euroraums im Schnitt vergleichsweise nicht so erfolgreich darin, die Anreize für Erwerbslose zur Aufnahme einer Beschäftigung zu verstärken.

Entsprechend erhöhten sich die Nettolohnersatzquoten<sup>10</sup> im Zeitraum von 2001 bis 2005. Gleichzeitig stieg auch der Indikator der sogenannten Arbeitslosigkeitsfalle, der den Betrag an Steuern und den Wegfall staatlicher Transferzahlungen bei Aufnahme einer Beschäftigung durch eine bis dahin arbeitslose Person misst, mit einem Anteil von 78,3 % des Bruttoeinkommens im Jahr 2006 deutlich an (siehe Tabelle 2). Weitere Reformen der Einkommensteuer- und Transfersysteme könnten den Arbeitsanreiz erhöhen. Durch einen Abbau von Fehlanreizen für die Aufnahme einer Beschäftigung – zum Beispiel hohe Grenzsteuersätze und eine hohe Arbeitslosenunterstützung –

9 Siehe auch EZB, Strukturelle Entwicklungen an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets in den letzten zehn Jahren, Monatsbericht Januar 2007.

10 Die Nettolohnersatzquote drückt die Höhe der Sozialleistungen – d. h. Arbeitslosenunterstützung, Sozialhilfe sowie Familien- und Wohngeld – nach Steuern im Verhältnis zu dem vor Beginn der Arbeitslosigkeit erzielten Nettoerwerbseinkommen der Beschäftigten bzw. privaten Haushalte aus.

... stehen der Vollbeschäftigung noch Hindernisse im Wege

Geringere Abgabenbelastung des Faktors Arbeit begünstigt die Beschäftigung

und die Ermütigung der Bevölkerung, länger zu arbeiten, können das Arbeitskräfteangebot und die Beschäftigungsquote bei allen Erwerbstätigen, vor allem aber jenen mit einer nicht sehr engen Bindung zum Arbeitsmarkt (Frauen, Jugendliche und ältere Arbeitskräfte) gesteigert werden.

Insgesamt bleibt festzustellen, dass im vergangenen Zehnjahreszeitraum zwar Fortschritte erzielt wurden, viele Euro-Länder aber wohl noch einen weiten Weg vor sich haben, um durch Reformen zu Beschäftigtenquoten zu gelangen, die jenen der erfolgreichsten Länder nicht nachstehen. Das Euro-Währungsgebiet ist immer noch weit davon entfernt, das sich aus einem intensiveren Arbeitskräfteeinsatz im Produktionsprozess ergebende Wachstumspotenzial voll auszuschöpfen. In vielen Ländern ist der Arbeitsmarkt noch von dem „Insider-Outsider“-Phänomen gekennzeichnet, das einer aktiven Beteiligung bestimmter Gruppen am Arbeitsmarkt im Wege steht; hierbei handelt es sich um strukturbedingte Hemmnisse, die vom rechtlichen und regulatorischen Umfeld, einer hohen Besteuerung der Arbeit und Rigiditäten im Zusammenhang mit Lohnregelungen herrühren.

Wären die Arbeitsmärkte der einzelnen Länder von einer hohen Flexibilität geprägt, könnten sie wirtschaftliche Schocks leichter absorbieren; auch die effiziente Allokation von Arbeit und anderen Ressourcen würde erleichtert. Eine ausreichende Lohndifferenzierung würde die Beschäftigungschancen von geringer qualifizierten Arbeitnehmern sowie in Regionen und Sektoren mit hoher Arbeitslosigkeit verbessern. Des Weiteren weist die empirische Evidenz auf das enorme Potenzial positiver Wechselwirkungen zwischen den Arbeits- und den Gütermärkten hin: Aus der Deregulierung der Arbeitsmärkte ergäbe sich – insbesondere bei wettbewerbsintensiveren Produktmärkten – ein höheres Beschäftigungswachstum; umgekehrt gilt analog das Gleiche.<sup>11</sup> Dies führt zum Thema effizienter und gut funktionierender Gütermärkte als zweiter Voraussetzung für ein höheres Potenzialwachstum im Eurogebiet.

## WETTBEWERB UND INNOVATION AN GÜTERMÄRKTEN

In den vergangenen zwanzig Jahren waren in der Europäischen Union Fortschritte bei der Verstärkung des Wettbewerbs und der wirtschaftlichen Integration zu beobachten. Insbesondere der Binnenmarkt hatte für die Wirtschaft der EU enorme Vorteile. Die Europäische Kommission schätzt, dass durch den Binnenmarkt 2,75 Millionen Arbeitsplätze entstanden sind und der Wohlstand um rund 500 € pro Kopf (2006) gestiegen ist; dies entspricht einer Steigerung des BIP in der EU von 2,15 % im Zeitraum von 1992 bis 2006.<sup>12</sup>

Die Intensivierung des Wettbewerbs an den Produktmärkten – sowohl auf EU- als auch auf Länderebene – führt zu effizienteren Produktionsstrukturen. Die empirische Literatur kommt allgemein zu dem Schluss, dass der Wettbewerb an Märkten ein wichtiger Erklärungsfaktor für die Entwicklung der Arbeitsproduktivität und der relativen Preise ist. Deregulierung und Liberalisierung tragen zu einem höheren Niveau und kräftigeren Wachstum der Arbeitsproduktivität bei.<sup>13</sup> Die Vorteile einer Öffnung der Netzwerkindustrien für den Wettbewerb lassen sich beispielsweise am Telekommunikationssektor erkennen. Dort stieg die Arbeitsproduktivität je Arbeitsstunde im Zeitraum 1995–2005 gegenüber dem Zeitraum 1980–1995 merklich von 4,5 % auf 7,3 % an. Die von den ehemaligen Monopolanbietern für nationale und internationale Telefongespräche erhobenen Gebühren verringerten sich in Europa von 2000 bis 2006 im Durchschnitt um mehr als 40 %. Hiervon profitierte die

Aber weitere Fortschritte stehen noch aus

Lohnflexibilität und umsichtiger Wettbewerb am Arbeitsmarkt fördern die Schaffung von Arbeitsplätzen

Verstärkung der wirtschaftlichen Integration

Förderung von Wettbewerb, Deregulierung und Liberalisierung

11 Siehe auch H. Berger und S. Danninger, The employment effects of labor and product market deregulation and their implications for structural reform, Staff Paper des Internationalen Währungsfonds, Bd. 54, Nr. 3, 2007.

12 Europäische Kommission, The single market: review of achievements, November 2007.

13 Siehe P. Conway, D. De Rosa, G. Nicoletti und F. Steiner, Regulation, Competition and Productivity Convergence, Economics Department Working Paper Nr. 509 der OECD, 2006, sowie die darin zitierte Fachliteratur.

Kaufkraft der Verbraucher, die nun einen höheren Teil ihres Einkommens für andere Waren und Dienstleistungen ausgeben können.

Allerdings bleibt – insbesondere in einigen Bereichen der marktbestimmten Dienstleistungen, auf die rund 70 % der gesamten nominalen Wertschöpfung und Beschäftigung im Eurogebiet entfallen – noch viel zu tun.<sup>14</sup> Zu einem breiteren und tieferen EU-Binnenmarkt zu gelangen, stellt nach wie vor eine klare Priorität auf dem Weg zu einem effektiven Wettbewerb am Energiemarkt und bei der Umsetzung der Dienstleistungsrichtlinie<sup>15</sup> dar. Die zunehmende wirtschaftliche Bedeutung der Dienstleistungen deutet darauf hin, dass eine Anhebung des Lebensstandards in Europa weitgehend von einem hohen Wettbewerbsgrad sowie von Produktivitätssteigerungen im Dienstleistungssektor abhängen dürfte.

Um das Produktivitätspotenzial voll ausschöpfen zu können, müssen Reformen der Gütermärkte von Maßnahmen begleitet werden, die Innovationen und technologische Veränderungen begünstigen. Zu diesen zählt die Freisetzung von Unternehmenspotenzial durch die Schaffung eines unternehmerfreundlichen wirtschaftlichen Umfelds, die Förderung von Innovationen durch eine Aufstockung der Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E) sowie Strategien zur Verbesserung des Humankapitals.

Ein unternehmerfreundliches wirtschaftliches Umfeld bedeutet, weniger, aber effizientere Regelungen zu haben, die insbesondere mittelständischen Unternehmen die Entwicklung im In- und Ausland erleichtern, und deren Zugang zu den benötigten finanziellen Mitteln zu vereinfachen. In dieser Hinsicht ist Europa immer noch rückständig. Beispielsweise macht die Wagnisfinanzierung in Europa gemessen an der Größe der Volkswirtschaft nur einen Bruchteil des Anteils in den Vereinigten Staaten aus. Auch die Förderung von Investitionen in Forschung und Entwicklung ist ein wichtiges Thema. Im Jahr 2005 beliefen diese sich im Euroraum auf 1,9 % des BIP, verglichen mit 2,7 % des BIP in den USA.

Neben Strukturreformen ist auch eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik eine Grundvoraussetzung für das reibungslose Funktionieren der WWU. Diese Thematik wird im folgenden Abschnitt erörtert.

## 4.2 FINANZPOLITIK

Im Folgenden wird die Bedeutung solider Staatsfinanzen hervorgehoben. Darüber hinaus bietet dieser Abschnitt einen Überblick über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Vorfeld und seit Beginn der dritten Stufe der WWU, die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) und die mittel- bis längerfristig bestehenden haushaltspolitischen Herausforderungen (Einzelheiten über den institutionellen finanzpolitischen Rahmen der WWU sind in Kapitel 2 enthalten).

Über die Höhe und Zusammensetzung der Staatseinnahmen und -ausgaben sowie das Haushaltsdefizit und die Verschuldung vermag die Finanzpolitik das Wirtschaftswachstum und den Inflationsdruck maßgeblich zu beeinflussen.<sup>16</sup> So können hohe Defizite einen Nachfrage- und Inflati-

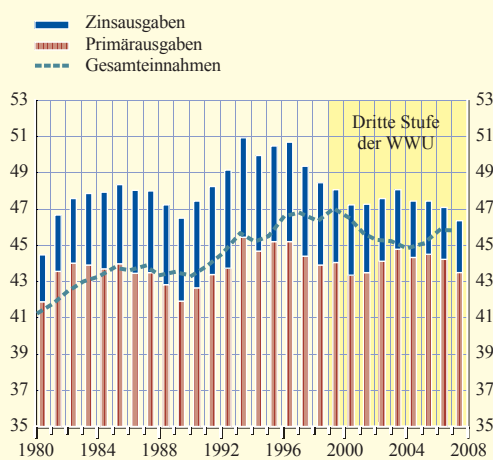
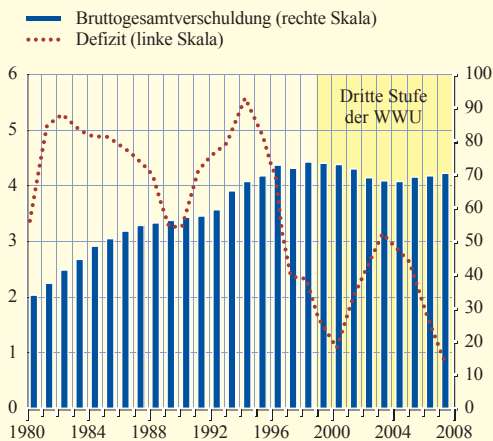
14 Eine detaillierte Untersuchung des Wettbewerbsgrads im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets und seiner Auswirkungen auf die Arbeitsproduktivität und die Preise findet sich in: EZB, Wettbewerb und Wirtschaftsleistung im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Mai 2007.

15 Die Richtlinie über Dienstleistungen im Binnenmarkt – die die Freiheit von in der EU ansässigen Unternehmen, sich in anderen Mitgliedstaaten niederzulassen, und den freien Dienstleistungsverkehr verstärken soll, wurde vom Europäischen Parlament und dem Rat der EU im Dezember 2006 angenommen und muss bis Ende 2009 von den Mitgliedstaaten in nationales Recht umgesetzt werden.

16 Siehe EZB, Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise, Monatsbericht April 2004.

Abbildung 3 Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet 1980–2007

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission, NZBen und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Ohne Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen.

onsdruck nach sich ziehen und die Geldpolitik unter Umständen dazu zwingen, die kurzfristigen Zinsen auf einem höheren Niveau zu halten, als dies ansonsten erforderlich wäre. Auch kann die Finanzpolitik das Vertrauen in eine stabilitätsorientierte Geldpolitik untergraben, wenn die privaten Wirtschaftsakteure die Erwartung hegen, dass eine übermäßige Kreditaufnahme des Staates letztlich von der Zentralbank aufgefangen wird. Eine solide und tragfähige Haushaltspolitik ist daher Voraussetzung für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und das reibungslose Funktionieren der Währungsunion, einschließlich der Vermeidung von Ungleichgewichten zwischen den Mitgliedstaaten (siehe Abschnitt 4.3).

Auf der Ebene der EU wurden eine Reihe institutioneller Vorkehrungen getroffen, um in der WWU eine angemessene mittelfristige Ausrichtung der nationalen Finanzpolitik und tragfähige Staatsfinanzen zu gewährleisten. So verpflichtet der Vertrag über die Europäische Union die Mitgliedstaaten, die den Euro einführen, übermäßige Haushaltsdefizite zu vermeiden. Dies wird anhand von Referenzwerten für das öffentliche Defizit (3 % des BIP) und den öffentlichen Schuldenstand (60 % des BIP) gemessen. Des Weiteren sind die EU-Mitgliedstaaten aufgrund des 1997 eingeführten und 2005 überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspaktes gehalten, mittelfristig angemessene Haushaltspositionen, d. h. einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss, anzustreben. Länder, die dieses Ziel erreicht haben, sollten über den nötigen Spiel-

raum verfügen, die automatischen fiskalischen Stabilisatoren wirken zu lassen, ohne hierbei die Defizitobergrenze von 3 % des BIP zu überschreiten; dies mildert die Auswirkungen von Konjunkturschwankungen und leistet einen Beitrag zum reibungslosen Funktionieren der WWU.<sup>17</sup>

### ENTWICKLUNG DER STAATSFINANZEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET VOR UND WÄHREND DER DRITTEN STUFE DER WWU

In den Jahrzehnten vor Beginn der WWU war die Finanzpolitik vieler europäischer Länder von einem nicht tragbaren Wachstum der Staatsausgaben, einer steigenden Steuerlast und einem stetigen Anstieg der öffentlichen Schulden gekennzeichnet. In den Achtzigerjahren und zu Beginn der Neunzigerjahre betrug die gesamtstaatliche Defizitquote in den heutigen Euro-Ländern im

Verbesserte Haushalts-  
positionen ...

17 Siehe EZB, Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik, Monatsbericht Januar 2004.

**Tabelle 3 Öffentliche Finanzierungssalden in den Ländern des Euro-Währungsgebiets 1990–2007**

(in % des BIP)

|                     | 1990-1998 | 1999-2007 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 |
|---------------------|-----------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Belgien             | -5,0      | -0,2      | -0,5 | 0,1  | 0,4  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | -2,3 | 0,3  | -0,2 |
| Deutschland         | -         | -2,4      | -1,5 | -1,1 | -2,8 | -3,7 | -4,0 | -3,8 | -3,4 | -1,6 | 0,0  |
| Irland              | -         | 1,6       | 2,7  | 4,7  | 0,9  | -0,6 | 0,4  | 1,4  | 1,6  | 3,0  | 0,3  |
| Griechenland        | -         | -4,5      | -3,4 | -3,7 | -4,9 | -4,7 | -5,6 | -7,4 | -5,1 | -2,6 | -2,8 |
| Spanien             | -         | 0,1       | -1,4 | -1,1 | -0,6 | -0,5 | -0,2 | -0,3 | 1,0  | 1,8  | 2,2  |
| Frankreich          | -         | -2,6      | -1,8 | -1,5 | -1,6 | -3,2 | -4,1 | -3,6 | -2,9 | -2,4 | -2,7 |
| Italien             | -         | -2,9      | -1,7 | -2,0 | -3,1 | -2,9 | -3,5 | -3,5 | -4,2 | -3,4 | -1,9 |
| Zypern              | -         | -2,7      | -4,3 | -2,3 | -2,2 | -4,4 | -6,5 | -4,4 | -2,4 | -1,2 | 3,3  |
| Luxemburg           | -         | 2,3       | 3,4  | 6,0  | 6,1  | 2,1  | 0,5  | -1,2 | -0,1 | 1,3  | 2,9  |
| Malta               | -         | -5,3      | -7,7 | -6,2 | -6,4 | -5,5 | -9,8 | -4,6 | -3,2 | -2,5 | -1,8 |
| Niederlande         | -3,0      | -0,5      | 0,4  | 1,3  | -0,2 | -2,0 | -3,1 | -1,7 | -0,3 | 0,5  | 0,4  |
| Österreich          | -         | -1,5      | -2,2 | -2,1 | 0,0  | -0,6 | -1,4 | -3,7 | -1,5 | -1,5 | -0,5 |
| Portugal            | -         | -3,6      | -2,8 | -3,2 | -4,3 | -2,9 | -2,9 | -3,4 | -6,1 | -3,9 | -2,6 |
| Slowenien           | -         | -2,4      | -3,1 | -3,8 | -4,5 | -2,5 | -2,7 | -2,3 | -1,5 | -1,2 | -0,1 |
| Finnland            | -         | 3,9       | 1,6  | 6,9  | 5,0  | 4,1  | 2,6  | 2,4  | 2,9  | 4,1  | 5,3  |
| Euro-Währungsgebiet | -         | -1,9      | -1,4 | -1,0 | -1,9 | -2,5 | -3,1 | -2,9 | -2,5 | -1,3 | -0,6 |

Quellen: Europäische Kommission, NZBen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Für 1990–1998 und 1999–2007 sind Jahresdurchschnitte ausgewiesen. Die Daten zu Deutschland für das Jahr 1990 beziehen sich auf Westdeutschland. Ohne Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen.

Durchschnitt 4 % bis 5 %, und die staatliche Schuldenquote kletterte von knapp 40 % auf rund 70 % (siehe Abbildung 3 und Tabelle 3). Seitdem haben sich die öffentlichen Finanzen dieser Länder insgesamt deutlich verbessert. So ging insbesondere die staatliche Neuverschuldung im Vorfeld der dritten Stufe der WWU merklich zurück, und die Defizitquote (bereinigt um die Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen) erreichte im Jahr 2000 einen Tiefstand von 1 %. Danach erhöhte sie sich wieder bis auf 3,1 % im Jahr 2003, sank dann aber erneut auf 0,6 % im Jahr 2007; dies war der niedrigste Stand seit Beginn der Siebzigerjahre.

... hauptsächlich infolge  
niedrigerer Zinszahlungen

Die in den letzten Jahren rückläufigen Defizitquoten stehen größtenteils mit deutlich niedrigeren Zinssätzen und damit einer geringeren Zinslast in Zusammenhang; so gingen die Zinsausgaben von rund 5,5 % des BIP zu Beginn der Neunzigerjahre auf knapp 3 % des BIP seit 2005 zurück. Abgesehen davon wird die Beurteilung des relativen Konsolidierungsbeitrags staatlicher Einnahmen und Primärausgaben durch die Konjunkturreagibilität dieser Variablen erschwert. Die Betrachtung längerfristiger Entwicklungen zeigt, dass das Verhältnis der öffentlichen Primärausgaben zum BIP im Euroraum seit Mitte der Achtzigerjahre weitgehend konstant geblieben ist, während die Staatseinnahmenquote – in struktureller Betrachtung – vor Beginn der dritten Stufe der WWU anstieg. Seit 1999 bewegen sich die staatlichen Einnahmen und Primärausgaben in Relation zum BIP unter gewissen Schwankungen auf einem hohen, aber weitgehend gleichbleibenden Stand, was darauf hindeutet, dass der Trend der vorangegangenen Jahrzehnte zu immer weiter steigenden Staatsausgaben- und -einnahmenquoten zum Stillstand gekommen ist.

Zum Teil weitere Senkung  
der Schuldenquoten  
erforderlich

Die Verbesserung der Haushaltslage, die in den vergangenen zwanzig Jahren im Euroraum insgesamt beobachtet wurde, spiegelt wider, dass die Euro-Länder auf ihrem Weg zu soliden Staatsfinanzen ein hohes Maß an Konvergenz erreicht haben. Vor allem die umfangreichen Haushaltsdefizite, die in den Achtzigerjahren und zu Beginn der Neunzigerjahre in einigen Staaten zu verzeichnen waren, wurden größtenteils beseitigt. Insbesondere in den hochverschuldeten Ländern hat sich die Zinslast aufgrund der weitaus niedrigeren Zinsen, die nun auf ausstehende Staatspapiere zu zahlen sind, beträchtlich verringert. Diese positive Entwicklung ist hauptsächlich dem



Tabelle 4 Öffentliche Finanzen im Euro-Währungsgebiet 1990–2007

(in % des BIP)

|                     | Verschuldung |           |       |       | Primärausgaben |           |      |      | Zinsausgaben |           |      |      |
|---------------------|--------------|-----------|-------|-------|----------------|-----------|------|------|--------------|-----------|------|------|
|                     | 1990–1998    | 1999–2007 | 1998  | 2007  | 1990–1998      | 1999–2007 | 1998 | 2007 | 1990–1998    | 1999–2007 | 1998 | 2007 |
| Belgien             | 127,0        | 98,8      | 117,1 | 84,6  | 42,9           | 44,4      | 43,0 | 44,9 | 9,6          | 5,4       | 7,4  | 3,9  |
| Deutschland         | n.v.         | 63,3      | 60,3  | 65,0  | n.v.           | 44,1      | 44,7 | 41,1 | n.v.         | 2,9       | 3,4  | 2,8  |
| Irland              | n.v.         | 32,4      | 54,0  | 25,5  | n.v.           | 32,4      | 31,1 | 35,4 | 5,8          | 1,4       | 3,3  | 0,9  |
| Griechenland        | n.v.         | 100,5     | 105,8 | 94,5  | n.v.           | 39,6      | 41,0 | 39,4 | n.v.         | 5,5       | 8,5  | 3,9  |
| Spanien             | n.v.         | 49,3      | 64,1  | 36,2  | n.v.           | 36,4      | 36,9 | 37,2 | 4,5          | 2,4       | 4,2  | 1,6  |
| Frankreich          | 48,7         | 61,5      | 59,4  | 64,2  | 49,8           | 49,8      | 49,4 | 50,0 | 3,2          | 2,8       | 3,3  | 2,6  |
| Italien             | n.v.         | 106,9     | 114,9 | 104,0 | n.v.           | 42,7      | 41,3 | 43,8 | n.v.         | 5,4       | 7,9  | 4,7  |
| Zypern              | n.v.         | 64,0      | 58,4  | 59,8  | n.v.           | 37,9      | 33,7 | 40,0 | 3,1          | 3,3       | 3,1  | 3,1  |
| Luxemburg           | n.v.         | 6,4       | 7,4   | 6,8   | n.v.           | 39,6      | 40,6 | 37,3 | n.v.         | 0,2       | 0,4  | 0,2  |
| Malta               | n.v.         | 63,8      | 53,4  | 62,6  | n.v.           | 40,4      | 39,8 | 39,3 | 2,6          | 3,5       | 3,2  | 3,3  |
| Niederlande         | 74,6         | 51,8      | 65,7  | 45,4  | 46,7           | 43,0      | 42,0 | 43,8 | 5,6          | 2,8       | 4,7  | 2,2  |
| Österreich          | n.v.         | 64,1      | 64,3  | 59,1  | n.v.           | 47,7      | 50,0 | 45,6 | n.v.         | 3,0       | 3,5  | 2,6  |
| Portugal            | 56,5         | 57,5      | 52,1  | 63,6  | n.v.           | 42,4      | 39,5 | 42,9 | n.v.         | 2,8       | 3,3  | 2,9  |
| Slowenien           | n.v.         | 26,8      | 23,1  | 24,1  | n.v.           | 44,6      | 44,1 | 41,9 | 2,3          | 1,9       | 2,3  | 1,4  |
| Finnland            | n.v.         | 41,9      | 48,2  | 35,4  | n.v.           | 47,2      | 49,0 | 46,1 | n.v.         | 2,0       | 3,5  | 1,4  |
| Euro-Währungsgebiet | n.v.         | 69,0      | 72,8  | 66,4  | n.v.           | 44,0      | 44,0 | 43,3 | n.v.         | 3,4       | 4,6  | 3,0  |

Quellen: Europäische Kommission, NZBen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: n.v. = nicht verfügbar.

Ohne Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Mobilfunklizenzen. Die Daten zu Deutschland für das Jahr 1990 beziehen sich auf Westdeutschland.

Wegfall des Wechselkursrisikos und dem Übergang zu einer stabilitätsorientierteren makroökonomischen Politik in der WWU zuzuschreiben.<sup>18</sup> Allerdings bedeutet dies auch, dass bei den Maßnahmen zur Rückführung der Primärdefizite weniger Fortschritte erzielt wurden. Darüber hinaus haben sich die Schuldenquoten nur in begrenztem Umfang verbessert, und die Tatsache, dass die Verschuldung einiger Euro-Länder 2007 immer noch deutlich über dem Referenzwert von 60 % des BIP lag (siehe Tabelle 4), gibt Anlass zu Besorgnis.

#### UMSETZUNG DES STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKTES

Die Umsetzung der in der WWU geltenden Bestimmungen zur Haushaltsüberwachung ist seit 1999 mehrfach auf Hindernisse gestoßen, die mit der Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den Teilnehmerländern zusammenhängen. Zwar ist es einigen Mitgliedstaaten gelungen, einen nahezu ausgeglichenen Haushalt oder einen Haushaltsüberschuss zu erzielen bzw. beizubehalten, wie es der präventive Teil des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (d. h. die Verfahren, die das Entstehen übermäßiger Defizite verhindern sollen) verlangt, doch sind derartige Fortschritte in anderen Ländern ausgeblieben. In mehreren Ländern wurden die mittelfristigen Haushaltsziele der jährlich vorgelegten Stabilitätsprogramme regelmäßig verfehlt; Grund hierfür waren zu optimistische gesamtwirtschaftliche und fiskalische Annahmen, mangelnde Konsolidierungsanstrengungen und die Überschreitung von Ausgabenzielen, die teilweise den fehlenden politischen Willen zur Einhaltung eingegangener Verpflichtungen widerspiegelte.

Dementsprechend erreichte oder überschritt das Finanzierungsdefizit in einigen Mitgliedstaaten (Deutschland, Griechenland, Frankreich, Italien, den Niederlanden und Portugal) in den konjunkturschwachen Jahren 2001 bis 2003 den Referenzwert in Höhe von 3 % des BIP (siehe Tabelle 3).

18 Siehe EZB, Finanzpolitik und Finanzmärkte, Monatsbericht Februar 2006.

Umsetzung könnte insgesamt verbessert werden

Vor diesem Hintergrund gab es geteilte Ansichten über die angemessene Umsetzung des korrekativen Teils des SWP (d. h. der Verfahren, mit denen die zügige Korrektur übermäßiger Defizite sichergestellt werden soll). Die Meinungsverschiedenheiten mündeten in einen Beschluss des ECOFIN-Rates vom November 2003, das Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich ruhen zu lassen. Die nachfolgenden Diskussionen führten zu einer Überarbeitung des SWP, die im Frühjahr 2005 abgeschlossen wurde (siehe Kapitel 2).

Seit 2005 wird die Umsetzung des geänderten Stabilitäts- und Wachstumspaktes durch günstigere Konjunkturbedingungen und ein sehr kräftiges Wachstum der Staatseinnahmen erleichtert. Infolgedessen konnten die öffentlichen Defizite aller Länder des Euroraums wieder auf einen Stand von 3 % des BIP oder darunter verringert werden. Allerdings wurden die Zeiten einer günstigen Konjunktur sehr unterschiedlich für eine raschere Haushaltskonsolidierung genutzt. So führte beispielsweise in Deutschland das erhöhte Steueraufkommen dazu, dass der Haushalt im Jahr 2007 ausgeglichen werden konnte, während in Frankreich und Italien die unerwarteten Mehreinnahmen hauptsächlich für Ausgabensteigerungen oder die Finanzierung von Steuersenkungen verwendet wurden. Demzufolge hält sich das Defizit dieser Länder recht nahe bei 3 % des BIP, was der Finanzpolitik so gut wie keinen Spielraum im Fall einer Konjunkturabkühlung lässt. Insgesamt kann die Umsetzung des SWP auch nach seiner Überarbeitung nur als teilweise erfolgreich bezeichnet werden; die wirklichen Bewährungsproben stehen noch aus.

#### MITTEL- BIS LÄNGERFRISTIGE HERAUSFORDERUNGEN FÜR DIE STAATSFINANZEN

Bevölkerungsalterung eine der größten Herausforderungen

Die in vielen Euro-Ländern ausbleibende raschere Annäherung an bzw. Beibehaltung von soliden Haushaltspositionen und Senkung der Schuldenquoten ist angesichts der aus der Bevölkerungsalterung erwachsenden künftigen Belastung der öffentlichen Haushalte besonders besorgniserregend. Aktuelle Schätzungen der Europäischen Kommission und des EU-Ausschusses für Wirtschaftspolitik zufolge werden sich die öffentlichen Ausgaben für die Altersversorgung, das Gesundheitswesen und die Pflegeversicherung im Euroraum in der Zeit von 2004 bis 2050 um insgesamt 4,7 % des BIP erhöhen, wobei die Schätzungen für einige Länder noch deutlich darüber liegen.<sup>19</sup> Nur ein recht kleiner Teil dieser Mehrausgaben dürfte durch niedrigere Aufwendungen für die Arbeitslosenunterstützung und das Bildungswesen aufgewogen werden. In neueren Schätzungen der OECD fällt die alterungsbedingte Belastung der Staatshaushalte insbesondere im Gesundheitswesen und in der Pflegeversicherung sogar noch höher aus als zuvor angenommen (siehe Tabelle 5).<sup>20</sup> In den meisten Ländern reicht die Konsolidierung des öffentlichen Haushalts eindeutig nicht aus, um derartige Herausforderungen meistern zu können; vielmehr bedarf es – vor allem im Bereich der Altersvorsorge – auch weiterer Reformen der Systeme bzw. Parameter.<sup>21</sup>

Darüber hinaus besteht eine der wichtigsten Aufgaben der Euro-Länder weiterhin darin, die Qualität ihrer Staatsfinanzen so zu verbessern, dass sie sich wachstumsfördernd auswirken. Mit Reformen der Steuer- und Sozialleistungssysteme lassen sich das Beschäftigungs- und Produktivitätswachstum steigern. Des Weiteren könnte die in vielen Mitgliedsländern immer noch hohe Steuer- und Abgabenlast gemindert werden, wenn die Effizienz der öffentlichen Ausgaben vorrangig behandelt und erhöht würde.<sup>22</sup>

19 Siehe Europäische Kommission, The long-term sustainability of public finances in the European Union, European Economy, Nr. 4, 2006.

20 Siehe OECD, Wirtschaftsausblick, Juni 2007.

21 Siehe EZB, Demografischer Wandel im Euro-Währungsgebiet: Projektionen und Konsequenzen, Monatsbericht Oktober 2006. Siehe auch A. Maddaloni, A. Musso, P. C. Rother, M. Ward-Warmedinger und T. Westermann, Macroeconomic implications of demographic developments in the euro area, Occasional Paper Nr. 51 der EZB, August 2006.

22 Siehe EZB, Die Bedeutung von Reformen der Staatsausgaben für Wirtschaftswachstum und Stabilität, Monatsbericht April 2006.

**Tabelle 5 Prognostizierte Veränderung ausgewählter alterungsbedingter Staatsausgaben (in Relation zum BIP) von 2004 bis 2050 <sup>1)</sup>**

|  | Altersversorgung (1) |            | Gesundheitswesen (2) |            | Pflegeversicherung (3) |            | Insgesamt (1+2+3) |            |
|--|----------------------|------------|----------------------|------------|------------------------|------------|-------------------|------------|
|  | EU/WPA               | OECD       | EU/WPA               | OECD       | EU/WPA                 | OECD       | EU/WPA            | OECD       |
| Belgien                                  | 5,1                  | 5,1        | 1,4                  | 3,3        | 0,9                    | 1,9        | 7,4               | 10,3       |
| Deutschland                              | 1,7                  | 2,0        | 1,2                  | 3,6        | 1,0                    | 1,9        | 3,9               | 7,5        |
| Irland                                   | 6,4                  | 6,5        | 2,0                  | 4,0        | 0,6                    | 3,8        | 9,0               | 14,3       |
| Griechenland                             | -                    | 3,9        | 1,7                  | 3,9        | -                      | 2,7        | 1,7               | 10,5       |
| Spanien                                  | 7,1                  | 7,0        | 2,2                  | 4,1        | 0,5                    | 2,4        | 9,8               | 13,5       |
| Frankreich                               | 2,0                  | 2,1        | 1,8                  | 3,5        | 0,2                    | 1,7        | 4,0               | 7,3        |
| Italien                                  | 0,4                  | 0,4        | 1,3                  | 3,8        | 0,7                    | 2,9        | 2,4               | 7,1        |
| Zypern                                   | 12,9                 | n.v.       | 1,1                  | n.v.       | n.v.                   | n.v.       | 14,0              | n.v.       |
| Luxemburg                                | 7,4                  | 7,4        | 1,2                  | 1,4        | 0,6                    | 3,1        | 9,2               | 11,9       |
| Malta                                    | -0,4                 | n.v.       | 1,8                  | n.v.       | 0,2                    | n.v.       | 1,6               | n.v.       |
| Niederlande                              | 3,5                  | 3,8        | 1,3                  | 3,8        | 0,6                    | 2,0        | 5,4               | 9,6        |
| Österreich                               | -1,2                 | -1,0       | 1,6                  | 3,8        | 0,9                    | 2,0        | 1,3               | 4,8        |
| Portugal                                 | 9,7                  | 9,3        | 0,5                  | 4,2        | 0,4                    | 2,0        | 10,6              | 15,5       |
| Slowenien                                | 7,3                  | n.v.       | 1,6                  | n.v.       | 1,2                    | n.v.       | 10,1              | n.v.       |
| Finnland                                 | 3,1                  | 3,3        | 1,4                  | 3,6        | 1,8                    | 2,4        | 6,3               | 9,3        |
| <b>Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup></b> | <b>2,6</b>           | <b>3,0</b> | <b>1,5</b>           | <b>3,7</b> | <b>0,6</b>             | <b>2,2</b> | <b>4,7</b>        | <b>8,9</b> |

Quellen: Arbeitsgruppe Alterung des Ausschusses für Wirtschaftspolitik (WPA), Januar 2006, und OECD, Wirtschaftsausblick, 2007.  
Anmerkung: n.v. = nicht verfügbar.

1) Aufgrund niedrigerer Aufwendungen für Bildung und Arbeitslosenunterstützung dürften sich geringfügige Ausgabenrückgänge ergeben.

2) Ohne Griechenland, Zypern, Malta, Slowenien.

Eine stabilitätsorientierte Finanzpolitik ist Voraussetzung für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum und das reibungslose Funktionieren der Währungsunion, und sie trägt dazu bei, unnötige Unterschiede zwischen den Teilnehmerländern zu vermeiden. Im folgenden Abschnitt werden einige stilisierte Fakten zu den Differenzen innerhalb der Währungsunion hinsichtlich des realen Produktionswachstums und der Inflationsentwicklung präsentiert.

### 4.3 LÄNDERÜBERGREIFENDE UNTERSCHIEDE

Hinter der allgemeinen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des Euro-Währungsgebiets, die bereits in Abschnitt 4.1 beschrieben wurde, verbirgt sich eine gewisse Diversität der einzelnen Länder. Im folgenden Abschnitt wird diese Unterschiedlichkeit zunächst im Hinblick auf Differenzen beim realen BIP und anschließend bezüglich der Preis- und Kostenentwicklung in den Ländern des Euroraums untersucht.<sup>23</sup>

Gewisse Unterschiede beim realen Produktionswachstum und bei der Inflationsentwicklung der Euro-Länder sind, wie in jeder anderen Währungsunion auch, normal. Sie ergeben sich etwa aus Aufholeffekten, die dann auftreten, wenn das Einkommensniveau eines Landes im Vergleich zu dem weiter entwickelter Länder der Währungsunion nachzieht. Andere Differenzen können zu Herausforderungen werden, wenn sie länger andauern. Grund für solche Unterschiede können beispielsweise eine unangemessene Wirtschaftspolitik auf nationaler Ebene, strukturelle Rigiditäten oder unzureichend funktionierende Anpassungsmechanismen in einzelnen Ländern sein; sie sollten von den politischen Entscheidungsträgern der betreffenden Länder angegangen werden. Differenzen, die aus einem zu schwach ausgeprägten grenzüberschreitenden Handel und

**Gesamtwirtschaftliche  
Unterschiede sind in einer  
Währungsunion normal**

23 Siehe auch EZB, Wachstumsunterschiede im Euro-Währungsgebiet: Ursachen und Auswirkungen, Monatsbericht April 2007.

mangelnder Integration resultieren, müssen durch eine vollständige Umsetzung des Binnenmarkts abgebaut werden. Um zu vermeiden, dass ein Land oder eine Region des Euroraums nach Auftreten eines länder- bzw. regionenspezifischen Schocks entweder in eine Periode anhaltend geringen Wachstums und hoher Arbeitslosigkeit oder in eine lang andauernde Überhitzungsphase eintritt, müssen effiziente Anpassungsmechanismen vorhanden sein. Die einheitliche Geldpolitik der EZB kann Wachstums- und Inflationsgefälle nicht direkt beeinflussen, sondern trägt vielmehr zum reibungslosen Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion bei, indem sie Preisstabilität für das gesamte Eurogebiet gewährleistet.

### ENTWICKLUNG DES REALEN BIP-WACHSTUMS IN DEN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

**Das Wachstumsgefälle im Euroraum ist moderat**

Das aktuelle Wachstumsgefälle zwischen den einzelnen Euro-Ländern ist sowohl aus historischer Sicht als auch im Vergleich zu anderen großen Währungsräumen gering.

Wie aus Abbildung 4 hervorgeht, bewegt sich die Streuung der Wachstumsraten des realen BIP (gemessen anhand der ungewichteten Standardabweichung) in den zwölf Ländern, die 2001 dem Euro-Währungsgebiet angehörten, um einen Wert von rund 2 Prozentpunkten, ohne dass in den vergangenen 35 Jahren ein offenkundiger Aufwärts- oder Abwärtstrend zu erkennen war.

Der gegenwärtige Dispersionsgrad des Produktionswachstums im Eurogebiet weicht offensichtlich nicht wesentlich von dem Gefälle ab, das zwischen den Regionen oder Bundesstaaten der Vereinigten Staaten zu beobachten ist (siehe Abbildung 4).<sup>24</sup>

**Die Wachstumsdifferenzen sind beharrlich ...**

Die Entwicklung auf Länderebene (siehe Tabelle 6) zeigt, dass die Zuwachsraten in manchen Fällen seit Anfang der Neunzigerjahre beständig über dem Durchschnitt des Eurogebiets liegen. Allgemeiner ausgedrückt spiegeln die Differenzen des realen BIP-Wachstums der Euro-Länder überwiegend anhaltende Unterschiede beim Trendwachstum und nur in geringerem Maße konjunkturelle Abweichungen wider. Der Synchronisationsgrad des Konjunkturverlaufs in den Ländern des Euroraums scheint sich dagegen seit Anfang der Neunzigerjahre erhöht zu haben.

Die Gründe für lang andauernde Wachstumsdifferenzen zwischen den Euro-Ländern können beispielsweise mit der Strukturpolitik (einschließlich der Ausgestaltung von Institutionen), einer unterschiedlichen Entwicklung der Angebotsfaktoren und Konvergenzprozesse sowie mit einer Kombination aus länderspezifischen Schocks und Anpassungsmechanismen zusammenhängen.

**... teilweise aufgrund von Aufholprozessen und Anpassungsrigiditäten ...**

Wachstumsunterschiede können teilweise auf einen langjährigen Aufholprozess in einkommensschwachen Ländern zurückzuführen sein. Von den Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets, die in den Achtzigerjahren ein geringes Einkommen aufwiesen, erzielten Irland, Griechenland und Spanien in der Folge erhebliche Fortschritte, während das Pro-Kopf-BIP Portugals in Relation zum Euroraum seit der Euro-Umstellung gesunken ist. Irland erreichte den Durchschnitt des Eurogebiets bereits Ende der Neunzigerjahre und hat diesen in den letzten Jahren sogar deutlich überschritten.

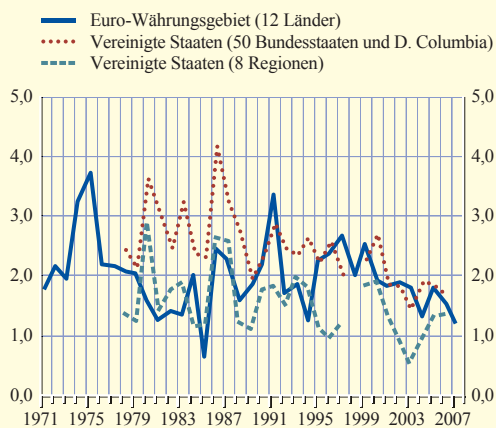
**... aber auch aufgrund der Finanz- und Strukturpolitik**

Beharrliche Wachstumsunterschiede können bis zu einem gewissen Grad dauerhafte Auswirkungen ökonomischer Schocks und strukturpolitischer Maßnahmen zum Ausdruck bringen. Allerdings gibt es kaum Belege dafür, dass einer der großen allgemeinen Schocks der vergangenen

<sup>24</sup> Ein umfassender Überblick über die Ergebnisse einer Untersuchung zu den Wachstumsunterschieden findet sich in: N. Benalal, J. L. Diaz del Hoyo, B. Pierluigi und N. Vidalis, Output growth differentials across the euro area countries: some stylised facts, Occasional Paper Nr. 45 der EZB, 2006.

Abbildung 4 Streuung des BIP-Wachstums in den Ländern des Euro-Währungsgebiets sowie in verschiedenen Regionen und Bundesstaaten der USA

(ungewichtete Standardabweichung, in Prozentpunkten)



Quellen: Europäische Kommission und Bureau of Economic Analysis der USA.

Anmerkung: Die beiden US-Zeitreihen weisen im Zeitraum 1997–1999 einen statistischen Bruch auf, da für 1998 keine Daten vorliegen.

Tabelle 6 Wachstumsraten des BIP in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

|                     | 1980–1989 | 1990–1998 | 1999–2007 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|
| Euro-Währungsgebiet | 2,3       | 2,0       | 2,2       |
| Belgien             | 2,2       | 3,4       | 2,3       |
| Deutschland         | 2,0       | 2,3       | 1,5       |
| Irland              | 3,1       | 6,7       | 6,4       |
| Spanien             | 2,7       | 2,5       | 3,8       |
| Griechenland        | 0,8       | 1,7       | 4,1       |
| Frankreich          | 2,5       | 1,7       | 2,1       |
| Italien             | 2,6       | 1,4       | 1,4       |
| Zypern              | -         | 4,5       | 3,7       |
| Luxemburg           | 4,6       | 4,4       | 5,2       |
| Malta               | -         | 4,8       | 2,4       |
| Niederlande         | 1,7       | 3,0       | 2,3       |
| Österreich          | 2,0       | 2,5       | 2,3       |
| Portugal            | 3,4       | 2,8       | 1,7       |
| Slowenien           | -         | 1,4       | 4,4       |
| Finnland            | 3,6       | 1,3       | 3,4       |

Quellen: Eurostat und Europäische Kommission.

Anmerkung: Die Daten für 2007 wurden Schätzungen der Europäischen Kommission (Herbstprognose 2007) entnommen.

Jahre allein für die anhaltenden Unterschiede im realen BIP-Wachstum relevant war. Dagegen zeigen verfügbare empirische Studien, dass länderspezifische Schocks und politische Veränderungen, wie etwa finanzpolitische Maßnahmen oder Strukturreformen, mit Blick auf die Entstehung von Wachstumsdifferenzen in den letzten Jahren eine größere Rolle gespielt haben als allgemeine Schocks und dass die Folgen dieser Faktoren äußerst hartnäckig sein können.<sup>25</sup>

Langsame Anpassungsmechanismen können die aus länderspezifischen Schocks resultierenden Wachstumsunterschiede weiter verstärken. Gibt es keine große Mobilität der Arbeitskräfte und keine öffentlichen Transferzahlungen zwischen den einzelnen Ländern, so kommt in einer Währungsunion wie dem Eurogebiet, das über eine einheitliche Währung und eine gemeinsame Geldpolitik verfügt, als wichtigster Anpassungsmechanismus vor allem der grenzüberschreitende Handel bzw. der Wettbewerbsfähigkeitskanal zum Tragen.<sup>26</sup> Einen weiteren, allerdings etwas anders gearteten Kanal stellt die internationale Risikoteilung (risk-sharing channel) dar.<sup>27</sup> Verfügbare Angaben verdeutlichen, dass der Wettbewerbsfähigkeitskanal aufgrund struktureller Verkrustungen und des noch nicht vollständig umgesetzten Binnenmarkts anscheinend relativ lange braucht, um seine Wirkung im Euroraum zu entfalten. Dies bedeutet, dass – verglichen mit einer stärkeren grenzüberschreitenden Konkurrenz und wirtschaftlichen Integration – als Reaktion auf asymmetrische Schocks höhere Preis- und Inflationsunterschiede sowie eine höhere regionale Arbeitslosigkeit zu verzeichnen sein dürften.

25 Jüngere Analysen zu diesem Thema finden sich in: D. Giannone und L. Reichlin, Trends and cycles in the euro area: how much heterogeneity and should we worry about it?, Working Paper Nr. 595 der EZB, 2006, und in: A. Buisán und F. Restoy, Cross-country macroeconomic heterogeneity in EMU, Occasional Paper Nr. 0504 der Banco de España, 2005.

26 Der Wettbewerbskanal funktioniert wie folgt: Im Anschluss an einen Lohnschock oder einen Schock, der das Wachstum eines Landes über seine Potenzialrate treibt, führt der inländische Inflationsdruck – auf Löhne und sonstige Kosten im Inland – zu einer Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Dies wiederum verringert allmählich die Auslandsnachfrage nach Exporten dieses Landes, sodass die geringere externe Nachfrage das Wachstum tendenziell wieder auf das Potenzial zurücksinken lässt und der bestehende Inflationsdruck abnimmt.

27 Bei diesem Mechanismus wird im Wesentlichen davon ausgegangen, dass der Konsum nicht zwangsläufig von Wachstumsveränderungen abhängt, da die Verbraucher im Ausland Kredite aufnehmen können.



## INFLATION UND ANSTIEG DER ARBEITSKOSTEN: DIFFERENZEN IN DEN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Der Prozess der realen Konvergenz ging in den Ländern des Euroraums mit einer abnehmenden Dispersion von Inflation und Arbeitskostenanstieg einher. Das Inflationsgefälle im Eurogebiet hat sich verringert und liegt derzeit auf einem ähnlichen Niveau wie in den Vereinigten Staaten. Unterschiede in den Teuerungsraten können durch Gleichgewichtsadjustierungen und die Preisniveau-konvergenz bedingt sein. Aber auch strukturelle Rigiditäten und ein übermäßiges Lohnwachstum können hier ihren Niederschlag finden und so – sofern sie sich als dauerhaft erweisen – zu Wettbewerbsverlusten mit negativen Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung führen.

Die Inflation im Euroraum ist insgesamt gesunken

Seit den Neunzigerjahren ist das Inflationsgefälle in den zwölf Ländern, die 2001 Mitglied des Eurogebiets waren, durch einen kräftigen Abwärtstrend gekennzeichnet, der sich ab 1998 stabilisierte (siehe Abbildung 5).

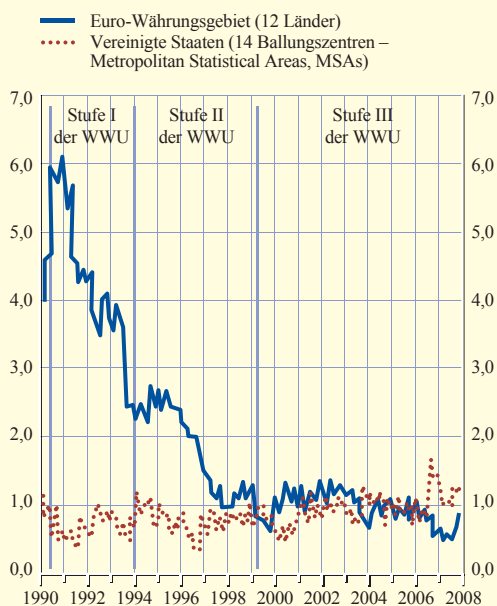
Das Inflationsgefälle ist moderat

Ein Vergleich mit den Vereinigten Staaten, einer langjährigen Währungsunion, zeigt, dass das Gefälle der Inflationsraten in 14 US-amerikanischen Ballungszentren (Metropolitan Statistical Areas, MSAs) ähnlich stark schwankte wie seit 2004 zwischen den Ländern des Eurogebiets (siehe Abbildung 5).<sup>28</sup>

28 Die hier berücksichtigten 14 MSAs sind: New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco und Seattle.

Abbildung 5 Streuung der jährlichen Inflationsraten in den Ländern des Euro-Währungsgebiets und in 14 Ballungszentren der USA seit 1990

(ungewichtete Standardabweichung, in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Eurostat-Daten und Angaben des Bureau of Labor Statistics der USA.

Tabelle 7 VPI/HVPI-Inflationsraten in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

|                     | 1980–1989 | 1990–1998 | 1999–2007 |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|
| Euro-Währungsgebiet | 7,6       | 3,0       | 2,1       |
| Belgien             | 4,9       | 2,1       | 2,0       |
| Deutschland         | 2,9       | 2,2       | 1,6       |
| Irland              | 9,3       | 2,5       | 3,4       |
| Griechenland        | 19,5      | 11,8      | 3,2       |
| Spanien             | 10,2      | 4,4       | 3,1       |
| Frankreich          | 7,4       | 2,1       | 1,8       |
| Italien             | 11,2      | 4,4       | 2,3       |
| Zypern              | -         | -         | 2,6       |
| Luxemburg           | 4,8       | 2,4       | 2,7       |
| Malta               | -         | -         | 2,3       |
| Niederlande         | 2,9       | 2,2       | 2,4       |
| Österreich          | 3,8       | 2,4       | 1,7       |
| Portugal            | 17,7      | 6,1       | 2,9       |
| Slowenien           | -         | -         | 5,5       |
| Finland             | 7,3       | 2,5       | 1,6       |

Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Daten beziehen sich seit Verfügbarkeit des HVPI auf die HVPI-Inflation, im Zeitraum davor auf die VPI-Teuerungsraten. Für Slowenien sind Daten ab 1996 verfügbar, für Zypern und Malta ab 1997. „Euro-Währungsgebiet“ in seiner jeweiligen Zusammensetzung.

Tabelle 8 Inflationszerlegung für den Zeitraum 1999–2007

(durchschnittliche Prozentpunkte pro Jahr in Relation zum Euro-Währungsgebiet)

|              | Deflator der Endnachfrage |  |              | Gesamt-<br>veränderung | Lohnstückkosten                          |                                 |
|--------------|---------------------------|--|--------------|------------------------|--|---------------------------------|
|              | Gesamt-<br>veränderung    | Beitrag zur Gesamtveränderung<br>Inländische<br>Kosten | Importkosten |                        | Beitrag zur Gesamtveränderung<br>Entgelt | Inverse<br>Arbeitsproduktivität |
| Belgien      | 0,3                       | -0,2   | 0,5          | -0,1                   | 0,4                                      | -0,5                            |
| Deutschland  | -1,2                      | -1,2   | 0,0          | -1,4                   | -1,2                                     | -0,2                            |
| Irland       | 0,8                       | 1,0  | -0,1         | 1,5                    | 3,7                                      | -2,1                            |
| Griechenland | 1,5                       | 1,7  | -0,2         | 1,3                    | 4,1                                      | -2,7                            |
| Spanien      | 1,5                       | 1,4  | 0,1          | 1,2                    | 0,4                                      | 0,8                             |
| Frankreich   | -0,5                      | -0,1   | -0,4         | 0,3                    | 0,5                                      | -0,3                            |
| Italien      | 1,7                       | 0,6  | 1,1          | 1,0                    | 0,0                                      | 0,9                             |
| Zypern       | -1,9                      | -0,8   | -1,1         | 1,6                    | 1,8                                      | -0,2                            |
| Luxemburg    | 1,6                       | 0,1  | 1,6          | 1,0                    | 3,5                                      | -2,5                            |
| Malta        | 0,4                       | 0,1  | 0,3          | 0,6                    | 1,0                                      | -0,5                            |
| Niederlande  | 0,1                       | 0,0  | 0,1          | 0,7                    | 1,1                                      | -0,4                            |
| Österreich   | -0,5                      | -0,5   | 0,0          | -1,2                   | -0,5                                     | -0,7                            |
| Portugal     | 0,9                       | 1,1  | -0,3         | 1,6                    | 1,7                                      | -0,1                            |
| Slowenien    | 3,2                       | 1,7  | 1,5          | 3,4                    | 6,1                                      | -2,6                            |
| Finnland     | -0,8                      | -0,7   | -0,1         | -0,4                   | 0,9                                      | -1,2                            |

Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission und von Eurostat.

Anmerkung: In der Tabelle sind Abweichungen der durchschnittlichen Zuwachsraten jeder Variablen gegenüber dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets ausgewiesen. Die Zahlenangaben lassen sich am Beispiel Belgiens wie folgt interpretieren: Die Gesamtveränderung des Deflators der Endnachfrage war im Zeitraum 1999–2007 um 0,3 Prozentpunkte pro Jahr höher als im Euro-Währungsgebiet insgesamt. Der Beitrag zur relativen Veränderung des Deflators der Endnachfrage belief sich bei den durchschnittlichen Importkosten auf jährlich 0,5 Prozentpunkte gegenüber dem Eurogebiet, bei den relativen Inlandskosten auf jährlich -0,2 Prozentpunkte.

Gemessen an dem Zeitraum von 1990 bis 1998 sank die Gesamtinflation in allen Ländern des Euroraums zwischen 1999 und 2007; dies trifft lediglich nicht auf Irland, Luxemburg und die Niederlande zu, wo die Teuerungsrate im Vergleich stieg (siehe Tabelle 7). Eine Aufschlüsselung der Preisentwicklung in den Jahren 1999 bis 2006 verdeutlicht, dass in den meisten Euro-Ländern die inländischen Kosten maßgeblich zur Inflationsdifferenz gegenüber dem Durchschnitt des Eurogebiets beigetragen haben dürften (siehe Tabelle 8). Bei den binnenwirtschaftlichen Faktoren haben Unterschiede im Wachstum der Lohnstückkosten, die wiederum enger mit divergierenden Lohnentwicklungen zusammenhängen als Differenzen beim Arbeitsproduktivitätszuwachs, offenbar eine wichtige Rolle gespielt. Aber auch Veränderungen der Importkosten scheinen zu dem Inflationsgefälle beigetragen zu haben.

Gewisse Inflations- und Kostenunterschiede sind in einer Währungsunion nichts Ungewöhnliches. Der Prozess der Anpassung der Gleichgewichtspreise und -kosten ist in einem Währungsraum normalerweise mit einer regionen- und sektorübergreifenden Anpassung der relativen Preise verbunden. Dieser Mechanismus, der bis zu einem gewissen Grad charakteristisch für einen Aufholprozess oder – allgemeiner gesprochen – ein Gefälle der trendmäßigen Produktivität ist, kann in den einzelnen Regionen und Sektoren einer Währungsunion Inflationsunterschiede hervorrufen.<sup>29</sup>

Das Inflationsgefälle im Euro-Währungsgebiet war insofern recht persistent, als dass viele Länder gemessen am Durchschnitt des Euroraums systematisch eine anhaltend positive oder aber eine anhaltend negative Inflationslücke aufwiesen (siehe Kasten 1).

<sup>29</sup> Siehe beispielsweise I. Angeloni und M. Ehrmann, Euro area inflation differentials, Working Paper Nr. 388 der EZB, 2004, sowie F. Altissimo, P. Benigno und D. Rodríguez-Palenzuela, Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies, Beitrag im Rahmen des EZB-Workshops „Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area“, Frankfurt, 13./14. Dezember 2004, auf der Website der EZB abrufbar ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)).

Divergenzen sind in einer  
Währungsunion normal

**INFLATIONSPERSISTENZ UND DIE DETERMINANTEN DER LOHNENTWICKLUNG**

Neben länderspezifischen Schocks sind die potenziellen Unterschiede in der Preis- und Lohnflexibilität der einzelnen Länder ein wichtiger Grund für Inflations- und Wachstumsdifferenzen. Ein tiefes Verständnis der Determinanten der Preis- und Lohndynamik in den Euro-Ländern ist für die Durchführung der Geldpolitik in jedem Fall von wesentlicher Bedeutung. Angesichts der Wichtigkeit dieses Themenkomplexes wurden zwei ESZB-weite Netzwerke, das Inflation Persistence Network (IPN) und das Wage Dynamics Network (WDN), ins Leben gerufen. In diesem Kasten werden die wichtigsten Erkenntnisse dieser beiden Netzwerke dargestellt.

Das IPN nahm seine Tätigkeit im Jahr 2003 auf und stellte die Ergebnisse seiner Forschungsarbeit auf einer Konferenz im Dezember 2004<sup>1</sup> vor. In der Auseinandersetzung mit diesem Thema stützte sich das IPN auf drei Methoden: die Analyse der gesamtwirtschaftlichen Daten, die detaillierte Analyse von Mikro-Daten zu individuellen Preisänderungen sowohl auf der Verbraucher- als auch auf der Erzeugerstufe sowie Unternehmensbefragungen zur Ermittlung der Hauptbestimmungsfaktoren ihres Preissetzungsverhaltens.

Im Folgenden werden die wichtigsten Schlussfolgerungen aus diesen Analysen umrissen. Erstens wurde festgestellt, dass der Grad der Inflationspersistenz bei dem derzeitigen monetären System gering ist. Dies widerspricht der Erfahrung, die in früheren Phasen mit hoher Inflation gemacht wurde, als die Erwartungen nicht so fest verankert waren, sodass Preisschocks der Tendenz nach zu länger anhaltenden Veränderungen der Inflation führten. Zweitens konnte aufgrund von Mikro-Daten zu den Preisänderungen ermittelt werden, dass die Verbraucherpreise im Eurogebiet offenbar starrer sind als in den Vereinigten Staaten. So werden die einzelnen Preise im Euroraum in der Regel alle 12 bis 15 Monate geändert, während dies in den USA alle sechs Monate geschieht. Drittens ist zwar eine beträchtliche sektorübergreifende Heterogenität in der Preissetzung zu beobachten, doch gibt es anscheinend keine großen Unterschiede zwischen den Ländern hinsichtlich der Häufigkeit von Preisänderungen. Beispielsweise werden die Nahrungsmittel- und Energiepreise wesentlich häufiger angepasst als die Preise für Dienstleistungen. Viertens kommt es auch relativ oft zu Preissenkungen (bei rund 40 % der Änderungen von Konsumgüterpreisen handelt es sich um Rückgänge), was darauf hindeutet, dass die Preise nach unten hin nicht so starken nominalen Rigiditäten ausgesetzt sind wie bisher angenommen. Fünftens zeigen die Umfrageergebnisse, dass der Preisanpassungsprozess normalerweise in zwei Schritten erfolgt: Zunächst überprüfen die Unternehmen ihre Preise, bevor sie sie dann ändern. Nachgewiesenermaßen werden Preisüberprüfungen wesentlich häufiger vorgenommen als tatsächliche Preisänderungen. Hinsichtlich der Bestimmungsfaktoren von Preisänderungen führen die Umfragedaten zu dem Ergebnis, dass rund ein Drittel der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet bei der Preissetzung nach einem regelmäßigen Zeitplan vorgehen („zeitabhängige Preissetzung“), während ein Fünftel der Betriebe ihre Preise anpassen, wenn spezielle Ereignisse für eine entsprechend große Abweichung des tatsächlichen Preises von dem erwünschten Preis sorgen („zustandsabhängige Preissetzung“). Die übrigen Unternehmen bedienen sich einer Mischstrategie. Die Erkenntnisse aus den Umfragen wie auch die Analyse einzelner Preisänderungen lassen darauf schließen, dass die Volatilität der den Unternehmen entstehenden Kosten eine wichtige Determinante der Häufigkeit von Preisände-

<sup>1</sup> Siehe F. Altissimo, M. Ehrmann und F. Smets, Inflation persistence and price-setting behaviour in the euro area – a summary of the IPN evidence, Occasional Paper Nr. 46 der EZB, 2005.

rungen darstellt. So werden die Preise in Sektoren, in denen die – ihrerseits meist recht unflexiblen – Löhne einen hohen Anteil an den Gesamtkosten der Betriebe ausmachen, tendenziell wesentlich seltener angepasst.

Die Ergebnisse des IPN haben verdeutlicht, dass ein tieferes Verständnis der die Lohnentwicklung bestimmenden Faktoren angezeigt ist. Aus diesem Grunde wurde im Jahr 2006 das Wage Dynamics Network gegründet. Im WDN sind nicht nur Forscher aus den Euro-Ländern, sondern auch aus den Zentralbanken der nicht teilnehmenden EU-Staaten vertreten. Dabei werden schwerpunktmäßig vier Forschungsfelder untersucht. Das erste befasst sich vor allem mit der Analyse der aggregierten und branchenweiten Löhne und Arbeitskosten sowie ihrer Wechselwirkung mit der Preisdynamik. Der zweite Schwerpunkt bezieht sich im Wesentlichen auf die Analyse von Mikro-Daten zu den Löhnen und zielt unter anderem darauf ab, Art und Ausmaß von Lohn- und Arbeitsmarktverkrustungen zu ermitteln. Drittens hat das WDN eine Befragung von Unternehmen ins Leben gerufen, um Aufschluss über deren wichtigste Lohnsetzungsmechanismen zu erhalten. Eine Meta-Analyse aller Erkenntnisse schließlich soll die zentralen Schlussfolgerungen der Forschung hervorbringen und die entsprechenden Implikationen für die Politik herausstellen. Die Ergebnisse des WDN werden auf einer Konferenz im Juni 2008 vorgestellt.

Das Vorhandensein lang andauernder Divergenzen bei der Inflation und beim Arbeitskostenanstieg im Euro-Währungsgebiet lässt sich durch mehrere immanent miteinander verwobene Faktoren erklären.<sup>30</sup> Zu unterscheiden ist insbesondere zwischen Faktoren, die mit dem Prozess der Konvergenz und der wirtschaftlichen Integration zusammenhängen, Faktoren, die mit langjährigen oder permanenten Unterschieden der nationalen Wirtschaftsstrukturen verbunden sind, und politisch bedingten Faktoren, die sich aus der Durchführung und Wirkungsweise nationaler finanz-, struktur- bzw. lohnpolitischer Maßnahmen oder aus den verschiedenen regionalen Reaktionen auf euroraumweite Politikmaßnahmen ergeben.

Was zunächst die Faktoren in Bezug auf die Konvergenz und die Wirtschaftsintegration anbelangt, so trugen die Schaffung des europäischen Binnenmarkts in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre und die anschließende Einführung der Gemeinschaftswährung im Jahr 1999 vor allem bei den handelbaren Gütern zu einer deutlichen Verringerung des Preisniveaufalles bei. In den ersten Jahren nach der Euro-Einführung dürften die Inflationsunterschiede unter anderem der Preiskonvergenz auf ein langfristiges gemeinsames Niveau für handelbare Güter zuzuschreiben gewesen sein.

Zu den Unterschieden in der Teuerungsrate der Euro-Länder kann es auch infolge einer Preisniveauekonvergenz bei den nicht handelbaren Waren und Dienstleistungen<sup>31</sup> kommen. Dieser Aufholeffekt hängt häufig mit Differenzen zwischen dem Produktivitätswachstum im Sektor der gehandelten und der nicht gehandelten Waren und Dienstleistungen zusammen oder allgemeiner ausgedrückt, mit der Konvergenz des Lebensstandards gemessen am Pro-Kopf-BIP der einzelnen Volkswirtschaften. So verzeichnen Länder, die gegenüber anderen Ländern (mit relativ höherem Produktivitätszuwachs im Sektor der handelbaren Güter) ausgeprägte sektorale Unterschiede in der Produktivitätsentwicklung aufweisen, dem Balassa-Samuelson-Effekt zufolge einen tendenziell stärkeren Lohn- und Inflationsanstieg im Sektor der nicht handelbaren Güter. Innerhalb einer

**Einige Differenzen ergeben sich aus der Preisniveauekonvergenz**

30 Siehe EZB, Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum, Monatsbericht Mai 2005.

31 Nicht handelbar sind Waren und Dienstleistungen, die überwiegend lokal gehandelt werden.

Währungsunion, in der eine nominale Aufwertung des Wechselkurses nicht möglich ist, würde in einem solchen Land eine höhere relative Gesamtinflation vorherrschen. Die empirischen Untersuchungen zu diesem Effekt ergeben allerdings ein uneinheitliches Bild.

Inflations- oder Preisniveaudifferenzen können zweitens auch aus normalen strukturellen Unterschieden wie der Heterogenität der Konsumpräferenzen und dem unterschiedlichen Ausmaß, in dem die einzelnen Länder von Änderungen des Euro-Wechselkurses und der Rohstoffpreise betroffen sind, resultieren. Vor allem aber können Divergenzen hinsichtlich des Offenheitsgrads und der Zusammensetzung des internationalen Handels Erklärungsfaktoren der Inflationsdifferenzen sein.

Drittens können euroraumweite wie auch regionale Politikmaßnahmen den Grad der Heterogenität in einer Währungsunion beeinflussen. Beispielsweise kann die Finanzpolitik durch den unangemessenen Einsatz fiskalischer Instrumente ein bestehendes Inflationsgefälle verstärken (siehe Abschnitt 4.2). Strukturelle Rigiditäten und eine unvollständige Umsetzung des Binnenmarkts können größere Preisdivergenzen zur Folge haben als dies bei einem höheren Maß an grenzüberschreitendem Wettbewerb und wirtschaftlicher Integration der Fall ist. Auch auf nationaler oder regionaler Ebene durchgeführte struktur- und lohnpolitische Maßnahmen können Inflationsdifferenzen nach sich ziehen. Die in manchen Euro-Ländern üblichen Indexklauseln in Tarifverträgen können zum Beispiel notwendige Anpassungen verzögern und so zum Fortbestand von Inflationsdifferenzen beitragen, weil sie in diesen Ländern den Beharrungstendenzen der Inflation Vorschub leisten.

Aufgrund des anhaltenden Inflationsgefälles entwickelten sich die nationalen Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den Ländern des Euroraums sehr unterschiedlich. Diesbezüglich bilden die Harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit, die auf Basis des gewichteten Durchschnitts der mit dem HVPI deflationierten relativen Preise erstellt werden, eine Messgröße, mit der sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der einzelnen Euro-Länder vergleichen lässt.<sup>32</sup> Abbildung 6 zeigt, dass Deutschland, Österreich und Finnland im Zeitraum von 1999 bis 2007 eine sehr geringe Steigerung ihres Harmonisierten Wettbewerbsindikators verzeichneten, was auf nur geringe Verluste bei dieser Messgröße der preislichen Wettbewerbsfähigkeit hindeutet. In Irland und Spanien fiel die Erhöhung dieses Indikators dagegen besonders kräftig aus. Die Entwicklung der relativen Lohnstückkosten ergibt ein ähnlich heterogenes Bild der Wettbewerbsfähigkeit in den einzelnen Euro-Ländern. Änderungen der relativen Preise oder Kosten stellen einen der wichtigsten Anpassungskanäle innerhalb des Eurogebiets dar. Eine Verringerung der Lohnstückkosten ist durchaus keine „Beggartthy-neighbour“-Politik. Vielmehr führt ein Rückgang der Arbeitskosten zu einem Nachlassen des Inflationsdrucks, was tendenziell euroraumweit zu niedrigeren Zinsen beitragen dürfte. Eine nachhaltige Kostenrückführung hat einen positiven Effekt auf die strukturelle Beschäftigung, der über die Vorteile, die sich aus einer erhöhten Wettbewerbsfähigkeit und einer besseren Handelsbilanz ergeben, hinausgeht. Sofern anhaltende Verluste der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit nicht mit Anpassungen der Gleichgewichtspreise und -kosten einhergehen, können sie das Wachstum und die Beschäftigung wie auch die Handels- und Leistungsbilanz negativ beeinflussen (siehe Abbildung 7).<sup>33</sup>

32 Siehe EZB, Die Einführung von Harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit für die Länder des Euro-Währungsgebiets, Kasten 6, Monatsbericht Februar 2007. Bei zukünftigen Erweiterungen dieser Reihe von Harmonisierten Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit wird es sinnvoll sein, die derzeit verwendeten Indikatoren auf Basis von Verbraucherpreisentwicklungen mit Indikatoren auf Basis von Deflatoren zu vergleichen, die weniger nicht gehandelte Produkte und Dienstleistungen umfassen, da diese möglicherweise enger mit der Wettbewerbsfähigkeit des Außenwirtschaftssektors der Länder verbunden sind.

33 Siehe EZB, Die Leistungsbilanzsalden in den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets aus der Perspektive von Ersparnis und Investitionen, Kasten 3, Monatsbericht Juli 2007.

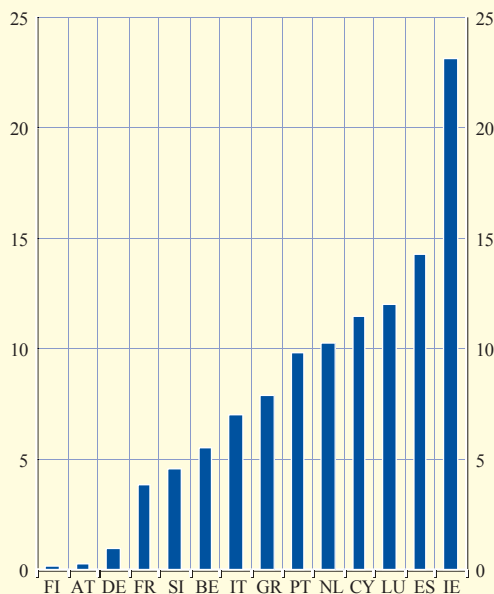
Einige Differenzen gehen auf eine unangemessene Politik zurück

Differenzen können Verluste der Wettbewerbsfähigkeit und des Produktionswachstums verursachen



Abbildung 6 Harmonisierte Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit in den Ländern des Euro-Währungsgebiets 1999–2007

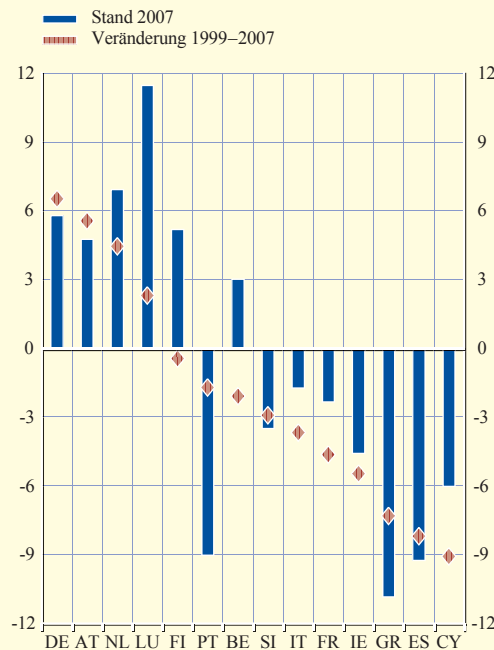
(kumulierte Veränderung in %)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Eurostat-Daten.  
Anmerkung: Von der EZB ermittelt, mit dem VPI deflationierter gewichteter Durchschnitt der relativen Inflationsraten gegenüber einer Gruppe von 44 Handelspartnern und Ländern des Euro-Währungsgebiets. Ein Anstieg bedeutet eine reale effektive Aufwertung, d. h. einen Rückgang dieses Indikators der nationalen Wettbewerbsfähigkeit. Die Länder sind nach Indikatoranstieg angeordnet.

Abbildung 7 Leistungsbilanzpositionen 2007 und kumulierte Veränderungen in den Ländern des Euro-Währungsgebiets 1999–2007

(Stände in % des BIP und kumulierte Veränderungen in Prozentpunkten gemessen am BIP)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von Daten der Europäischen Kommission.

Abschließend ist festzuhalten, dass die Persistenz von Inflations- und Wachstumsdifferenzen über längere Zeiträume hinweg oftmals ein Gleichgewichtsphänomen darstellen kann, das durch einen Aufholprozess oder Trendunterschiede im Potenzialwachstum bestimmt wird. Wenn sie aber durch strukturelle Ineffizienzen oder unzureichend abgestimmte einzelstaatliche Politikmaßnahmen (darunter auch die Lohnsetzung) bedingt ist, können solche Differenzen Anlass zur Sorge sein. Da im Euro-Währungsgebiet eine nationale Geld- und Wechselkurspolitik keine verfügbare Option mehr ist, muss gewährleistet werden, dass die verbleibenden Mechanismen zur Anpassung an Schocks einwandfrei funktionieren. Rigiditäten im Lohn- und Preissetzungsmechanismus oder eine anhaltend übermäßige Lohnentwicklung können die erforderlichen Anpassungen der relativen Preise nach ökonomischen Schocks verzögern und in einigen Ländern den Anstoß zu einer lange andauernden Phase mit relativ hoher Inflation geben. Dies wiederum könnte zu einem Aufbau binnenwirtschaftlicher Ungleichgewichte und einem Verlust der Preis- und Kostenwettbewerbsfähigkeit im Eurogebiet beitragen, wodurch auch das Wachstum und die Beschäftigung in Mitleidenschaft gezogen werden könnten. Das effiziente und reibungslose Funktionieren der wirtschaftlichen Anpassungen innerhalb des Euroraums erfordert den Abbau institutioneller Hemmnisse, die flexiblen Preis- und Lohnsetzungsmechanismen im Wege stehen, die Vollendung des Binnenmarkts und damit einen stärkeren inländischen wie auch grenzüberschreitenden Wettbewerb (siehe Abschnitt 4.1) sowie eine umsichtige Finanzpolitik.

**Beharrliche Differenzen  
müssen abgebaut werden**

Eine solide Politik ist auch für diejenigen Länder von zentraler Bedeutung, die einen Beitritt zum Euro-Währungsgebiet erst noch anstreben. Auf die Erweiterung des Euroraums wird im folgenden Abschnitt näher eingegangen.

#### 4.4 ERWEITERUNG DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Im Folgenden werden die Erweiterung des Euro-Währungsgebiets seit 1999 und der aktuelle Stand bezüglich weiterer Beitritte zum Euroraum dargestellt. Darüber hinaus wird auf die Notwendigkeit einer dauerhaften Konvergenz als Vorbedingung für eine Mitgliedschaft hingewiesen (siehe auch Kapitel 2).

##### DREI ERWEITERUNGRUNDEN

Wie bereits in Kapitel 2 erwähnt, hat es seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 durch 11 EU-Mitgliedstaaten drei Erweiterungsrounden im Eurogebiet gegeben, die die Zahl der Mitglieder auf 15 ansteigen ließen.

##### KÜNFTIGE ERWEITERUNGEN

Momentan gibt es 12 EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben und beträchtliche Unterschiede in ihrem Rechts- und Konvergenzstatus aufweisen. So haben vor allem Dänemark und das Vereinigte Königreich eine durch eine „Opting-out-Klausel“ begründete Sonderstellung, wonach der für den Beitritt erzielte Grad der Konvergenz nur auf ihren Antrag hin geprüft wird.

Alle anderen zehn Länder (Bulgarien, die Tschechische Republik, Estland, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, die Slowakei und Schweden) sind EU-Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt. Dies bedeutet, dass sie verpflichtet sind, den Euro früher oder später einzuführen. Der genaue Zeitplan und der beste Konvergenzpfad zur Einführung der Gemeinschaftswährung unterliegen jedoch einer einzelfallbezogenen Prüfung.

Um den Euro einführen zu können, muss die Währung des künftigen Euro-Landes vor der Konvergenzprüfung mindestens zwei Jahre ohne starke Spannungen am WKM II teilgenommen haben, wobei auch die anderen „Maastricht-Kriterien“ einzuhalten sind.

Fünf der derzeit nicht im Euro-Währungsgebiet vertretenen EU-Mitgliedstaaten nehmen am WKM II teil. Die Länder traten dem Mechanismus zu verschiedener Zeit bei, und einige gingen einseitige Wechselkursbindungen ein. Am 1. Januar 1999 wurde Dänemark Mitglied des WKM II, wobei eine Schwankungsbandbreite von  $\pm 2,25\%$  um den Leitkurs der dänischen Krone festgelegt wurde. Am 28. Juni 2004 folgten Estland, Litauen (und auch Slowenien). Sowohl Estland als auch Litauen traten dem WKM II mit einem Schwankungsband von  $\pm 15\%$  bei. Zusätzlich beschlossen die beiden Länder, ihre jeweilige Currency-Board-Regelung im Rahmen einer einseitigen Bindung fortzuführen. Am 2. Mai 2005 schloss sich Lettland (gemeinsam mit Zypern und Malta) dem Mechanismus an. Auch Lettland beschloss, mit einer Schwankungsbandbreite von  $\pm 15\%$  am WKM II teilzunehmen, behielt aber im Zuge einer einseitigen Bindung sein Schwankungsband von  $\pm 1\%$  bei. Seit dem 25. November 2005 nimmt die Slowakei mit einer Schwankungsbandbreite von  $\pm 15\%$  am WKM II teil.

**12 EU-Mitgliedstaaten  
haben den Euro noch  
nicht eingeführt**

**Fünf Länder im WKM II**

**Tabelle 9 Pläne zur monetären Integration in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Währungsgebiets**

| Land                   | Pläne zum WKM-II-Beitritt   | Pläne zur Euro-Einführung   |
|------------------------|---|---|
| Bulgarien              | Baldmöglichst.  | Baldmöglichst angestrebt.   |
| Tschechische Republik  | Teilnahme am WKM II nur für die Mindestzeit von zwei Jahren vor Eintritt in die WWU. Inflationssteuerung wird bis zur Vollendung der monetären Integration beibehalten. Die Befähigung zur Teilnahme am WKM II und am Euro-Währungsgebiet wird jährlich gemeinsam von der Regierung und der nationalen Zentralbank beurteilt. | Die jüngste Aktualisierung der von den zuständigen Behörden im August 2007 gebilligten „Czech Republic's euro area accession strategy“ besagt, dass einige Bedingungen, die zur Ausnutzung der Vorteile der Euro-Einführung erforderlich sind, noch keine zufriedenstellenden Parameter aufweisen. Hindernisse ergeben sich vor allem aus der Notwendigkeit, die Flexibilität der Wirtschaft zu erhöhen und die Haushaltskonsolidierung voranzutreiben. |
| Dänemark               | Nimmt bereits teil.   | Derzeit nicht geplant. Das Referendum zur Euro-Einführung vom September 2000 führte zu einer Ablehnung von 53 %.  |
| Estland                | Nimmt bereits teil.   | Baldmöglichst angestrebt.   |
| Lettland               | Nimmt bereits teil.   | Baldmöglichst angestrebt.   |
| Litauen                | Nimmt bereits teil.   | Baldmöglichst angestrebt.   |
| Ungarn                 | Das aktualisierte Konvergenzprogramm enthält keine Zeitangabe zum angestrebten WKM-II-Beitritt. Es legt lediglich fest, dass eine Teilnahme am WKM II von der Wiederherstellung der haushaltspolitischen Glaubwürdigkeit abhängig gemacht werden sollte.  | Das Konvergenzprogramm enthält keine Zeitangabe für den angestrebten Beitritt zum Euro-Währungsgebiet.  |
| Polen                  | Teilnahme am WKM II nur für die Mindestzeit von zwei Jahren. Keine explizite Zeitangabe zum angestrebten WKM-II-Beitritt.   | Das Konvergenzprogramm enthält keine Zeitangabe für die angestrebte Einführung des Euro.  |
| Rumänien               | Dem Konvergenzprogramm von 2007 zufolge ist ein Beitritt zum WKM II nicht vor 2012 geplant. Verbleib im WKM II nur für die erforderliche Mindestzeit vor Einführung des Euro angestrebt.  | Nicht vor 2014.   |
| Slowakei               | Nimmt bereits teil.   | Erreichen der finanzpolitischen Referenzwerte für 2007, Beitritt zum Euro-Währungsgebiet für 2009 vorgesehen.   |
| Schweden               | Derzeit nicht geplant.  | Derzeit nicht geplant. Das Referendum zur Euro-Einführung vom September 2003 führte zu einer Ablehnung von 56 %.  |
| Vereinigtes Königreich | Derzeit nicht geplant.  | Sobald die fünf Tests der Regierung erfüllt sind.   |

Quelle: ESZB.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind Bulgarien, die Tschechische Republik, Ungarn, Polen, Rumänien und Schweden die einzigen EU-Mitgliedstaaten mit einer Ausnahmeregelung, die sich dem Wechselkursmechanismus noch nicht angeschlossen haben (siehe Tabelle 9).

## ERFORDERNIS EINER DAUERHAFTEN KONVERGENZ

Um dem Euro-Währungsgebiet beitreten zu können, müssen die Mitgliedstaaten eine Reihe rechtlicher und wirtschaftlicher Konvergenzkriterien erfüllen. Wenn die Länder die Konvergenzkriterien auf Dauer einhalten, ist gewährleistet, dass sie sich reibungslos in die Währungsunion integrieren lassen. Dieses Verfahren ist fest in wirtschaftlichen Argumenten verankert. Mit der Aufnahme eines Landes in den Euroraum verliert es die Möglichkeit, sich der Zinspolitik zu bedienen. Da geldpolitische Beschlüsse in der WWU unter Berücksichtigung der Wirtschaftslage im Eurogebiet insgesamt getroffen werden, ist eine nachhaltige wirtschaftliche Konvergenz von-

**Vorteile einer dauerhaften  
Konvergenz**

nöten, um sicherzustellen, dass die Volkswirtschaft eines Landes für den Beitritt zur Währungsunion ausreichend gewappnet ist.

Von der Einführung des Euro kann ein Land, das eine dauerhafte Konvergenz erreicht hat, erheblich profitieren. Zu den Vorteilen zählen die Ausschaltung des Wechselkursrisikos gegenüber den wichtigsten Handelspartnern, die Verringerung von Transaktions- und Informationskosten, ein höherer Schutz gegen bestimmte Finanzmarktstörungen und ein Rückgang der Risikoprämien und Langfristzinsen aufgrund eines glaubwürdigen Handlungsrahmens der Finanz- und Geldpolitik. Für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes – wie auch für die EU – besteht der größte Nutzen einer Erweiterung des Euroraums in der Vollendung des Binnenmarkts für Waren, Dienstleistungen und Kapitalgüter. Diese Vorzüge würden sich allerdings bei einer verfrühten Einführung des Euro, die einem Land auf mancherlei Art Schaden zufügen könnte, nicht einstellen. Unterschiede im Konjunkturzyklus können auf Länderebene (aus Sicht der wirtschaftlichen Stabilisation wie auch der Ressourcenallokation) zu „suboptimalen“ Zinssätzen und dem Entstehen von lokalen „Blasen“ oder „Krisen“ führen. Wenn die Konvergenz in einem Land nicht auf Dauer angelegt ist, kann dies zu Problemen mit der Wettbewerbsfähigkeit führen, die nicht mehr durch Wechselkursanpassungen gelöst werden können. Ist die Lohn- und Preisflexibilität, die für eine angemessene Reaktion auf Veränderungen der Wettbewerbsfähigkeit oder auf Schocks erforderlich ist, unzureichend, ergäbe sich auch das Risiko lang anhaltender ökonomischer Verluste. Für das Eurogebiet insgesamt könnte eine verfrühte Euro-Einführung den Verlust der Glaubwürdigkeit des Projektes WWU bedeuten.

In ihren Konvergenzberichten betont die EZB,<sup>34</sup> dass die Konvergenz nicht nur zu einem bestimmten Zeitpunkt, sondern dauerhaft gewährleistet sein muss. Aus diesem Grund beschäftigen sich die Länderberichte ausführlich mit der Nachhaltigkeit der Konvergenz. Dabei wird die Wirtschaftsentwicklung der betreffenden Länder im Rückblick betrachtet, und zwar grundsätzlich im Zeitraum der vergangenen zehn Jahre. Auf diese Weise lässt sich exakter ermitteln, inwieweit die aktuellen Fortschritte auf echte strukturelle Anpassungen zurückzuführen sind, wodurch sich wiederum die Dauerhaftigkeit der wirtschaftlichen Konvergenz besser einschätzen lässt. Zudem wird, soweit dies zweckmäßig erscheint, eine vorausschauende Perspektive eingenommen. Hierbei wird insbesondere auf die Tatsache hingewiesen, dass die Nachhaltigkeit einer günstigen Wirtschaftsentwicklung entscheidend von angemessenen und langfristigen politischen Maßnahmen zur Bewältigung bestehender wie auch zukünftiger Herausforderungen abhängt. Alles in allem wird betont, dass für die Gewährleistung einer dauerhaften wirtschaftlichen Konvergenz das Erreichen einer soliden Ausgangsposition, aber auch der nach der Einführung des Euro eingeschlagene politische Kurs von Bedeutung sind.

Die rechtlichen Konvergenzkriterien verpflichten künftige Euro-Länder, die gesetzlichen Grundlagen für eine Teilnahme an der Währungsunion zu schaffen, wobei die Unabhängigkeit der Zentralbanken als Dreh- und Angelpunkt anzusehen ist.

Die wirtschaftlichen Konvergenzkriterien sorgen dafür, dass die Bewerberländer wirtschaftliche Bedingungen schaffen, die der Gewährleistung von Preisstabilität und der Kohärenz des Eurogebiets zuträglich sind. Das Analyseschema erfasst die Entwicklung der Preise, der öffentlichen Finanzierungssalden und Schuldenstände, der Wechselkurse und der Langfristzinsen sowie andere

<sup>34</sup> Siehe EZB, Konvergenzbericht, Mai 2008.

Faktoren. Bei der Anwendung dieser Kriterien werden einige allgemeine Regeln zugrunde gelegt:

1. Die einzelnen Kriterien werden strikt ausgelegt und angewandt.
2. Die Kriterien stellen ein kohärentes und integriertes Verfahren dar. Sie müssen ausnahmslos erfüllt werden. Der EG-Vertrag führt die Kriterien gleichberechtigt auf und legt keine Rangordnung nahe.
3. Die Kriterien sind auf der Grundlage harter Daten zu erfüllen.
4. Die Anwendung der Kriterien sollte konsistent, transparent und einfach sein.
5. Die Konvergenz muss nicht nur zu einem bestimmten Zeitpunkt, sondern auf Dauer erreicht werden.

Sobald ein Land die rechtlichen und wirtschaftlichen Kriterien nachhaltig erfüllt, tritt es dem Euro-Währungsgebiet bei. Mit der Einführung des Euro ist es allerdings noch nicht getan. Die Teilnahme am Euroraum ist für sich genommen noch kein Rezept zum Erfolg. Vielmehr müssen die Länder nach der Euro-Einführung auch die richtige Politik verfolgen, um in der Währungsunion gedeihen zu können (siehe Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3).

#### 4.5 HERAUSFORDERUNGEN UND AUSBLICK

Die vorangegangenen Abschnitte haben gezeigt, dass das reibungslose Funktionieren des Euro-Währungsgebiets eindeutig wirtschaftliche Flexibilität und Integration voraussetzt, da die einzelnen Volkswirtschaften oder Regionen von spezifischen Ereignissen betroffen sein können. Außerdem ist der Euroraum ständigen Schocks und Herausforderungen ausgesetzt, etwa in Bezug auf den weltweiten Wettbewerb oder die Entwicklung der Energiepreise. Zugleich steht in einer Währungsunion auf nationaler Ebene keine Geld- und Wechselkurspolitik mehr zur Verfügung. Um zu vermeiden, dass ein Land oder eine Region des Euroraums nach Auftreten eines spezifischen oder asymmetrischen Schocks entweder in eine Periode anhaltend geringen Wachstums und hoher Arbeitslosigkeit oder in eine dauerhafte Überhitzungsphase eintritt, müssen andere effiziente Anpassungsmechanismen vorhanden sein.

Die jüngste Zunahme der Erwerbsbeteiligung und Beschäftigung ist eine vielversprechende Entwicklung, die zeigt, dass frühere Arbeitsmarktreformen, Zuwanderung und Lohnzurückhaltung dazu beigetragen haben, einige der von unflexiblen und überregulierten Arbeitsmärkten herrührenden Wachstumshemmnisse zu überwinden. Dies beweist auch, dass eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik durchaus mit der Schaffung von Arbeitsplätzen und einer geringen Arbeitslosigkeit vereinbar ist. Allerdings haben die meisten Euro-Länder ungeachtet dieser Fortschritte ihr Potenzial für weitere Verbesserungen der Erwerbsbeteiligungs- und Beschäftigtenquoten bei weitem noch nicht ausgeschöpft. Strukturbedingte Hindernisse, die von einem starren rechtlichen und regulatorischen Umfeld, einer hohen Besteuerung des Faktors Arbeit und durch Lohnregulierungen verursachten Rigiditäten ausgehen, sorgen immer noch dafür, dass zu viele Menschen davon zurückgehalten werden, aktiv am Arbeitsmarkt teilzunehmen. Die Folge sind zu niedrige Beschäftigungs- und zu hohe Arbeitslosenzahlen.

Zur Steigerung der Beschäftigung, der Produktivität und der Widerstandskraft gegenüber wirtschaftlichen Schocks ist es daher von ganz besonderer Bedeutung, dass die Wirtschaftspolitik in den Ländern des Euroraums im Einklang mit den nachstehenden Grundgedanken weiter entwickelt wird. Erstens müssen die Regierungen und Sozialpartner in der Arbeitsmarktpolitik ihrer

**Die Anpassungsmechanismen müssen effizienter werden, ...**

**... damit das Euro-Währungsgebiet reibungslos funktionieren kann**

**Fortschritte erkennbar, doch weitere Reformen erforderlich**

**Lohndifferenzierung kommt der Beschäftigung zugute**



gemeinsamen Verantwortung gerecht werden und dafür sorgen, dass die Lohnbildung der Arbeitsmarktlage hinreichend Rechnung trägt und weder der Wettbewerbsfähigkeit noch der Beschäftigung schadet. Dies bedeutet, dass die Sozialpartner die auf Unternehmens- und Sektorebene unterschiedlichen Bedingungen berücksichtigen und die Auswirkungen der Tarifabschlüsse auf die Wettbewerbsfähigkeit und damit auch die Beschäftigung in ihrem Unternehmen, ihrer Branche oder Region dämpfen. Eine ausreichende Lohndifferenzierung würde die Beschäftigungschancen von geringer qualifizierten Arbeitnehmern sowie in Regionen und Sektoren mit hoher Arbeitslosigkeit verbessern. Diesbezüglich behindert eine übermäßige Regulierung, wie etwa die Festlegung von Mindestlöhnen, die Schaffung von Arbeitsplätzen insbesondere für junge und geringer qualifizierte Beschäftigte sowie für all diejenigen, denen der Eintritt in den Arbeitsmarkt Probleme bereitet.

**Der Binnenmarkt muss vollendet werden**

Zweitens muss die ordnungsgemäße Funktionsweise der arbeitsmarktseitigen Anpassungen durch die Vollendung des Binnenmarkts – vor allem im Bereich der Dienstleistungen und der Netzwerkindustrien – ergänzt werden. Eine vertiefte Integration der Märkte würde die Preisflexibilität erhöhen, da sie den Wettbewerb fördert und die Gütermärkte öffnet. Ein stärkerer grenzüberschreitender Wettbewerb und die Integration der Märkte der Euro-Länder trügen zu einer Verringerung der Preise bei. Bei regionen- oder länderspezifischen Schocks bzw. abweichenden Konjunkturentwicklungen könnten sie auch die Anpassungsprozesse in den einzelnen Ländern verbessern und dadurch einer zu hohen regionalen Arbeitslosigkeit entgegenwirken.

**Eine solide Finanzpolitik und niedrige Steuern sind wichtig**

Drittens können die Regierungen auf nationaler Ebene einen wesentlichen Beitrag dazu leisten, das angemessene Funktionieren der Anpassungsmechanismen innerhalb des Euroraums zu gewährleisten, wenn sie eine gut ausgestaltete, nachhaltige Finanzpolitik verfolgen, die die im Stabilitäts- und Wachstumspakt enthaltenen Zielsetzungen beherzigt. Zudem kann und soll die Finanzpolitik auch das langfristige Wachstum unterstützen, indem sie für eine bessere Qualität der Ausgaben und einen Abbau wirtschaftlicher Fehlanreize in den Steuersystemen sorgt. In diesem Zusammenhang ist von besonderer Bedeutung, dass sich die Finanzpolitik auf die Herausforderungen, die aus der demografischen Alterung resultieren, vorbereitet. Hohe und ineffiziente Staatsausgaben können die Konjunktur bremsen, da sie der Volkswirtschaft eine hohe Steuerlast aufbürden und Ressourcen in unproduktive Bereiche lenken. Ebenso üben höhere administrierte Preise, indirekte Steuern und Mindestlöhne tendenziell einen verstärkten Inflationsdruck aus und erschweren die Durchführung der Geldpolitik.

**Lissabon-Strategie noch immer von zentraler Bedeutung**

Viertens müssen die im Rahmen der Lissabon-Strategie festgelegten Reformen, die auf eine Verbesserung der langfristigen Wachstumsaussichten sowie der Beschäftigung und Produktivität im Euroraum abzielen, umgesetzt werden. Dies würde die Anpassungsmechanismen in den einzelnen Ländern, Regionen oder Sektoren stärken und ist daher ein wesentlicher Faktor, um die allgemeine Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft des Eurogebiets bei ökonomischen Schocks steigern zu können.

Fünftens muss in den Euro-Ländern die Entwicklung der Wettbewerbsfähigkeit hinsichtlich der Preise wie auch der Lohnstückkosten genau verfolgt werden. Anhaltende Verluste der relativen Kostenwettbewerbsfähigkeit können auch durch verschiedene strukturelle Rigiditäten bedingt sein, die eine Trägheit der Preis- und Lohnsetzung sowie einen übermäßigen Anstieg der Arbeitskosten mit sich bringen. Wenn ein derartiges Phänomen festgestellt wird, ist es für alle Beteiligten (den Privatsektor, die Sozialpartner und die nationalen Behörden) wichtig, in ihrer eigenen Entscheidungsfindung so klar als möglich zu sein, um relative Verluste der Wettbewerbsfähigkeit zu

verhindern, die wirtschaftlich nicht gerechtfertigt wären und somit zu einem späteren Zeitpunkt das Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen beeinträchtigen würden.

Diejenigen Länder schließlich, die den Euro noch einführen möchten, sind gut beraten, die obigen Herausforderungen in ihren Konvergenzprogrammen ernst zu nehmen und sich sorgfältig auf ihren Beitritt zum Euro-Währungsgebiet vorzubereiten.

## WIRTSCHAFTS- POLITISCHE HERAUS- FORDERUNGEN UND ERWEITERUNG

**Veränderungen der Wett-  
bewerbsfähigkeit müssen  
beobachtet werden**





## 5 DER EINFLUSS DES EURO AUF HANDELS- UND KAPITALSTRÖME UND SEINE INTERNATIONALE ROLLE

*Das Euro-Währungsgebiet hat sich gegenüber dem Rest der Welt gemessen am Handel und an den internationalen Vermögenspositionen seit dem Jahr 1998 noch weiter geöffnet. Parallel dazu hat auch die Handels- und Kapitalverflechtung zwischen den Euro-Ländern zugenommen: Innerhalb des Euroraums war in Relation zum BIP eine Zunahme des grenzüberschreitenden Waren- und Dienstleistungsverkehrs um etwa 10 Prozentpunkte zu verzeichnen, was zum Teil der Einführung des Euro zugeschrieben werden kann. Die gemeinsame Währung hat darüber hinaus den Wettbewerb und die Konvergenz der Preise im Handel zwischen Euro-Ländern gefördert, was sich auch künftig fortsetzen dürfte. Was den Kapitalverkehr anbelangt, hat der Euro die Direktinvestitionen angekurbelt – insbesondere grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen im verarbeitenden Gewerbe – sowie die grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen innerhalb des Euroraums. Diese stärkere Kapitalverflechtung zwischen den Euro-Ländern wurde durch eine Reihe mit dem Euro zusammenhängender Faktoren begünstigt; dazu zählen der Wegfall des Wechselkursrisikos, die Verringerung der Kapitalkosten, die Nutzung gemeinsamer Handelsplattformen und die grenzüberschreitende Fusion von Börsen (z. B. Euronext). Eine weitere Dimension des Euro betrifft seine Verwendung außerhalb des Euroraums: Während der letzten zehn Jahre ist die Bedeutung des Euro auf den internationalen Märkten etwas gewachsen, doch die Entwicklung verlief graduell und hat in einzelnen Marktsegmenten anscheinend nachgelassen. Darüber hinaus konzentriert sich die internationale Verwendung in geografischer Hinsicht auf die nähere Umgebung des Eurogebiets. Diese internationalen Dimensionen des Euroraums unterstreichen die Notwendigkeit eines engen Dialogs zwischen dem Eurosystem und Zentralbanken in anderen Teilen der Welt. Der Dialog findet über verschiedene bilaterale und multilaterale Kanäle statt. Das vorliegende Kapitel gliedert sich wie folgt: Abschnitt 5.1 beleuchtet die Handels- und Wettbewerbseffekte des Euro, und in Abschnitt 5.2 folgt eine Analyse des Einflusses des Euro auf den internationalen Kapitalverkehr. Abschnitt 5.3 gibt einen Überblick über die Entwicklung der internationalen Rolle des Euro, und Abschnitt 5.4 befasst sich mit der internationalen Zusammenarbeit des Euroraums, wobei der Schwerpunkt auf der Rolle der EZB liegt.*

### 5.1 WARENHANDEL UND DIENSTLEISTUNGSVERKEHR DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Das Euro-Währungsgebiet ist insbesondere im Vergleich mit den anderen beiden führenden Wirtschaftsräumen der Welt – den Vereinigten Staaten und Japan – relativ offen. Im Jahr 2006 entsprach hier der Gesamtwert der Im- und Exporte von Waren und Dienstleistungen etwa 42 % des BIP, verglichen mit rund 32 % in Japan und 28 % im Fall der Vereinigten Staaten. Außerdem steuerte der Euroraum 18 % des Wertes der globalen Exporte bei; im Vergleich dazu kamen aus den Vereinigten Staaten ungefähr 12 %, aus Japan 6 % und aus den zehn größten ölexportierenden Ländern 10 %. Darüber hinaus ist der außenwirtschaftliche Offenheitsgrad des Euro-Währungsgebiets insbesondere aufgrund der rasch wachsenden Handelsverflechtung mit den neuen EU-Mitgliedstaaten und China seit dem Jahr 1998 deutlich gestiegen (um 11 Prozentpunkte).

Seit 1998 hat der Handel zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets stark zugenommen. Der Wert der Warenein- und -ausfuhren unter den Teilnehmern ist von rund 26 % des BIP im Jahr 1998, dem Jahr vor der Einführung des Euro, auf 33 % des BIP im Jahr 2007 gestiegen, währenddessen sich der entsprechende Anteil im Dienstleistungsverkehr von 5 % auf 7 % des BIP erhöhte. Der Handel zwischen den einzelnen Euro-Ländern machte im Jahr 2007 etwa die Hälfte ihres gesamten grenzüberschreitenden Handels aus.

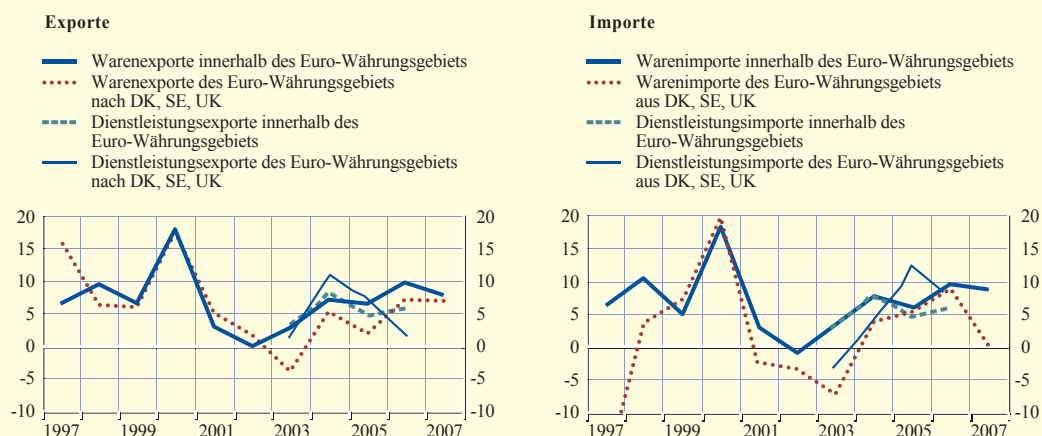
Die Entwicklung des Handels des Euroraums mit Dänemark, Schweden und dem Vereinigten Königreich zeigt, dass der Handel innerhalb des Euroraums durch den Euro zusätzliches Momen-

**Euro-Währungsgebiet  
verglichen mit den USA und  
Japan ein relativ offener  
Wirtschaftsraum**

**Handel zwischen Euro-  
Ländern seit 1998 stark  
gestiegen**

**Abbildung 1 Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets verglichen mit dem Handel des Euro-Währungsgebiets mit Dänemark, Schweden und dem Vereinigten Königreich (1996–2007)**

(Werte; Veränderung gegen Vorjahr)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Schätzungen für 2007 beruhen auf den Daten für das erste Halbjahr 2007. Daten zum Dienstleistungsverkehr liegen erst ab 2002 vor.

tum erfahren hat, das über die positiven Impulse des fortschreitenden Integrationsprozesses im EU-Binnenmarkt hinausgeht. Seit 1998 liegt das jährliche Wachstum der Warenexporte aus dem Euro-Währungsgebiet in die drei genannten EU-15-Länder, die den Euro nicht eingeführt haben, um durchschnittlich 3 % unter der jährlichen Zunahme der Ausfuhren innerhalb des Euroraums. Zugleich sind die Einfuhren des Euroraums aus diesen drei Ländern um durchschnittlich 2 % weniger gestiegen als die Einfuhren innerhalb des Euroraums. Der Dienstleistungsverkehr zwischen den Euro-Ländern ist in jährlicher Betrachtung hingegen langsamer gewachsen als der Dienstleistungsaustausch mit diesen drei nicht am Euroraum teilnehmenden Ländern (siehe Abbildung 1). Mögliche Erklärungen dafür sind zum Teil die stärkere Spezialisierung des Vereinigten Königreichs auf Dienstleistungen und der nach wie vor sehr fragmentierte EU-Binnenmarkt für Dienstleistungen.

Im Weiteren werden die Auswirkungen der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) gestützt auf einer Reihe empirischer Studien eingehender analysiert, um die handelsfördernden Effekte des Euro von den Folgen anderer für den letzten Zehnjahresabschnitt prägender Entwicklungen (darunter z. B. die fortschreitende Integration in der EU und der anhaltend schnelle Globalisierungsprozess) zu unterscheiden.

### HANDELSFÖRDERNDE EFFEKTE DES EURO IM GÜTERVERKEHR

Unter sonst gleichen Bedingungen ist bei Errichtung einer Währungsunion von einer Belebung des Handels zwischen den Mitgliedsländern auszugehen, da Wechselkursschwankungen und die hieraus resultierende Unsicherheit bezüglich der Ertrags- und Gewinnentwicklung entfallen. Die Bildung einer Währungsunion dürfte den Handel zwischen den Teilnehmern darüber hinaus zusätzlich antreiben („Rose-Effekt“<sup>1</sup>).

1 Der „Rose-Effekt“ bezieht sich auf die erstmals von dem Ökonomen Andrew Rose postulierte These, dass die Steigerung der Handelsintensität infolge des Zusammenschlusses zu einer Währungsunion über den Effekt hinausgehen könnte, der sich durch die Ausschaltung des Wechselkursrisikos ergibt. Andrew K. Rose, One money, one market: the effect of currency unions on trade, in: Economic Policy 30, 2000, S. 7–46.

**Euro kurbelt Handel zwischen den Euro-Ländern um durchschnittlich 2 % bis 3 % an**



Der Einfluss des Euro auf den Warenhandel ist in den letzten Jahren verstärkt empirisch erforscht worden; eine Quantifizierung der Wirkungen auf den Dienstleistungsverkehr scheiterte hingegen bisher an den spärlichen Daten. Es herrscht breite Übereinstimmung darüber, dass der Euro den Handel im Euroraum belebt hat. Allerdings gehen die Schätzungen über das Ausmaß dieses Effekts vor allem aufgrund unterschiedlicher Analysekonzepte stark auseinander. Mittlerweile scheint unter Ökonomen Konsens zu bestehen, dass die Gemeinschaftswährung das Wachstum des Handels zwischen den Euro-Ländern im Schnitt um 2 bis 3 Prozentpunkte erhöht hat.<sup>2</sup> Diese Einschätzung deckt sich mit den aus Abbildung 1 ersichtlichen Hinweisen. Hingegen dürften ältere Schätzungen, die von noch stärkeren Effekten ausgingen, etwas nach oben verzerrt sein. Die anfänglich nur geringe Anzahl von Beobachtungen für die WWU-Phase machte es bis vor kurzem schwierig, die Handelseffekte des Euro, des EU-Binnenmarkts und die Effekte der allgemein gestiegenen Handelsintensität zwischen dem Euroraum und dem Rest der Welt voneinander abzugrenzen.

Die Betrachtung einzelner Wirtschaftszweige zeigt, dass die Ausschaltung des Wechselkursrisikos innerhalb des Euroraums und die damit wegfallende Unsicherheit dem Handel in allen Branchen zugute kam. Hingegen lässt sich der Rose-Effekt – d. h. der von der Einführung der Gemeinschaftswährung ausgehende zusätzliche Impuls – in erster Linie in Bereichen wie dem Maschinenbau und stark differenzierten Konsumgütern wie Nahrungsmitteln und dergleichen feststellen.<sup>3</sup> Da in den meisten dieser Branchen mit dem Einstieg in den Export hohe Markteintrittskosten anfallen, ist es denkbar, dass die Verringerung dieser Kosten ein Wirkungskanal ist, über den der Euro den Handel im Euroraum gestärkt haben dürfte.

Die aktuelle Analyse der Exporte von Unternehmen untermauert diese Einschätzung; sie lässt darauf schließen, dass der Euro bei den Exporten innerhalb des Euroraums insbesondere zu einer Verbreiterung der Produktpalette und nicht so sehr zu einer Ausweitung des Handelsvolumens bei den bereits vor 1999 ausgeführten Produkten beigetragen hat. Darüber hinaus kann die gemeinsame Währung den Handel auch über ein geändertes Preissetzungsverhalten der Exporteure in den Euro-Ländern beeinflusst haben. Die verfügbaren Daten deuten darauf hin, dass es nach der Euro-Einführung für Unternehmen weniger interessant geworden ist, hier über länderspezifische Preise Marktsegmentierung zu betreiben.<sup>4</sup> Parallel dazu hat der Euro auch zur Preiskonvergenz zwischen den Teilnehmern am Euro-Währungsgebiet beigetragen.<sup>5</sup> Insgesamt dürfte der Euro die Transaktions- und Fixkosten im Euroraum angesiedelter Unternehmen gesenkt haben, wobei die Einsparungen über niedrigere Handelspreise zum Teil auch an die Verbraucher weitergegeben wurden.

**Euro dürfte im Euroraum zur Senkung der Kosten von Unternehmen und der Preise von gehandelten Waren geführt haben**

## DER EURO UND DIE WETTBEWERBSFÄHIGKEIT DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Was die Bedeutung der WWU für die Wettbewerbsfähigkeit und für das Potenzial der Unternehmen aus dem Euroraum betrifft, eine führende Rolle auf den Weltmärkten zu spielen, do deuten jüngste Forschungsergebnisse darauf hin, dass der Euro durch die Erleichterung des Handels der Euro-Länder und Fortschritte bei der Vollendung des EU-Binnenmarkts deren Wettbewerbsfähigkeit verbessert hat. Die Euro-Länder gelten nun als attraktivere Standorte für die Exportwirtschaft

**Unternehmen dank Euro wettbewerbsfähiger**

- 2 Siehe z. B. M. Bun und F. Klassen, The euro effect on trade is not as large as commonly thought, in: Oxford Bulletin of Economics and Statistics 69/4, 2007.
- 3 Siehe z. B. R. Baldwin, F. Skudelny und D. Taglioni, The Effect of the Euro: Evidence from Sectoral Studies, Working Paper Nr. 446 der EZB, 2005; S. De Nardis, R. De Santis und C. Vicarelli, The single currency's effects on eurozone sectoral trade: winners and losers?, ISAE, 2007.
- 4 Siehe z. B. A. Berthou und L. Fontagné, The Euro and the Intensive and Extensive Margins of Trade: Evidence from French Firm Level Data, CEPII, 2008; I. Méjean und C. Schwellnus, Does European Integration have an Effect on the Pricing Behaviour of French Exporters?, CEPII, 2007.
- 5 Siehe z. B. N. Allington, P. Kattuman und F. Waldman, One market, one money, one price?, in: Journal of Central Banking, 2005, S. 73–115.

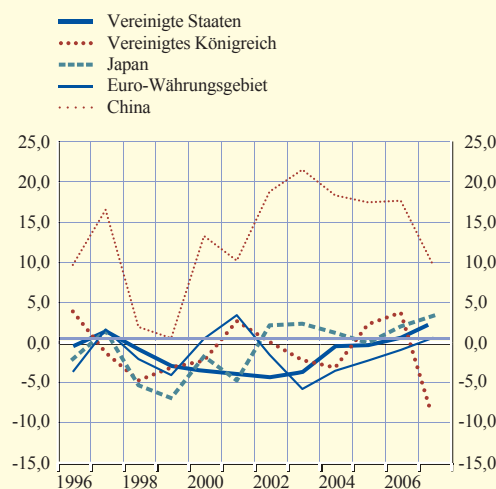
und haben daher verstärkt Unternehmen aus den Nachbarländern angezogen. Ein größerer und stärker integrierter Euroraum gibt Firmen einerseits die Chance, ihren Geschäftsumfang bei sinkenden Grenzkosten zu erweitern, geht in der Regel aber auch mit einem härteren Wettbewerb einher, der wiederum zu einem Ausbau der Produktpalette, Produktivitätsteigerungen und niedrigeren Preisen führt.<sup>6</sup>

Der Euro hat also – unter sonst gleich bleibenden Bedingungen – die Effizienz und damit die Fähigkeit des Euroraums gefördert, sich im Wettbewerb auf den Weltmärkten zu behaupten. Dieser Effekt dürfte allerdings in den einzelnen Euro-Ländern je nach institutioneller Qualität und je nach Zugang zu Technologie, Forschung und Entwicklung unterschiedlich stark ausgeprägt sein.

Parallel zum gestiegenen Wettbewerb innerhalb des Euroraums hat der weltweite Vormarsch kostenmäßig kompetitiver Länder als wichtige Exportnationen den externen Konkurrenzdruck auf die Euro-Länder zusätzlich erhöht.<sup>7</sup> So hat beispielsweise China in den letzten zehn Jahren seinen Anteil am Weltexportmarkt im Durchschnitt um fast 13 % pro Jahr gesteigert (siehe Abbildung 2). Dieser Zunahme steht eine Schrumpfung des Exportmarktanteils des Euroraums (um 1,7 % pro Jahr) und der anderen großen Handelsländer in diesem Zeitraum (jährlicher Rückgang zwischen 1,2 % und 1,7 %) gegenüber. Von den Einbußen waren die einzelnen Euro-Länder jedoch unterschiedlich stark betroffen; ihren Marktanteil ausbauen konnten in diesen Jahren lediglich Irland und Deutschland. Auch im Zeitablauf verlief die Entwicklung unterschiedlich, wobei die größten Einbußen zwischen 2002 und 2004 im Zusammenhang mit dem Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation zu verzeichnen waren.

Die Verluste des Euroraums sind zum Teil automatische Folge des Auftretens neuer Konkurrenten aus Niedriglohnländern, zum Teil dürften sie aber auch mit der Exportspezialisierung des Euroraums zusammenhängen. So scheinen in einigen Euro-Ländern die arbeitsintensiven Branchen, bei denen aufstrebende Volkswirtschaften über einen komparativen Vorteil verfügen, ein etwas zu großes Gewicht zu haben. Positiv ist dagegen anzumerken, dass jüngsten Analysen zufolge Euro-Länder und andere EU-Mitgliedstaaten in den letzten zehn Jahren Marktanteilsgewinne in preislich und qualitativ höherwertigen Segmenten reifer Branchen und Produkte verzeichneten. Dies stand im Gegensatz zu ihrem vergleichsweise schwächeren Abschneiden in anderen Exportkategorien.<sup>8</sup>

**Abbildung 2** Jährliche Veränderung der Exportmarktanteile: Euro-Währungsgebiet, Vereinigtes Königreich, Vereinigte Staaten, Japan und China (Volumenangaben; in Prozentpunkten)



Quellen: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Veränderung der Exportmarktanteile ergibt sich aus der Differenz zwischen der Jahreswachstumsrate des Exportvolumens und der Auslandsnachfrage (wobei die Auslandsnachfrage als länderspezifisch exportgewichtete Summe des ausländischen Importvolumens von Waren und Dienstleistungen definiert ist). Die letzten Angaben beziehen sich auf das Jahr 2007.

**Länder des Euroraums mit weltweit schärferem Kostenwettbewerb konfrontiert**

**Höhere Marktanteile des Euroraums bei technologisch anspruchsvollen Produkten und in traditionellen Segmenten**

6 G. Ottaviano, D. Taglioni und F. di Mauro, Deeper, Wider and More Competitive? Monetary Integration, Eastern Enlargement and Competitiveness in the European Union, Working Paper Nr. 847 der EZB, 2007.  
7 Siehe z. B. EZB, Globalisierung, Handel und die Gesamtwirtschaft des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Januar 2008; F. di Mauro und R. Anderton, The external dimension of the euro area: assessing the linkages, Cambridge University Press, 2007.  
8 L. Fontagné, G. Gaulier und S. Zignago, Specialization Across Varieties and North-south Competition, in: Economic Policy 23/53, 2008, S. 51–91.

## 5.2 INTERNATIONALER KAPITALVERKEHR

Der Euroraum weist auch im Finanzbereich einen relativ hohen Offenheitsgrad aus: im Jahr 2006 summierten sich die internationalen Auslandsaktiva und -passiva des Eurogebiets auf über 150 % des BIP, verglichen mit rund 115 % im Fall der Vereinigten Staaten und 90 % in Japan. Außerdem hat der entsprechende Offenheitsgrad des Euroraums in den letzten Jahren – mit einer Erhöhung der Auslandsaktiva und -passiva um rund 60 % des BIP im Zeitraum 1999 bis 2006 – signifikant zugenommen.

Der Offenheitsgrad der einzelnen Länder des Euroraums ist aufgrund der hohen ausländischen Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen, die zwischen den Euro-Ländern getätigt werden, weitaus höher als der Offenheitsgrad des Euro-Währungsgebiets in seiner Gesamtheit. Zum Beispiel entfielen zwischen 2000 und 2005 57 % der weltweiten Direktinvestitionsströme auf die Länder des Euroraums – entweder als Empfänger- oder Herkunftsland der Investitionen. Zugleich hielten im Euroraum ansässige Investoren zwischen 2001 und 2006 34 % aller internationalen Anlagen in Dividendenwerten und 44 % des internationalen Anleihebestands. Angesichts der Tatsache, dass das BIP des Euroraums nur etwa einem Viertel des Welt-BIP entspricht, lassen diese stilisierten Fakten den Schluss zu, dass der Euro bei diesen Kapitalbewegungen, insbesondere zwischen den Euro-Ländern, eine wichtige Rolle gespielt haben könnte.

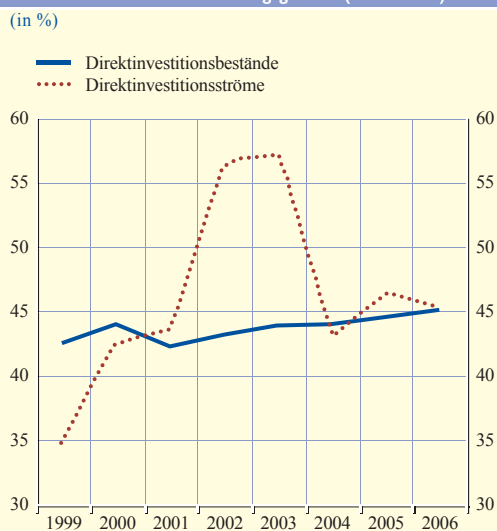
Die folgenden beiden Unterabschnitte dokumentieren den möglichen Einfluss des Euro auf die Entwicklung der Direktinvestitionen, der Fusionen und Übernahmen sowie der Wertpapieranlagen.

### AUSWIRKUNGEN DER WWU AUF DIREKTINVESTITIONEN SOWIE FUSIONEN UND ÜBERNAHMEN

Unternehmen können im Ausland expandieren, indem sie dort Sachinvestitionen tätigen oder eine bestehende ausländische Firma übernehmen bzw. mit ihr fusionieren. Mithilfe von Direktinvestitionen können sich Unternehmen also neue Märkte und Vertriebskanäle erschließen und sich Zugang zu neuen Technologien, Produkten und Fähigkeiten verschaffen. Für das Zielland bzw. das ausländische Unternehmen, in das investiert wird, kann dies im Gegenzug den Weg zu neuen Technologien, Kapital, neuen Prozessen, Produkten, Organisations- und Managementtechniken ebnet und damit der dortigen Wirtschaft einen kräftigen Entwicklungsschub verleihen. Insgesamt können Direktinvestitionen sowohl im Herkunftsland als auch im Zielland die Effizienz steigern.

Die europäische Wirtschafts- und Finanzmarktintegration schien auf Direktinvestitionen – insbesondere im verarbeitenden Gewerbe – wie ein Magnet zu wirken. Dabei wird ein zunehmender Anteil der Direktinvestitionen zwischen den Ländern des Euroraums getätigt. So stieg zum Beispiel der Anteil der sich innerhalb des Euroraums vollziehenden Kapitalzu- plus -abflüsse aus

Abbildung 3 Anteil der Direktinvestitionen unter den Ländern des Euro-Währungsgebiets an den gesamten Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets (1996–2006)

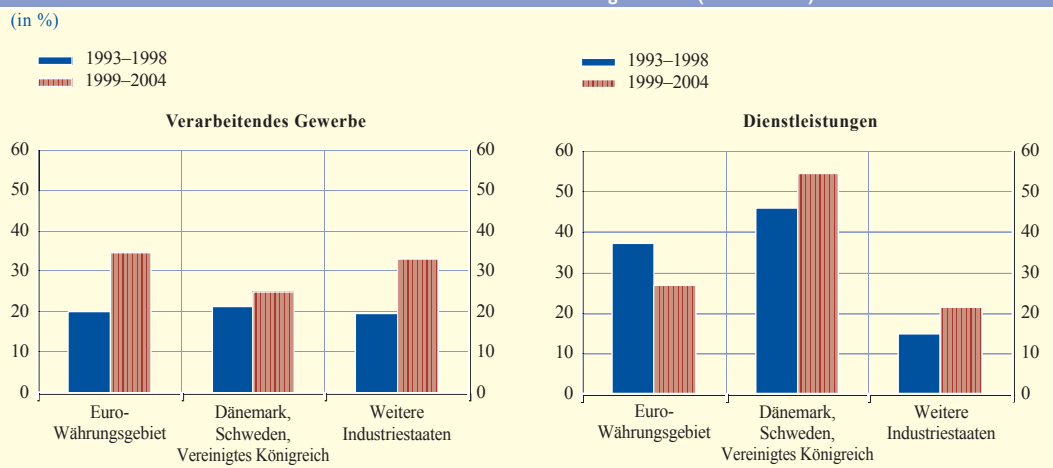


Quelle: EZB.  
Anmerkung: Kapitalzuflüsse plus Kapitalabflüsse durch Direktinvestitionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets (das Doppelte des daraus resultierenden Bestands an Direktinvestitionen) in Prozent der Summe von Zu- und Abflüssen (der entsprechenden Bestände) an Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets.

**Hoher Offenheitsgrad des Euro-Währungsgebiets im Kapitalverkehr, besonders seit der Einführung des Euro**

**Direktinvestitionen zwischen den Ländern des Euroraums seit 1999 stark gestiegen ...**

**Abbildung 4 Anteil von Beteiligungen im Euro-Währungsgebiet an grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor (1993–2004)**



Quelle: Thomson Financial.

Anmerkung: „Euro-Währungsgebiet“ = Anteil der grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen innerhalb des Euro-Währungsgebiets an der Summe aller grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen der Euro-Länder. „Dänemark, Schweden, Vereinigtes Königreich“ = Anteil der Fusionen und Übernahmen von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet durch dänische, schwedische und britische Unternehmen an den gesamten grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen dieser drei Länder. „Weitere Industriestaaten“ = Anteil der Fusionen und Übernahmen von Unternehmen im Euro-Währungsgebiet durch kanadische, japanische, norwegische und US-amerikanische Unternehmen an den gesamten grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen durch Unternehmen aus diesen vier Ländern.

Direktinvestitionen an den gesamten ausländischen Direktinvestitionsströmen des Euroraums von 35 % im Jahr 1999 auf 45 % im Jahr 2006 (siehe Abbildung 3). Eine positive Tendenz zeigt sich auch bei den entsprechenden Beständen. Der Anteil der von den Euro-Ländern innerhalb des Eurogebiets getätigten Direktinvestitionen am gesamten Direktinvestitionsbestand des Euroraums ist von knapp 43 % im Jahr 1999 auf 45 % im Jahr 2006 angewachsen.

Da die meisten Direktinvestitionen im Rahmen von Fusionen und Übernahmen erfolgen – mit den EU-15-Ländern und den Vereinigten Staaten als Hauptakteuren – bringt eine Analyse der grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen zusätzliche Erkenntnisse darüber, wie sich der Euro auf die Direktinvestitionstätigkeit ausgewirkt hat.

Relativ zu den gesamten vom Euroraum ausgehenden grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen im verarbeitenden Gewerbe sind derartige Transaktionen innerhalb des Währungsgebiets von 20 % in den sechs Jahren vor der WWU (1993 bis 1998) auf 35 % in den ersten sechs Jahren der WWU (1999 bis 2004) gestiegen. Auch bei Unternehmen im verarbeitenden Gewerbe aus Kanada, Japan, Norwegen und den Vereinigten Staaten hat sich der Anteil von Fusionen mit Firmen aus dem Euroraum erhöht. Hingegen ist im Dienstleistungsbereich der Anteil der Fusionen und Übernahmen zwischen den Euro-Ländern im selben Zeitraum von 37 % auf 27 % zurückgegangen, während andere Länder ihren Anteil der auf Firmen aus dem Euroraum gerichteten Fusionen und Übernahmen erhöht haben (Abbildung 4).

Die zentrale Frage in diesem Zusammenhang ist, ob die WWU bei diesen Entwicklungen eine Rolle gespielt hat. Grundsätzlich ist denkbar, dass die Einführung des Euro – neben der Ausschaltung des Wechselkursrisikos – die folgenden Mechanismen ausgelöst und damit ausländische Direktinvestitionen gefördert hat: a) Reduktion der Transaktions- und Fixkosten, b) Reduktion der Kosten bei der Mittelbeschaffung über den Aktien-, Anleihe- und Bankenmarkt, und c) Beeinflussung der Direktinvestitionen über den Handel, da Direktinvestitionsströme innerhalb

**... besonders im Zuge von Fusionen und Übernahmen im verarbeitenden Gewerbe**

und außerhalb des Euroraums mit Handelsaktivitäten zusammenhängen. Alle diese Faktoren könnten die Reallokation von Kapital zwischen den Ländern des Euroraums gefördert haben.

Zum Einfluss des Euro auf die Dynamik ausländischer Direktinvestitionen liegen eine Reihe empirischer Studien<sup>9</sup> vor, denen zufolge die positiven Impulse des Euro auf solche Kapitalbewegungen zwischen den Euro-Ländern über den EU-Binnenmarkteffekt hinausgegangen sein dürften. Insgesamt dürfte der positive Effekt des Euro auf die gesamten Direktinvestitionsströme innerhalb des Euroraums bei durchschnittlich rund 15 % liegen, während der Einfluss des Euro auf von außerhalb des Euroraums stammende Direktinvestitionen in den Euro-Ländern mit rund 7 % beziffert wird. Diese Ergebnisse scheinen sich mit den Informationen aus Abbildung 3 zu decken.

**Direktinvestitionen zwischen Euro-Ländern durch den Euro schätzungsweise um rund 15 % gestiegen**

Für die stärksten Impulse hat der Euro offensichtlich im verarbeitenden Gewerbe gesorgt. Schätzungen zufolge sind hier dank des Euro die grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen zwischen Euro-Ländern um etwa 160 % gestiegen.<sup>10</sup> Der geschätzte Effekt des Euro auf Fusionen und Übernahmen im Eurogebiet, die vom Euroraum-Ausland ausgehen, entspricht einer Zunahme um rund 80 %. Am stärksten expandierten dabei – verglichen mit den externen Engagements im Euro-Raum – die Fusionen und Übernahmen in den Bereichen chemische Erzeugnisse, Mineralölprodukte, Kohle, Gummi- und Kunststoffwaren sowie Fahrzeuge. Im Maschinenbau ist der auf Fusionsaktivitäten zwischen den Euro-Ländern entfallende Anteil hingegen gesunken.

Im Dienstleistungssektor erscheint der geschätzte Effekt des Euro auf grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen marginal, wobei Barrieren für grenzüberschreitende Dienstleistungen sowie Produktmarktregulierungen im Zielland einen negativen Einfluss haben dürften.<sup>11</sup> Diese Ergebnisse decken sich mit Abbildung 4 und mit dem verhaltenen Wachstum, das im Dienstleistungsverkehr zwischen den Euro-Ländern im Vergleich zum Dienstleistungsaustausch mit der übrigen Welt zu verzeichnen ist.

## AUSWIRKUNGEN DER WWU AUF GRENZÜBERSCHREITENDE WERTPAPIERINVESTITIONEN

Privates Vermögen liegt oft vor in Form von Wertpapieranlagen in Dividendenwerten (d. h. Unternehmensbeteiligungen), Anleihen (d. h. verzinsten Schuldverschreibungen) und Investmentfonds (d. h. professionell gemanagte gemeinschaftliche Kapitalanlagen im Auftrag von Investoren). Investiert der Anleger in Finanzinstrumente, die außerhalb seines Wohnsitzlandes begeben wurden, dann handelt es sich um grenzüberschreitende Investitionen, die unter anderem dem Wechselkursrisiko unterliegen.

9 Siehe z. B. P. Petroulas, The effect of the euro on foreign direct investment, in: European Economic Review 51, 2007, S. 1468–1491; S. Schiavo, Common currencies and FDI flows, in: Oxford Economic Papers 59, 2007, S. 536–560; J. De Sousa und J. Lochar, Does the single currency affect FDI? A gravity-like approach, University of Paris 1, Mimeo, 2006; H. Flam und H. Nordström, The Euro and Single Market Impact on Trade and FDI, Institute for International Economic Studies, Universität Stockholm, Mimeo, 2007.

10 Siehe N. Coeurdacier, R. A. De Santis und A. Aviat, Cross-border mergers and acquisitions: Institutional and financial forces (Präsentation im Rahmen des 47. Economic Policy Panel Meeting in Ljubljana im April 2008). Diese Schätzungen decken sich mit denen anderer Studien über die gesamten ausländischen Direktinvestitionen, da die grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen im Verarbeitenden Gewerbe zwischen Industrieländern nur etwa 30 % ihrer grenzüberschreitenden Aktivitäten insgesamt entsprechen und bestimmte im Gesamtaggregate erfasste Kategorien (wie Neuinvestitionen, reinvestierte Gewinne und Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) nicht umfassen.

11 Da die Regulierung des Dienstleistungsbereichs nach wie vor in den Zuständigkeitsbereich der einzelnen EU-Mitgliedstaaten fällt, ist der EU-Binnenmarkt für Dienstleistungen noch immer sehr fragmentiert. Somit könnten Restriktionen für Dienstleistungen die Investitionsentscheidungen von Unternehmern – mit entsprechenden Auswirkungen auf die effiziente Allokation von Kapital auf internationaler Ebene und innerhalb des Euroraums – eingeschränkt haben.



**Grenzüberschreitende Wertpapieranlagen im Euroraum seit 1999 stark gestiegen ...**

**... nicht zuletzt aufgrund der Aufhebung von Beschränkungen für Auslandsinvestitionen**

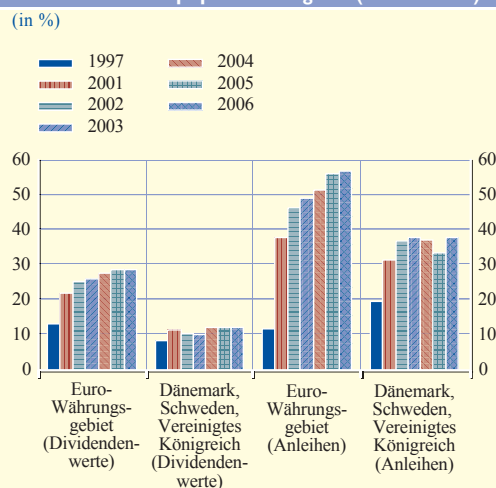
Der Euro hat grenzüberschreitenden Wertpapieranlagen innerhalb des Euroraums Auftrieb gegeben durch die Eliminierung des Wechselkursrisikos, durch den Anreiz zur Schaffung gemeinsamer Handelsplattformen (z. B. fusionierten die Börsen von Amsterdam, Brüssel, Lissabon und Paris zu Euronext) und durch die Integration der Marktinfrastruktur im Nachhandelsbereich; all dies hat die Barrieren für Wertpapieranlagen weiter verringert.

In den meisten Ländern unterliegen Wertpapieranlagen gewissen Restriktionen bezüglich der Höhe solcher Investitionen im Ausland. Zum Beispiel gibt es Währungskongruenzregeln, um das Wechselkursrisiko zu verringern. Seit der Einführung des Euro im Januar 1999 gilt die Währungskongruenzregel im Euroraum für den Euro anstelle der nationalen Vorläuferwährungen. Die daraus resultierende größere Flexibilität ermöglicht durch verstärkten Erwerb von Vermögenswerten aus anderen Euro-Ländern eine bessere Diversifizierung des Investitionsrisikos der einzelnen Länderportfolios im Euroraum.

So ist der im Euroraum investierte Anteil an den gesamten internationalen Wertpapieranlagen von im Euroraum ansässigen Investoren von 1997 bis 2006 deutlich angestiegen, nämlich um 16 Prozentpunkte bei Dividendenwerten und um 46 Prozentpunkte bei Anleihen (siehe Abbildung 5). Überdies haben alle wichtigen Regionen der Welt einschließlich Dänemarks, Schwedens und des Vereinigten Königreichs ihren Bestand an Finanzanlagen des Euroraums (im Verhältnis zu ihrem gesamten internationalen Portfolio) in diesem Zeitraum erhöht, wenn auch in geringerem Ausmaß. Dies lässt den Schluss zu, dass der Euro die Wertpapiertransaktionen zwischen den Euro-Ländern stark angekurbelt hat.

Für die Portfoliumschichtungen hin zu Euroraum-Werten seit der Einführung des Euro kommt eine Vielzahl von Faktoren infrage, z. B. die Ausschaltung des Wechselkursrisikos zwischen den Euro-Ländern, die Beseitigung technischer Handelsbarrieren, die Vorteile einer stärkeren Diversifizierung der Auslandsanlagen sowie der Umstand, dass die internationalen Finanzanlagen im Euroraum im Jahr 1998 nach ökonomischen Grundsätzen ohnehin unter dem optimalen Niveau gelegen haben dürften.<sup>12</sup> Empirische Schätzungen stützen die Ansicht, dass die Einführung des Euro für die Portfoliumschichtungen weltweit wie auch innerhalb des Euroraums eine Schlüsselrolle gespielt hat. Berücksichtigt man die zuvor genannten Einflüsse, so schlägt sich der geschätzte Gesamteffekt des Euro auf Transaktionen zwischen den einzelnen Euro-Ländern bei den Dividendenwerten in einem Anstieg um 3,5 % und bei den Anleihen um 4,2% – jeweils gemessen an ihrem internatio-

**Abbildung 5 In Wertpapieren des Euro-Währungsgebiets investierter Anteil des internationalen Wertpapiervermögens (1997–2006)**



Quellen: BIZ, IWF, Thomson DataStream und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: „Euro-Währungsgebiet“ = grenzüberschreitende Wertpapieranlagen (Dividendenwerte oder Anleihen) von im Euroraum ansässigen Investoren innerhalb des Euro-Währungsgebiets in Relation zu ihrem ausländischen Wertpapierbestand (Dividendenwerte oder Anleihen) insgesamt. „Dänemark, Schweden, Vereinigtes Königreich“ = Wertpapiere (Dividendenwerte oder Anleihen) des Euro-Währungsgebiets im Besitz dänischer, schwedischer und britischer Anleger dividiert durch das gesamte ausländische Wertpapiervermögen (Dividendenwerte oder Anleihen) von Anlegern aus diesen drei Ländern.

**Grenzüberschreitende Wertpapieranlagen innerhalb des Euroraums durch den Euro gestiegen**

<sup>12</sup> Als weitere mögliche Einflussfaktoren für die Portfoliumschichtungen auf weltweiter Ebene sind zu nennen: Erwartete Ertrags- und Volatilitätsentwicklung von Anlagen in verschiedenen Ländern, Tendenz zum Erwerb „inländischer“ Anlagen (sogenannter *home bias*), erwartetes Wirtschaftswachstum, institutionelle Rahmenbedingungen, Alterungsprozess der Bevölkerung, Intensität des bilateralen Handels, kulturelle Verflechtungen etc.

nenal Bestand an solchen Wertpapieren – nieder.<sup>13</sup> Hinzu kommt, dass auch Länder außerhalb des Euroraums im Durchschnitt vergleichsweise verstärkt in Anleihen des Euroraums investiert haben. Diese Ergebnisse erscheinen in Übereinstimmung mit den in Abbildung 5 dargestellten Entwicklungen.

Insgesamt hat der Euro den Kapitalverkehr zwischen den Mitgliedern des Euroraums gefördert und damit eine bessere Diversifizierung von Investitions- und Konsumrisiken ermöglicht.

### 5.3 DIE INTERNATIONALE ROLLE DES EURO

Eine dritte internationale Dimension des Euro betrifft seine Verwendung außerhalb des Euroraums. Der Euro wurde zugunsten der Bevölkerung des Euroraums eingeführt, tangiert naturgemäß aber auch Gebietsfremde. Auch außerhalb des Euro-Währungsgebiets können private Haushalte, Unternehmen und Regierungen den Euro tagtäglich für viele ihrer Wirtschafts- und Finanztransaktionen einsetzen. Sie können Euro-Banknoten und -Münzen halten. Sie können Bankkonten in Euro eröffnen oder Kredite in Euro aufnehmen. Sie können auf Euro lautende Finanzinstrumente, wie z. B. Anleihen, begeben. Sie können Rechnungen weltweit in Euro ausstellen und können in Euro bezahlen. Drittstaaten schließlich können den Euro zum Anker ihres Wechselkursregimes bestimmen oder beschließen, einen Teil ihrer Devisenreserven in Euro anzulegen.

Das Eurosystem nimmt bezüglich der internationalen Verwendung des Euro grundsätzlich eine politisch neutrale Haltung ein: Weder wird die Internationalisierung des Euro als Ziel verfolgt, noch wird seine Nutzung durch Gebietsfremde gefördert oder behindert. Die Verwendung des Euro außerhalb der Grenzen des Euroraums ist das Ergebnis wirtschaftlicher und finanzieller Entwicklungen, die auf der freien Entscheidung privater (sowie zuweilen öffentlicher) Stellen beruhen, und das sollte auch so bleiben. In einer globalisierten Welt mit eng verflochtenen und marktbasierenden Finanzsystemen kann die Geld- und Wirtschaftspolitik, selbst wenn sie dies beabsichtigt, die Internationalisierung einer Währung nur begrenzt beeinflussen. Indirekt können allerdings Maßnahmen etwa zur Vertiefung der Finanzmärkte und zur Stärkung der Finanzmarktintegration sowie eine auf Preisstabilität ausgerichtete Politik die Verwendung einer Währung im Ausland sehr wohl fördern. Solche Maßnahmen dürften eine Währung beispielsweise als Reservewährung attraktiver machen.<sup>14</sup> Allerdings ist auch klar, dass mit derartigen Maßnahmen eher binenwirtschaftliche als internationale Ziele verfolgt werden.

Die neutrale Haltung des Eurosystems zur internationalen Rolle des Euro bedeutet nicht, dass das Eurosystem an diesem Thema nicht interessiert wäre. Die EZB beobachtet und analysiert die Entwicklung der internationalen Rolle des Euro und veröffentlicht seit 2001 die wichtigsten Ergebnisse in jährlichen Berichten. Ein Grund für dieses anhaltende Interesse liegt darin, dass die Nutzung der gemeinsamen Währung außerhalb des Euro-Währungsgebiets den geldpolitischen Transmissionsprozess und den Informationsgehalt der im Rahmen der geldpolitischen Strategie analysierten Indikatoren beeinflussen kann. Ein weiterer Grund besteht in den möglichen Folgen der internationalen Rolle des Euro mit Blick auf die Transmission globaler Finanzmarkt- und

**Weitverbreitete Verwendung  
des Euro außerhalb des  
Euroraums**

**Nutzung des Euro durch  
Gebietsfremde kein poli-  
tisches Ziel des Eurosystems**

**EZB beobachtet die inter-  
nationale Rolle des Euro  
genau**

13 R. De Santis und B. Gerard, Financial integration, international portfolio choice and the European Monetary Union, Working-Paper Nr. 626 der EZB, 2006; R. De Santis, The geography of international portfolio flows, international CAPM and the role of monetary policy frameworks, Working Paper Nr. 678 der EZB, 2006.

14 Siehe M. Chinn und J. Frankel, Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?, in: G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Richard Clarida (Hrsg.), The University of Chicago Press, Chicago, 2006; M. Chinn und J. Frankel, The Euro May over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency, Working Paper Nr. 13909 des NBER, April 2008.

**Internationale Rolle des Euro hat zugenommen, jedoch allmählicher Prozess**

Wechselkursschocks auf den Euroraum. Schließlich stellt die EZB auf der Grundlage ihrer Beobachtungen zur internationalen Rolle des Euro der Öffentlichkeit sowie der an internationalen Währungen interessierten akademischen Forschung einen einzigartigen, fortlaufend erweiterten Datensatz über die Nutzung des Euro durch Gebietsfremde zur Verfügung.

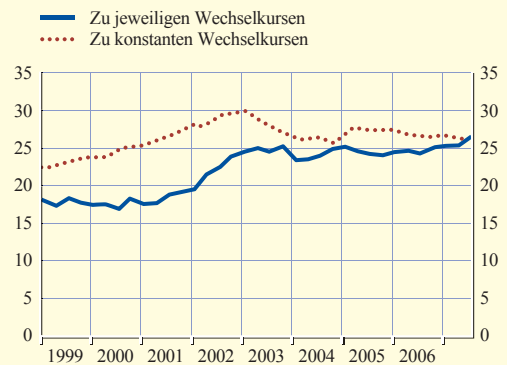
Die jährlichen Berichte zur internationalen Rolle des Euro haben im Wesentlichen drei Tendenzen aufgezeigt. Erstens hat die Verwendung des Euro auf den internationalen Märkten im Laufe der Jahre etwas zugenommen, doch diese Entwicklung ist schrittweise erfolgt und in einzelnen Marktsegmenten anscheinend zum Stillstand gekommen. Zweitens erhält die internationale Dimension des Euro teilweise auch durch den Euroraum selbst Anstöße. Drittens ist geografisch eine Konzentration auf die nähere Umgebung des Euroraums zu beobachten.

Bereits von seinem in 1999 erfolgten Start weg war der Euro „international“, schon einfach deshalb, weil er damals an die Stelle von elf bestehenden Währungen trat. Als Nachfolgewährung der D-Mark und des französischen Franc wurde der Euro von Zentralbanken sofort als Reservewährung und in der Wechselkurspolitik mancher Länder als Ankerwährung eingesetzt. Allerdings ist der Euro international über diese „ererbte Rolle“ hinausgewachsen. So liegt der heutige Anteil des Euro an den weltweiten Währungsreserven über dem Anteil von rund 18 % an den Weltwährungsreserven, der sich Ende 1998 in der Summe für seine Vorläuferwährungen, allen voran die D-Mark, ergab. IWF-Daten zufolge ist der Anteil des Euro an denjenigen globalen Devisenreserven, deren Währungszusammensetzung bekannt ist, in den ersten fünf Jahren der WWU auf rund 25 % angestiegen und seither relativ stabil geblieben (Abbildung 6). Angesichts der Nutzung des Euro als internationale Reservewährung bietet das Eurosystem außerhalb des Euroraums angesiedelten Zentralbanken und Währungsbehörden sowie internationalen Organisationen seit Januar 2005 eine Palette von Reservemanagement-Dienstleistungen.

Ein zweiter Aspekt der internationalen Rolle des Euro hängt damit zusammen, dass der Euroraum diese Rolle bis zu einem gewissen Grad

**Abbildung 6 Anteil des Euro an den weltweiten Devisenreserven**

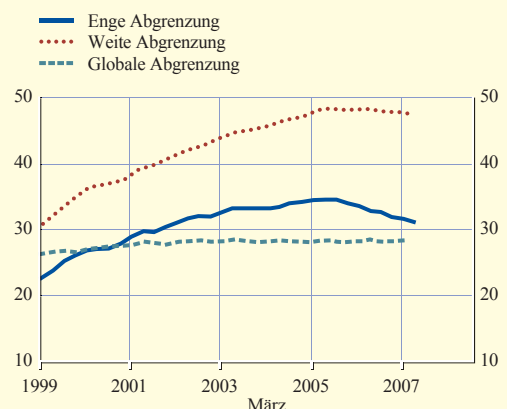
(in % der nach Währungsstruktur gemeldeten Reserven)



Quellen: IWF/COFER-Datenbank und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Anteile zu konstanten Wechselkursen basieren auf den Wechselkursen des dritten Quartals 2007.

**Abbildung 7 Anteil des Euro am Umlauf internationaler Schuldverschreibungen**

(in %, zu konstanten Wechselkursen)



Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen. Anmerkung: Die Anteile zu konstanten Wechselkursen basieren auf den Wechselkursen des dritten Quartals 2007. Enge Abgrenzung = Emission von Anleihen sowie Geldmarktpapieren in Fremdwährung (aus Sicht des Schuldners). Weite Abgrenzung = enge Abgrenzung plus auf den internationalen Finanzmarkt abzielende Emission von Schuldverschreibungen in Landeswährung des Schuldners. Globale Abgrenzung = weite Abgrenzung plus Emission von auf den Inlandmarkt abzielenden inländischen Schuldverschreibungen. Eine detailliertere Beschreibung dieser Größen findet sich in: EZB, Review of the International Role of the Euro, Juni 2007.

**Auch die Gebietsansässigen im Euroraum prägen die internationale Rolle des Euro**

### Ausstehendes Volumen internationaler Anleihen nach Regionen

(in %; Q2 2007)

|     | Euro-<br>Währungs-<br>gebiet | Dänemark,<br>Schweden,<br>Vereinigtes<br>Königreich | Neue<br>EU-Mitglied-<br>staaten | Europa<br>außerhalb<br>der EU | Nord-<br>amerika | Asien<br>und<br>Pazifik | Latein-<br>amerika | Offshore-<br>Zentren | Internationale<br>Organisationen | Sonstige |
|-----|------------------------------|---|---------------------------------|-------------------------------|------------------|-------------------------|--------------------|----------------------|----------------------------------|----------|
| EUR |                              | 44,7  | 3,1                             | 3,8                           | 23,6             | 5,5                     | 2,0                | 10,0                 | 6,3                              | 1,0      |
| USD | 23,7                         | 19,0  | 0,3                             | 2,4                           | 4,9              | 10,8                    | 6,6                | 23,1                 | 5,0                              | 4,2      |
| JPY | 30,0                         | 12,7  | 1,2                             | 2,9                           | 18,6             | 4,9                     | 0,6                | 21,1                 | 7,6                              | 0,5      |

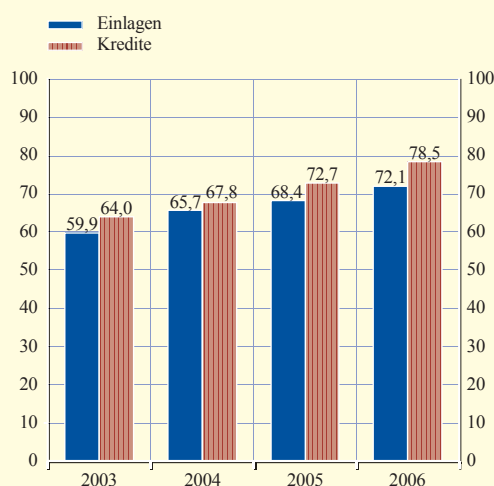
Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

selbst prägt. Mit anderen Worten, auch die Bewohner des Euroraums beeinflussen als Euro-Nutzer den internationalen Status ihrer Währung. So werden von nicht im Euroraum ansässigen Schuldnern zunehmend Euro-Anleihen emittiert. In enger Abgrenzung, d. h. ohne Emissionen in der Landeswährung des Schuldners, ist der Anteil des Euro an den umlaufenden internationalen Schuldverschreibungen bis Juni 2007 auf etwa 31 % angewachsen (Abbildung 7). Jedoch wurden diese Euro-Anleihen nicht hauptsächlich von Investoren außerhalb des Euroraums erworben. Für über die Hälfte der von Gebietsfremden in Euro begebenen Wertpapiere sind vielmehr Investoren aus dem Euroraum die Zielgruppe und Abnehmer.

Das dritte und wohl markanteste Merkmal der internationalen Rolle des Euro ist seine regionale Ausprägung. So ist es für Länder in der Umgebung des Euroraums etwa naheliegend, den Euro als Finanzierungswährung an den internationalen Finanzmärkten zu wählen. Zum Beispiel haben dänische, schwedische und britische Emittenten einen signifikanten Anteil am Gesamtumsatz von in Euro denominierten Schuldverschreibungen durch nicht im Euroraum Ansässige (siehe Tabelle), und das bedeutende internationale Finanzzentrum London hat seine Transaktionen in Euro parallel zu denen in US-Dollar ausgebaut.<sup>15</sup> Zugleich liegen alle Länder, die ihre Wechselkurspolitik an den Euro anlehnen, nahe beim Euro-Währungsgebiet. Ferner findet sich das höchste Ausmaß an Währungs-substitution in den nicht zum Euroraum gehörenden neuen EU-Mitgliedstaaten sowie in Südosteuropa bei den Kandidaten oder potenziellen Kandidaten für einen EU-Beitritt (Abbildung 8). In diesem Zusammenhang hat das Eurosystem darauf hingewiesen, dass eine unilaterale Einführung der Gemeinschaftswährung außerhalb des Rahmens des EG-Vertrags („Euroisierung“) den der WWU zugrunde liegenden wirtschaftspolitischen Überlegungen widersprechen würde, wonach die Einführung

Abbildung 8 Einlagen und Kredite in Euro in Mittel-, Ost- und Südosteuropa

(in % der gesamten Einlagen/Kredite)



Quellen: Nationale Zentralbanken und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Ungewichteter Durchschnitt für Albanien, Bosnien und Herzegowina, Kroatien, die Tschechische Republik, Estland, Ungarn, Lettland, die ehemalige jugoslawische Republik Mazedonien, Serbien, die Slowakei und die Türkei. Im Fall von Bosnien und Herzegowina sind euroindizierte Kredite bis Ende 2004 nicht erfasst.

Die internationale Rolle des Euro konzentriert sich geografisch auf die Umgebung des Euroraums

<sup>15</sup> Eine Analyse der Rolle des Euro in der Londoner City findet sich in EZB, Review of the International Role of the Euro, Dezember 2003.

des Euro als letzter Schritt eines strukturierten Konvergenzprozesses innerhalb eines multilateralen Rahmens vorgesehen ist.<sup>16</sup> Die EZB hat auch die Bestimmungsfaktoren der steigenden Nachfrage nach Fremdwährungskrediten in Mittel-, Ost- und Südosteuropa<sup>17</sup> genau studiert, und das Eurosystem verfolgt laufend die möglichen Auswirkungen solcher Kredite auf die Finanzstabilität in diesen Ländern.<sup>18</sup>

Der regionale Charakter der internationalen Nutzung des Euro lässt sich mit einer Reihe historischer, institutioneller und wirtschaftlicher Faktoren erklären. Historisch betrachtet, baute der Euro auf der langen Tradition seiner Vorläuferwährungen auf, insbesondere auf dem Erbe der D-Mark, die in bestimmten Teilen des europäischen Kontinents und der näheren Umgebung weit verbreitet war. Was den institutionellen Aspekt anbelangt, steuern viele der Länder im Umkreis des Euroraums auf eine Einführung des Euro zu. Dies gilt sowohl für die EU-Mitgliedstaaten ohne Sonderregelung über eine Nichtteilnahme an der Währungsunion, die den Euro zu gegebener Zeit einführen sollen, als auch für die Kandidatenländer, die eine mittel- bis langfristige Perspektive für den Beitritt zur EU und schließlich für die Einführung des Euro haben. Wirtschaftlich betrachtet, ist der Euroraum für diese Länder ein wichtiger Handels- und Finanzpartner. Ob es allerdings zweckmäßig ist, schon in einer frühen Phase des Konvergenzprozesses einen festen Wechselkurs zum Euro anzupeilen, wird in sehr starkem Maße von den Gegebenheiten des jeweiligen Landes abhängen. Da der Konvergenzprozess im Laufe der Zeit tendenziell eine reale Aufwertung mit sich bringt, haben sich eine Reihe von Ländern dafür entschieden, ihre Geldpolitik auf Preisstabilität im Inland auszurichten und gleichzeitig eine nominale Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem Euro zuzulassen.

#### 5.4 INTERNATIONALE ZUSAMMENARBEIT

Die EZB hat enge Beziehungen zu Zentralbanken und Organisationen außerhalb des Euroraums aufgebaut, sowohl im Rahmen multilateraler Institutionen als auch über bilaterale Kontakte. Solche internationalen Aktivitäten erleichtern der EZB die Beobachtung der Wirtschaft und der Finanzmärkte außerhalb des Euroraums. Internationale Treffen bieten eine Plattform für den Informationsaustausch über jüngste Entwicklungen, Wirtschaftsaussichten und wirtschaftspolitische Herausforderungen außerhalb des Euroraums.

Zur Intensivierung der weltweiten Zusammenarbeit mit bedeutenden Zentralbanken hat das Eurosystem ein entsprechendes Instrumentarium entwickelt. So gibt es mit den Zentralbanken bestimmter Regionen – u. a. mit der russischen Zentralbank, den am Barcelona-Prozess beteiligten Zentralbanken der Mittelmeerregion, den Zentralbanken und Währungsbehörden des Golfkooperationsrats (GCC) sowie den Zentralbanken Lateinamerikas und des ostasiatisch-pazifischen Raums – eine für hochrangige Teilnehmer konzipierte Seminarreihe. Ferner bietet die EZB auf Anfrage technische Unterstützung und politische Beratung und ist auch bereit, ihre Expertise in Bereichen wie der Umsetzung der Geldpolitik, der Bankenaufsicht und den Zahlungsverkehrssystemen einzubringen. Als Beispiel und Inspiration für andere Regionen dient hierbei häufig der europäische Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion, insbesondere die Errichtung eines supranationalen Zentralbankensystems.

16 Siehe EZB, Policy Position on Exchange Rate Issues Relating to the Acceding Countries, Dezember 2003.

17 Eine detaillierte Analyse der Währungssubstitution in Mittel-, Ost- und Südosteuropa findet sich in EZB, Review of the International Role of the Euro, Juni 2007.

18 Siehe z. B. Macroeconomic and Financial Stability Challenges for Acceding and Candidate Countries, Occasional Paper Nr. 48 der EZB, Juli 2006.



Die EZB spielt in einer Reihe internationaler Organisationen und Foren eine wichtige Rolle. Beim Internationalen Währungsfonds (IWF), in dem grundsätzlich nur Staaten vertreten sind, wurde der EZB ein Beobachterstatus eingeräumt, welcher ihr bei für das Eurosystem relevanten Themen die Teilnahme an Treffen des Exekutivdirektoriums ermöglicht. Der Präsident der EZB wird darüber hinaus – als Beobachter – zu den zweimal jährlich stattfindenden Sitzungen des Internationalen Währungs- und Finanzausschusses eingeladen, der für die Arbeit des IWF politische Leitlinien setzt. Ferner nimmt der Präsident der EZB zusammen mit dem Vorsitzenden der Eurogruppe an den Treffen der Minister und Zentralbankpräsidenten im Rahmen der G 7 teil. Die EZB ist auch bei den Sitzungen zweier Gremien vertreten, die von den G-7-Staaten im Jahr 1999 eingerichtet wurden, nämlich beim Treffen der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der 20er Gruppe (bei dem Repräsentanten wichtiger Industriestaaten und aufstrebender Volkswirtschaften zur Diskussion internationaler wirtschafts- und finanzpolitischer Fragen zusammenkommen) und beim Forum für Finanzstabilität (das potenzielle Schwachstellen im internationalen Finanzsystem analysiert). Schließlich nimmt die EZB als Teil der EU-Delegation auch an relevanten Sitzungen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) teil, wo die Mitgliedschaft wie beim IWF auf die einzelnen Länder ausgerichtet ist.

IWF, G 7, G 20, Forum für  
Finanzstabilität und BIZ

Von besonderer Bedeutung ist schließlich die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die „Bank der Zentralbanken“, die für eine Reihe von Treffen der Zentralbanken – darunter auch des Ausschusses der G-10-Zentralbankpräsidenten – fachliche Sekretariatsdienstleistungen bereitstellt und die Organisation innehat. Die EZB nimmt seit jeher an verschiedenen Sitzungen bei der BIZ teil und zählt seit Ende 1999 auch zu den Aktionären der BIZ. Der Präsident der EZB ist Teilnehmer des Treffens der G-10-Zentralbankpräsidenten und führt hier seit Mitte 2003 den Vorsitz. Die G-10-Zentralbankpräsidenten wiederum haben mehrere ständige Ausschüsse und Ad-hoc-Arbeitsgruppen eingerichtet, an denen die EZB ebenfalls teilnimmt.<sup>19</sup>

## 5.5 SCHLUSSFOLGERUNGEN UND AUSBLICK

Der Offenheitsgrad des Euro-Währungsgebiets für den Welthandel und seine Verflechtung mit den internationalen Finanzmärkten haben seit dem Jahr 1998 sukzessive zugenommen; zugleich sind auch der Handel und die Auslandsinvestitionen innerhalb des Euroraums deutlich gestiegen. Die Einführung des Euro hatte einen positiven Einfluss auf den Handel des Euroraums; die Ausfuhr neuer Produkte wurde begünstigt und die Exportkosten etwas gesenkt. Diese Ergebnisse decken sich mit dem im Zusammenhang mit der Euro-Einführung zu beobachtenden geänderten Preissetzungsverhalten der Unternehmen im grenzüberschreitenden Handel, das anscheinend die Preiskonvergenz im Euroraum begünstigte und dadurch auch bei den Preisen für Ausfuhren innerhalb des Euroraums zu Abwärtsdruck geführt hat. Schließlich hat der Euro den Wettbewerb in den Euro-Ländern selbst angekurbelt, wodurch sich die Wettbewerbsfähigkeit der dort angesiedelten Unternehmen insgesamt verbesserte; dabei ist davon auszugehen, dass der schärfere Wettbewerb auch Auslöser für die offensichtlich gestiegene Konvergenz bei den Handelspreisen war.

Was die Kapitalverflechtung betrifft, so brachte die Errichtung der WWU eine grundlegende institutionelle Wende, die zur Erklärung der zu beobachtenden umfangreichen Reallokation von Kapital beitragen könnte. Was die Direktinvestitionen anbelangt, deuten empirische Ergebnisse

<sup>19</sup> Die vier bekanntesten sind der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS), der Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS), der Ausschuss für das weltweite Finanzsystem (Committee on the Global Financial System – CGFS) und der Märkteausschuss (Markets Committee).



darauf hin, dass der Euro solche Kapitalflüsse zwischen den Euro-Ländern begünstigt und bei der Welle von grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen im verarbeitenden Gewerbe als Katalysator gewirkt hat. Im verarbeitenden Gewerbe haben grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen zwischen Unternehmen im Euroraum außerordentlich stark zugenommen, während der Dienstleistungssektor noch nicht in vollem Maße von der Integration der europäischen Finanzmärkte profitiert. Für die Zukunft bedeutet dies, dass es höchstwahrscheinlich zu weiteren Fusionen und Übernahmen kommen wird, wenn nationale Barrieren in der Dienstleistungsbranche abgebaut sind. Bei den Wertpapieranlagen hat die Einführung des Euro neben der Eliminierung des Wechselkursrisikos zu einer Erleichterung von grenzüberschreitenden Anleihe- und Aktiengeschäften zwischen den Mitgliedern des Euroraums geführt, wobei verringerte Kosten bei der Mittelaufbringung über den Aktien-, Anleihe- und Bankenmarkt, die Nutzung gemeinsamer Handelsplattformen und die Fusion der Börsen von Amsterdam, Brüssel und Paris (mit der Schaffung von Euronext) hilfreich waren.

Die Einführung des Euro hatte auch insofern Einfluss auf das internationale Finanzsystem, als damit eine auf den internationalen Märkten nutzbare neue Währung geschaffen wurde. Der Euro erlangte gleich bei seiner Einführung im Jahr 1999 internationalen Status, da er die internationale Rolle seiner Vorläuferwährungen übernahm. Seither hat er seine Position an den internationalen Märkten etwas ausgebaut, was aber sehr allmählich vonstatten ging. Dies steht im Einklang mit den Erkenntnissen der Wirtschaftsliteratur: Die internationale Rolle von Währungen tendiert zu langsamen Veränderungen, spiegelt historische und institutionelle Faktoren wider und steht im Zeichen von Netzwerkeffekten.

Diese internationalen Dimensionen des Euroraums unterstreichen die Notwendigkeit der internationalen Zusammenarbeit mit Zentralbanken aus aller Welt. In den letzten zehn Jahren hat das Eurosystem daher einen engen Dialog mit Zentralbanken aus verschiedenen Regionen entwickelt, etwa durch die Organisation hochrangig besetzter Seminare des Eurosystems und die Pflege enger bilateraler Kontakte mit wichtigen Zentralbanken wie der US-amerikanischen Zentralbank und der Bank von Japan. Außerdem nimmt die EZB an den Sitzungen verschiedener internationaler Organisationen und Foren, darunter des IWF, der G 7, der G 20 und der BIZ, teil.



## 6 FINANZMARKTINTEGRATION

*Für das ausgeprägte Interesse des Eurosystems an der Finanzmarktintegration gibt es mehrere Gründe, die mit dessen Kernaufgaben in Zusammenhang stehen. Erstens trägt ein gut integriertes Finanzsystem vor allem zu einer reibungslosen und wirksamen geldpolitischen Transmission im gesamten Euro-Währungsgebiet bei. Zweitens spielt die Integration der Finanzmärkte eine wichtige Rolle bei der Aufgabe des Eurosystems, die Finanzstabilität zu fördern, da sie die Risikoteilungs- und -diversifizierungsmöglichkeiten verbessert und für mehr Liquidität an den Finanzmärkten sorgt; gleichwohl erhöht sich durch ein besser integriertes Finanzsystem das Risiko grenzüberschreitender Ansteckungseffekte. Drittens steht das Ziel der Finanzmarktintegration in enger Verbindung mit der Aufgabe des Eurosystems, das reibungslose Funktionieren der Zahlungsverkehrssysteme sicherzustellen, auch in Bezug auf die Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme. Besser integrierte Zahlungs- und Verrechnungssysteme sind effektiver und arbeiten effizienter; zugleich nehmen sie, angesichts der zentralen Rolle der Zahlungssysteme beim Transfer von Finanzmitteln, eine Schlüsselstellung im Finanzintegrationsprozess ein. Schließlich trägt die Finanzmarktintegration maßgeblich dazu bei, dass das Finanzsystem eine zeitlich und räumlich effiziente Verteilung der Ressourcen von Marktteilnehmern mit einem Mittelüberschuss auf Marktteilnehmer mit knapper Kapitalausstattung sicherstellen kann, und führt somit letztlich zu einem höheren und nachhaltigen Wirtschaftswachstum.*

*Das Eurosystem unterstützt daher mit Nachdruck eine weitere Integration der Finanzmärkte in Europa und insbesondere im Euro-Währungsgebiet. Konkret will das Eurosystem im Sinne der EZB-Definition von Finanzintegration Fortschritte erzielen auf dem Weg zu einem gemeinsamen euroraumweiten Finanzmarkt, an dem alle potenziellen Marktteilnehmer a) einheitlichen Regeln unterliegen, wenn sie sich für den Kauf oder Verkauf der zugrunde liegenden Finanzinstrumente oder -dienstleistungen entscheiden, b) zu den gleichen Finanzinstrumenten oder -dienstleistungen gleichen Zugang haben und c) beim Agieren auf dem Markt einheitlich behandelt werden.*

*Im vorliegenden Kapitel werden die Integrationsfortschritte an den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet und der Beitrag untersucht, den das Eurosystem hierzu leistet. Das Kapitel gliedert sich wie folgt: Abschnitt 6.1. erläutert die Aktivitäten des Eurosystems zur Förderung der Finanzmarktintegration. In Abschnitt 6.2 wird der Integrationsstand der Finanzmärkte in Europa zehn Jahre nach Einführung des Euro untersucht. Abschnitt 6.3 enthält eine Einschätzung über die wichtigsten Triebkräfte und Hemmnisse im Integrationsprozess unter besonderer Berücksichtigung der Rolle des Eurosystems. In Abschnitt 6.4 folgt eine abschließende Zusammenfassung.*

### 6.1 AKTIVITÄTEN DES EUROSYSTEMS ZUR FÖRDERUNG DER FINANZMARKTINTEGRATION

Nach Ansicht des Eurosystem ist die Finanzmarktintegration zuallererst ein marktbestimmter Prozess. Nach Maßgabe der allgemeinen Bestimmung in Artikel 105 Absatz 1 des EG-Vertrags sollte das Eurosystem „im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb [handeln], wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird“. Im Rahmen seiner Zentralbankaufgaben und seiner Rolle als aktiver Marktteilnehmer mit vielfältigen Beziehungen zu anderen Marktakteuren kann das Eurosystem Maßnahmen zur Förderung der Finanzmarktintegration ergreifen.

Das Eurosystem ist entsprechend seiner Präferenz für einen marktbestimmten Finanzintegrationsprozess der Auffassung, dass die öffentliche Politik bei der Förderung der Finanzmarktintegration eine begrenzte Rolle spielen sollte. Insbesondere sollte nicht versucht werden, mit politischen Maßnahmen einen konkreten Umfang oder eine bestimmte Art von grenzüberschreitenden Akti-

**Finanzmarktintegration ist ein marktbestimmter Prozess, ...**

**... der jedoch durch die öffentliche Politik gefördert werden kann**

**Das Eurosystem unterstützt die Finanzintegration ...**

**... durch Vertiefung des Wissens, Bewusstseinsbildung und Überwachung der Fortschritte, ...**

vitäten zu favorisieren, da nur die Marktteilnehmer in der Lage sind, grundsätzliche Geschäftsstrategien zu entwickeln, dazu passende Investitionsentscheidungen zu treffen und für die wirtschaftlichen Konsequenzen Verantwortung zu übernehmen. Überdies wird der Finanzintegrationsprozess von einigen Faktoren beeinflusst, die sich den Möglichkeiten der Politik entziehen, wie z. B. die geografische Distanz (und damit zusammenhängende Informationsbarrieren), kulturelle und sprachliche Unterschiede sowie verschiedenartige Konsumgewohnheiten. Dennoch kann der öffentliche Sektor einen wichtigen Beitrag zur Finanzintegration leisten, indem er für den Abbau politischer Hindernisse sorgt. Der öffentliche Sektor sollte einen rechtlichen, regulatorischen, aufsichtlichen und finanzpolitischen Rahmen zur Förderung der Gleichbehandlung und eines gleichberechtigten Zugangs aller Marktteilnehmer in der EU schaffen.

Das Eurosystem unterstützt den Finanzintegrationsprozess im Wesentlichen in viererlei Weise, nämlich durch a) die Vertiefung des Wissens, die Bewusstseinsbildung und die Überwachung der Fortschritte hinsichtlich der Integration der Finanzmärkte im Euroraum, b) die Beratung bei der Ausgestaltung des legislativen und regulatorischen Rahmens für das Finanzsystem, c) die Wahrnehmung einer Katalysatorfunktion für den privaten Sektor über die Schaffung kollektiver Strukturen sowie d) die Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen, die ebenfalls die Finanzintegration fördern.

Voraussetzung für die gezielte Förderung der Finanzmarktintegration ist eine präzise Analyse zum Stand der europäischen Finanzintegration und eine genaue Beobachtung der über die Zeit hinweg erzielten Fortschritte. Dazu hat die EZB versucht, den Grad der Finanzmarktintegration im Euro-Währungsgebiet anhand von preis- und mengenbasierten Indikatoren zu messen. Preisbasierte Indikatoren erfassen Unterschiede bei den Vermögenspreisen auf der Grundlage deren geografischer Verortung. In einem vollständig integrierten Markt sollten die Preise von Vermögenswerten mit ähnlichen Eigenschaften vornehmlich durch gemeinsame Faktoren bestimmt werden. Quantitative Indikatoren werden zur Analyse des Grades herangezogen, in dem Anleger ihre Portfolios internationalisiert haben, um die Vorteile aus den Diversifizierungsmöglichkeiten, die sich aus einer stärkeren Finanzintegration ergeben, in vollem Umfang zu nutzen.<sup>1</sup>

Im September 2005 veröffentlichte die EZB einen Satz von anfangs 20 Indikatoren, die später durch weitere ergänzt wurden. Vorgestellt wurden die Indikatoren in dem erstmals im März 2007 veröffentlichten und künftig jährlich erscheinenden Bericht der EZB zur europäischen Finanzmarktintegration „Financial integration in Europe“<sup>2</sup>; auf der Website der EZB werden diese Indikatoren in halbjährlichem Abstand aktualisiert. Derzeit wird aufgrund von Fortschritten in der Forschung und der Wirtschaftsanalyse und einer verbesserten Verfügbarkeit von Statistiken an einer neuerlichen Erweiterung der Liste gearbeitet, wobei insbesondere auch Investmentfonds, Verbriefungsgesellschaften, Versicherungsunternehmen und Pensionsfonds berücksichtigt werden sollen.

Neben dem jährlichen EZB-Bericht zur Finanzintegration informieren einige weitere regelmäßig erscheinende Veröffentlichungen sowie Ad-hoc-Publikationen über die Entwicklungen. So präsentiert z. B. die EZB mit ihrem jährlich erscheinenden, vom Ausschuss für Bankenaufsicht des ESZB erstellten Bericht „EU banking structures“ eine Analyse der strukturellen Entwicklungen im grenzüberschreitenden Bankgeschäft. Darüber hinaus fördert die EZB vor dem Hintergrund

<sup>1</sup> Siehe L. Baele et al., Measuring financial integration in the euro area, Occasional Paper Nr. 14 der EZB, Mai 2004.

<sup>2</sup> Bereits zuvor hatte die EZB ihre Arbeit im Bereich der Finanzmarktintegration in zwei Aufsätzen erläutert. Siehe EZB, Die Integration der europäischen Finanzmärkte, Monatsbericht Oktober 2003, und EZB, Der Beitrag der EZB und des Eurosystems zur Finanzmarktintegration in Europa, Monatsbericht Mai 2006.

ihres Erfahrungs- und Wissensschatzes als aktiver Marktteilnehmer Forschungsvorhaben in Zusammenarbeit mit anderen Mitgliedern des Eurosystems und mit Wissenschaftlern. Ein wichtiges Beispiel hierfür ist das gemeinsame Forschungsnetzwerk im Bereich Kapitalmärkte und Finanzmarktintegration in Europa, das von der EZB und dem in Frankfurt ansässigen Center for Financial Studies finanziert und unterstützt wird.<sup>3</sup>

Um sicherzustellen, dass durch den legislativen und regulatorischen Rahmen für Finanzdienstleistungen Hindernisse im grenzüberschreitenden Finanzgeschäft abgebaut und gleiche Wettbewerbsbedingungen für alle Marktteilnehmer gewährleistet werden, wirkt das Eurosystem aktiv an der Entwicklung des EU-Rahmens für Finanzdienstleistungen mit, indem es bei den maßgeblichen politischen Überlegungen und Initiativen beratend zur Seite steht. Im Brennpunkt dieser Arbeit

... durch Beratung bei der Ausgestaltung des legislativen und regulatorischen Rahmens, ...

3 Siehe [www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org).

Tabelle I Bedeutende Aktivitäten des Eurosystems zur Förderung der Finanzmarktintegration

| Gebiet  | Hauptziele und Entwicklungsstand   |
|---|--|
| <b>Vertiefung des Wissens, Bewusstseinsbildung und Überwachung der erzielten Fortschritte</b>             |  |
| Jährlicher Bericht der EZB mit dem Titel „Financial integration in Europe“                                | Erstmals im Jahr 2007 veröffentlicht, um über den Stand der Finanzmarktintegration in Europa zu informieren, die Weiterentwicklung zu fördern und das Bewusstsein der Öffentlichkeit für die unterstützende Rolle des Eurosystems im Integrationsprozess zu schärfen.  |
| Entwicklung von Indikatoren für die Finanzmarktintegration im Euro-Währungsgebiet                         | Der erste Satz von Indikatoren wurde 2005 veröffentlicht, um den Stand der Finanzmarktintegration im Euro-Währungsgebiet zu beurteilen und zu überwachen. Seither werden diese Indikatoren halbjährlich aktualisiert und erweitert. Gegenwärtig werden weitere Verbesserungen vorgenommen.   |
| <b>Beratung hinsichtlich des legislativen und regulatorischen Rahmens</b>                                 |  |
| Gesamtstrategie für die Finanzdienstleistungspolitik der EU   | Entwicklung und Umsetzung a) des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen von 1999 zur Aktualisierung und Verbesserung des aufsichtsrechtlichen Rahmens der EU und b) der entsprechenden Folgestrategie für den Zeitraum 2005–10. Die Umsetzung dieser Strategie ist noch nicht abgeschlossen.  |
| Institutioneller Rahmen der EU zur Regulierung und Beaufsichtigung der Finanzmärkte                       | Sicherstellung des reibungslosen Funktionierens des Lamfalussy-Verfahrens. Eine erste vollständige Überprüfung des Lamfalussy-Verfahrens wurde 2007 abgeschlossen; gegenwärtig werden Folgemaßnahmen entwickelt.   |
| Wertpapierclearing- und -abwicklungsinfrastruktur in der EU   | Erreichung einer integrierten, sicheren und effizienten Marktinfrastruktur im Nachhandelsbereich und Beseitigung von Hindernissen bei grenzüberschreitenden Transaktionen. Zahlreiche laufende Initiativen, z. B. die Entwicklung eines gemeinsamen Rahmens für die Regulierung, Aufsicht und Überwachung der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme (ESZB – CESR). |
| <b>Wahrnehmung einer Katalysatorfunktion für Aktivitäten des privaten Sektors</b>                         |  |
| Einheitlicher Euro-Zahlungsverkehrsraum (SEPA – Single Euro Payments Area)                                | Initiative zur Verwirklichung eines vollständig integrierten Marktes für Massenzahlungen im Euroraum ohne Unterscheidung zwischen grenzüberschreitenden und nationalen Zahlungen ab 2010. Der offizielle Start von SEPA erfolgte im Januar 2008.   |
| Initiative für kurzfristige Wertpapiere (STEP – Short-Term European Paper)                                | Zielt darauf ab, dass mittels freiwilliger Einhaltung einiger wichtiger gemeinsamer Standards durch die Marktteilnehmer ein europaweiter Markt für kurzfristige Papiere entsteht. Der Start des STEP-Markts erfolgte im Juni 2006.   |
| Euro Overnight Index Average (EONIA)  | Einführung eines Referenzzinssatzes für unbesicherte täglich fällige Interbankeinlagen. Seit 1999 fortlaufend berechnet.   |
| <b>Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen zur weiteren Integration der Finanzmärkte in Europa</b> |  |
| TARGET und TARGET2  | 1999 Einführung von TARGET, einer Dienstleistung des Eurosystems für die Echtzeit-Bruttoabwicklung von Großbetragszahlungen im Euro-Währungsgebiet; Wechsel auf eine technische Gemeinschaftsplattform durch die Einführung von TARGET2 im Jahr 2007   |
| TARGET2-Securities  | 2006 gestartete Initiative des Eurosystems zur Bereitstellung einer Gemeinschaftsplattform für die Wertpapierabwicklung in Zentralbankgeld innerhalb Europas. Die endgültige Entscheidung über das Projekt wird Mitte 2008 getroffen.  |
| Korrespondenzcentralbank-Modell (CCBM – Correspondent Central Banking Model)                              | 1999 eingeführtes Modell für die grenzüberschreitende Übertragung von Sicherheiten innerhalb des Eurosystems, bei dem NZBen als „Korrespondenten“ füreinander und für die EZB fungieren. Seit 2007 besteht eine Initiative für eine Gemeinschaftsplattform (CCBM2).  |



**Tabelle 2 Stand der Finanzmarktintegration im Euro-Währungsgebiet: Überblick über die wichtigsten Finanzmarktsegmente**

| Markt                            | Stand der Integration     | Entsprechende Infrastruktur  |
|----------------------------------|---------------------------|--|
| <b>Geldmärkte</b>                |                           |  |
| Unbesicherter Geldmarkt          | „Nahezu perfekt“          | Unbesicherter Geldmarkt: vollständig integriert  |
| Besicherter Geldmarkt            | Fortgeschritten           | Besicherter Geldmarkt: Geldseite vollständig integriert; Sicherheitenseite durch Fragmentierung belastet (siehe Anleihemärkte) |
| <b>Anleihemärkte</b>             |                           |  |
| Märkte für Staatsanleihen        | Sehr weit fortgeschritten | Fragmentiert   |
| Märkte für Unternehmensanleihen  | Relativ fortgeschritten   | Fragmentiert   |
| <b>Aktienmärkte</b>              |                           |  |
|                                  | Gering                    | Stark fragmentiert   |
| <b>Bankenmärkte</b>              |                           |  |
| Großkundengeschäfte              | Weit fortgeschritten      | Vollständig integriert   |
| Kapitalmarktbezogene Aktivitäten | Fortgeschritten           | Fragmentiert   |
| Privatkundengeschäfte            | Sehr gering               | Stark fragmentiert   |

stehen Fragen hinsichtlich der in Artikel 105 des EG-Vertrags niedergelegten satzungsgemäßen Aufgaben wie die Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft – soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist –, die Förderung eines reibungslosen Betriebs der Zahlungssysteme und die reibungslose Umsetzung der Maßnahmen auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems.

... durch Wahrnehmung einer Katalysatorfunktion für den privaten Sektor ...

Die Integration der Finanzmärkte sollte zwar durch die öffentlichen Rahmenbedingungen unterstützt werden, für den Integrationsfortschritt ist es aber letztlich entscheidend, dass der private Sektor die vorhandenen grenzüberschreitenden Geschäftsmöglichkeiten in vollem Umfang nutzt. Der Wettbewerb zwischen den Marktakteuren ist hierbei eine der wichtigsten Triebfedern. Auch wirksames kollektives Handeln kann von Bedeutung sein, insbesondere dort, wo heterogene Marktstandards und -praktiken den Finanzintegrationsprozess behindern. Diesbezüglich kann das Eurosystem den Marktteilnehmern bei der Überwindung von Koordinierungsschwierigkeiten behilflich sein.

... und durch Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen, die der Finanzintegration förderlich sind

Auch durch die Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen will das Eurosystem die Finanzmarktintegration vorantreiben. Zwar besteht der vorrangige Zweck dieser Dienstleistungen darin, das Eurosystem bei der Erfüllung seiner eigentlichen Zentralbankaufgaben zu unterstützen, doch achtet das Eurosystem sehr darauf, dass diese Dienste möglichst so spezifiziert werden, dass sie der Integration der Finanzmärkte förderlich sind.

Tabelle 1 bietet anhand einiger Schlüsselbeispiele einen Überblick über die Aktivitäten des Eurosystems auf dem Weg zur Finanzmarktintegration.<sup>4</sup>

## 6.2 FINANZMARKTINTEGRATION ZEHN JAHRE NACH DER EURO-EINFÜHRUNG

### ÜBERSICHT

Die EZB-Indikatoren für die Finanzmarktintegration machen deutlich, dass im Euroraum je nach Marktsegment sehr unterschiedliche Fortschritte erzielt worden sind. Weiter vorangeschritten ist die Integration insbesondere in jenen Bereichen, die in engerer Verbindung mit der einheitlichen

Beachtliche Fortschritte bei der Finanzmarktintegration

<sup>4</sup> Umfassendere Informationen finden sich in der jährlich erscheinenden EZB-Publikation „Financial integration in Europe“.

Geldpolitik stehen. Darüber hinaus hängt sie auch vom Integrationsgrad der entsprechenden Marktinfrastruktur ab. Tabelle 2 enthält eine Übersicht über den Stand der Finanzmarktintegration in den wichtigsten Marktsegmenten des Euroraums.

In den folgenden Abschnitten werden die Integrationsfortschritte an den Geld-, Anleihe-, Aktien- und Bankenmärkten eingehender untersucht und die wichtigsten Schwachstellen beleuchtet.

#### Kasten I

### VORLÄUFIGE ERGEBNISSE DER EZB-UNTERSUCHUNGEN ZUR FINANZMARKTENTWICKLUNG

Selbst bei einer vollkommenen Finanzmarktintegration können gewisse Friktionen an den Finanzmärkten weiter bestehen. Die Finanzmarktentwicklung leistet einen Beitrag zur Überwindung dieser Friktionen. Durch Finanzmarktinnovationen sowie institutionelle und organisatorische Verbesserungen im Finanzsystem steuert sie zur Beseitigung von Informationsasymmetrien, zur Vervollständigung der Märkte, zur Senkung der Transaktionskosten und zur Stärkung des Wettbewerbs bei.

Obwohl die Finanzmarktentwicklung und die Finanzmarktintegration miteinander in Zusammenhang stehen und beide einen positiven Einfluss auf die Effizienz des Finanzsystems ausüben, unterscheiden sie sich darin, dass sie verschiedene Prozesse beschreiben. So können auch an einem vollständig integrierten Markt Probleme der Negativauslese („adverse selection“) unter den Anlegern fortbestehen, wodurch die Kapitalallokation beeinträchtigt wird. Somit ergänzt die Finanzmarktentwicklung die Finanzmarktintegration bei der Förderung der Finanzmarkt-effizienz.

Vor diesem Hintergrund hat die EZB im Rahmen eines Forschungsprojekts versucht, das Konzept der Finanzmarktentwicklung zu spezifizieren und quantitative Indikatoren zur Messung der Finanzmarktentwicklung im Finanzsystem festzulegen. Ein erster Satz solcher Indikatoren wurde im EZB-Bericht „Financial integration in Europe“<sup>1</sup> in der Ausgabe 2008 vorgestellt.

Die Finanzmarktentwicklung stellt ein sehr forschungsaktives Themengebiet dar, und deshalb dürften nicht alle Aspekte eines Finanzsystems von quantitativen Indikatoren vollständig abgedeckt werden. So ist es zwar einfacher, formale Gesetze und Regelungen zu bewerten, informelle Regelungen und Praktiken können aber eine genauso große Bedeutung haben. Darüber hinaus stehen häufig Informationen nur zu marktbasierenden Transaktionen im Großkundengeschäft zur Verfügung, nicht aber zu auf langfristigen Geschäftsbeziehungen aufbauenden Kleinkundengeschäften.

Ungeachtet dieser Schwierigkeiten bei der Analyse deuten die verfügbaren Indikatoren doch auf ein relativ hohes Maß an Heterogenität sowohl zwischen verschiedenen Finanzmärkten als auch zwischen den Ländern des Euro-Währungsgebiets hin. Die wesentlichen Unterschiede hängen mit der Effizienz des Rechtssystems, Art und Umfang von Verbriefungen, den Handelsvolumina an den Aktienmärkten sowie mit der Anzahl der unbaren Transaktionen pro Kopf der Bevölkerung zusammen.

<sup>1</sup> Siehe den Sonderbeitrag „Financial development: concepts and measures“ in der Ausgabe des Berichts von 2008, der auf früheren EZB-Publikationen zu diesem Thema basiert, und zwar auf P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou and M. Lo Duca, The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe, Occasional Paper Nr. 72 der EZB, September 2007, und EZB, Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Finanzsystemen, Monatsbericht Oktober 2005.

Ergänzende Einschätzungen  
zum Stand der  
Finanzmarktentwicklung

Verglichen mit der Gruppe der Referenzländer – vielleicht abgesehen vom Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten, die bei den meisten Indikatoren gute Resultate erzielen – schneidet das Finanzsystem des Euroraums im Durchschnitt gut ab. Die Ergebnisse deuten darauf hin, dass es weiteren Spielraum für Strukturreformen in den Finanzsektoren des Euroraums gibt und nutzbringend ist, sowohl die Finanzmarktintegration als auch die Finanzmarktentwicklung zu beobachten.

## GELDMÄRKTE

**Die Geldmärkte sind fast vollständig integriert, ...**

Der Geldmarkt im Euro-Währungsgebiet – das am engsten mit der einheitlichen Geldpolitik verknüpfte Marktsegment – erreichte fast unmittelbar nach Einführung des Euro einen Stand „nahezu perfekter“ Integration. Die Querschnittsstandardabweichung der EONIA-Kreditsätze in den Euro-Ländern sank im Gefolge der Euro-Einführung drastisch auf einen Wert nahe Null und ist seither stabil geblieben (siehe Abbildung 1).

**... mit Ausnahme des Segments der kurzfristigen Schuldverschreibungen**

Eine nennenswerte Ausnahme von dem insgesamt hohen Integrationsstand an den Geldmärkten des Euro-Währungsgebiets bildet das nach wie vor wesentlich stärker fragmentierte Segment für kurzfristige Schuldverschreibungen (d. h. Commercial Paper und Einlagenzertifikate).

Die im Zusammenhang mit den globalen Finanzmarkturbulenzen in der zweiten Hälfte 2007 entstandenen Liquiditätsprobleme am kurzen Ende des Geldmarkts haben sich auf die Volatilität der ganz kurzfristigen Geldmarktsätze, insbesondere der Tagesgeldsätze, ausgewirkt. Die Erklärung hierfür dürfte eher in der gestiegenen Variabilität des Kreditrisikos unter den Banken als in einer höheren Fragmentierung oder geringeren Integration des Marktes liegen.

## ANLEIHE- UND AKTIENMÄRKTE

**Deutliche Zeichen für eine Integration ...**

Vor Einführung des Euro gingen von etlichen Faktoren negative Impulse auf das grenzüberschreitende Finanzgeschäft aus, so insbesondere vom Wechselkursrisiko, von den Inflations- und Zinsunterschieden zwischen den einzelnen Ländern, den erheblichen Transaktionskosten bei Geschäften mit unterschiedlichen Währungen sowie den für Anleger und Finanzintermediäre geltenden Devisenbeschränkungen. Mit der Euro-Einführung wurden diese Hindernisse aus dem Weg geräumt und erhielt die Integration der Wertpapiermärkte Auftrieb, wenn auch je nach Marktsegment in unterschiedlichem Maß.

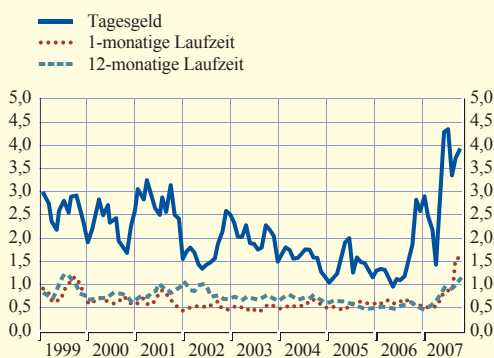
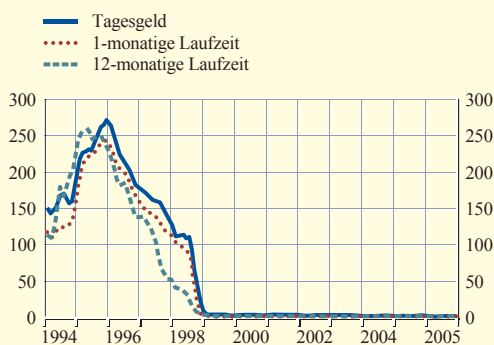
**... insbesondere an den Staatsanleihemärkten**

Am weitesten fortgeschritten ist die Finanzintegration an den Märkten für Staatsanleihen, deren Renditen einen Annäherungsprozess durchlaufen haben und zunehmend von den gleichen Faktoren determiniert werden, wenngleich lokale Bestimmungsfaktoren – wie Unterschiede bei der Liquidität oder der Verfügbarkeit entwickelter Derivatemärkte, die an die einzelnen Anleihemärkte gebunden sind – immer noch eine Rolle spielen. Die verbleibenden Differenzen können auch (wahrgenommene) Unterschiede beim Kreditrisiko widerspiegeln, was aber nicht als Zeichen für eine mangelnde Integration gedeutet werden sollte.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> So scheint die seit Juli 2007 zu beobachtende deutliche Ausweitung der Zinsdifferenzen bei Staatsanleihen des Euro-Währungsgebiets gegenüber deutschen Referenzanleihen vielmehr auf befürchtete Liquiditätsengpässe im Zusammenhang mit den Finanzmarkturbulenzen denn auf unterschiedliche Staatsausfallrisiken zurückzuführen zu sein.

Abbildung 1 Standardabweichung der durchschnittlichen nationalen Zinssätze für unbesicherte Interbankkredite in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(gleitender 61-Tagesdurchschnitt; in Basispunkten)



Quellen: EBF und EZB-Berechnungen.

Parallel dazu hat die Einführung der Währungsunion auch für Fortschritte bei der Integration der Märkte für Unternehmensanleihen gesorgt, da die vormals aufgrund von Währungsunterschieden segmentierten Einzelmärkte zu einem gemeinschaftlichen, diversifizierten Euro-Markt fusioniert sind. Infolgedessen haben länderspezifische Faktoren bei der Bestimmung der Kurse und Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen an Bedeutung verloren.

Auch die Bestände ausländischer Anleihen untermauern den Befund, dass die Märkte für Staats- und Unternehmensanleihen recht gut integriert sind. So hat sich der Anteil ausländischer langfristiger Schuldverschreibungen an den inländischen Portfolios während der vergangenen zehn Jahre deutlich erhöht: bei den monetären Finanzinstituten (MFIs)<sup>6</sup> von 15 % im Jahr 1999 auf nahezu 40 % im Jahr 2007 (siehe Abbildung 2). Darüber hinaus hat der Bestand an Schuldverschreibungen, die durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften begeben wurden, von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend deutlich zugenommen, was dafür spricht, dass die Anleger ihre Portfolios zunehmend über die Länder des Euroraums diversifizieren.

An den Aktienmärkten ist die Integration zwar weniger weit gediehen, es zeichnen sich aber Fortschritte ab. Seit Anfang der Neunzigerjahre vollzieht sich die Integration der Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet in einem schnelleren Tempo als in der übrigen Welt, obgleich für den Großteil der Veränderungen der Aktienrenditen nach wie vor lokale Schocks verantwortlich sind (siehe Abbildung 3). Von 1997 bis 2005 haben die Anleger des Euroraums den Anteil der in anderen Euro-Ländern emittierten Aktien an ihrem Gesamtbestand an Aktienwerten des Eurogebiets auf 29 % verdoppelt, während außerhalb des Euroraums gehaltene Aktien des Euro-Währungsgebiets anteilmäßig weiter auf einem wesentlich niedrigeren Niveau liegen, das sich nur geringfügig erhöht hat.

6 Zu den monetären Finanzinstituten zählen all jene Finanzinstitute, die zusammen den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu gehören das Eurosystem, gebietsansässige Kreditinstitute und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapieren zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

Fortschritte auch an den Märkten für Unternehmensanleihen ...

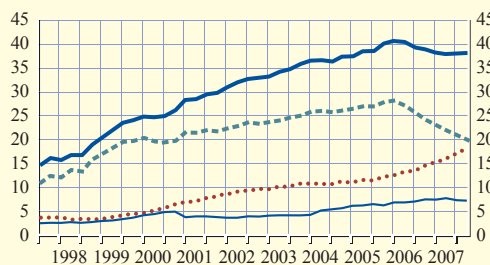
... und in geringerem Maße auch an den Aktienmärkten

**Insgesamt Fortschritte,  
doch die Integration im  
Privatkundengeschäft hinkt  
hinterher**

**Abbildung 2 Anteil ausländischer von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet und der EU begebener Schuldverschreibungen am Gesamtbestand der von MFIs gehaltenen Schuldverschreibungen nach Gebietsansässigkeit des Emittenten**

(in %, ohne Eurosystem)

- Staats- und Unternehmensanleihen aus anderen Staaten des Euro-Währungsgebiets
- ..... Unternehmensanleihen aus anderen Staaten des Euro-Währungsgebiets
- - - Staatsanleihen aus anderen Staaten des Euro-Währungsgebiets
- Staats- und Unternehmensanleihen aus den übrigen EU-Staaten

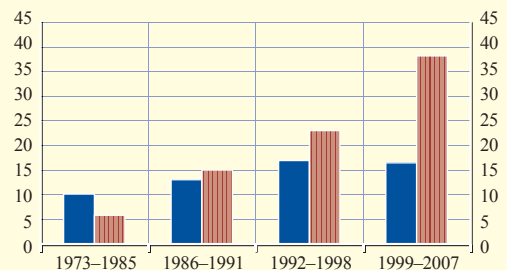


Quelle: EZB.

**Abbildung 3 Anteil der Varianz länderspezifischer Aktienrenditen, der auf Schocks im Euro-Währungsgebiet bzw. in den USA zurückzuführen ist**

(in %)

- US-Schocks
- Schocks im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.

## BANKENMÄRKTE

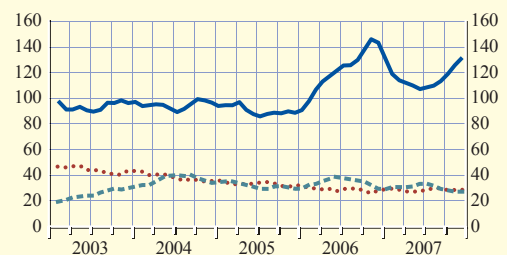
Während die Bankenmärkte des Euro-Währungsgebiets in den Bereichen Großkundengeschäft und kapitalmarktbezogene Geschäfte deutliche Anzeichen für eine zunehmende Integration aufweisen, ist der Geschäftsbereich des Privatkundenmarkts nach wie vor stärker fragmentiert. So ist die Spreizung der Bankzinsen im Euroraum, insbesondere bei den Konsumentenkrediten, relativ groß geblieben (siehe Abbildung 4)

Abweichungen bei der Höhe der Bankzinsen können verschiedene Faktoren widerspiegeln, wie z. B. unterschiedliche Bedingungen in den nationalen Volkswirtschaften (etwa das Kredit- und Zinsänderungsrisiko, die Unternehmensgröße, die Industriestruktur und die Kapitalmarktentwicklung), unterschiedliche institutionelle Faktoren (z. B. das Steuersystem, Regulierungsvorschriften, Aufsicht und Verbraucherschutz) und Unterschiede in der Finanzstruktur (beispielsweise der Grad der Bankfinanzierung in Relation zur Kapitalmarktfinanzierung und die Wettbewerbsfähigkeit).<sup>7</sup> Trotz der erheblichen Unterschiede zeichnet sich dennoch ein allmählicher Konvergenzprozess ab.

**Abbildung 4 Standardabweichung der nationalen Zinssätze für MFI-Kredite an private Haushalte**

(in Basispunkten)

- Konsumentenkredite mit einer Laufzeit von mehr als 1 Jahr und bis zu 5 Jahren
- ..... Wohnungsbaukredite mit variablem Zinssatz oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- - - Wohnungsbaukredite mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren und bis zu 10 Jahren



Quelle: EZB.

<sup>7</sup> Siehe EZB, Differences in MFI interest rates across euro area countries, September 2006.



## 6.3 FINANZMARKTINTEGRATION – TRIEBKRÄFTE UND HEMMNISSE

### 6.3.1 GELDMÄRKTE

#### INTEGRATION DER MARKTINFRASTRUKTUR ALS ANREIZ FÜR WEITERE FORTSCHRITTE

Ein entscheidender Faktor auf dem Weg zur Geldmarktintegration und für deren Aufrechterhaltung war das hohe Integrationsniveau der Euro-Großbetragszahlungssysteme, das eine sichere und effiziente Abwicklung euroraumweiter Interbankzahlungen ermöglicht.

Vor Einführung des Euro hatte jedes Land des im Entstehen begriffenen Eurogebiets eine eigene Währung, eine eigene Geldpolitik, nationale Geldmärkte sowie eine eigene Zahlungs- und Abwicklungsinfrastruktur. Wenngleich sich die nationalen Märkte und Infrastrukturen in diesen Ländern über Jahrzehnte hinweg bewährt hatten, waren sie den Anforderungen des künftigen Euro-raums nicht mehr gewachsen. Die Fragmentierung und ein Mangel an gemeinsamen Infrastrukturen hemmten die grenzüberschreitenden Aktivitäten. Es war offensichtlich, dass solch eine fragmentierte Marktinfrastruktur nicht in der Lage wäre, die Geldpolitik der EZB und den Euro-Geldmarkt hinreichend zu stützen. Es wurde daher der Beschluss gefasst, neue Verfahren für die Abwicklung von Euro-Zahlungen in Zentralbankgeld und für die grenzüberschreitende Lieferung von Sicherheiten bei Kreditgeschäften des Eurosystems zu schaffen. Diese Verfahren des Eurosystems wurden TARGET-System<sup>8</sup> und Korrespondenzzentralbank-Modell (Correspondent Central Banking Model – CCBM) genannt.

Die Zentralbank ist „die Bank der Banken“. Bei großvolumigen Zahlungen zwischen Banken bevorzugen diese eine Abwicklung über Zentralbankkonten, um das mit Interbankkrediten verbundene Risiko zu vermeiden. In einem Echtzeit-Bruttozahlungssystem werden die Zahlungen in Zentralbankgeld und mit Innertagesfinalität abgewickelt; solche Liquiditätseingänge stehen sofort wieder zur erneuten Nutzung zur Verfügung. Mit der Einführung von TARGET durch das Eurosystem im Januar 1999 war diese Dienstleistung auch für den Euro verfügbar.

Seit seiner Inbetriebnahme ist das System in Bezug auf Geschwindigkeit, Verfügbarkeit, Öffnungszeiten und Service ein Maßstab für die Verarbeitung von Euro-Zahlungen. Direkt mit Geschäften des Eurosystems zusammenhängende Zahlungen werden über TARGET abgewickelt. Die Abwicklung eines geldpolitischen Geschäfts wirkt sich daher auf den Konten der an dem entsprechenden Geschäft teilnehmenden Geschäftspartner aus. Nicht alle Kreditinstitute nehmen an Geschäften mit dem Eurosystem teil, und der Liquiditätseffekt solcher Geschäfte wird daher im Nachhinein über den Geldmarkt innerhalb des Bankensystems wieder verteilt. Die Geldmarktgeschäfte resultieren in Zahlungen, die wiederum in erster Linie über TARGET abgewickelt werden. Durch den offenen Zugang zum System ist sichergestellt, dass alle Kreditinstitute direkten Zugriff auf eine Reihe gemeinsamer Abwicklungssysteme in Zentralbankgeld haben, ohne dass sie auf gewerbliche Wettbewerber angewiesen sind. Die Geschäftspartner im Euroraum können Zentralbankgeld daher mit Innertagesfinalität untereinander direkt übertragen. Diese Dienstleistung steht auch in einigen nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Ländern, deren Zentralbanken sich freiwillig dem System angeschlossen haben, zur Verfügung.

**Mit TARGET und CCBM unterstützt das Eurosystem Euro und Geldmarkt**

**TARGET ermöglicht eine sichere und effiziente Transaktionsabwicklung ...**

**... und erleichtert die Durchführung der Geldpolitik**

<sup>8</sup> TARGET – Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungssystem (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system).

**Übergang zur Einheitsplattform abgeschlossen**

Da TARGET das Rückgrat der Infrastruktur für großvolumige und zeitkritische Interbankzahlungen bildet und den Bedürfnissen der Kunden und Finanzmärkte im Allgemeinen Rechnung tragen soll, ist es mit langen Öffnungszeiten ausgestattet und täglich außer samstags und sonntags und mit Ausnahme sechs weiterer Tage im Jahr in Betrieb. Die Geschäftstage sind de facto die Erfüllungstage für den Euro-Finanzmarkt und für Devisengeschäfte in Euro.

**TARGET2 führt zu noch höherer Integration und Effizienz im Individualzahlungsverkehr**

Ursprünglich basierte TARGET auf dem Grundsatz der Minimalharmonisierung und einer dezentralen Architektur, bei der die verschiedenen auf nationaler Ebene bestehenden Systeme miteinander verknüpft wurden. Um jedoch der wachsenden Nachfrage der Finanzinstitute nach erweiterten und harmonisierten Leistungen gerecht zu werden, begann das Eurosystem im Oktober 2002 mit der Entwicklung einer verbesserten Anwendung, die den Übergang von einem „System der Systeme“ zu einer Gemeinschaftsplattform ermöglichen sollte. Dieses System der zweiten Generation, TARGET2, wurde am 19. November 2007 eingeführt und ersetzte am 19. Mai 2008 vollständig das bisherige TARGET-System.

Durch das neue System soll die Integration des Individualzahlungsverkehrs gestärkt werden, indem die Teilnehmer ein harmonisiertes Leistungsspektrum, eine einheitliche Preisstruktur für nationale und grenzüberschreitende Zahlungen sowie harmonisierte Settlement-Dienstleistungen für Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungsgeschäfte zur Verfügung gestellt bekommen. Das neue System erlaubt den Banken darüber hinaus die weitere Verbesserung ihres Zahlungs- und Liquiditätsmanagements. Während die multinationalen Nutzer für das bisherige TARGET-System eine große Anzahl technischer Kommunikationsschnittstellen betreiben mussten, können sie nun die Konten ihrer Niederlassungen in den verschiedenen Ländern von einem zentralen Standort aus kontrollieren und steuern. Außerdem ist es dieser Nutzergruppe auch möglich, ihr Zahlungsgeschäft zu zentralisieren, ein Schritt, der ihnen weitere Größenvorteile, potenzielle Effizienzgewinne im Hinblick auf Geschwindigkeit und Qualität verschaffen und sie in die Lage versetzen dürfte, besser auf das sich rasch wandelnde Umfeld an den Zahlungsmärkten zu reagieren.

**Tagesumsatz 2 400 Mrd €**

Erheblich erleichtert wurde die rasche Integration der Geldmärkte im Eurogebiet im Januar 1999 durch die von TARGET angebotenen Abwicklungsdienstleistungen und dessen reibungslosen Betrieb. Während es 1999 noch 21 Großbetragszahlungssysteme für Eurozahlungen gab, sind es 2008 nur noch drei. Die Einführung, der reibungslose Betrieb und die ständige Weiterentwicklung des Systems stehen beispielhaft für die erfolgreiche Rolle, die die Dienstleistungen des Eurosystems bei der Integration der Marktinfrastrukturen und somit auch der jeweiligen Finanzmarktsegmente spielen. Von den zurzeit vorhandenen Systemen ist TARGET2 nach Wert und Stückzahl der Zahlungen das System mit dem größten Marktanteil.<sup>9</sup> Der Tagesumsatz liegt derzeit bei rund 2 400 Mrd €. Der Umsatz an 3½ Geschäftstagen entspricht dem gesamten jährlichen BIP des Euroraums! Der höchste an einem Tag verzeichnete Umsatz belief sich auf 3 387 Mrd €.

**CCBM erleichtert grenzüberschreitende Übertragung von Sicherheiten ...**

Eine weitere wichtige Dienstleistung des Eurosystems, die zur Geldmarktintegration beiträgt, ist das CCBM für die grenzüberschreitende Übertragung von Sicherheiten innerhalb des Eurogebiets. Der ESZB-Satzung zufolge sind für sämtliche Kreditgeschäfte des Eurosystems ausreichend Sicherheiten zu stellen. Darüber hinaus legt der Handlungsrahmen des Eurosystems fest, dass alle zur Besicherung von Kreditgeschäften des Eurosystems zugelassenen Vermögenswerte von sämt-

<sup>9</sup> Auf TARGET2 entfallen wertmäßig 89 % und volumenmäßig 60 % des Zahlungsverkehrs, der über die Individualzahlungssysteme für Euro-Zahlungen abgewickelt wird. Über TARGET werden im Tagesdurchschnitt mehr als 360 000 Zahlungen abgewickelt, und es ist zusammen mit Fedwire in den Vereinigten Staaten und dem internationalen Devisenabwicklungssystem Continuous Linked Settlement (CLS) eines der größten Systeme der Welt für die Abwicklung von Individualzahlungen.

lichen Geschäftspartnern des Eurosystems als Sicherheiten verwendet werden können, unabhängig davon, wo die Vermögenswerte und Geschäftspartner lokalisiert sind.

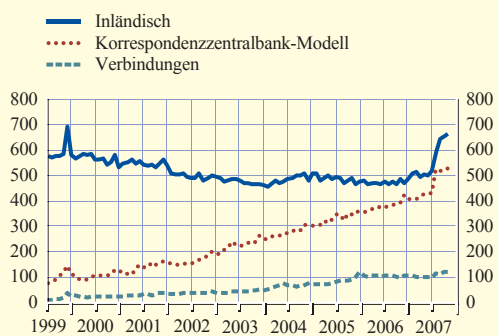
Bei Einführung des Euro war die Infrastruktur der europäischen Wertpapiermärkte stark fragmentiert, und insbesondere das Verbindungsnetzwerk zwischen den Wertpapierabwicklungssystemen war noch unvollständig. Da es kein angemessenes Marktmodell für die grenzüberschreitende Mobilisierung von Sicherheiten gab, führte das Eurosystem 1999 als Übergangslösung das CCBM in der Erwartung ein, dass sich mit der Zeit Marktlösungen entwickeln würden. Gemäß diesem Modell wird den Geschäftspartnern von ihrer nationalen Zentralbank auf Grundlage von Sicherheiten, die an eine andere Zentralbank des Eurosystems (die „Korrespondenzzentralbank“) übertragen wurden, Kredit gewährt. Inzwischen ist diese Dienstleistung zum wichtigsten Mechanismus im Rahmen der grenzüberschreitenden Verwendung von Sicherheiten im Kreditgeschäft des Eurosystems geworden.

Das CCBM ist von unschätzbarem Wert für das Funktionieren des Sicherheitenrahmens des Eurosystems und hat die verstärkte Nutzung von Sicherheiten im grenzüberschreitenden Geschäft kräftig unterstützt. So haben die Geschäftspartner des Eurosystems ihre Sicherheitenportfolios diversifiziert, indem sie einen größeren Anteil ihrer Sicherheiten in Vermögenswerten anderer Euro-Länder anlegten. Darüber hinaus haben multinationale Bankengruppen ihr Liquiditäts- und Sicherheitenmanagement zunehmend auf der Konzernebene zentralisiert. Die innerhalb des Systems übertragenen Sicherheiten haben sich von 162,7 Mrd € im Jahr 1999 auf 557,9 Mrd € im Dezember 2007 erhöht, wobei der letztgenannte Wert 39,6 % der gesamten dem Eurosystem zu diesem Zeitpunkt übertragenen Sicherheiten entsprach (siehe Abbildung 5). Im Jahr 2006 machte die grenzüberschreitende Verwendung von Sicherheiten 50,2 % der gesamten Sicherheiten an das Eurosystem aus, womit sie erstmals die inländische Nutzung von Sicherheiten übertraf. Im Jahr 2007 wurden in relativer Betrachtung 81,5 % der grenzüberschreitenden Lieferungen von Sicherheiten über das CCBM abgewickelt, während sich die Übertragung von Sicherheiten über Verbindungen auf 18,5 % belief.

Zur weiteren Verbesserung der Dienstleistungen des Eurosystems wird derzeit an der Einführung einer gemeinsamen technischen Plattform (CCBM2) gearbeitet, sodass eine einheitliche Dienstleistung für inländische und grenzüberschreitende Sicherungsgeschäfte bereitgestellt werden kann. Mit dieser Plattform erhält das Eurosystem in erster Linie ein besseres System zum Sicherheitenmanagement, den Geschäftspartnern des Eurosystems eröffnen sich dadurch jedoch auch beträchtliche Chancen zum weiteren Abbau von Komplexitäten und Kosten im Backoffice-Bereich und zur Optimierung des Sicherheiten- und Liquiditätsmanagements. Darüber hinaus werden sich zwischen dem neuen System und TARGET2 sowie TARGET2-Securities Synergieeffekte ergeben (siehe den Abschnitt zu den Anleihe- und Aktienmärkten weiter unten). Um den Anforderungen der Geschäftspartner voll und ganz gerecht zu werden, entwickelt das Eurosystem das neue System in enger Zusammenarbeit mit den Marktteilnehmern.

**Abbildung 5 Wert der für Kreditgeschäfte des Eurosystems von den Geschäftspartnern übertragenen Sicherheiten**

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

**... und unterstützt die zunehmende grenzüberschreitende Verwendung von Sicherheiten**

**Vorbereitungen für eine weitere Verbesserung der Lieferung von Sicherheiten**

**Gemeinsame Marktstandards durch die STEP-Initiative, ...**

**... die im Juni 2006 aus der Taufe gehoben wurde**

**Katalysatorfunktion des Eurosystems entscheidend für diesen Erfolg**

**Fortschritte wurden begünstigt durch effektive Maßnahmen des öffentlichen Sektors, ...**

## **MASSNAHMEN ZUR BESEITIGUNG DER FRAGMENTIERUNG DES MARKTS FÜR KURZFRISTIGE WERTPAPIERE**

Der Markt für kurzfristige Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet ist, wie bereits erwähnt, verhältnismäßig stark fragmentiert geblieben. Dabei waren unterschiedliche Marktstandards einer der Haupthinderungsgründe für die Entwicklung eines gesamteuropäischen Marktes. Im Jahr 2001 startete Euribor ACI<sup>10</sup> die Initiative zur Integration des europäischen Marktes für kurzfristige Wertpapiere (Short-Term European Paper – STEP), um a) gemeinsame Marktstandards und Praktiken zur Förderung der Marktintegration festzulegen und b) die freiwillige Verpflichtung der Marktteilnehmer auf diese Standards durch die Vergabe eines gemeinsamen Siegels für entsprechende Emissionsprogramme zu unterstützen.

Im Juni 2006 unterzeichneten Euribor ACI und die Euribor Europäische Bankenvereinigung<sup>11</sup> die STEP-Marktkonvention, in der die Kriterien und Verfahren für die Vergabe und die Aberkennung des STEP-Siegels für die Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen niedergelegt sind. Der neue Markt wurde rasch angenommen. So machten im September 2007 auf Euro lautende Titel mit dem STEP-Siegel bereits 30 % der weltweit von Nicht-Regierungen begebenen kurzfristigen Schuldtitel in Euro aus. Das Volumen der entsprechenden Programme belief sich im Dezember 2007 auf 320 Mrd € gegenüber 60 Mrd € im Juli 2006 (einem Monat nach Unterzeichnung der Marktkonvention).

Während das STEP-Projekt eine vom Markt ausgehende Initiative zur stärkeren Integration des Segments der kurzfristigen Schuldverschreibungen war, kam dem Eurosystem eine Schlüsselrolle dabei zu, diese Initiative zum Erfolg zu führen. Nachdem der ursprüngliche Anstoß für das Projekt bereits von der EZB ausgegangen war, trug diese auch zu dessen Entwicklung und Umsetzung bei. In der Vorbereitungsphase erleichterte die EZB die Zusammenarbeit zwischen den beteiligten Marktakteuren, zudem trug sie zur Entwicklung der Marktkonvention bei und unterstützte die Initiative durch Beratung in rechtlichen Fragen. Außerdem ergriff die EZB Maßnahmen, um den Bekanntheitsgrad des Projekts unter den Marktteilnehmern und in der Öffentlichkeit zu erhöhen. Seit dem offiziellen Start des neuen Marktes haben die EZB und neun NZBen des Eurosystems das STEP-Sekretariat technisch unterstützt. Darüber hinaus hat die EZB regelmäßig Statistiken über die Renditen und Volumina am STEP-Markt erstellt und die entsprechenden Informationen auf ihrer Website veröffentlicht. Diese Statistiken, die laufend weiterentwickelt wurden, sind für eine Verbesserung der Markttransparenz, die in den kommenden Jahren bei der weiteren Integration des europäischen Marktes für kurzfristige Schuldtitel eine wichtige Rolle spielen wird, von entscheidender Bedeutung.

### **6.3.2 ANLEIHE- UND AKTIENMÄRKTE**

#### **FORTSCHRITTE BEIM EU-RAHMEN FÜR FINANZMARKTREGULIERUNG UND -AUSICHT**

Aus den Fortschritten bei der Integration der Anleihe- und Aktienmärkte des Euroraums wird beispielhaft ersichtlich, wie der öffentliche Sektor politischen Hindernissen im grenzüberschreitenden Finanzgeschäft begegnen kann. Die Einführung des Euro hat gezeigt, dass die Einheitswährung ihr Potenzial zur Förderung der Finanzmarktintegration erst dann voll entfalten kann, wenn sie durch verbesserte EU-weit gültige Rahmenbedingungen ergänzt wird, die Barrieren im

<sup>10</sup> Die Euribor ACI ist einer der Finanzmarktverbände, die die EURIBOR- und EONIA-Indizes verwalten.

<sup>11</sup> Seit Mai 2005 unterstützt die Euribor Europäische Bankenvereinigung Euribor ACI bei der Entwicklung des Projekts.

grenzüberschreitenden Geschäftsverkehr beseitigen und die Stabilität des Binnenmarkts gewährleisten. In diesem Zusammenhang wurden in den letzten Jahren zwei wichtige Initiativen umgesetzt: der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan – FSAP) und das Lamfalussy-Verfahren zur Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzsektors.

Der 1999 eingeführte FSAP begründete eine weitgehende Neugestaltung der EU-Vorschriften für Finanzdienstleistungen. Er umfasste 42 wichtige Gesetzesinitiativen, die von der Europäischen Kommission vorgeschlagen wurden, um bestehende EU-Bestimmungen an die Marktentwicklung anzupassen und die aufsichtsrechtliche Harmonisierung in der EU auf einen Stand zu bringen, der sich im Einklang mit den Bestrebungen zur Vollendung des Binnenmarkts befindet. Der Aktionsplan war zwar auf den gesamten Finanzsektor gerichtet, die meisten Initiativen bezogen sich jedoch auf die Wertpapiermärkte. Zu den wichtigsten Regelungen in diesem Zusammenhang gehörten die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (MiFID), die Transparenzrichtlinie, die Richtlinie über Marktmissbrauch und die Prospektrichtlinie.<sup>12</sup>

Gestützt auf die im Rahmen des FSAP erzielten Erfolge verabschiedete die Kommission im Dezember 2005 ein Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik in der EU für die Jahre 2005–2010. Das Weißbuch besagt, dass die EU-Finanzdienstleistungspolitik in den kommenden Jahren insbesondere im Bereich der Wertpapiermärkte primär darauf abzielt, eine effektive und konsequente Umsetzung der FSAP-Maßnahmen sicherzustellen und die bestehenden EU-Rechtsvorschriften zu konsolidieren und zu vereinfachen. Weitere politische Initiativen sind lediglich für eine begrenzte Anzahl sorgfältig ausgewählter Bereiche vorgesehen, vor allem für die Clearing- und Abwicklungssysteme sowie für Finanzdienstleistungen im Privatkundengeschäft.

Das Lamfalussy-Verfahren zur Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzsektors wurde 2001 im Wertpapierbereich eingeführt und hat die Geschwindigkeit und Flexibilität des Regulierungsprozesses in der EU erheblich verbessert. Darüber hinaus förderte es die konsequente Umsetzung von EU-Vorschriften auf nationaler Ebene; dies gilt besonders für die im Rahmen des FSAP verabschiedeten Richtlinien bezüglich der Wertpapiermärkte. Das Verfahren beruht auf einem innovativen Vier-Stufen-Konzept für die Finanzmarktgesetzgebung: Die grundlegenden Prinzipien werden nach wie vor im Zuge des regulären Gesetzgebungsprozesses festgelegt, d. h. vom Europäischen Parlament und vom Rat verabschiedet (Stufe 1). Die mit der markt- und aufsichtsrechtlichen Entwicklung in Einklang zu haltenden technischen Details der Rechtsvorschriften können jedoch von der Kommission in einem vereinfachten und beschleunigten Verfahren unter Einbeziehung sektoraler Regulierungsausschüsse, denen die zuständigen nationalen und europäischen Behörden angehören, verabschiedet werden (Stufe 2). Stufe 3 umfasst die Arbeit der sektorspezifischen Gremien der nationalen Aufsichtsbehörden zur Gewährleistung einer konsistenten und fristgerechten Umsetzung der auf Stufe 1 und 2 beschlossenen Maßnahmen in den jeweiligen Ländern. Bei der 4. Stufe handelt es sich schließlich um Maßnahmen der Europäischen Kommission mit dem Ziel einer verbesserten Umsetzung des Gemeinschaftsrechts, gestützt auf eine vertiefte Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten, ihren Regulierungsbehörden und dem privaten Sektor.<sup>13</sup>

Die praktische Funktionsweise des seit 2003 auch im Banken- und Versicherungssektor umgesetzten Lamfalussy-Verfahrens wird genau beobachtet, und zahlreiche Verbesserungen wurden bereits

... darunter der Financial Services Action Plan, ...

... die nachfolgende Strategie für 2005–2010 ...

... und die Einführung des Lamfalussy-Verfahrens

<sup>12</sup> Ein Überblick über die wichtigsten FSAP-Maßnahmen findet sich in: EZB, Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität, Monatsbericht November 2004.

<sup>13</sup> Eine detaillierte Beschreibung des Lamfalussy-Verfahrens findet sich in dem zuvor erwähnten Aufsatz.



eingeführt bzw. werden zurzeit entwickelt. Das Ziel dieser Maßnahmen besteht vor allem darin, den Nutzen des Verfahrens im Hinblick auf die Förderung der aufsichtlichen Konvergenz und Zusammenarbeit bei der Umsetzung von EU-Regelungen voll auszuschöpfen.

#### **Beratende Mitwirkung des Eurosystems**

Die EZB und das Eurosystem haben zur Schaffung und Umsetzung des FSAP sowie des Lamfalusy-Verfahrens und der jeweiligen Folgemaßnahmen aktiv beigetragen (siehe Kapitel 7).

#### **WEITERE VERBESSERUNG DER INTEGRATION DER WERTPAPIERMARKTINFRASTRUKTUR ERFORDERLICH**

#### **Geringe Integration der Wertpapiermarktinfrastruktur ...**

Die Integration der Anleihe- und Aktienmärkte hängt von der Einbindung der zugrunde liegenden Infrastruktur, vor allem der Infrastruktur der Wertpapierabwicklungssysteme und zentralen Kontrahenten, ab. Die Integration der Infrastrukturen für die Wertpapiermärkte schreitet allerdings nicht so rasch voran wie diejenige für Großbetragszahlungen. Dies hat vor allem mit der naturgemäß höheren Komplexität von Wertpapieren zu tun, die zu unterschiedlichen Marktgepflogenheiten und divergierenden rechtlichen, aufsichtlichen und fiskalischen Regelungen in den Mitgliedstaaten geführt hat. Seit der Einführung des TARGET-Systems im Jahr 1999 machen die grenzüberschreitenden Zahlungen annähernd 20 % bis 25 % des Gesamtvolumens und 35 % des Gesamtwerts aus. Indessen haben sich die Wertpapierabwicklungssysteme zwar besonders um Verbindungen untereinander bemüht, diese werden jedoch kaum genutzt (weniger als 1 % des Gesamtvolumens/-werts).

Die Infrastruktur für den Nachhandelsbereich für Anleihen ist fragmentiert, und noch mehr gilt dies für den Aktienbereich. Die grenzüberschreitende Abwicklung im Anleihenbereich konzentriert sich weitgehend auf zwei internationale Zentralverwahrer, während sie bei Aktien nach wie vor überwiegend von den jeweiligen nationalen Zentralverwahrern durchgeführt wird.

#### **... führt zu hohen Transaktionsgebühren**

Das hohe Maß an Fragmentierung bringt für grenzüberschreitende Wertpapiertransaktionen in der EU erhebliche Nachhandelskosten mit sich, schmälert das Potenzial von Skaleneffekten und behindert die Angleichung der Wettbewerbsbedingungen auf europäischer Ebene. Obwohl sich Europa in Bezug auf die Wirtschaftskraft mit den Vereinigten Staaten messen kann, hinkt es bei den Wertpapiertransaktionen hinsichtlich des Volumens hinterher und weist auch ungünstigere Kostenstrukturen auf. Bei der grenzüberschreitenden Abwicklung ist der Kostenabstand besonders groß.

#### **Mehrere Initiativen zur Verbesserung der Lage**

Zur Verbesserung der Lage wurde im öffentlichen und privaten Sektor eine Reihe bedeutender, einander ergänzender Initiativen eingeleitet. Erstens wurden die Integrationshindernisse ermittelt, die aus unterschiedlichen Marktgepflogenheiten sowie divergierenden rechtlichen, aufsichtlichen und fiskalischen Bestimmungen resultieren, und Anstrengungen zu ihrer Beseitigung unternommen. Zweitens unterzeichneten die Interessengruppen der Branche im November 2006 einen „Europäischen Verhaltenskodex für Clearing und Settlement“, um Integration und Wettbewerb zu erleichtern; seine Umsetzung wird seither genau beobachtet. Drittens entwickeln das ESZB und der Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR) gemeinsame Empfehlungen für die Sicherheit und Stabilität der Nachhandelsinfrastrukturen in der EU, um eine stärkere Konvergenz der nationalen Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme hin zu höheren Sicherheits- und Effizienzstandards zu fördern.

#### **Abwicklungsplattform des Eurosystems (T2S) als ergänzende Maßnahme**

In der derzeitigen Strategie für eine integrierte Infrastruktur für die Wertpapiermärkte im Hinblick auf den Binnenmarkt fehlt allerdings die Schaffung einer gemeinsamen, neutralen Abwicklungsplattform zur Förderung einer effektiven Interoperabilität und zur Stärkung des Wettbewerbs zwi-



schen den Dienstleistungsanbietern. Um diese Lücke zu schließen, präsentierte das Eurosystem kürzlich seine Initiative TARGET2-Securities (T2S), da es die Finanzmarktintegration durch Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen fördern kann.

Diese Initiative gründet auf dem Umstand, dass die Dienstleistungen der Zentralverwahrer und der Zentralbanken im Wertpapierbereich eng miteinander zusammenhängen. Ein Wertpapiergeschäft führt typischerweise zur Lieferung von Wertpapieren (Wertpapierseite) und zur Überweisung von Geld (Geldseite). Wird die Geldseite in einem System der Zentralbank abgewickelt, wird dies als Abwicklung in Zentralbankgeld bezeichnet. Damit kein Kontrahentenausfallsisiko entsteht, ist die vollständige Abwicklung der einen Seite Bedingung für den Vollzug der anderen Seite (Prinzip „Lieferung gegen Zahlung“). Dieser Service funktioniert zwar innerhalb der einzelnen Länder sehr gut, steht aber für grenzüberschreitende Geschäfte in Europa bislang kaum zur Verfügung.

Wertpapier- und Zentralbankgeldkonten zu Abwicklungszwecken auf derselben Plattform zu unterhalten wird als der effizienteste Weg zur Abwicklung der beiden Seiten (Wertpapier- und Geldseite) von Wertpapiergeschäften betrachtet. Mit der Einführung von TARGET2 bietet das Eurosystem nunmehr eine Gemeinschaftsplattform zur Abwicklung von Zahlungen (also der Geldseite) in Zentralbankgeld. Die Wertpapiere hingegen werden auch weiterhin auf einer Vielzahl von Plattformen (bei den Zentralverwahrern) gehalten. Die Auslagerung der Zentralbankgeldkonten auf mehrere Plattformen zur Wertpapierabwicklung hätte die mit dem Übergang zu einer einzigen Zahlungsplattform erreichten Vorteile weitgehend zunichte gemacht.

Somit schlägt das Eurosystem mit seiner T2S-Initiative vor, dass die Wertpapierabwicklungsplattformen ihre Wertpapierkonten auf eine einzige neutrale, vom Eurosystem zu betreibende Plattform (die Gemeinschaftsplattform für Zahlungen) auslagern. Die einzelnen Wertpapierabwicklungsplattformen werden eingeladen, die Abwicklung auf T2S zu verlagern, um sämtliche Abwicklungsaktivitäten vollständig zu integrieren und dadurch die grenzüberschreitende Abwicklung so kostengünstig und effizient wie die heutige inländische Abwicklung zu gestalten.

T2S würde sowohl Größen- als auch Wettbewerbsvorteile mit sich bringen. Größeneffekte ergäben sich aus der Nutzung einer einzigen Plattform zur Wertpapier- und Zentralbankgeldabwicklung. Dies würde nicht nur zu geringeren Gebühren vor allem in der grenzüberschreitenden Abwicklung führen, sondern den Marktteilnehmern auch ein Liquiditäts- und Sicherheitenpooling ermöglichen, das die entsprechenden Opportunitätskosten verringert. Was den Wettbewerb betrifft, so würden die Wertpapierabwicklungsplattformen auch weiterhin nicht abwicklungsbezogene Dienstleistungen anbieten. Die Nutzung eines gemeinsamen Abwicklungssystems würde Marktteilnehmern und Anlegern jedoch die Entscheidung, wo sie ein bestimmtes Wertpapier halten wollen, erleichtern. Mit T2S wird für die Wertpapierabwicklungsplattformen ein Anreiz geschaffen, ihren Teilnehmern die Möglichkeit zur Haltung ihrer Wertpapierbestände an einer zentralen Stelle anzubieten. So wäre es leichter, den Serviceanbieter anhand des Kosten- und Serviceniveaus statt nach der Lagerstelle des Wertpapiers auszuwählen. Durch den auf diese Weise verschärften Wettbewerb dürften die Gebühren sinken.

Beim Vorantreiben der Initiative achtet das Eurosystem darauf, dass alle relevanten Interessengruppen einbezogen werden und ein Mitspracherecht haben. Die bisher erzielten Ergebnisse des Projekts sind die Früchte einer monatelangen intensiven Zusammenarbeit Hunderter von Experten aus Wertpapierverwahrungsstellen, Banken und Zentralbanken. Diese Vorgehensweise wird in der Branche sehr geschätzt und soll auch in der nächsten Projektphase beibehalten werden. Der

**T2S soll grenzüberschreitende Abwicklung so billig und effizient wie im Inland machen, ...**

**... eine effizientere Nutzung von Liquidität und Sicherheiten ermöglichen ...**

**... und den Wettbewerb stimulieren**

**Endgültige Entscheidung über das Projekt Mitte 2008**

Entwicklung des grenzüberschreitenden Bankgeschäfts als marktinduzierter Prozess

Mehrere EU-Maßnahmen zum Abbau politikabhängiger Hindernisse ...

... aktiv unterstützt durch das Eurosystem

EZB-Rat entscheidet voraussichtlich im Sommer 2008, ob die nächste Projektphase in Angriff genommen wird. Mit der Inbetriebnahme von T2S wird für 2013 gerechnet.

### 6.3.3 BANKENMÄRKTE

#### VERBESSERUNGEN DES REGULATORISCHEN UND AUFSICHTSRECHTLICHEN REGELWERKS FÜR GRENZÜBERSCHREITEND TÄTIGE BANKEN

Grenzüberschreitende Bankengruppen spielen eine wichtige Rolle im Integrationsprozess, da die länderübergreifende Ausweitung ihrer Tätigkeit den Wettbewerb stärkt und Innovationen bei Finanzprodukten und -dienstleistungen fördert. Der Abbau politischer Hemmnisse hat deshalb in den letzten Jahren an Bedeutung gewonnen. In diesem Zusammenhang liegt das Hauptaugenmerk darauf, die bei grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen bestehenden Hindernisse zu beseitigen und einen effizienten Geschäftsbetrieb grenzüberschreitender Bankengruppen dauerhaft zu unterstützen.

In den Bereichen Bankenregulierung und -aufsicht, Überwachung des Marktverhaltens, Steuergesetzgebung und Gesellschaftsrecht wurden bereits mehrere Initiativen ergriffen, um den EU-Rahmen für grenzüberschreitend operierende Banken zu verbessern.<sup>14</sup> Dabei spielt die Straffung der Bankenaufsicht bei den grenzüberschreitenden Gruppen wie auch die stärkere Angleichung nationaler Anforderungen eine wichtige Rolle. Die 2006 beschlossene Festigung der Zusammenarbeit zwischen Herkunfts- und Aufnahmeland im Rahmen der Eigenkapitalrichtlinie<sup>15</sup> und die bereits erwähnte Ausdehnung des Lamfalussy-Verfahrens auf den Bankensektor stellen in dieser Hinsicht zwei Etappenziele dar. Seither werden Initiativen zur weiteren Stärkung der EU-Aufsichtsregelungen verfolgt (siehe Kapitel 7).

Außerdem enthält die Strategie der Europäischen Kommission zur Finanzdienstleistungspolitik 2005–2010 eine Reihe zielgenauer Maßnahmen, um grenzüberschreitende Aktivitäten im Privatkundensegment zu erleichtern. Diese beziehen sich etwa auf Hypothekarkredite, die Mobilität der Kunden bei der Nutzung von Bankkonten und den grenzüberschreitenden Zugang zu Kreditdaten.

Die EZB und das Eurosystem leisten nicht nur einen Beitrag zur Stärkung des EU-Rahmens für grenzüberschreitende Banken, sondern sammeln darüber hinaus auch Informationen zur Entwicklung der Bankengruppen mit signifikanter grenzüberschreitender Geschäftstätigkeit in der EU. So führt der Ausschuss für Bankenaufsicht seit 2002 bei diesen Gruppen alle zwei Jahre eine Umfrage durch. Die drei bisher durchgeführten Erhebungen deuten auf eine zunehmende Internationalisierung der Banken in den letzten Jahren hin, was in erster Linie auf grenzüberschreitende Fusionen und Übernahmen zurückzuführen ist. Während sich die Anzahl der in der Analyse berücksichtigten Bankengruppen nur geringfügig von 41 im Jahr 2001 auf 46 im Jahr 2006 erhöhte, nahmen die konsolidierten Vermögenswerte des Teilnehmerkreises in diesem Zeitraum um 54 %

14 Ein Überblick über die jeweiligen politischen Initiativen findet sich in: EZB, Strengthening the EU framework for cross-border banks, in: Financial Integration in Europe, 2007.

15 Mit der Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive – CRD) wurde das international richtungsweisende Basel-II-Abkommen über umfassendere und risikosensitivere Eigenkapitalanforderungen für Banken auf EU-Ebene umgesetzt. In diesem Zusammenhang wurde eine Reihe von zusätzlichen Elementen aufgenommen, die die Besonderheiten der EU berücksichtigen. Insbesondere vor dem Hintergrund der vorangeschrittenen Finanzmarktintegration in der EU und dem entsprechend hohen Grad an systemischen Verflechtungen und Wechselwirkungen zwischen den Behörden wurden mit der Eigenkapitalrichtlinie die Anforderungen zur Zusammenarbeit zwischen Heimatland- und Gastlandaufsehern gestärkt.

und ihr Anteil an den konsolidierten Vermögenswerten der Banken in der EU um 68 % zu. Somit halten die Banken mit signifikanter grenzüberschreitender Geschäftstätigkeit einen großen – und wachsenden – Anteil an den Vermögenswerten der Banken in der EU insgesamt.<sup>16</sup>

### SCHAFFUNG EINER INTEGRIERTEN INFRASTRUKTUR FÜR DEN MASSENZAHLUNGSVERKEHR IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Das grenzüberschreitende Bankgeschäft wird durch die verhältnismäßig starke Fragmentierung der Infrastruktur für den Massenzahlungsverkehr beeinträchtigt. Jedes Land verfügt über eigene nationale Zahlungsinstrumente und unterschiedliche Standards für Zahlungen in Form von Überweisungen, Lastschriften und Kartenzahlungen. Für das Eurosystem ist die Schaffung eines integrierten Marktes für Massenzahlungen mit einheitlichen Zahlungsinstrumenten im Euroraum als logische Folge der Einführung des Euro äußerst wünschenswert.

In den vergangenen zehn Jahren hat das Eurosystem eine Katalysatorfunktion bei den Reformen übernommen und mehrere Berichte über die Ursachen der Fragmentierung und Möglichkeiten zu deren Beseitigung erstellt sowie die zu erreichenden Ziele dargelegt. Im Jahr 1999 betonte das Eurosystem, dass die Kosten vor allem für grenzüberschreitende Überweisungen deutlich höher waren als für Inlandsüberweisungen und die Abwicklung erheblich länger dauerte.<sup>17</sup> Diese Ineffizienzen sind teilweise auf die weitverbreitete Nutzung von Korrespondenzbanken und das Fehlen einer angemessenen euroraumweiten Infrastruktur zwischen den Banken zurückzuführen. Im Jahr 2000<sup>18</sup> stellte das Eurosystem fest, dass die Kosten für grenzüberschreitende Zahlungen trotz einiger Fortschritte im Kreditgewerbe für Kunden noch genauso hoch waren. Als Orientierungshilfe veröffentlichte die EZB einen konkreten Zeitplan für die Entwicklung einer modernen Infrastruktur für Massenzahlungen bei Euro-Überweisungen.<sup>19</sup>

Im Dezember 2001 verabschiedeten das Europäische Parlament und der Rat eine Verordnung, die eine Verpflichtung enthält, den Verbrauchern bei entsprechenden grenzüberschreitenden und nationalen Euro-Zahlungen die gleichen Gebühren zu berechnen. Während die Verordnung aus Kundensicht einige Verbesserungen mit sich brachte, gab es für das Kreditgewerbe beim Aufbau der europaweiten Dienstleistungsinfrastruktur noch immer viel zu tun. Anfang 2002 gründete das Kreditgewerbe den Europäischen Zahlungsverkehrsausschuss (European Payments Council, EPC), der eine Strategie zur Schaffung eines einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (Single Euro Payments Area, SEPA) formulierte.<sup>20</sup>

Seit 2002 hat das Eurosystem das Kreditgewerbe stark unterstützt und eine Richtung und Zeitpläne zum Aufbau einer modernen Zahlungsinfrastruktur vorgegeben, die den Bedürfnissen der

Weiterhin fragmentierter  
Markt für Massenzahlungen

Eurosystem übernahm  
Katalysatorfunktion bei der  
Reform

Bankensektor einigt sich  
auf die Schaffung von SEPA

Festlegung der Ziele und  
des rechtlichen Rahmens

16 Weitere Einzelheiten zum Umfang und zu den Ergebnissen der Umfrage von 2001 und 2003 finden sich in Kapitel 5 („International activities of large EU banking groups“) des Jahresberichts über die Struktur des Bankensektors in der EU (EZB, EU banking structures, 2005). In dem Bericht von 2006 sind die wichtigsten Ergebnisse der im Jahr 2005 durchgeführten Datenerhebung aufgeführt. Eine Bewertung der Ergebnisse aus 2005 findet sich auch in der Veröffentlichung „Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution“, die auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf) abgerufen werden kann.

17 Siehe EZB, Improving cross-border retail payment services – the Eurosystem’s view, 13. September 1999.

18 Siehe EZB, Improving cross-border retail payment services – Progress report, 14. September 2000.

19 Siehe EZB, Towards an integrated infrastructure for credit transfers in euro, November 2001.

20 Siehe Weißbuch des Europäischen Zahlungsverkehrsausschusses, Euroland: Our Single Payment Area!, Mai 2002.

Kunden im Euroraum entsprechen.<sup>21</sup> Das europäische Kreditgewerbe hat erhebliche Anstrengungen unternommen, um die Effizienz grenzüberschreitender Massenzahlungen zu steigern, und in den folgenden drei Bereichen bereits wichtige Ergebnisse erzielt: einheitliche Regeln für Überweisungen, Lastschriften und Kartenzahlungen für alle Teilnehmer des Euro-Zahlungsverkehrsmarkts, gleichberechtigter Zugang für Dienstleister und ihre Kunden in ganz Europa sowie Gleichbehandlung der Marktteilnehmer. Insgesamt sind die Regeln und Bedingungen deutlich transparenter geworden.

Die Ende 2007 verabschiedete Richtlinie über Zahlungsdienste bildet den rechtlichen Rahmen für Zahlungen in SEPA und ist von allen EU-Mitgliedstaaten bis zum 1. November 2009 umzusetzen. Die Richtlinie soll durch den Abbau von Markteintrittsbarrieren mehr Wettbewerb auf den Zahlungsverkehrsmärkten ermöglichen. Darüber hinaus bietet sie einen vereinfachten und vollständig harmonisierten rechtlichen Rahmen im Hinblick auf die Informationsanforderungen und die mit der Bereitstellung und Nutzung der Zahlungsdienstleistungen verbundenen Rechte und Pflichten.

#### **Einführung von SEPA im Januar 2008**

Am 28. Januar 2008 wurde SEPA mit einem einheitlichen Überweisungsverfahren für alle Euro-Zahlungen in Europa eingeführt. Erstmals wurden auch SEPA-weit einsetzbare Karten ausgegeben. Das SEPA-Lastschriftverfahren wird 2009 eingeführt. Somit wird der Aufbau einer einheitlichen Infrastruktur für den Euro-Massenzahlungsverkehr zehn Jahre nach der Einführung des Euro schließlich umgesetzt. Die nationalen Zahlungsinstrumente werden in den nächsten Jahren schrittweise von innovativeren Lösungen abgelöst. In den kommenden Jahren dürfte SEPA zu einer weiteren Integration und Effizienzsteigerung im Kundengeschäft der Banken führen.

#### **6.4 SCHLUSSFOLGERUNGEN UND AUSBLICK**

#### **Die Finanzmarktintegration erleichtert dem Eurosystem die Erreichung seiner Ziele**

Bei der Integration der Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet sind in den vergangenen zehn Jahren beachtliche Fortschritte erzielt worden. Besser integrierte Finanzmärkte erleichtern dem Eurosystem die effektive Erfüllung seines Auftrags und die Erreichung seiner Ziele, indem sie zur Wahrung von Preis- und Finanzstabilität, zum reibungslosen Betrieb der Zahlungsverkehrssysteme und zum Wirtschaftswachstum beitragen. Als wichtige Triebfeder für die Finanzmarktintegration hat sich dabei die Einführung des Euro erwiesen. Überdies hat das Eurosystem in den letzten zehn Jahren ebenfalls einen grundlegenden Beitrag zu dieser Integration geleistet, und zwar in vierfacher Hinsicht.

#### **Die Aktivitäten des Eurosystems haben den Integrationsprozess gefördert**

Erstens hat die EZB einen konzeptionellen Rahmen zur Beurteilung und Überwachung des Integrationsstands an den Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet entwickelt, und sie unterzieht die Finanzmarktintegration in ihrem jährlich erscheinenden Bericht zur Finanzintegration in Europa einer regelmäßigen Prüfung. So schafft sie eine solide empirische Basis, auf der gezielte Maßnahmen zur Förderung der Finanzmarktintegration ergriffen werden können, steuert zur entsprechenden politischen Grundsatzdiskussion bei und schärft das Bewusstsein für die Integration der Finanzmärkte und die diesbezügliche Rolle des Eurosystems in der Öffentlichkeit.

<sup>21</sup> Das Eurosystem hat als Orientierungshilfe für das Kreditgewerbe mehrere Fortschrittsberichte herausgebracht: Auf dem Weg zu einem einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum – Fortschrittsbericht, 26. Juni 2003; Auf dem Weg zu einem einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum – Dritter Fortschrittsbericht, 2. Dezember 2004; Auf dem Weg zu einem einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum – Ziele und Fristen (Vierter Fortschrittsbericht), 17. Februar 2006; Einheitlicher Zahlungsverkehrsraum (SEPA) – Vom Konzept zur Realität (Fünfter Fortschrittsbericht), 20. Juli 2007. Weitere Einzelheiten zu den Auswirkungen von SEPA auf die Finanzmarktintegration finden sich in: EZB, Financial Integration in Europe, 2007.

Zweitens hat das Eurosystem in einer Reihe wichtiger Felder erfolgreich eine Katalysatorfunktion für marktbasierende Initiativen zur Finanzmarktintegration wahrgenommen, darunter bei der Förderung einer stärkeren Integration der Märkte für kurzfristige Schuldverschreibungen (im Rahmen des STEP-Projekts) und des Kundengeschäfts der Banken (im Rahmen von SEPA).

Drittens hat das Eurosystem an der Entwicklung verschiedener EU-Maßnahmen zum Abbau politischer Hindernisse, die der Finanzmarktintegration im Wege stehen, mitgewirkt. Ziel dieser Maßnahmen war es beispielsweise, die Integration der Wertpapier- und Bankenmärkte durch die Ausgestaltung eines umfassenderen und kohärenteren legislativen, regulatorischen und aufsichtlichen EU-Rahmens für Finanzdienstleistungen und für die Wertpapierverrechnung und -abwicklung zu fördern.

Viertens hat das Eurosystem die Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen, die in erster Linie der Wahrnehmung seiner Zentralbankfunktionen dienen, erfolgreich als Vehikel zur Förderung der Finanzmarktintegration genutzt. Zwei wichtige Beispiele hierfür sind die Integration der Marktinfrastruktur für Individualzahlungen (TARGET und TARGET2) und die Errichtung eines gemeinsamen Systems zur grenzüberschreitenden Übertragung von Sicherheiten (Korrespondenz-zentralbank-Modell – CCBM), die für die Verwirklichung und Sicherung einer nahezu perfekten Integration der Geldmärkte eine entscheidende Rolle gespielt haben.

Das Eurosystem wird von diesen Instrumenten auch weiterhin Gebrauch machen, insbesondere in jenen Bereichen, die bei der Finanzintegration noch Nachholbedarf haben, nämlich den Unternehmensanleihe- und Aktienmärkten sowie dem Privatkundensegment im Bankenmarkt. Zu den Prioritäten hierbei zählen a) die Beratung im Hinblick auf mögliche weitere Verbesserungen des EU-Rahmens für Finanzdienstleistungen – konkret bei der Finanzaufsicht, beim Kundengeschäft der Banken und wenn es um die Beseitigung von Hindernissen bei der grenzüberschreitenden Wertpapierverrechnung und -abwicklung geht, b) der geplante Aufbau eines Eurosystem-Dienstes (TARGET2-Securities) zur Abwicklung von Wertpapiertransaktionen und c) die Unterstützung der vollständigen Umsetzung von SEPA. Die EZB beabsichtigt, ihren konzeptionellen Rahmen für die Finanzmarktintegration weiterzuentwickeln und im Zeitverlauf so auszuweiten, dass er auch zur Beurteilung der Fortschritte auf dem Gebiet der Finanzmarktentwicklung herangezogen werden kann.

#### Künftige Prioritäten







## 7 FINANZSTABILITÄT UND ÜBERWACHUNG DES ZAHLUNGSVERKEHRS

*Einen Beitrag zur Finanzstabilität zu leisten gehört aus mehreren Gründen zu den Kernaufgaben des Eurosystems. So müssen die Zentralbanken in ihrer Eigenschaft als Geldemittenten die Qualität der Finanzinstitute, die ihre Geschäftspartner bei geldpolitischen Maßnahmen sind, überwachen. Ein weiterer Grund besteht darin, dass für die effiziente Transmission der Geldpolitik ein stabiles Finanzsystem erforderlich ist. Außerdem sind die Zentralbanken die letzte Instanz, die ein sicheres Medium für die Abwicklung von Finanztransaktionen sowie Liquidität im Finanzsystem bereitstellt. Und schließlich leistet die Finanzstabilität auch einen positiven Beitrag zur Wirtschaftsentwicklung. In den letzten Jahrzehnten gewann die Beziehung zwischen Wirtschaftswachstum und Finanzstabilität immer mehr an Bedeutung, da der Finanzsektor im Vergleich zur Realwirtschaft kräftig expandierte. Vor allem ist die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass ernsthafte Störungen im Bereich der Finanzintermediation gesamtwirtschaftliche Auswirkungen haben.<sup>1</sup>*

*In den letzten zehn Jahren hat das Eurosystem durch die Verfolgung seines vorrangigen Ziels, nämlich der Gewährleistung von Preisstabilität, einen wichtigen Beitrag zur Sicherung der Finanzstabilität im Euro-Währungsgebiet geleistet. Durch die mittelfristige Ausrichtung der geldpolitischen Strategie der EZB war gewährleistet, dass das Streben nach Preisstabilität nicht zu einer unnötigen Volatilität beim Wirtschaftswachstum und auf den Finanzmärkten geführt hat. Außerdem trug das Eurosystem hauptsächlich auf zweierlei Weise zur Finanzstabilität bei: Zum einen ergriff es eine Reihe von Maßnahmen zur Förderung der Stabilität des Finanzsystems im Euroraum. Zum anderen unterstützte es die zuständigen nationalen und EU-Behörden bei Aufgaben, die mit der Finanzstabilität in Zusammenhang stehen. Darüber hinaus übernahm das Eurosystem die direkte Verantwortung für die Überwachung der Marktinfrastrukturen, vor allem der Zahlungssysteme, und leistet damit ebenfalls einen Beitrag zur Stabilität des Finanzsystems.*

*Dieses Kapitel gibt einen Überblick über die wichtigsten Errungenschaften des Eurosystems auf diesen Gebieten. In Abschnitt 7.1 werden der gemeinsame Hintergrund für die einzelnen Aktivitäten beschrieben und der Begriff Finanzstabilität sowie die entsprechenden Aufgaben des Eurosystems kurz erläutert. In Abschnitt 7.2 wird der Beitrag des Eurosystems zur Finanzstabilität beurteilt, während Abschnitt 7.3 die Rolle des Eurosystems bei der Zahlungsverkehrsüberwachung beleuchtet.*

### 7.1 FINANZSTABILITÄT UND DIE ROLLE DES EUROSYSTEMS

Derzeit gibt es keine allgemeingültige Definition von Finanzstabilität. Es ist besonders schwierig, mit hinreichender Genauigkeit einen Fall von finanzieller Instabilität auszumachen, bei dem es sich nicht um eine offensichtliche Finanzkrise handelt. Die EZB definiert Finanzstabilität als einen Zustand, in dem das Finanzsystem – also die Gesamtheit der Finanzintermediäre, Finanzmärkte und Marktinfrastrukturen – Schocks und die Korrektur von finanziellen Ungleichgewichten auffangen kann.<sup>2</sup>

Die Erreichung und Wahrung von Finanzstabilität ist in erster Linie Aufgabe der Marktteilnehmer, von denen erwartet wird, dass sie ihre Risiken korrekt einschätzen und wirksam steuern und die finanziellen Konsequenzen ihrer Geschäfte tragen. Die Marktteilnehmer bedenken jedoch nicht

**Finanzstabilität ist ein komplexer Begriff ...**

**... und in erster Linie Aufgabe des privaten Sektors**

<sup>1</sup> T. Padoa-Schioppa, Central banks and financial stability: exploring a land in between, 2002. Einleitendes Papier der Podiumsdiskussion auf der zweiten Zentralbankkonferenz der EZB zum Thema „Der Wandel des europäischen Finanzsystems“ am 24. und 25. Oktober 2002.

<sup>2</sup> Siehe den Sonderaufsatz „Assessing Financial Stability: Conceptual Boundaries and Challenges“ in: Financial Stability Review, EZB, Juni 2005.

die möglichen systemischen Risiken, die sich aus ihrer Tätigkeit ergeben können. Es gibt daher auch ein öffentliches Rahmenwerk für die Vermeidung bzw. das Management potenzieller Finanzkrisen, das darauf abzielt, eine Gefährdung der Gesamtstabilität des Finanz- und Wirtschaftssystems durch Finanzprobleme zu vermeiden und dabei die Marktmechanismen so wenig wie möglich zu beeinträchtigen. Dieses Rahmenwerk umfasst die regelmäßige Beobachtung und Bewertung der Finanzstabilität, die Finanzmarktregulierung und -aufsicht, die Überwachung der Marktinfrastrukturen und eine Anzahl möglicher Maßnahmen für das Krisenmanagement.

#### Rolle des Eurosystems

Das Eurosystem hat hierbei zwei Hauptaufgaben. Erstens nimmt es bestimmte Aufgaben im Bereich der Finanzstabilität im Euroraum wahr, wie z. B. die Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität im Euro-Währungsgebiet sowie Marktgeschäfte, die darauf abzielen, allgemeinen Finanzschocks zu begegnen und Spannungen am Geldmarkt im Euroraum abzubauen. Zweitens unterstützt das Eurosystem die zuständigen nationalen und EU-Behörden bei der Festlegung der Maßnahmen zur Sicherung der Finanzstabilität im Zusammenhang mit der Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität, der Finanzmarktregulierung und -aufsicht sowie dem Krisenmanagement. Darüber hinaus überwacht das Eurosystem die Marktinfrastrukturen, was zu seiner grundlegenden Aufgabe der Förderung des reibungslosen Funktionierens von Zahlungssystemen gehört. In den folgenden Abschnitten werden der Beitrag des Eurosystems zur Sicherung der Finanzstabilität und seine Aufgaben bei der Überwachung der Marktinfrastrukturen näher untersucht.

## 7.2 BEITRAG ZUR FINANZSTABILITÄT

### INSTITUTIONELLES UMFELD

#### Nationale Zuständigkeit für die Finanzstabilität ...

Durch die Gründung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) kam es innerhalb des Euro-Währungsgebiets zu unterschiedlichen institutionellen Rahmenbedingungen für die Geldpolitik und die Finanzstabilität. Während die geldpolitische Zuständigkeit von der nationalen auf die supranationale Ebene übertragen wurde (siehe Kapitel 2), verblieb die Verantwortung für die Sicherung der Finanzstabilität bei den einzelnen Staaten. Außerdem wurden entgegen der in einigen Ländern des Eurosystems üblichen Praxis, nach der die Zentralbank für die Bankenaufsicht zuständig oder eng darin eingebunden ist,<sup>3</sup> in der WWU Zentralbank- und Aufsichtsfunktionen getrennt, da die EZB und das Eurosystem keine direkten aufsichtlichen Kompetenzen erhielten.

#### ... erfordert stärkere grenzüberschreitende Zusammenarbeit

Dieser besondere institutionelle Rahmen, der naturgemäß komplexer ist als der geldpolitische Handlungsrahmen, erforderte eine enge Zusammenarbeit a) innerhalb des Eurosystems zwischen der EZB und den NZBen, um potenzielle Risiken für die Finanzstabilität im Euroraum effektiv zu überwachen und ihnen zu begegnen, und b) zwischen dem Eurosystem und nationalen Aufsichtsbehörden, um eine enge Koordinierung der Zentralbank- und Aufsichtsfunktionen bei der Sicherung der Finanzstabilität zu gewährleisten.

#### Im EU-Vertrag festgelegte Kooperationsmechanismen ...

Der Vertrag über die Europäische Union (Vertrag von Maastricht) sieht hierfür spezielle Kooperationsmechanismen vor. Erstens hat das Eurosystem „zur reibungslosen Durchführung der von den

3 Die aufsichtsrechtlichen Strukturen in den EU-Mitgliedstaaten unterscheiden sich deutlich voneinander, sowohl was die Mitwirkung der Zentralbank betrifft als auch hinsichtlich der Zuständigkeitsverteilung zwischen den Finanzsektoren. Während zum Beispiel in einigen Ländern die Aufsicht nach Finanzsektoren aufgliedert ist, wird in anderen Ländern die Finanzaufsicht für den Banken-, Versicherungs- und Wertpapiersektor von einer einzigen Behörde zentral wahrgenommen. Eine aktuelle Übersicht der Regelungen (2006) in den EU-Ländern findet sich in der EZB-Veröffentlichung „Recent developments in supervisory structures in EU and acceding countries“, die auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report\\_on\\_supervisory\\_structuresen.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/report_on_supervisory_structuresen.pdf)) abrufbar ist.

zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Aufsicht über die Kreditinstitute und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen beizutragen“.<sup>4</sup> Zweitens ist die EZB zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft und zu allen Entwürfen für Rechtsvorschriften der nationalen Behörden, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen, zu hören. Ebenso kann die EZB den Rat, die Kommission und die zuständigen nationalen Behörden in Fragen des Geltungsbereichs und der Anwendung der Rechtsvorschriften der Gemeinschaft hinsichtlich der Aufsicht über die Kreditinstitute sowie die Stabilität des Finanzsystems beraten und von diesen konsultiert werden.<sup>5</sup> Und schließlich sieht der Vertrag die Möglichkeit vor, besondere aufsichtliche Aufgaben nach einem vereinfachten Verfahren der EZB zu übertragen, ohne dass der Vertrag hierfür geändert werden müsste.<sup>6</sup> Diese Bestimmung, die bislang noch nicht in Anspruch genommen wurde, wäre eine Option für den Fall, dass die institutionellen Kooperationsmechanismen keine reibungslose und effiziente Zusammenarbeit zwischen den Behörden ermöglichen.

Das Eurosystem führt seinen Auftrag auf dem Gebiet der Finanzstabilität mit der Unterstützung des 1998 vom EZB-Rat gegründeten Ausschusses für Bankenaufsicht (Banking Supervision Committee – BSC) aus. Der BSC setzt sich aus hochrangigen Vertretern der EZB und der NZBen des Eurosystems sowie Repräsentanten der nationalen Aufsichtsbehörden derjenigen Länder des Eurosystems zusammen, in denen die Bankenaufsicht nicht in den Aufgabenbereich der NZB fällt. Außerdem gehören dem BSC Vertreter der Zentralbanken und der Bankenaufsicht der EU-Länder, die die einheitliche Währung nicht eingeführt haben, an. Diese Vielzahl unterschiedlicher Mitglieder erklärt sich dadurch, dass die nationalen Zuständigkeiten für Finanzstabilität und Bankenaufsicht gemäß dem harmonisierten Regulierungsrahmen und dem Binnenmarkt der Europäischen Union berücksichtigt werden.<sup>7</sup>

## MARKTUMFELD

Die Rolle und die Aufgaben der EZB und des Eurosystems mit Blick auf die Finanzstabilität haben sich angesichts der länderübergreifenden Finanzmarktintegration insgesamt (siehe Kapitel 6) sowie der zunehmenden Dynamik und wachsenden Komplexität des Finanzsystems weiter entwickelt.

Die Finanzmarktintegration verbessert die Möglichkeiten der Risikoverteilung und -streuung und erhöht die Liquidität und Tiefe von Finanzmärkten; sie trägt damit zur Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems bei. Doch macht sie das Finanzsystem auch für mögliche länderübergreifende Störungen anfälliger. Dies erfordert insbesondere in Anbetracht der wachsenden Anzahl großer multinationaler EU-Bankengruppen eine kontinuierliche Ausweitung des Informationsaustauschs und der Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken und Aufsichtsbehörden der einzelnen Länder.

Das rasche Tempo der Finanzinnovationen führte überdies zusammen mit der Vertiefung der Finanzmarktintegration zur Aufweichung der Grenzen zwischen Finanzintermediären, Finanzmärkten und Marktinfrastrukturen sowie zwischen den verschiedenen Finanzmarktsegmenten. Wichtige Entwicklungen sind hierbei unter anderem das stärkere Engagement der Banken am Kapitalmarkt (z. B. durch die Verbriefung von Bankkrediten, Instrumente zum Kreditrisikotransfer und komplexe strukturierte Finanzprodukte), die zunehmende Bedeutung von Finanzkonglo-

... mit Unterstützung des  
BSC angewendet

Finanzmarktintegration  
erfordert stärkere grenz-  
überschreitende  
Zusammenarbeit

Dynamisches und komplexes  
Finanzsystem ...

4 Artikel 105 Absatz 5 des Vertrags über die Europäische Union.

5 Artikel 25.1 der ESZB-Satzung.

6 Artikel 105 Absatz 6 des Vertrags über die Europäische Union und Artikel 25.2 der ESZB-Satzung.

7 Nähere Informationen zum BSC finden sich in: L. Papademos, The Banking Supervision Committee of the ESCB and its contribution to financial stability in the EU, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 2007, Bd. 8, S. 28–31.

... erschwert die Sicherung der Finanzstabilität

meraten, die wachsende Rolle der Geschäftsbanken bei der Erbringung von Infrastrukturdienstleistungen und die verstärkte Teilnahme nicht regulierter Unternehmen an Finanzmärkten und Marktinfrastrukturen.

Daraus ergibt sich die Notwendigkeit, das Rahmenwerk zur Überwachung, Analyse und Bewältigung potenzieller Risiken im Finanzsystem ständig weiterzuentwickeln, wobei die verschiedenen Wirkungszusammenhänge zwischen dessen Komponenten und die entsprechenden Änderungen zu beachten sind. Diese Aufgabe wird immer schwieriger.

## WICHTIGSTE ERRUNGENSCHAFTEN DES EUROSISTEMS

### ÜBERWACHUNG UND BEWERTUNG DER FINANZSTABILITÄT

Vorausschauende Betrachtungsweise mit Blick auf die Finanzstabilität

Nach Ansicht der EZB kommt der Sicherung der Finanzstabilität eine wichtige präventive Funktion zu: Mögliche Ursachen finanzieller Risiken oder Schwachstellen – wie z. B. der ineffiziente Einsatz finanzieller Ressourcen und Fehlbewertungen oder Schwächen beim Management von Finanzrisiken – sollten so weit wie möglich identifiziert werden, bevor sie zu untragbaren und potenziell schädlichen Ungleichgewichten innerhalb des Finanzsystems führen. Gleichzeitig sollte versucht werden herauszufinden, wie groß diese finanziellen Schwachstellen sind und inwieweit sie sich möglicherweise auf die Stabilität des Finanzsystems insgesamt auswirken. Insbesondere kann dadurch der Fokus von Maßnahmen sowohl des privaten als auch des öffentlichen Sektors stärker auf solche Risiken gelegt werden, die eher eine Gefahr für die Finanzstabilität darstellen dürften.

Aus diesem Grund nimmt das Eurosystem regelmäßig eine Überwachung und Bewertung der möglichen Ursachen für Risiken und Schwachstellen im Finanzsystem vor, um aufkommende Ungleichgewichte in einem frühen Stadium zu erkennen und eine Grundlage für gezielte Gegenmaßnahmen wie eine verstärkte Finanz- oder Marktaufsicht zu bieten.

Alle Bestandteile des Finanzsystems werden berücksichtigt

In diesem Zusammenhang legt das Eurosystem ein großes Augenmerk auf die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors, der eine entscheidende Rolle bei der Durchführung und Transmission der Geldpolitik, im Zahlungsverkehr und bei der Weiterleitung von Geldern von den Sparern zu den Anlegern spielt. Gleichzeitig wird diese Analyse durch eine allgemeinere Bewertung ergänzt, bei der die anderen Bestandteile des Finanzsystems, wie z. B. die Märkte, Nichtbank-Finanzintermediäre und Infrastrukturen, berücksichtigt werden, da diese innerhalb des Systems an Bedeutung gewinnen und eng mit den Banken verknüpft sind. Außerdem legt das Eurosystem bei der Überwachung der Finanzstabilität großen Wert auf eine enge Zusammenarbeit mit den Aufsichtsbehörden, um makro- und mikroprudenzielle Erkenntnisse miteinander zu kombinieren. In diesem Zusammenhang spielt der BSC als Forum für den Austausch von Fachkenntnissen aus dem Zentralbank- und Aufsichtsbereich eine entscheidende Rolle.

Makro- und mikroprudenzielle Erkenntnisse werden kombiniert

Tätigkeiten des Eurosystems ruhen auf drei Säulen

Die Tätigkeiten des Eurosystems bei der Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität ruhen auf drei Säulen.

Halbjährlicher Bericht über die Finanzstabilität im Euroraum ...

Erstens initiierte die EZB im Jahr 2000 die Entwicklung eines umfassenden Rahmenwerks zur Bewertung potenzieller Risiken und Schwachstellen im Finanzsystem des Euroraums insgesamt. Diese Bewertung zielt darauf ab, die individuelle und kollektive Robustheit der Institute, Märkte und Infrastrukturen im Eurogebiet zu ermitteln, die Hauptursachen für Risiken und Schwachstellen, die eine Gefahr für die künftige Stabilität des Finanzsystems darstellen könnten, zu identifi-

zieren und die Fähigkeit des Finanzsystems, diesen Risiken gegebenenfalls zu begegnen, einzuschätzen. Seit Dezember 2004 werden die Ergebnisse dieser systematischen Bewertung in dem halbjährlich erscheinenden „Financial Stability Review“ (FSR) veröffentlicht, der sich auf Beiträge des BSC stützt. Wie bei ähnlichen Publikationen anderer Zentralbanken auf der ganzen Welt ist das Hauptziel des FSR, das Bewusstsein der Finanzwelt und der Öffentlichkeit für Entwicklungen zu schärfen, die für die Stabilität des Finanzsystems im Euroraum von Bedeutung sind. Der Bericht bietet außerdem einen Überblick über Risikoquellen und mögliche Schwachstellen, die eine potenzielle Gefahr für die Finanzstabilität bilden, und soll damit auch helfen, Spannungen an den Finanzmärkten abzubauen oder sie von vornherein zu vermeiden.

Zweitens führt der BSC seit 1999 regelmäßig makroprudenzielle Analysen des EU-Bankensektors durch, deren Ergebnisse seit 2003 in einem Jahresbericht mit dem Titel „EU banking sector stability“ veröffentlicht werden. Daneben untersucht der BSC regelmäßig die strukturellen Entwicklungen im EU-Bankensektor, soweit sie für Zentralbanken und Aufsichtsbehörden von Bedeutung sind. Der erstmals 2002 erschienene Jahresbericht „EU banking structures“ ist das Ergebnis dieser Untersuchungen. Die makroprudenziellen und strukturellen Analysen des BSC basieren auf einer Kombination aus aggregierten statistischen Angaben von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden in der EU, die durch qualitative und – soweit möglich – vorausschauende Informationen der BSC-Mitglieder ergänzt werden.

Drittens arbeiten die EZB und das Eurosystem gemeinsam mit anderen EU-Zentralbanken auch eng mit anderen Institutionen und Einrichtungen, die mit der Überwachung der Finanzstabilität in Europa und der übrigen Welt betraut sind, zusammen und leisten entsprechende Beiträge zu deren Arbeit. Auf EU-Ebene geschieht dies vor allem durch die Unterstützung des Wirtschafts- und Finanzausschusses (WFA), der seit 2003 halbjährlich in Form des Financial Stability Table (FST) Fragen der Finanzstabilität erörtert und für die Vorbereitung der diesbezüglichen Diskussionen des ECOFIN-Rats zuständig ist.<sup>8</sup> Auf internationaler Ebene nehmen die EZB und die NZBen des Eurosystems – auch hier gemeinsam mit anderen EU-Zentralbanken – aktiv an der Überwachungstätigkeit des Internationalen Währungsfonds, des Forums für Finanzstabilität, des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem und der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich teil.

Ungeachtet dieser beachtlichen Erfolge bedarf das Rahmenwerk des Eurosystems für die Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität weiterer Verbesserungen. Eine wichtige Herausforderung hierbei – nicht nur für das Eurosystem, sondern auch für die Zentralbanken und Aufsichtsbehörden – ist die Entwicklung verbesserter quantitativer Methoden zur Identifizierung der Risiken für die Finanzstabilität und zur Beurteilung der möglichen Auswirkungen im Falle ihres Eintretens. Dies ist eine schwierige Aufgabe, da sich das Ziel der Finanzstabilität nicht leicht quantifizieren lässt und ein angemessener Analyserahmen, zu dem geeignete Indikatoren, Modelle und Methoden gehören, naturgemäß äußerst komplex ist. Außerdem stellen die kontinuierliche und rasche Transformation des Finanzsystems sowie die Finanzinnovationen zusätzliche Herausforderungen für die Entwicklung eines angemessenen Analyserahmens dar. Insbesondere haben die Komplexität einiger neuer Finanzinstrumente, die sektorübergreifende Umverteilung von Risiken und die Undurchschaubarkeit der Transaktionen einer wachsenden Zahl von nicht dem Bankensektor angehörenden Finanzinstituten die Modellierung des Finanzsystems sowie die

... jährliche makroprudenzielle und strukturelle Analyse des EU-Bankensektors ...

... Beitrag zur Überwachung der Finanzstabilität in der EU und der übrigen Welt

Quantitative Herausforderungen bei der Beurteilung der Finanzstabilität ...

<sup>8</sup> Während im WFA in seiner normalen Zusammensetzung Vertreter der EU-Finanzministerien, der nationalen Zentralbanken, der EZB und der Europäischen Kommission sitzen, gehören ihm in der Form des Financial Stability Table zusätzlich die Vorstände des Ausschusses für Bankenaufsicht und der EU-Aufsichtsausschüsse an. Letztere wurden im Rahmen des Lamfalussy-Konzepts eingerichtet (siehe folgenden Abschnitt über die Regulierung und Beaufsichtigung des Finanzsektors).



... erfordern ständige Verbesserungen der Methoden des Eurosystems

Notwendigkeit, die Verfügbarkeit und Qualität von Informationen zu verbessern

Ziel der Gewährleistung der Sicherheit und Solidität von Finanzinstitutionen insgesamt

EZB/Eurosystem: Beratung und Beiträge ...

Überwachung und Bewertung der Risiken deutlich erschwert.<sup>9</sup> Auch wenn diese Herausforderungen gewaltig sind, ist nicht zu verkennen, dass in den letzten Jahren erhebliche Fortschritte erzielt wurden.

Der halbjährliche Finanzstabilitätsbericht der EZB hat immer mehr an analytischer Schärfe gewonnen, insbesondere was die Finanzmärkte und die Finanzinstitute betrifft. Beispiele hierfür sind Methoden zur Quantifizierung von Kreditrisiken, denen große und komplexe Bankengruppen im Unternehmenssektor ausgesetzt sind, die Entwicklung verschiedener Indikatoren für die sonstigen Risiken, denen Banken, Hedgefonds und Versicherungen ausgesetzt sind, sowie von Indikatoren für Finanzmarktaktivitäten, mit denen mögliche finanzielle Ungleichgewichte abgebildet werden sollen. Ein weiteres wichtiges Element ist die Entwicklung von Methoden für die Durchführung von Makrostresstests des Finanzsystems im Euroraum. Anhand solcher Tests sollen vor allem die potenziellen Effekte von extremen Ereignissen oder beträchtlichen Schocks für das Finanzsystem in Bezug auf die Kosten für die Wirtschaft beurteilt werden. Letztlich würde ein solcher Rahmen für Stresstests dazu beitragen, Risiken zu quantifizieren und nach ihrer Bedeutung zu ordnen, und eine stärker zielgerichtete Überwachung und Beurteilung der Finanzstabilität ermöglichen. Ferner könnten Makrostresstests, sobald sie in vollem Umfang umgesetzt sind, dem Eurosystem helfen, die interne Konsistenz und damit die vorausschauende Dimension seiner Überwachung der Finanzstabilität zu verbessern. In den letzten Jahren hat die EZB eng mit dem BSC zusammengearbeitet, um Methoden zu entwickeln, mit denen sich insbesondere die grenzüberschreitende Dimension von Stresstests verbessern lässt – ein Aspekt, der in dem Maße an Bedeutung gewinnt, wie die finanzielle Integration im Eurogebiet weiter fortschreitet und die grenzüberschreitenden Aktivitäten der Finanzinstitute immer wichtiger werden.<sup>10</sup>

Eine weitere wichtige Herausforderung war die Entwicklung einer adäquaten Informationsinfrastruktur, um die Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität und insbesondere die Verbesserung des Informationsaustauschs über den BSC und den Ausschuss für Statistik zu unterstützen; dazu gehört auch die jährliche Erhebung von konsolidierten Bankenstatistiken für das gesamte Bankensystem der EU. Die begrenzte Verfügbarkeit und Qualität der Daten wurden als Haupthindernis für die Weiterentwicklung eines quantitativen Rahmens für die Bewertung der Finanzstabilität erkannt. Es ist daher sehr wichtig, den verfügbaren Satz qualitativ hochwertiger Daten zu erweitern.

## FINANZMARKTREGULIERUNG UND FINANZMARKTAUFSICHT

Ausgehend von der Annahme, dass es dem privaten Sektor nicht immer gelingt, das Entstehen finanzieller Ungleichgewichte zu verhindern, zielt der Regulierungs- und Aufsichtsrahmen der EU darauf ab, die Sicherheit und Solidität von Finanzinstitutionen insgesamt zu fördern. Die aufsichtlichen Anforderungen bezüglich Eigenkapitalpuffer, „Best Practices“ für das Risikomanagement und Offenlegung sind hier die wichtigsten Instrumente.

Das Eurosystem ist in diese Arbeit eng eingebunden, da seine makroprudenzielle und strukturelle Analyse des Finanzsystems und die mikroprudenzielle Bewertung durch die Aufsichtsbehörden sich gegenseitig ergänzen. Dementsprechend sind die EZB und das Eurosystem bei der Entwick-

<sup>9</sup> Siehe das Kapitel „Measurement challenges in assessing financial stability“ im Financial Stability Review der EZB vom Dezember 2005.

<sup>10</sup> Siehe John Fell, „Challenges for EU-wide macro stress-testing“, Präsentation bei der Konferenz der EZB zu Stresstests und Finanzkrisensimulationen vom 12. bis 13. Juli 2007, die auf der Website der EZB abrufbar ist ([www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf](http://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/sfi/Fell.pdf)).



lung des Regulierungs- und Aufsichtsrahmens der EU beratend tätig und leisten aktive Beiträge dazu. Die EZB hat auch bei geplanten Gesetzesänderungen zur Finanzmarktregulierung und -aufsicht auf nationaler Ebene eine Beratungsfunktion.

In den letzten Jahren haben die EZB und das Eurosystem wichtige Beiträge zur Verbesserung des Regulierungs- und Aufsichtsrahmens der EU für Finanzdienstleistungen geliefert. Ein Beispiel ist der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (FSAP) aus dem Jahr 1999, der einen modernisierten und umfassenderen regulatorischen Rahmen für Finanzdienstleistungen in der EU schuf (siehe Kapitel 6). Die EZB trug zur Entwicklung des FSAP mit formellen Stellungnahmen zu den verschiedenen Gesetzesvorschlägen der Kommission und durch Mitgliedschaft in Fachausschüssen bei. Anknüpfend an diese Arbeit beteiligte sich das Eurosystem auch an der Festlegung der Strategie der EU für Finanzdienstleistungen für die Jahre 2005 bis 2010, die als Weißbuch der Kommission im Dezember 2005 veröffentlicht wurde.<sup>11</sup> Die EZB und das Eurosystem leisten auch weiterhin Beiträge zur Umsetzung des Weißbuchs und stellen ihren Sachverstand zur Verfügung.<sup>12</sup>

Das Eurosystem ist auch aktiv in die laufende Entwicklung des institutionellen Rahmens für die Finanzmarktregulierung und -aufsicht der EU eingebunden. Insbesondere hat es das „Lamfalussy-Verfahren“ für Finanzmarktregulierung und -aufsicht stark unterstützt, das darauf abzielt, den legislativen Entscheidungsfindungsprozess der EU effizienter und flexibler zu gestalten und in den Mitgliedstaaten einen kohärenteren regulatorischen und aufsichtlichen Rahmen zu schaffen (siehe Kapitel 6). Die EZB spielt ebenfalls eine aktive Rolle beim Lamfalussy-Verfahren, und zwar als Beobachterin bei den Stufe-2-Ausschüssen im Banken- und Wertpapiersektor und als Mitglied des Stufe-3-Ausschusses im Bankensektor. Schließlich hat das Eurosystem auch zur kontinuierlichen Überwachung des Funktionierens des Lamfalussy-Verfahrens beigetragen.<sup>13</sup>

Eine erste umfassende Prüfung des Lamfalussy-Ansatzes über alle Finanzsektoren hinweg wurde vom ECOFIN-Rat im Dezember 2007 durchgeführt. Verschiedene EU-Ausschüsse und -Foren sowie das Eurosystem waren daran beteiligt. Im Ergebnis wurde betont, dass das Lamfalussy-Verfahren zu beachtlichen Fortschritten hinsichtlich der Effizienz und Transparenz des legislativen Prozesses der EU und bei der Schaffung eines konsistenteren regulatorischen und aufsichtlichen Rahmens geführt hat. Allerdings müssen die aufsichtlichen Ergebnisse mitgliedstaatübergreifend noch kongruenter werden. Daher wird es für notwendig erachtet, die Funktionsweise des Lamfalussy-Ansatzes zu verbessern, indem a) den nationalen Aufsehern ein europäisches Mandat erteilt wird, b) die nationalen Optionen und Ermessensspielräume bei EU-Regelungen reduziert werden und eine stärkere Konvergenz der finanziellen Berichtsanforderungen erreicht wird und c) die Rolle der Lamfalussy-Stufe-3-Ausschüsse beim Streben nach aufsichtlicher Konvergenz und Zusammenarbeit gestärkt und den Aufsichtskollegien bei der Beaufsichtigung grenzüber-

11 Siehe die Veröffentlichung „European Commission’s Green Paper on Financial Services Policy (2005-2010). Eurosystem contribution to the public consultation“ vom 1. August 2005, die auf der Website der EZB abrufbar ist ([www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecgreenpaperfinancialservicespolicy2005en.pdf)).

12 Beispielsweise nahm das Eurosystem an den Konsultationen der Kommission zu möglichen Maßnahmen bezüglich Investmentfonds und Hypothekarkrediten teil.

13 Ein wichtiges Element dieses Beitrags bezog sich auf die Überprüfung des Funktionierens des Lamfalussy-Verfahrens im Bereich der Wertpapiermärkte durch die Kommission im Jahr 2005. Siehe „Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Contribution to the Commission’s Public Consultation“ vom 17. Februar 2005, das auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-reviewen.pdf)) abrufbar ist: Das Eurosystem war auch in die Erstellung des Berichts des Ausschusses für Finanzdienstleistungen eingebunden, der im Februar 2006 abgeschlossen und vom ECOFIN-Rat im Mai 2006 verabschiedet wurde. In jüngster Zeit leistete das Eurosystem einen Beitrag zur ersten umfassenden Überprüfung des Lamfalussy-Verfahrens über alle Finanzsektoren hinweg. Siehe „Review of the Lamfalussy framework. Eurosystem contribution“ vom 30. November 2007, das auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf](http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/lamfalussy-review2007en.pdf)) abrufbar ist.

... zum regulatorischen  
Rahmen der EU für Finanz-  
dienstleistungen ...

... und zum institutionellen  
Rahmen der EU für  
Finanzmarktregulierung  
und -aufsicht

schreitender Gruppen mehr Gewicht verliehen wird.<sup>14</sup> Der ECOFIN-Rat wird bei seiner Sitzung im Juni 2008 über praktische Maßnahmen entscheiden, um diese Prioritäten umzusetzen.

## FINANZKRISENMANAGEMENT

### Privater Sektor als erste Abwehrreihe

Trotz der deutlichen Verbesserungen bei der Prävention von grenzüberschreitenden Finanzkrisen kann nicht ausgeschlossen werden, dass es zu Finanzmarktstörungen kommt, die möglicherweise länderübergreifende Auswirkungen auf die Stabilität des Finanzsystems haben. Auch hier sollte zunächst nach einer privatwirtschaftlichen Lösung der jeweiligen Finanzprobleme gesucht werden. Reichen private Maßnahmen nicht aus, um die Krise einzudämmen, können zusätzlich auch staatliche Maßnahmen in Erwägung gezogen werden. Allerdings liegt eine solche Einbindung im Ermessen des öffentlichen Sektors und basiert auf dem Konzept der „konstruktiven Ambiguität“, um der Gefahr des Moral Hazard zu begegnen.

### Rolle des Eurosystems ...

Die Aufteilung der Zuständigkeiten zwischen Eurosystem, nationalen Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Finanzministerien hängt davon ab, ob es sich um eine Liquiditäts- oder eine Solvenzkrise handelt.

### ... bei Liquiditätskrisen ...

Bei einer allgemeinen Liquiditätskrise kann die EZB mit ihren Liquiditätssteuerungsoperationen (siehe Kapitel 3) auf der Grundlage von auf Eurosystem-Ebene vereinbarten operationalen Verfahren zu einem ordnungsgemäßen Funktionieren des Geldmarkts beitragen. Außerdem können die NZBen – vorübergehend und gegen angemessene Sicherheiten – illiquiden, aber solventen Kreditinstituten im Notfall Liquiditätshilfen (emergency liquidity assistance – ELA) gewähren. Die Bereitstellung von ELA liegt im Ermessen der zuständigen NZB; sie kann nach den im Vertrag festgelegten Bedingungen über das Verbot der monetären Finanzierung und nur in Ausnahmefällen erfolgen. Die NZBen können eine derartige Hilfe besonders dann als gerechtfertigt erachten, wenn es darum geht, potenziellen systemischen Auswirkungen infolge von Ansteckungseffekten über andere Finanzinstitutionen oder Marktinfrastrukturen vorzubeugen oder diese abzumildern. Im Jahr 1999 vereinbarte das Eurosystem besondere Regelungen zum Informationsaustausch für den Fall der Gewährung von Liquiditätshilfen durch eine NZB des Eurosystems. Diese Regelungen sollen gewährleisten, dass die Folgen einer derartigen Intervention durch eine NZB – welche die damit verbundenen Kosten und Risiken trägt – auf eine Weise gemanagt werden können, die mit der Beibehaltung eines angemessenen einheitlichen geldpolitischen Kurses vereinbar ist.

### ... und Solvenzkrisen

In einer Solvabilitätskrise liegt die Hauptverantwortung für das Krisenmanagement und die Krisenbewältigung bei den Finanzministerien, die über die mögliche Bereitstellung von finanzieller Unterstützung entscheiden, und bei den Aufsichtsbehörden, die zu außerordentlichen aufsichtlichen Maßnahmen greifen können, um die in Schwierigkeiten geratene Institution zu stabilisieren oder über ihre Abwicklung zu entscheiden.

Unabhängig davon, ob es sich bei einer Finanzkrise um eine Liquiditäts- oder eine Solvenzkrise handelt, kann das Eurosystem das Krisenmanagement dadurch unterstützen, dass es auf die analytische Expertise und Erfahrung zurückgreift, die es bei der Überwachung der Finanzstabilität und der Bewertung potenzieller Verbreitungskanäle für Störungen im Finanzsystem und der möglichen Folgen für dessen Stabilität erworben hat. Wenn sich eine Liquiditäts- oder Solvenzkrise

<sup>14</sup> Auf diese Prioritäten wurde auch im oben erwähnten Beitrag des Eurosystems zur Überprüfung des Lamfalussy-Ansatzes hingewiesen. Siehe auch EZB, Entwicklungen im Bereich der EU-Regelungen zur Finanzstabilität, Monatsbericht April 2008.

auf den Betrieb der Marktinfrastrukturen auswirkt, kann das Eurosystem ferner Maßnahmen ergreifen, um zu gewährleisten, dass diese Infrastrukturen weiterhin störungsfrei funktionieren.

Da die Maßnahmen im Falle einer Finanzkrise sehr zeitnah und gezielt ergriffen werden müssen, ist eine reibungslose und wirksame Zusammenarbeit aller zuständigen Behörden – Zentralbanken, Aufsichtsbehörden und Finanzministerien – von entscheidender Bedeutung. Dies stellt angesichts der Vielzahl von eingeschalteten Behörden in der EU eine erhebliche Herausforderung dar. Ferner ist anzumerken, dass zwar eine klare Zuweisung der Zuständigkeiten und eine Struktur zur Erleichterung des Informationsaustauschs und der Kooperation erforderlich sind, es jedoch kein Patentrezept für das Krisenmanagement gibt, da jede Finanzkrise anders verläuft. Flexibilität und Handlungsspielräume sind ebenfalls nötig, um der Gefahr des Moral Hazard zu begegnen.

In den letzten zehn Jahren ist aber schon viel geschehen, um die EU-Regelungen für das Krisenmanagement zu stärken. Das Eurosystem war diesbezüglich auf drei wichtigen Handlungsfeldern tätig: a) Klärung des legislativen Rahmenwerks für das Krisenmanagement, nämlich der Richtlinie über Eigenkapitalanforderungen (CRD) von 2006 und der Finanzkonglomerat-Richtlinie von 2002, b) Entwicklung und kontinuierliche Verbesserung der Regelungen für die freiwillige Zusammenarbeit der Behörden untereinander in Form von Memoranda of Understanding (MoU) auf EU-Ebene und c) Krisensimulationsübungen sowohl auf EU- als auch auf Eurosystem-Ebene, um die bestehenden legislativen und informellen Regelungen zu stärken und den allgemeinen Stand der Vorbereitung für die Krisenbewältigung zu verbessern.<sup>15</sup>

Ein wichtiger Schritt zur weiteren Verbesserung der EU-Regelungen für das Krisenmanagement wurde im Oktober 2007 getan, als der ECOFIN-Rat einen Strategiefahrplan zur Sicherung der Finanzstabilität in der EU verabschiedete.<sup>16</sup> Die Hauptelemente dieses Fahrplans sind a) die Verabschiedung einer Reihe gemeinsamer Grundsätze für das grenzüberschreitende Krisenmanagement sowie eines gemeinsamen analytischen Rahmenwerks für die Bewertung von Finanzkrisen, der vom BSC und vom Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden (CEBS) entwickelt wurde; formell wurde dies durch Unterzeichnung eines neuen MoU durch die Finanzminister, Zentralbankpräsidenten und Vertreter der Bankenaufsichtsbehörden der EU im April 2008 erreicht; b) die zusätzliche Stärkung dieses Rahmenwerks durch spezielle Kooperationsvereinbarungen zwischen den betreffenden Behörden bezüglich grenzüberschreitender Institutionen, c) eine Aufforderung an die Kommission, in enger Zusammenarbeit mit den Mitgliedstaaten zu bewerten, inwiefern die „Herkunfts- und Aufnahmeland“-Regelungen für das Krisenmanagement in der CRD zu spezifizieren sind, und bis Ende 2008 entsprechende Vorschläge zu unterbreiten; und d) eine Aufforderung an die Kommission, die Möglichkeit regulatorischer Verbesserungen bezüglich der Übertragung von Aktiva innerhalb von Bankengruppen sowie der EU-Liquidationsrichtlinie und der Rolle von Einlagensicherungssystemen und von Hilfen des öffentlichen Sektors im Krisenfall zu prüfen.

<sup>15</sup> Ein Überblick über diese drei Handlungsfelder findet sich in: EZB, Die EU-Regelungen zum Management von Finanzkrisen, Monatsbericht Februar 2007.

<sup>16</sup> Dieser Strategiefahrplan basierte auf den Empfehlungen der Ad-hoc-Arbeitsgruppe des WFA zur Sicherung des EU-Rahmens zur Finanzstabilität, der sich aus hochrangigen Vertretern aus Finanzministerien, NZBen und Aufsichtsbehörden zusammensetzt und im September 2006 eingerichtet wurde, um den möglichen Spielraum zur Klärung und Verbesserung der bestehenden Regelungen zur Bewältigung grenzüberschreitender Finanzkrisen in der EU auszuloten, wobei insbesondere die Erkenntnisse aus der im April 2006 durchgeführten EU-weiten Krisensimulationsübung berücksichtigt wurden. Genauere Informationen über den Strategiefahrplan des ECOFIN-Rates und die entsprechenden Folgemaßnahmen sind dem Aufsatz „Entwicklungen im Bereich der EU-Regelungen zur Finanzstabilität“ im Monatsbericht der EZB vom April 2008 zu entnehmen.

**Effektive Zusammenarbeit  
der Behörden ist wichtig**

**EU-Krisenmanagement  
wurde gestärkt ...**

**... und weitere Initiativen  
sind im Gange**

**Tabelle I Wichtige Beiträge des Eurosystems zur Finanzstabilität**

| Bereich  | Ebene                  | Hauptaktivitäten des Eurosystems   |
|--|------------------------|--|
| <b>Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität</b>                                    |                        |  |
| Bewertung des Finanzsystems des Euro-Währungsgebiets                                     | Euro-Währungsgebiet    | Halbjährlicher Bericht der EZB „Financial Stability Review“  |
| Makroprudenzielle Analyse des EU-Bankensektors   | EU                     | Jährlicher Bericht der EZB „EU banking sector stability“   |
| Strukturelle Analyse des EU-Bankensektors  | EU                     | Jährlicher Bericht der EZB „EU banking structures“   |
| Überwachung der Finanzstabilität in der EU   | EU                     | Beitrag zu den Diskussionen von EFC-FST und ECOFIN   |
| Makroresstests   | EU/Euro-Währungsgebiet | Beitrag zur Entwicklung euroraumweiter Makroresstests  |
| <b>Finanzmarktregulierung und -aufsicht</b>  |                        |  |
| EU-Gesamtstrategie für Finanzdienstleistungen  | EU                     | Beitrag zur politischen Debatte (z. B. über EU-Finanzdienstleistungspolitik 2005–2010)   |
| Besondere Gesetzesinitiativen  | EU                     | Formelle Stellungnahmen der EZB und fachliche Beiträge (über die Lamfalussy-Stufe-2-Ausschüsse im Wertpapier- und im Bankensektor)   |
| Konsistente Umsetzung der EU-Regeln  | EU                     | Beitrag zur Entwicklung gemeinsamer aufsichtlicher Standards und Verfahren im Bankensektor (über den Lamfalussy-Stufe-3-Ausschuss, CEBS)   |
| Verbesserung des EU-Aufsichtsrahmens   | EU                     | Beitrag zur politischen Debatte (z. B. Überarbeitung des Lamfalussy-Verfahrens 2007)   |
| <b>Management von Finanzkrisen</b>   |                        |  |
| Verbesserung der EU-Rahmengesetzgebung   | EU                     | Formelle Stellungnahmen der EZB und fachliche Beiträge (über die Lamfalussy-Stufe-2-Ausschüsse)  |
| Notfall-Liquiditätshilfe (ELA)   | Euro-Währungsgebiet    | Beurteilung der Vereinbarkeit der jeweiligen von den NZBen durchzuführenden ELA-Operationen mit dem aktuellen geldpolitischen Kurs durch das Eurosystem  |
| Systemische Bewertung von Finanzkrisen   | EU                     | Gemeinsamer analytischer Rahmen von BSC und CEBS   |
| Zusammenarbeit der Zentralbanken, der Finanzministerien und der Aufsichtsbehörden der EU | EU                     | Beitrag zur Entwicklung der Memoranda of Understanding 2003, 2005 und 2008<br>Aktive Teilnahme an der Entwicklung einer Gesamtstrategie zur Verbesserung der EU-Regelungen zur Sicherung der Finanzstabilität (z. B. hinsichtlich des ECOFIN-Fahrplans für 2007)<br>Einbeziehung in die Planung und Durchführung von EU-Krisensimulationsübungen |
| Vorbereitungsstand des Eurosystems für Finanzkrisen                                      | Euro-Währungsgebiet    | Finanzkrisen-Simulationsübungen im Eurosystem  |

## SCHLUSSFOLGERUNGEN UND AUSBLICK

### Beachtliche Erfolge des Eurosystems

In den letzten zehn Jahren wurde eine Vielzahl von Maßnahmen zur Stärkung der Regelungen für die Finanzstabilität im Euro-Währungsgebiet und in der EU getroffen. Das Eurosystem hat dabei eine wichtige Rolle gespielt. Erstens hat es auf Euroraum-Ebene verschiedene Maßnahmen ergriffen, um die Stabilität des Finanzsystems im Eurogebiet zu fördern und zu sichern; dabei handelte es sich insbesondere um die Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität und um Marktgeschäfte, die darauf abzielen, allgemeinen Finanzschocks zu begegnen und Spannungen auf dem Geldmarkt im Euroraum abzubauen. Zweitens unterstützte das Eurosystem nationale und EU-Behörden bei der Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität, der Finanzmarktregulierung und -aufsicht und beim Krisenmanagement. Trotz der beachtlichen Erfolge ist der EU-Rahmen für die Finanzstabilität noch in der Entwicklung begriffen und bedarf weiterer Verbesserungen, um mit den Fortschritten im Bereich der Finanzintegration und -innovation Schritt halten zu können.

Erstens wird es bei der Überwachung und Bewertung der Finanzstabilität darauf ankommen, unser Verständnis des komplexen und sich rasch verändernden Finanzsystems weiter zu vertiefen und aktiv zur Verbesserung quantitativer Methoden beizutragen. Dazu gehören die Entwicklung von Messgrößen für eine umfassendere Analyse der Wechselwirkungen zwischen Wirtschafts- und Finanzsektor und weitere Fortschritte im Bereich der Makrostresstests.

Zweitens wird das Eurosystem weiterhin sehr aktiv mit fundierten Beiträgen an der Weiterentwicklung der EU-Regelungen für die Finanzmarktregulierung und -aufsicht beratend mitarbeiten müssen. Die Gewährleistung des effektiven und effizienten Funktionierens des Lamfalussy-Verfahrens wird eine wichtige Aufgabe sein, sowohl um das volle Potenzial des verbesserten regulatorischen Rahmenwerks der EU ausschöpfen zu können, das mit dem FSAP geschaffen wurde, als auch um zu gewährleisten, dass die EU-Aufsichtsregeln mit den Aktivitäten der sich in erheblichem Maße grenzüberschreitend betätigenden Finanzgruppen, die am einheitlichen Markt eine wachsende Rolle spielen, und mit deren Anforderungen bezüglich einer Schnittstelle für eine straffe und konsistente Aufsicht Schritt halten können.

Drittens sollte die Verbesserung der EU-Regelungen zum Krisenmanagement weiterhin dynamisch betrieben werden. Das von den Finanzministern, Zentralbanken und Aufsichtsbehörden der EU unterzeichnete Memorandum of Understanding von 2008 war eine große Errungenschaft auf diesem Gebiet. Es werden Anstrengungen nötig sein, um diese Regelungen wirksam umzusetzen und zu testen, damit sie so funktionsfähig wie möglich werden. Das Eurosystem wird seinerseits seine eigenen Finanzkrisenregelungen weiterhin testen und gegebenenfalls verbessern.

Schließlich sollte das Eurosystem dazu beitragen, die Zusammenarbeit zwischen den Zentralbanken und den Aufsichtsbehörden in der EU weiter zu verstärken, insbesondere im Hinblick auf die großen grenzüberschreitenden Finanzgruppen. Der Informationsaustausch über die wichtigsten Entwicklungen hinsichtlich der Aktivitäten und Risikoprofile solcher Gruppen muss sowohl fortlaufend als auch bezüglich des Managements von Stresssituationen intensiviert werden.

### 7.3 ÜBERWACHUNG (OVERSIGHT) DER MARKTINFRASTRUKTUREN

Finanzmarktinfrastrukturen erleichtern den Fluss von Geldern, Wertpapieren und sonstigen Finanzinstrumenten zwischen den Wirtschaftsakteuren und stellen damit eine Hauptkomponente des Finanzsystems insgesamt dar. Zu den Marktinfrastrukturen gehören die verschiedenen Zahlungsverkehrs-, Wertpapierhandels-, Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme. Außerdem umfassen sie verschiedene Vereinbarungen, Institutionen, Regelungen und Verfahren, mit deren Hilfe die genannten Systeme reguliert werden, sowie die Zahlungsinstrumente, die über sie abgewickelt werden. Aufgrund ihrer großen Bedeutung und ihres Netzwerkcharakters werden Zahlungsverkehrs- und Wertpapierinfrastrukturen auch häufig als „Blutkreislauf“ des Finanzsystems bezeichnet. Marktinfrastrukturen haben eine große Bedeutung für Systembetreiber, Systemteilnehmer (Finanzinstitute), Dienstleister, Zentralbanken, Aufsichtsinstanzen und letztlich für alle Wirtschaftsakteure, die Endnutzer von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungsdienstleistungen sind.

Aufgrund der zunehmenden Komplexität der Finanzmarktinfrastrukturen sowie des rasch steigenden Werts und Volumens der darüber abgewickelten Finanztransaktionen haben die Zentralbanken schon lange die Bedeutung reibungslos funktionierender Infrastrukturen für die Gewährleistung der Finanzstabilität erkannt. Natürlich ist es Hauptaufgabe der Systemeigner und -betreiber, das verlässliche Funktionieren der Marktinfrastrukturen zu gewährleisten und sichere und

**Vier große Herausforderungen für die Zukunft**

**Finanzmarktinfrastrukturen und deren Überwachung**

effiziente Zahlungsverkehrs- und Abwicklungsdienstleistungen bereitzustellen. Dennoch hat das Eurosystem, wie die Zentralbanken im Allgemeinen, die Überwachung der Marktinfrastruktur zu einer seiner grundlegenden Aufgaben gemacht, da zu seinen Zuständigkeiten die Geldpolitik und die Finanzstabilität gehören, es eine Rolle bei der Bereitstellung von Zahlungsverkehrskonten an Zahlungssystemteilnehmer spielt und ein Interesse daran hat, das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Zahlungsinstrumente zu erhalten. Die Überwachung zielt letztlich darauf ab, das reibungslose Funktionieren der Finanzmarktinfrastrukturen zu fördern, um einem Übergreifen von Störungen auf das Finanzsystem oder die Volkswirtschaft als Ganzes vorzubeugen. Die wichtigsten Aufgaben hierbei sind die Entwicklung von Überwachungsstandards, die kontinuierliche Kontrolle der Leistungsfähigkeit der Marktinfrastrukturen und die regelmäßige Beurteilung der Einhaltung der Standards auf der Grundlage einer festgelegten Methodik.

### DIE ROLLE DER EZB UND DES EUROSISTEMS

Im EG-Vertrag und in der ESZB-Satzung wird die Überwachung als eine der grundlegenden Aufgaben des Eurosystems genannt. Gemäß Artikel 105 Absatz 2 des EG-Vertrags sowie Artikel 3 der ESZB-Satzung bestehen „die grundlegenden Aufgaben des ESZB [...] darin, [...] das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern.“ Darüber hinaus können nach Artikel 22 der ESZB-Satzung „die EZB und die nationalen Zentralbanken [...] Einrichtungen zur Verfügung stellen und die EZB kann Verordnungen erlassen, um effiziente und zuverlässige Verrechnungs- und Zahlungssysteme innerhalb der Gemeinschaft und im Verkehr mit dritten Ländern zu gewährleisten.“

Das Überwachungsmandat des Eurosystems erstreckt sich auf Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme, die in Euro abwickeln, und zwar sowohl Großbetrags- als auch Massenzahlungssysteme. Um Wettbewerbsgleichheit zu gewährleisten, werden auf die vom Eurosystem verwalteten Systeme (z. B. TARGET2) und auf privat betriebene Zahlungssysteme dieselben Mindeststandards angewandt.

Entsprechend ihrer Bedeutung für die Finanzstabilität konzentrierte sich die Überwachungsfunktion ursprünglich auf Euro-Großbetragszahlungssysteme. Allerdings haben die Überwachungsinstanzen ihre Tätigkeit schrittweise auf Massenzahlungssysteme, Zahlungsinstrumente und Drittdienstleister ausgeweitet.

### ZAHLUNGSSYSTEME, -INSTRUMENTE UND INFRASTRUKTURDIENSTLEISTER

Im Rahmen des gemeinsamen Überwachungskonzepts sind die NZBen für die Umsetzung der Überwachungs politik der EZB bei Zahlungsverkehrssystemen verantwortlich, die in ihren Zuständigkeitsbereich fallen. Daneben kann der EZB-Rat beschließen, der EZB die Verantwortung für die Überwachung von Systemen zu übertragen, die bestimmte Merkmale aufweisen.

So ist die EZB für die Überwachung des Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB (ECB payment mechanism – EPM), der von der EZB betriebenen TARGET-Komponente, zuständig.<sup>17</sup> Die integrierte neue Plattform TARGET2, die 2007 und 2008 TARGET nach und nach ersetzt, machte es erforderlich, die Struktur ihres Überwachungskonzepts anzupassen. Der EZB-Rat ist die oberste Überwachungsinstanz des Systems und wird dabei vom Ausschuss für Zahlungs- und Verrech-

<sup>17</sup> Gemäß den auf der Ebene des Eurosystems vereinbarten Grundsätzen hat die EZB getrennte organisatorische Strukturen für den Betrieb und die Überwachung geschaffen, um mögliche Interessenskonflikte zu vermeiden.



nungssysteme unterstützt. Die gesamte Überwachung von TARGET2 wird von der EZB durchgeführt und koordiniert, wobei die nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets eng eingebunden sind.

Darüber hinaus überwacht die EZB drei von der EBA Clearing Company der Euro Banking Association (EBA CLEARING) betriebene Systeme: EURO1 für Großbetragszahlungen, STEP1 für Kleinbetragskundenzahlungen und STEP2, eine neue Plattform, über die eine Stapelverarbeitung von grenzüberschreitenden Massenzahlungen möglich ist.

Es gibt auch Zahlungsverkehrssysteme, über die Transaktionen in Euro durchgeführt werden und die außerhalb des Euroraums angesiedelt sind (sogenannte Offshore-Systeme). Das bedeutendste unter ihnen ist das CLS-System, bei dem die EZB – im Rahmen der kooperativen Überwachung<sup>18</sup> und in enger Zusammenarbeit mit dem Federal Reserve System als oberster Überwachungsbehörde – eine Überwachungsfunktion bei Abwicklungen in Euro wahrnimmt.

Gemäß dem gemeinsamen Rahmen des Eurosystems wird die Überwachung der Massenzahlungssysteme hauptsächlich durch die NZBen durchgeführt. Damit jedoch ein harmonisierter Ansatz verfolgt wird, legte das Eurosystem seine Politik zu Fragen des Massenzahlungsverkehrs genau fest und führte 2005 eine detaillierte Beurteilung dieser Systeme durch.

Zur Kontrolle der Zahlungsinstrumente schuf das Eurosystem 2007 einen Überwachungsrahmen für Kartenzahlungssysteme, die Euro-Zahlungen abwickeln. Nach einer Konsultation der Märkte wurde das Rahmenwerk im Januar 2008 veröffentlicht.

Der Betrieb der Finanzmarktinfrastruktur wird von einer Reihe von Drittdienstleistern unterstützt. Unter ihnen kommt SWIFT, dem weltweiten Anbieter sicherer Nachrichtendienstleistungen für den Finanzsektor, bei weitem die größte Bedeutung zu. Obwohl es sich bei SWIFT nicht um ein Zahlungssystem handelt, bedarf es der besonderen Aufmerksamkeit der Überwachungsorgane. Gemäß der Vereinbarung der Zentralbanken aus den G-10-Ländern unterliegt SWIFT seit Ende 1997 der kooperativen Überwachung, wobei die belgische Zentralbank als hauptverantwortliche Aufsichtsinstanz agiert. Im Rahmen ihrer Beteiligung an der kooperativen Überwachung von SWIFT hat die EZB an der Erarbeitung eines auf die Prüfung von SWIFT zugeschnittenen Erwartungskatalogs für Aufsichtskompetenzen auf höchster Ebene mitgewirkt. Dieser wurde im Juni 2007 fertiggestellt und in den Risikokontrollmaßnahmenkatalog für SWIFT integriert.

## WERTPAPIERCLEARING- UND -ABWICKLUNGSSYSTEME

Da Wertpapierabwicklungssysteme und Clearingsysteme zentraler Kontrahenten eng mit Zahlungsverkehrssystemen verbunden sind,<sup>19</sup> hat das sichere Funktionieren dieser Systeme klare Implikationen für die Finanzstabilität. Außerdem stehen Wertpapierabwicklungssysteme mit der Geldpolitik in Zusammenhang, da über sie Sicherheiten abgewickelt werden können, die für die Kreditgeschäfte des Eurosystems zugelassen sind. Obwohl das Eurosystem bei Wertpapierabwicklungssystemen kein einheitliches Überwachungskonzept anwendet, haben Notenbanken ein großes Interesse am reibungslosen Funktionieren dieser Systeme im Euroraum.

<sup>18</sup> Wie im Bericht des Ausschusses für Interbank-Netting-Systeme der Zentralbanken der Länder der Zehnergruppe aus dem Jahr 1990 (dem sogenannten Lamfalussy-Bericht), in der aktualisierten Fassung vom Mai 2005 („Central Bank Oversight of Payment and Settlement Systems“ des CPSS), dargestellt.

<sup>19</sup> Die Abwicklung von Wertpapieren umfasst eine Geld- und eine Wertpapierseite. Die geldliche Abwicklung von Wertpapiertransaktionen erfolgt in der Regel über die RTGS-Systeme der Zentralbanken. Parallel erfolgt nach dem Prinzip Lieferung gegen Zahlung die Abwicklung der Wertpapierseite über einen Zentralverwahrer.

**Kooperative Überwachung  
von CLS**

**Massenzahlungssysteme und  
-instrumente**

**Risikobasierter  
Überwachungsrahmen für  
SWIFT**

**Großes Interesse an der  
Wertpapierabwicklung**

## Beurteilungen aus Anwendersicht

Im Jahr 1998 verabschiedete das Eurosystem eine Reihe von Standards, um zu beurteilen, welche Wertpapierabwicklungssysteme für die Bereitstellung von Dienstleistungen im Rahmen der Kreditgeschäfte des Eurosystems aus Anwendersicht zugelassen werden sollen (sogenannte „Anwenderstandards“). Es werden regelmäßig Beurteilungen bezüglich der Einhaltung der Anwenderstandards durch die Wertpapierabwicklungssysteme (einschließlich der Verbindungen zwischen ihnen) durchgeführt. Damit soll gewährleistet werden, dass im gesamten Eurogebiet gleiche Sicherheitsmaßstäbe für Kreditgeschäfte gelten. Ein positives Ergebnis dieser Beurteilungen ist eine Voraussetzung dafür, dass die Wertpapierabwicklungssysteme und Verbindungen bei der Besicherung von Kreditgeschäften des Eurosystems verwendet werden können.

## ZUSAMMENARBEIT MIT ANDEREN BEHÖRDEN

### Kooperationsrahmen

Das Eurosystem pflegt Kontakte zu anderen Behörden, die für Fragen im Zusammenhang mit der Marktinfrastruktur verantwortlich sind. Diese Zusammenarbeit trägt zur Erfüllung der Überwachungsziele des Eurosystems bei.

Zu diesem Zweck werden die Rahmenbedingungen für die Kooperation zwischen den Überwachungsorganen der EU-Zentralbanken und den Bankenaufscheidern in „Memoranda of Understanding“ festgelegt, in denen es um die Zusammenarbeit und den Informationsaustausch in drei Fällen geht: a) Einrichtung eines Zahlungssystems und Anträge für den Zugang zu diesem System, b) laufende Geschäfte und c) Krisenfälle.

Außerdem wurde im Jahr 2001 ein Rahmen für die Zusammenarbeit im Bereich der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme zwischen dem ESZB und dem Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR) geschaffen. Eine Arbeitsgruppe des ESZB und des CESR nahm ihre Arbeit auf, um die sogenannten CPSS/IOSCO-Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme und zentrale Kontrahenten an das Umfeld der EU anzupassen.<sup>20</sup> Wengleich die ESZB/CESR-Arbeitsgruppe auf diesem Gebiet erhebliche Fortschritte erzielt hat, sind noch einige Fragen zu klären, damit die Erstellung der für Wertpapierabwicklungssysteme und zentrale Kontrahenten in der EU vorgesehenen Überwachungsstandards abgeschlossen werden kann.

## STRATEGISCHE ENTWICKLUNGEN UND HAUPTAKTIVITÄTEN

### Transparenz der strategischen Maßnahmen und der Aktivitäten

Die Überwachungsstrategie und die Überwachungsziele des Eurosystems wurden in einer Reihe von publizierten Dokumenten, allgemeinen Standards sowie in vom EZB-Rat gebilligten Grundsatzserklärungen zu bestimmten Themen niedergelegt. Es werden regelmäßige Beurteilungen über die Vereinbarkeit der Marktinfrastrukturen mit den anzuwendenden Standards durchgeführt. Die Meilensteine bei der Entwicklung der strategischen Maßnahmen sowie die Hauptaktivitäten, die in den vergangenen zehn Jahren in diesem Bereich durchgeführt wurden, werden in chronologischer Reihenfolge in Tabelle 2 erläutert.

<sup>20</sup> Beim CPSS handelt es sich um den Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der G-10-Länder. IOSCO ist die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden. Die Berichte zu den Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme und zentrale Kontrahenten („Recommendations for securities settlement systems“ sowie „Recommendations for Central Counterparties“) können auf der Website der BIZ abgerufen werden.

**Tabelle 2 Wichtige Errungenschaften im Bereich der Überwachungsfunktion der EZB/des Eurosystems****Strategische Entwicklungen**

Im August 1998 veröffentlichte die EZB den „Report on electronic money“, der auf einer unter der Federführung des EWI durchgeführten Analyse aufbaute. Der Bericht befasst sich mit den Gründen für eine Regulierung der Ausgabe von elektronischem Geld und legt die Mindestanforderungen für E-Geld-Emittenten und die wünschenswerten Ziele fest.

Im November 1998 beschrieb das Eurosystem seine Grundprinzipien bezüglich der Entwicklung von Infrastrukturen in den Bereichen Zahlungsverkehr und Wertpapierclearing und -abwicklung, die Dienstleistungen für Euro-Transaktionen von außerhalb des Euroraums zur Verfügung stellen.

In einer Stellungnahme vom Juni 2000 verdeutlichte der EZB-Rat die Rolle des Eurosystems bei der Zahlungsverkehrsüberwachung und erläuterte seine Ziele und Grundsätze.<sup>1)</sup>

Im Februar 2001 verabschiedete der EZB-Rat die „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“<sup>2)</sup> (Grundprinzipien) in Form einer Reihe von Mindeststandards, die das Eurosystem für seine gemeinsame Politik zur Überwachung von Zahlungsverkehrssystemen anwendet. Diese Grundsätze geben Orientierungshilfen für die Ausgestaltung und den Betrieb der jeweiligen Zahlungsverkehrssysteme, indem sie die allgemeinen Anforderungen für die wichtigsten Funktionen dieser Infrastrukturen definieren. Hierzu gehören u. a. eine solide rechtliche Basis, ein angemessenes Management finanzieller Risiken, Sicherheit und Systemzuverlässigkeit, Effizienz und Governance-Regelungen. Die Grundprinzipien gelten für alle Arten von Zahlungsverkehrssystemen, die für die Stabilität des Finanzsystems von Bedeutung sind.<sup>3)</sup>

Im September 2001 veröffentlichte die EZB das Dokument „The Eurosystem’s policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing“, in dem der Standpunkt des Eurosystems hinsichtlich der Konsolidierung im Bereich der zentralen Kontrahenten dargelegt wird.

Im Mai 2003 wurde der Bericht „Electronic money system security objectives“ (EMSSO-Bericht) publiziert, in dem die Erwartungen des Eurosystems im Hinblick auf die technische Sicherheit von E-Geld-Systemen erläutert werden. Der Bericht enthält eine allgemeine Beschreibung von E-Geld-Systemen, eine umfassende Risiko-/Gefahrenanalyse und eine Auflistung von Sicherheitszielen, die von den E-Geld-Systemen erfüllt werden sollten, um diesen Risiken/Gefahren zu begegnen.

Im Juni 2003 wurde ein Überwachungsrahmen für in Euro operierende Massenzahlungsverkehrssysteme verabschiedet. Damit soll gewährleistet werden, dass Massenzahlungsverkehrssysteme nicht zu Überträgern systemischer Risiken oder ökonomischer Störungen im Euroraum werden. Der Rahmen enthält Kriterien für die Klassifizierung von Massenzahlungsverkehrssystemen gemäß ihrer systemischen Relevanz.

Der Bericht „Business continuity oversight expectations for systemically important payment systems“ wurde im Mai 2006 veröffentlicht. In Reaktion auf in den letzten Jahren entstandene neue Arten von Gefahren bestand das grundsätzliche Ziel des Berichts darin, einen harmonisierten Überwachungsrahmen für die Aufrechterhaltung des Systembetriebs im Euroraum zu schaffen. Der Bericht gibt den Betreibern von systemisch wichtigen Zahlungsverkehrssystemen Orientierungshilfen, um ein ausreichendes und konsistentes Maß an Widerstandsfähigkeit zu gewährleisten, und konzentriert sich auf die Strategie, die Planung und die Testverfahren, die zur Aufrechterhaltung des Systembetriebs erforderlich sind, sowie auf das Krisenmanagement.

Im Juli 2007 publizierte die EZB den Bericht „Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions“. Diese Grundsätze gelten für alle bestehenden oder potenziellen Zahlungsverkehrsinfrastrukturen außerhalb des Euroraums, die Transaktionen in Euro abwickeln. Sie erläutern auch den Standpunkt des Eurosystems, das auf jeden Fall die Letztkontrolle über seine Währung behalten will.

Im Januar 2008 billigte der EZB-Rat den Bericht „Oversight framework for card payment schemes – standards“, in dem die Überwachungsstandards des Eurosystems für Kartenzahlungssysteme im Euro-Währungsgebiet dargestellt werden. Diese Standards konzentrieren sich auf die Gewährleistung der Sicherheit und Effizienz der Kartenzahlungssysteme.

**Beurteilung der wichtigsten Zahlungsverkehrsinfrastrukturen**

Auf Ersuchen der EZB erstellte der IWF im Jahr 2001 im Rahmen seines Programms zur Bewertung des Finanzsektors (Financial Sector Assessment Program – FSAP) Berichte über die Einhaltung von Standards und Kodizes (Reports on the Observance of Standards and Codes – ROCs) für den Euroraum. Im Bereich der Zahlungsverkehrssysteme bezog sich die Beurteilung auf TARGET und das EURO1-System.<sup>4)</sup>

Vor dem Start des CLS-Systems im Jahr 2002 führte die EZB gemeinsam mit den Zentralbanken der Länder, deren Währungen am CLS-System teilnehmen, eine Risikobeurteilung des Systems durch. Angesichts der positiven Ergebnisse dieser Beurteilung genehmigte die EZB die Einbeziehung des Euro in CLS.

Im Laufe des Jahres 2003 wurden 19 Euro-Großbetragszahlungssysteme einschließlich sämtlicher TARGET-Komponenten anhand der Grundprinzipien beurteilt. Die Ergebnisse dieser Beurteilung wurden 2004 auf der Website der EZB veröffentlicht.<sup>5)</sup>

1) „Role of the Eurosystem in the field of payment systems oversight“, veröffentlicht auf der Website der EZB.

2) CPSS-Bericht „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“, veröffentlicht auf der Website der BIZ.

3) Ein Zahlungssystem gilt dann als für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam, wenn Störungen innerhalb dieses Systems zu Beeinträchtigungen des Finanzsystems insgesamt führen oder sich auf dieses übertragen könnten. Das Eurosystem vertritt die Ansicht, dass jedes Großbetragszahlungssystem, das in Euro arbeitet, für die Stabilität des Finanzsystems relevant ist.

4) Im Oktober 2001 auf der Website des IWF veröffentlicht.

5) Siehe den Bericht „Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles“.

## Noch: Tabelle 2 Wichtige Errungenschaften im Bereich der Überwachungsfunktion der EZB/des Eurosystems

Anfang 2005 führten die für TARGET zuständigen Aufsichtsbehörden eine Beurteilung von SORBNET-EURO, dem Euro-RTGS-System der Narodowy Bank Polski, durch. Anlass war, dass die polnische Zentralbank den Anschluss an TARGET über das von der Banca d'Italia betriebene BIREL-System beabsichtigte.

Im August 2005 wurde das Ergebnis einer detaillierten überwachungstechnischen Beurteilung von 15 Euro-Massenzahlungsverkehrssystemen anhand der Grundprinzipien auf der EZB-Website dargelegt.

Im Jahr 2006 wurden die Auswirkungen des Anschlusses des Euro-RTGS-Systems der Eesti Pank an TARGET über das BIREL-System umfassend beurteilt.

Vor der Einführung im November 2007 wurde die Ausgestaltung von TARGET2 einer umfassenden Beurteilung anhand der Grundprinzipien unterzogen. Die endgültige Version des detaillierten Berichts über TARGET2 soll im Laufe des Jahres 2009 veröffentlicht werden.

### Sonstige wichtige Aktivitäten

In Zusammenarbeit mit den NZBen wird regelmäßig eine umfassende Beschreibung der verschiedenen in den EU-Ländern betriebenen Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssysteme erstellt und in der EZB-Publikation „Payment systems in the European Union“ (Blue Book) einschließlich eines Anhangs mit detaillierten statistischen Daten zu den Systemen (Blue Book Addendum) zur Verfügung gestellt. Die neueste (vierte) Ausgabe des Blue Book wurde 2007 veröffentlicht.

Die für die Überwachung zuständigen Behörden beobachten die Entwicklungen im Korrespondenzbankensystem genau. Bei einigen Banken werden regelmäßige Erhebungen durchgeführt (zuletzt 2005), um die Merkmale dieser Art von Zahlungsverfahren unter dem Gesichtspunkt des systemischen Risikos zu beurteilen. Aufgrund der Vertraulichkeit der von den Banken zur Verfügung gestellten Daten stehen die Ergebnisse dieser Erhebungen nur den Teilnehmern zur Verfügung.

Im Jahr 2007 wurde die bisherige Beurteilungsmethode aktualisiert und eine gemeinsame Methodik für die Überwachung von systemrelevanten und besonders bedeutsamen Euro-Zahlungsverkehrssystemen entwickelt. Nach einer im zweiten Halbjahr 2007 durchgeführten öffentlichen Konsultation wurde im November die neue Methode in ihrer endgültigen Fassung auf der Website der EZB veröffentlicht.

## SCHLUSSFOLGERUNGEN UND AUSBLICK

Die Überwachung durch die Zentralbanken findet in einem dynamischen Umfeld statt. Veränderungen an den Finanzmärkten in Europa und weltweit, des rechtlichen Umfelds und der individuellen Marktinfrastrukturen selbst sowie deren Wechselwirkungen sind bei der Überwachungsstrategie und den Überwachungsaktivitäten der Zentralbanken zu berücksichtigen. In den vergangenen zehn Jahren hat sich gezeigt, dass die Überwachung durch die EZB, die in enger Zusammenarbeit mit den nationalen Zentralbanken des Eurosystems und des ESZB erfolgte, diesen Herausforderungen gewachsen ist. Die Überwachungspolitik und die Überwachungsstandards haben einen Beitrag zu soliden und effizienten Zahlungsverkehrs- und -abwicklungssystemen geleistet. Das enge Zusammenwirken von Überwachungsorganen und den entsprechenden Systembetreibern und -teilnehmern hat die Akzeptanz der Überwachungspolitik und der Überwachungsstandards an den Märkten stark gefördert und zu deren reibungsloser Umsetzung durch die beaufsichtigten Stellen beigesteuert.





Mit Blick auf künftige Entwicklungen und neben der laufenden Überwachung der Infrastrukturen des Euromarkts wollen sich die Überwachungsorgane der EZB und des Eurosystems unter anderem auf folgende Themen konzentrieren: a) Die Transparenz im Hinblick auf die Überwachungsziele und -aktivitäten soll weiter verbessert werden; dies soll durch eine Aktualisierung der im Juni 2000 veröffentlichten Grundsatzerklärung des Eurosystems zur Überwachung und durch die Veröffentlichung eines regelmäßigen Überwachungsberichts geschehen. b) Es soll ein weiterer Beitrag zur Tätigkeit der Arbeitsgruppe des ESZB und des CESR geleistet werden. c) Es ist vorgesehen, an den Konsultationen der für die kooperative Überwachung von CLS und SWIFT zuständigen Stellen teilzunehmen. d) Im Bereich der Business Continuity (Aufrechterhaltung des Systembetriebs) soll mit anderen Zentralbanken der EU zusammengearbeitet werden. e) Es ist beabsichtigt, einen risikobasierten Überwachungsrahmen zu entwickeln. Aufgrund der fortschrei-

Überwachung entwickelt sich in dynamischem Umfeld

Prioritäten für die Zukunft

tenden Integration der Finanzmärkte und der Marktinfrastrukturen – besonders im Euro-Währungsgebiet, aber auch weltweit – wird die EZB der engen Zusammenarbeit zwischen Überwachungsorganen innerhalb des Eurosystems und des ESZB sowie zwischen Überwachungsorganen und den zuständigen öffentlichen Stellen (z. B. Bankenaufseher und Wertpapieraufsichtsbehörden) auch weiterhin eine große Bedeutung beimessen.

## ECKDATEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS\*

|  |  €-15 |  EU-27 |  |  |
|--|---|---|---|---|
| Bevölkerung (in Millionen)                           | 319   | 495   | 302   | 128   |
| BIP (KKP, in Billionen €)                            | 8,9   | 12,6  | 12,0  | 3,7   |
| BIP pro Kopf (KKP, in Tausend €)                     | 27,8  | 25,4  | 39,6  | 29,0  |
| Anteil am weltweiten BIP (KKP, in %)                 | 16,1  | 22,7  | 21,3  | 6,6   |
| Exporte (Waren und Dienstleistungen, in % des BIP)** | 22,6  | 14,2  | 11,8  | 18,4  |
| Bruttoanlageinvestitionen (in % des BIP)             | 21,7  | 21,2  | 18,7  | 23,3  |
| Bruttoersparnis (in % des BIP)                       | 22,5  | 20,8  | 13,4  | 29,6  |

\* 2007 \*\* In dem Wert für das Euro-Währungsgebiet sind Zypern und Malta nicht enthalten.  
 Quellen: EZB, Eurostat, nationale Angaben, IWF und EZB-Berechnungen für das Euro-Währungsgebiet und die EU; nationale Quellen und IWF für die Vereinigten Staaten und Japan.





## 8 STATISTIK

*Qualitativ hochwertige Statistiken leisten einen wesentlichen Beitrag für die geldpolitische Analyse, Forschung und Entscheidungsfindung der EZB. Viele der bereits in den vorherigen Kapiteln beschriebenen Aufgaben der EZB könnten ohne die Verfügbarkeit zeitnaher, verlässlicher und kohärenter Statistiken nicht ordnungsgemäß erfüllt werden. Darüber hinaus machen Nutzer wie Finanzmarktanalysten, Wissenschaftler und die Öffentlichkeit von den von der EZB erstellten Statistiken Gebrauch. Die EZB-Statistiken fördern das Verständnis der Beschlüsse des EZB-Rats und sind für die Öffentlichkeit bei Investitions- und Kreditentscheidungen hilfreich.*

*Die EZB muss auf eine Vielzahl qualitativ hochwertiger monetärer, finanzieller und Wirtschaftsstatistiken (einschließlich einer genauen aggregierten Messgröße für die Preisentwicklung) zurückgreifen können, um ihr vorrangiges Ziel – die Gewährleistung von Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet – erfüllen zu können. Ein zutreffendes Bild der gegenwärtigen Wirtschaftslage und der Wirtschaftsstruktur des Euroraums ist eine notwendige Voraussetzung für eine fundierte Analyse und gute Geldpolitik. Zu Beginn der Währungsunion lagen kaum Statistiken für das gesamte Euro-Währungsgebiet vor. In den vergangenen zehn Jahren wurden erhebliche Anstrengungen bei der Entwicklung neuer und der Verbesserung bereits bestehender Statistiken unternommen, und zwar in Bezug auf die Harmonisierung der Konzepte, der Periodizität und der Aktualität.*

*Die Statistkarbeit in Europa profitiert von der engen Zusammenarbeit zwischen der EZB und Eurostat. Die EZB ist dabei für die monetäre und finanzielle Statistik verantwortlich und Eurostat für die allgemeine Wirtschaftsstatistik. Letztere beinhaltet auch den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), den die EZB als Referenzgröße für Preisstabilität verwendet. Für die außenwirtschaftlichen Statistiken (Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus) und die integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets sind die EZB und Eurostat gleichermaßen verantwortlich.<sup>1</sup>*

*Die europäischen Statistiken, das heißt sowohl die vom ESZB als auch die von Eurostat und den nationalen Statistikämtern erstellten Statistiken, haben sich in den vergangenen zehn Jahren hinsichtlich ihrer Verfügbarkeit und Qualität deutlich verbessert. Die Vielzahl an Statistiken, die inzwischen von der EZB bereitgestellt werden, ist auch in ein gemeinsames Rahmenwerk integriert worden, das einen konsistenten Überblick über die Verflechtungen zwischen den Transaktionen und Positionen der verschiedenen Akteure (z. B. private Haushalte, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, finanzielle Kapitalgesellschaften, Staat) aufgeschlüsselt nach deren Rolle in der Wirtschaft liefert. Diese sogenannten integrierten Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet liefern vierteljährlich einen umfassenden Überblick über die wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen im Euroraum.*

*In Abschnitt 8.1 wird die Entwicklung verlässlicher und zeitnaher monetärer, finanzieller und außenwirtschaftlicher Statistiken durch die EZB für Analyse-, Forschungs-, Entscheidungs- und Kommunikationszwecke dargestellt. Abschnitt 8.2 beschäftigt sich mit der von Eurostat erhobenen Wirtschaftsstatistik. Abschnitt 8.3 konzentriert sich auf die Qualitätsstandards, die die EZB bei der Aufbereitung ihrer Statistiken anwendet. Abschnitt 8.4 enthält einen Ausblick.*

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten zur genauen Arbeitsteilung bei der Erstellung von Statistiken auf europäischer Ebene finden sich in dem zwischen der Generaldirektion Statistik der Europäischen Zentralbank (GD Statistik) und dem Statistischen Amt der Europäischen Gemeinschaften (Eurostat) geschlossenen „Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics“ ([http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en\\_mou\\_with\\_eurostat1.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_mou_with_eurostat1.pdf))

**Verfügbarkeit von Statistiken für den Euroraum in den letzten zehn Jahren deutlich verbessert**

**Enge Zusammenarbeit zwischen EZB und Eurostat**

**Zu Beginn viele Mängel und geringe Standardisierung**

**Monetäre, finanzielle und Zahlungsbilanzstatistiken stetig verbessert**

## 8.1 STATISTIKEN DER EZB

Die Vorbereitung von Statistiken für das Euro-Währungsgebiet stellte Mitte der Neunzigerjahre eine große Herausforderung dar, weil es bei den damals vorhandenen Statistiken beträchtliche Lücken und Schwächen gab.<sup>2</sup> Sogar die zugrunde liegenden Konzepte, Definitionen und Klassifikationen waren von einer Standardisierung noch weit entfernt.

Die Statistiken für den Euroraum, die der EZB 1999 anfänglich zur Verfügung standen, waren auf das absolut Wesentliche beschränkt: harmonisierte Bilanzen der monetären Finanzinstitute (MFIs), anhand derer monetäre Aggregate und die Hauptgegenposten zur Geldmenge (einschließlich MFI-Krediten) berechnet werden konnten, eine begrenzte Zahl nicht harmonisierter Zinssätze im Kundengeschäft, einige Finanzmarktinformationen aus kommerziellen Quellen sowie wichtige globale Zahlungsbilanzpositionen, da noch keine geografische Aufschlüsselung nach Partnerländern vorlag. Darüber hinaus waren nur jährliche Statistiken zu den öffentlichen Finanzen und eine begrenzte Zahl jährlicher Daten zur Ersparnisbildung, Finanzierung und Vermögensbildung im neu geschaffenen Währungsraum verfügbar. Die Zeitreihen waren meist sehr kurz.

Im November 1999 kam die Statistik über Wertpapieremissionen – aufgeschlüsselt nach öffentlichen Haushalten, finanziellen und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet – hinzu. Ab Anfang 2003 umfasste die neu eingeführte MFI-Bilanzstatistik eine genauere Aufgliederung nach Instrumenten, Laufzeiten und Geschäftspartnern. Zeitgleich wurde die harmonisierte MFI-Zinsstatistik eingeführt, die eine Aufschlüsselung der Einlagen und Kredite nach Laufzeit und Verwendungszweck enthält. In naher Zukunft wird die Statistik über Investmentfonds harmonisiert; sie wird dann das gesamte Euro-Währungsgebiet abdecken und besser auf die Bedürfnisse der Nutzer zugeschnitten sein. Die EZB hat von Eurostat die Veröffentlichung der täglichen Zinsstrukturkurven für die Staatsanleihen des Eurogebiets übernommen.

Was die außenwirtschaftlichen Statistiken betrifft, hat die EZB die Zahlungsbilanzdaten für den Euroraum nach und nach erweitert, indem sie mehr Untergliederungen zur Verfügung stellt, Ausgaben und Einnahmen separat ausweist und eine geografische Aufschlüsselung nach wichtigen Partnerländern (z. B. Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich, EU-Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets, Japan, China) anbietet. Die EZB veröffentlicht inzwischen auch eine vierteljährliche Statistik zum Auslandsvermögensstatus, die als finanzielle Vermögensbilanz für das Eurogebiet insgesamt betrachtet werden kann, sowie eine Aufgliederung der Veränderungen des Auslandsvermögensstatus (zusätzlich zu den Zahlungsbilanztransaktionen betreffen sie vor allem Bewertungsänderungen bei den Forderungen und Verbindlichkeiten aufgrund von Preis- und Wechselkursentwicklungen). Außerdem werden Statistiken zum nominalen und realen effektiven Wechselkurs des Euro und zur internationalen Rolle der Gemeinschaftswährung zur Verfügung gestellt, die vor kurzem um monatliche, auf Basis der Verbraucherpreise berechnete harmonisierte nationale Indikatoren der Wettbewerbsfähigkeit ergänzt wurden.

Viele Statistiken und statistische Indikatoren werden auch erstellt, um die Finanzmarktentwicklung, die Finanzmarktintegration in Europa, die Finanzstabilität insgesamt und innerhalb des EU-Bankensektors sowie die Entwicklung des Zahlungsverkehrs, dessen Infrastruktur und den Bereich Wertpapierhandel, -verrechnung und -abwicklung beurteilen zu können.

<sup>2</sup> Weitere Einzelheiten zur Entwicklung der Statistiken für das Euro-Währungsgebiet finden sich in Peter Bull, *The development of statistics for Economic and Monetary Union*, 2004. (<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/developmentsstatisticsemu200406en.pdf>)

Ein wichtiger Meilenstein wurde im Juni 2007 erreicht, als die EZB gemeinsam mit Eurostat die ersten integrierten vierteljährlichen (wirtschaftlichen und finanziellen) Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet nach institutionellen Sektoren veröffentlichte.<sup>3</sup> Diese Konten bieten einen umfassenden und kohärenten Überblick über die Finanz- und Wirtschaftsentwicklungen und die wechselseitigen Beziehungen zwischen den verschiedenen Sektoren im Euro-Währungsgebiet (private Haushalte, Kapitalgesellschaften und Staat) sowie deren Beziehungen mit der übrigen Welt. Die europäischen Sektorkonten können als die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet betrachtet werden. Die vollständige Integration und nahezu durchgängige Konsistenz dieser Konten sowie die Tatsache, dass diese Daten jedes Quartal von zwei Institutionen (der EZB und Eurostat) gemeinsam und zeitgleich erhoben werden, sind eine einzigartige Leistung.<sup>4</sup>

## 8.2 WEITERE WIRTSCHAFTSSTATISTIKEN

Zu Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion hatte Eurostat (in Zusammenarbeit mit den nationalen Statistikämtern) den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) sowie einige andere Preis-, Kosten- und Arbeitsmarktstatistiken und Statistiken zu sonstigen wirtschaftlichen Sachverhalten entwickelt. Zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet lagen in begrenztem Umfang Daten vor. Allerdings waren diese Statistiken für geldpolitische Zwecke nicht aktuell genug. Seither hat sich die Aktualität der maßgeblichen Statistiken des Euroraums, die von Eurostat bereitgestellt werden, deutlich verbessert, was vor allem dem vom ECOFIN-Rat im Jahr 2000 gebilligten Aktionsplan zum Statistikbedarf der WWU und der Einführung einer Liste monatlicher und vierteljährlicher Wichtiger Europäischer Wirtschaftsindikatoren (WEWI) im Jahr 2002 zu verdanken war. Beispielsweise ist es ein großer Erfolg, dass zeitnahe Vorausschätzungen für den HVPI und Schnellschätzungen für das vierteljährliche BIP-Wachstum verfügbar sind, die in die geldpolitischen und wirtschaftlichen Analysen einfließen. Außerdem hat sich die Bandbreite sowohl der jährlich als auch der vierteljährlich verfügbaren Statistiken zu den öffentlichen Finanzen deutlich vergrößert. Die methodologischen Standards sind in allen Bereichen weiter verbessert worden.

Dennoch besteht auf dem Gebiet der Statistik nach wie vor Handlungsbedarf, vor allem im Hinblick auf die Entwicklung neuer Statistiken, die Periodizität und/oder die Qualität der verfügbaren Statistiken.<sup>5</sup> Insbesondere im Bereich der Dienstleistungen, der Arbeitsmärkte (Integration der Arbeitsmarktstatistiken in die VGR zur besseren Analyse von Wachstum und Produktivität) und der Märkte für Wohnimmobilien sind weitere Verbesserungen erforderlich. Auch einige andere Statistiken sind bezüglich ihrer Aktualität und sonstiger Qualitätsanforderungen zu verbessern. Hierzu bedarf es möglicherweise einer engeren Koordination der statistischen Prozesse zwischen den europäischen Statistikämtern und einer aufeinander abgestimmten Veröffentlichung nationaler Daten, die den europäischen Terminvorgaben entspricht, sowie einer Vereinheitlichung der Revisionspolitik. Schließlich ist eine angemessene Kommunikation statistischer Daten wichtig, vor allem im Hinblick auf den HVPI (siehe Kasten 1).

**Veröffentlichung der ersten integrierten Sektorkonten für den Euroraum im Jahr 2007**

**Deutliche Fortschritte bei Wirtschaftsstatistiken, aber nach wie vor Handlungsbedarf**

**Weitere Verbesserung der Aktualität und Qualität erforderlich**

<sup>3</sup> Siehe EZB, Die Einführung vierteljährlicher Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2007.

<sup>4</sup> Ein vollständiger Überblick über die verfügbaren von der EZB erhobenen Statistiken findet sich in EZB, ECB statistics: an overview, 2008.

<sup>5</sup> Siehe WFA, Status Report on Information Requirements in EMU, Oktober 2007. ([www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf](http://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/statusreport2007.pdf))

**HVPI als qualitativ  
hochwertiger Indikator  
für Preisstabilität**

**HVPI basiert auf 1,7 Millionen  
Preisbeobachtungen pro  
Monat**

**Spielraum für weitere  
Harmonisierung**

## Kasten I

### DIE ROLLE DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX

Angesichts des vorrangigen Ziels der Gewährleistung von Preisstabilität benötigt die EZB qualitativ hochwertige Statistiken zur Preisentwicklung. In diesem Zusammenhang hat sie dem monatlich von Eurostat berechneten Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet eine herausragende Rolle zugewiesen. Der HVPI wird auch genutzt, um zu beurteilen, ob weitere EU-Länder die Voraussetzungen für die Einführung des Euro erfüllen. Harmonisierte Verbraucherpreisindizes werden für alle EU-Länder berechnet.

Der HVPI misst die Preisentwicklung im Bezug auf die Konsumausgaben für Waren und Dienstleistungen der privaten Haushalte. Er ist ein gutes Maß für die Verbraucherpreisinflation und wird entsprechend den besten internationalen Standards erstellt. Zur Berechnung des HVPI für das Euro-Währungsgebiet nehmen Preisermittler monatlich an 200 000 Verkaufsstellen in rund 1 500 Klein- und Großstädten im Eurogebiet insgesamt mehr als 1,7 Millionen Preisbeobachtungen bei Waren und Dienstleistungen vor.

Für jedes Produkt werden Preise in unterschiedlichen Verkaufsstellen und Regionen erfasst. So beinhaltet der Teilindex für Buchpreise beispielsweise verschiedene Arten von Büchern (Romane, Sachbücher, Nachschlagewerke usw.), die in Buchläden, Supermärkten und im Internet angeboten werden. Die im Index berücksichtigten Produktkategorien werden entsprechend ihrer relativen Bedeutung für die Konsumausgaben der privaten Haushalte gewichtet. Diese Gewichte werden regelmäßig aktualisiert, um Veränderungen des Konsumverhaltens Rechnung zu tragen und den Index repräsentativ zu halten. Besondere Anstrengungen gelten der harmonisierten Behandlung komplexer Bereiche wie etwa den Preisen für Dienstleistungen im Versicherungs-, Gesundheits-, Erziehungs- und Bildungswesen sowie der Aufnahme neuer oder grundlegend veränderter Produkte.

Es besteht immer Raum für Verbesserungen. Eine Priorität ist die stärkere Harmonisierung der Behandlung von Qualitätsänderungen. So könnte beispielsweise ein Kraftfahrzeughersteller in ein neues Kfz-Modell zusätzliche Sicherheitsmerkmale wie Airbags einbauen und im Zuge dessen den Preis für den Wagen erhöhen. Um die reine Preisänderung korrekt ermitteln zu können, ist es erforderlich zu schätzen, in welchem Umfang diese Preiserhöhung die am Wagen vorgenommene Qualitätsverbesserung widerspiegelt. Die in den verschiedenen Ländern verwendeten Qualitätsbereinigungsmethoden werden derzeit weiterentwickelt und harmonisiert. Eine zweite Priorität ist die Behandlung selbst genutzten Wohneigentums. Während Veränderungen der Wohnungsmieten im HVPI erfasst werden, werden die meisten Ausgaben privater Haushalte im Zusammenhang mit selbst genutztem Wohneigentum nicht berücksichtigt. Da der Anteil der Haushalte, die zur Miete bzw. im Eigenheim wohnen, im Euroraum von Land zu Land erheblich variiert, würde die Berücksichtigung selbst genutzten Wohneigentums sowohl die länderübergreifende Vergleichbarkeit des HVPI als auch den Erfassungsbereich des Preisindex erhöhen.

### 8.3 RAHMEN FÜR QUALITATIV HOCHWERTIGE STATISTIKEN

Qualitativ hochwertige Statistiken sind das Kernstück der geldpolitischen Analysen, Beschlüsse und Kommunikation der EZB. In der EU ist es besonders wichtig, dass statistische Daten qualitativ hochwertig, verlässlich und unparteilich sind, da sie von nationalen Institutionen verwendet werden. Die Überwachung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, Entscheidungen zur Erweiterung des Euroraums sowie nationale Beiträge zum EU-Haushalt und die Regionalpolitik der EU – all dies hängt von der Qualität der zugrunde liegenden Daten ab.

Die EZB-Statistiken richten sich nach allgemein vereinbarten internationalen und europäischen Statistikstandards. Die EZB ist aktiv an der Weiterentwicklung dieser Standards (z. B. System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen, Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen, Zahlungsbilanzhandbuch) beteiligt und arbeitet mit den betreffenden internationalen Organisationen (Europäische Kommission, IWF, BIZ, OECD, UN) generell eng zusammen, um weltweit harmonisierte Standards und Definitionen für Wirtschafts- und Finanzstatistiken zu erreichen.

Im Jahr 2007 wurde die „Öffentliche Erklärung hinsichtlich der statistischen Aufgabe des ESZB“ publiziert, die signalisierte, wie wichtig Qualität und Governance im Bereich der Statistik sind. Die Erklärung betont die Bedeutung anerkannter Verfahren, ethischer Standards sowie der Zusammenarbeit gemäß den Prinzipien der Unparteilichkeit, wissenschaftlichen Unabhängigkeit, Wirtschaftlichkeit, Geheimhaltung vertraulicher statistischer Daten, Vermeidung einer übermäßigen Belastung der Meldepflichtigen und hoher Qualität. Des Weiteren beschäftigt sich der im Jahr 2008 veröffentlichte Bericht „ECB Statistics Quality Framework“ mit den für die Erstellung von EZB-Statistiken geltenden Qualitätsgrundsätzen.

Ein regelmäßiger Dialog zwischen den Nutzern und den Produzenten von Statistiken, die Einhaltung internationaler Statistikstandards und eine klare Verpflichtung zu hoher Qualität und Good Governance sind unerlässlich, um Statistiken für das Eurogebiet erstellen zu können, die für die geldpolitischen Entscheidungsträger der EZB geeignet sind. Um ein Gleichgewicht zwischen den Bedürfnissen der Nutzer und den Bereitstellungskosten von Statistiken zu erzielen, werden sämtliche Entscheidungen über die Einführung neuer oder grundlegend verbesserter EZB-Statistiken stets auf der Grundlage einer systematischen Beurteilung von Zusatznutzen und -kosten getroffen.

Die europäischen Statistiker sind gehalten, den mit der Beantwortung ihrer Erhebungen verbundenen Aufwand möglichst gering zu halten, wengleich das Statistikwesen weniger als 2 % des gesamten Verwaltungsaufwands ausmacht. Eine Möglichkeit besteht darin, die Daten lediglich einmal zu erfragen und zwischen den Statistikämtern, die diese benötigen, auszutauschen, dabei aber strikte Vertraulichkeitsstandards einzuhalten. Hierzu können Änderungen der gesetzlichen Rahmenbedingungen sowie eine effektive Zusammenarbeit zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken, Statistikämtern und Aufsichtsbehörden erforderlich sein. Dabei sollte jedoch auch berücksichtigt werden, dass sich qualitativ hochwertige Statistiken immer auf eine ganze Reihe von Stichprobenerhebungen stützen müssen.

Ein wichtiger Qualitätsaspekt ist auch die Zugänglichkeit von Statistiken, die von der EZB erstellt und veröffentlicht werden. In diesem Bereich sind in den vergangenen zehn Jahren beträchtliche Verbesserungen erzielt worden. Der Statistikteil des Monatsberichts hat im Laufe der Zeit deutlich an Volumen zugenommen. Das monatlich erscheinende „Statistics Pocket Book“ liefert wichtige

**Statistiken dienen vielen Zwecken und Nutzern**

**Qualität und Governance haben höchste Priorität**

**Balance zwischen Nutzeranforderungen ...**

**... und Meldeaufwand erforderlich**

Informationen in handlichem Format. Die EZB veröffentlicht inzwischen mehr als 70 statistische Pressemitteilungen pro Jahr. Der größte Fortschritt hinsichtlich der Zugänglichkeit statistischer Daten wurde jedoch im Jahr 2006 durch die Einrichtung des Statistical Data Warehouse<sup>6</sup> der EZB erzielt, über das Daten direkt und kostenfrei heruntergeladen werden können. Derzeit greifen jährlich rund 250 000 Nutzer auf diese Online-Datenbank zu.

#### 8.4 SCHLUSSFOLGERUNGEN UND AUSBLICK

**Weitere Verbesserungen bei der Erhebung und Aufbereitung von Statistiken ...**

Die EZB-Statistiken haben sich im Laufe der Zeit hinsichtlich ihrer Verfügbarkeit und Aktualität deutlich verbessert und können sich inzwischen durchaus mit jenen anderer großer Währungsräume messen. Trotz dieser Fortschritte besteht weiterer Verbesserungsbedarf. Die derzeitigen Entwicklungen konzentrieren sich auf die Bereitstellung a) aktuellerer, vollständigerer und konsistenterer Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet, b) harmonisierter Statistiken zu Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen und c) umfangreicherer Statistiken zur Verbriefung von Forderungen. Ferner muss die Messung des Kreditrisikotransfers verbessert werden.

Allgemein sollten die von der EZB erstellten Statistiken weiterhin den sich ständig ändernden Anforderungen der Nutzer genügen und die jüngsten wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen widerspiegeln. Auch Entwicklungstrends wie die Globalisierung, die Integration der Finanzmärkte und Finanzinnovationen sind in die Aggregate mit einzubeziehen.

**... und enge Zusammenarbeit zwischen allen Beteiligten erforderlich**

Vor diesem Hintergrund hat sich der EZB-Rat für einen strategischen Fahrplan entschieden, mit dem die Effektivität und Effizienz der Erhebung und Aufbereitung von Statistiken für den Euroraum weiter verbessert werden soll. Dieser erfordert unter anderem eine noch intensivere Zusammenarbeit zwischen den Statistikabteilungen der NZBen und der EZB sowie zwischen ihnen und externen Partnern wie Statistikämtern, Aufsichtsbehörden und Vertretern des Finanzsektors. Die sich daraus ergebenden Effizienzgewinne könnten dazu genutzt werden, einige der verbleibenden Lücken in den Statistiken der EZB zu schließen.

6 Weitere Einzelheiten finden sich unter [sdw.ecb.europa.eu/](http://sdw.ecb.europa.eu/).



## DIE EURO-BANKNOTEN



## DIE EURO-MÜNZEN







## 9 EURO-BANKNOTEN – GREIFBARE SYMBOLE DER EUROPÄISCHEN INTEGRATION

*Obwohl der Euro als Buchgeld seit dem Jahr 1999 existiert und seither an den Finanzmärkten verwendet sowie an den Devisenmärkten gehandelt wird, ist er für die meisten Menschen erst mit Einführung der Euro-Banknoten und -Münzen am 1. Januar 2002 Realität geworden. Während dieser dreijährigen Übergangsphase wurde die erforderliche Erstausstattungsmenge von mehr als 15 Mrd Euro-Banknoten – dies entspricht einer Fläche von 15 000 Fußballplätzen – sowie 52 Mrd Euro-Münzen hergestellt. Mit dem Euro-Bargeld ist die Wirtschafts- und Währungsintegration für jedermann greifbar geworden; die Geschichte des Euro begann jedoch eigentlich schon zehn Jahre vor der Bargeldeinführung.<sup>1</sup>*

**Drei Jahre für die Produktion des Euro-Bargelds**

*Dieses Kapitel gliedert sich wie folgt: Abschnitt 9.1 gibt einen kurzen Abriss der Geschichte der Euro-Banknoten, Abschnitt 9.2 beleuchtet die wichtigsten Schritte der Euro-Bargeldeinführung, Abschnitt 9.3 enthält statistische Informationen, Abschnitt 9.4 beschäftigt sich mit dem Banknotenmanagement, und Abschnitt 9.5 befasst sich mit der in Vorbereitung befindlichen zweiten Euro-Banknotenserie.*

### 9.1 EIN KURZER ABRISS DER GESCHICHTE DER EURO-BANKNOTEN

Im Jahr 1995 verständigte sich der Europäische Rat für die gemeinsame europäische Währungseinheit auf die Bezeichnung „Euro“. Was die meisten Menschen jedoch nicht wissen ist, dass die Vorbereitungen für die Euro-Banknoten bereits drei Jahre zuvor mit einer ersten Grundsatzdiskussion begonnen hatten. Der Rat des Europäischen Währungsinstituts (EWI) hat sich im Hinblick auf die jetzigen Euro-Banknoten bereits im Jahr 1994 auf Stückelungen im Verhältnis 1:2:5 (z. B. 10 €, 20 € und 50 €) geeinigt, die analog dazu auch für die Euro-Münzen (z. B. 1 Cent, 2 Cent, 5 Cent) eingeführt wurde. Das dezimal gestaffelte System erleichtert einerseits das Rechnen und sorgt andererseits dafür, dass Beträge jedweder Höhe mit relativ wenigen Banknoten dargestellt werden können. Die meisten internationalen Währungen folgen dieser Stückelungssystematik.

**Stückelungen erleichtern den Umgang mit Bargeld**

Die Bandbreite zwischen der höchsten und der niedrigsten Stückelung der Euro-Banknoten wurde analog zu den nationalen Vorgängerwährungen gewählt. Der höchste Nennwert wurde mit 500 € festgesetzt, um der Tatsache Rechnung zu tragen, dass vor der Umstellung auf den Euro Belgien, Deutschland, Italien, Luxemburg, die Niederlande und Österreich Banknoten im Gegenwert zwischen 200 € und 500 € ausgegeben hatten. Der niedrigste Wert wurde mit 5 € festgesetzt.

Aufgrund von Forderungen nach Einführung von 1-€- und 2-€-Banknoten wurde diese Möglichkeit auch in Betracht gezogen. Die EZB befasste sich eingehend mit dem Thema und konsultierte diesbezüglich einschlägige Interessengruppen wie etwa die europäischen Banken- und Handelsverbände, stellte jedoch keinen entsprechenden Bedarf fest. Banknoten mit einem derart niedrigen Nennwert wie 1 € bzw. 2 € würden die Bargeldnutzung erschweren und insgesamt die Qualität der im Umlauf befindlichen Banknoten senken, da man sie auch bei kleineren Einkäufen als Wechselgeld anstatt der dafür an sich besser geeigneten Münzen verwenden würde. Zudem zeigten öffentliche Umfragen, dass nur ein Drittel der Bevölkerung des Euro-Währungsgebiets solche Banknoten tatsächlich nutzen wollte. Im Jahr 2004 beschloss der EZB-Rat daraufhin die Beibehaltung der derzeitigen Stückelungsstruktur sowohl für die erste als auch für die zweite Euro-Banknotenserie.

**Banknoten mit niedrigem Nennwert zu kostspielig**

<sup>1</sup> Siehe EZB, How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins, 2007.

**Niedrigere Kosten und vereinfachtes Management dank einheitlicher Banknoten**

Anfang 1996 schrieb das EWI auf Basis der zuvor festgelegten Spezifizierungen einen Wettbewerb zur Gestaltung der Euro-Banknoten aus. Unter den eingereichten Entwürfen wählte der EWI-Rat im Dezember 1996 eine Serie zum Thema „Zeitalter und Stile in Europa“ aus. Der Gewinnerentwurf war schon zuvor von einer Fachjury aus unabhängigen Vertretern der Bereiche Marketing, Design und Kunstgeschichte in die engere Auswahl genommen und anschließend im Rahmen einer europaweiten repräsentativen Umfrage getestet worden. Bei der Gestaltung der Euro-Banknoten wurde bewusst auf die Abbildung nationaler Elemente verzichtet, wodurch sie ganz und gar europäisch sind.<sup>2</sup>

Die Einbeziehung nationaler Elemente, wie etwa die Darstellung von Staatsoberhäuptern bzw. Monarchen, war in Erwägung gezogen, aber letztendlich aus einer Reihe von Gründen verworfen worden. Dadurch war sowohl die Herstellung einheitlich gestalteter Euro-Banknoten als auch deren Bestandsmanagement in den einzelnen NZBen einfacher und effizienter. Die Banknoten müssen im gesamten Euroraum uneingeschränkt austauschbar sein. Wird auf nationale Symbole verzichtet, so kann eine NZB bei Engpässen auf Überschüsse einer anderen NZB zurückgreifen, ohne dabei den Eindruck einer „Überschwemmung mit fremden Banknoten“ zu erzeugen. Darüber hinaus wurde die Vereinbarung getroffen, die aus dem Verkehr gezogenen Banknoten nicht wieder an die jeweilige ausgegebene Zentralbank zurückzuführen. Gegen die Verwendung nationaler Elemente sprach schließlich auch die seit dem Jahr 2002 praktizierte Zusammenlegung der Banknotenproduktion („dezentrales Pooling“), die dazu führte, dass die einzelnen Nennwerte – mit entsprechenden Kosteneinsparungen – generell nur noch von zwei bis vier NZBen bereitgestellt werden. Im Falle nicht uneingeschränkt austauschbarer Banknoten wäre eine derartige Arbeitsteilung wesentlich ineffizienter gewesen.

Nachdem die ursprünglichen Spezifikationen im Zuge einiger Probedrucke entsprechend angepasst worden waren, wurde Mitte des Jahres 1999 mit der Serienproduktion der Euro-Banknoten begonnen. Zu Spitzenzeiten produzierten die 15 beteiligten Druckereien 400 Banknoten pro Sekunde.

## 9.2 EURO-BARGELDUMSTELLUNG<sup>3</sup>

**Rasche und reibungslose Euro-Bargeldumstellung ...**

Der Austausch sämtlicher Banknoten und Münzen in einem Wirtschaftsraum mit mehr als 300 Millionen Menschen innerhalb kürzester Zeit stellte eine noch nie zuvor dagewesene logistische Aufgabe dar. Die erfolgreiche Bargeldumstellung war nur dank der guten Koordination und engen Kooperation aller Beteiligten möglich. Aus diesem Grund waren EU-Institutionen, nationale Behörden, Kreditinstitute, Werttransporteure, Einzelhandelsunternehmen, Verbraucherorganisationen sowie die Automatenindustrie seit 1997 eng in die entsprechenden Vorbereitungsarbeiten eingebunden. Um die Bargeldumstellung auf nationaler Ebene zu koordinieren und schneller auf etwaige Zwischenfälle reagieren zu können, wurde ein Koordinierungsausschuss zur Bargeldumstellung im Eurosystem eingesetzt. Anfang des Jahres 2002 wurden innerhalb relativ kurzer Zeit 6 Mrd nationale Banknoten und 29 Mrd nationale Münzen durch 8 Mrd Euro-Banknoten und etwa 38 Mrd Euro-Münzen ersetzt. Trotz dieser enormen Dimensionen verständigten sich die Euro-Länder aus Kostengründen auf sehr kurze Parallelumlaufphasen von vier Wochen bis zu zwei Monaten. Ebenfalls mit dem Ziel, den Kostenaufwand des Parallelumlaufs weiter zu reduzieren, vereinbarten sie ferner, nach Möglichkeit dafür zu sorgen, Bargeldtransaktionen bereits ab Mitte

<sup>2</sup> Siehe EZB, Euro-Banknotendesign-Ausstellung, 2003.

<sup>3</sup> Siehe EZB, Evaluation of the 2002 cash changeover, 2002.

Januar 2002 weitgehend in Euro abzuwickeln. Tatsächlich wurde die neue Währung schon eine Woche nach ihrer Einführung für 50 % aller Bargeldzahlungen eingesetzt.

Die bereits im September 2001 angelaufene flächendeckende vorzeitige Abgabe von Euro-Bargeld an die Kreditwirtschaft, den Handel und andere Branchen war entscheidend für die rasche und reibungslose Bargeldumstellung: So wurde für eine gleichmäßigere Auslastung der NZBen und der Werttransportunternehmen gesorgt, wodurch sich Engpässe bei der Bargeldversorgung minimieren ließen. Mit der Einführung eines Modells, bei dem der Gegenwert des vorzeitig abgegebenen Bargelds den Banken erst später belastet wurde, motivierte das Eurosystem die Kreditinstitute zum frühzeitigen Aufbau von Eurobeständen sowie zur Weitergabe eines Teils dieser Bestände an ihre Geschäftskunden. Dieses Modell sollte die Opportunitätskosten der Banken aus der Haltung zinsloser Kassenbestände ausgleichen. Der Ansatz erwies sich als erfolgreich: Bereits vor dem 1. Januar 2002 wurden mengenmäßig fast 80 % des für die Euro-Bargeldumstellung benötigten Erstausstattungsbedarfs an Banknoten und 97 % des Gesamtbedarfs an Münzen verteilt.

Das Eurosystem führte eine mit einem Etat von 80 Mio Euro ausgestattete „Euro-2002-Informationenkampagne“ durch, deren Zielgruppe die Bevölkerung innerhalb und außerhalb des Euroraums war. Zusätzlich zu konkreten Informationen zum Euro-Bargeld (z. B. den Gestaltungs- und Sicherheitsmerkmalen der Banknoten) sollten mit dieser Kampagne auch einige praktische Aspekte der Bargeldumstellung vermittelt werden. Die Bevölkerung wurde ermuntert, ihre Bargeldbestände in den Vorläuferwährungen des Euro zu minimieren und ab der Euro-Bargeldumstellung möglichst genau zu bezahlen, sodass Einzelhändler geringere Wechselgeldbestände benötigten.

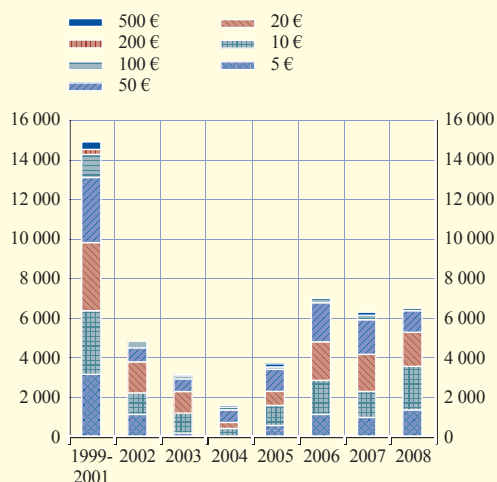
Bei den jüngsten Beitritten zum Euroraum – Slowenien im Januar 2007, Zypern und Malta im Januar 2008 – wurde der Euro anders als in den ersten Mitgliedstaaten gleichzeitig als Bargeld und Buchgeld eingeführt. Somit blieb den einzelnen NZBen nach erfolgter Weichenstellung für die Einführung des Euro nicht genügend Zeit, die benötigte Menge an Euro-Banknoten herzustellen. Deshalb wurde ihnen die Möglichkeit eingeräumt, Euro-Banknoten beim Eurosystem auszuliehen und in den Folgejahren wieder an dieses zurückzugeben. Die EZB führte zudem in Zusammenarbeit mit den jeweiligen NZBen Informationskampagnen durch, die auf der Euro-2002-Kampagne basierten, um die Bevölkerung Sloweniens, Zyperns und Maltas mit den Euro-Banknoten und -Münzen vertraut zu machen.

### 9.3 BANKNOTENUMLAUF

Nach der Bargeldumstellung stieg die Anzahl der in Umlauf befindlichen Euro-Banknoten wesentlich stärker, als dies aufgrund der Bargeldumläufe der Vorläuferwährungen erwartet worden

Abbildung I Produktionsvolumen an Euro-Banknoten

(in Millionen Stück)



Quelle: EZB.

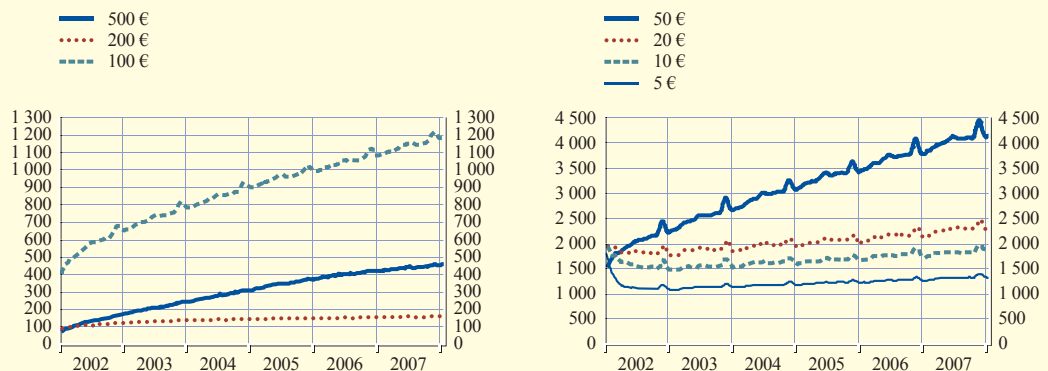
... dank frühzeitiger  
Geldversorgung und  
Informationskampagne

Anfänglich verwenden die  
neuen Euro-Länder  
geliehene Banknoten

Euro-Banknoten immer  
stärker gefragt

Abbildung 2 Euro-Banknotenumlauf

(in Millionen Stück)



Quelle: EZB.

**Ausgeglichener Banknotenbestand dank grenzüberschreitender Transfers**

war. Der starke Anstieg lässt sich im Wesentlichen auf eine Anpassung der innerhalb wie außerhalb des Euroraums gehaltenen Bargeldbestände zurückführen. Banknoten werden schließlich nicht nur als Zahlungsmittel, sondern auch als Wertaufbewahrungsmittel eingesetzt. Wahrscheinlich ist, dass Bargeldbesitzer im Euroraum ihren Bargeldbestand an die Euro-Banknoten-Stückelung anpassten und dabei eine Präferenz für die höheren Werte entwickelten. Die hohe Bargeldnachfrage scheint vor allem angesichts niedriger Zinssätze und Inflationserwartungen sinnvoll. Der starke wertmäßige Anstieg des Bargeldumschlages betrifft hauptsächlich drei Nennwerte: 50 €, 100 € und 500 €; die mittlerweile wieder rückläufigen Wachstumsraten bei diesen Stückelungen könnten jedoch darauf hinweisen, dass die außergewöhnliche Bargeldnachfrage langsam abklingt. Am Ende des Jahres 2007 befanden sich etwa 12 Mrd Banknoten mit einem Gesamtwert von etwa 677 Mrd € in Umlauf. Dieser Wert lag damit über jenem der in Umlauf befindlichen US-Dollar-Banknoten, der Ende 2007 bei einem Wechselkurs von 1 € = 1,4721 USD etwa 540 Mrd € entsprach. Dank der Vorteile, die der Euro gebracht hat, halten Bargeldnutzer außerhalb des Euroraums nun höhere Bestände an Euro-Banknoten als zuvor an nationalen Währungen. Wertmäßig dürften zwischen 10 % und 20 % der Euro-Banknoten außerhalb des Euroraums in Umlauf sein, wobei ein Wert am oberen Ende der geschätzten Marge wahrscheinlicher ist.

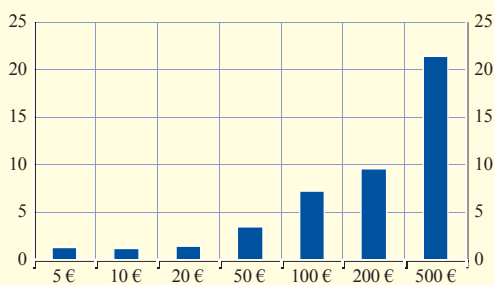
#### 9.4 BANKNOTENMANAGEMENT

Die koordinierte Vorgehensweise bei Banknotenmanagement und -entwicklung gewährleistet eine hohe Akzeptanz der Euro-Banknoten als Zahlungsmittel sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Eine multinationale Währung hat zur Folge, dass Bargeld – primär durch Touristen, aber auch durch Geschäftsreisende sowie aufgrund von Hortungsmotiven – außer Landes gebracht wird, wodurch es bei bestimmten Stückelungen zu Engpässen bzw. Überschüssen kommen kann. Um derartige Unausgewogenheiten innerhalb des Euroraums auszugleichen, setzt das Eurosystem Zielvorgaben für die logistische Reserve der einzelnen NZBen und ermöglicht rasche großvolumige Banknotentransfers von NZBen mit Überschüssen an jene mit Engpässen. Dank dieses Ausgleichssystems kommen die NZBen mit niedrigeren logistischen Reserven aus. Mithilfe einer Datenbank – dem Bargeldinformationssystem – überwacht die EZB den Stand der logistischen Reserven, koordiniert deren grenzüberschreitende Transporte und kommt für die Kosten der grenzüberschreitenden Transfers auf.



**Abbildung 3 Durchschnittliche Lebensdauer von Euro-Banknoten**

(in Jahren)



Quelle: EZB.  
1) Stand 31. Dezember 2007.

Da die in Umlauf befindlichen Euro-Banknoten verschleiben und sich deren Umlaufqualität darüber hinaus verschmutzungsbedingt verschlechtert, kann es vorkommen, dass sie z. B. von Verkaufsautomaten nicht mehr akzeptiert werden. Dies könnte das Vertrauen der Bevölkerung in Euro-Banknoten als allgemein akzeptiertes Zahlungsmittel beeinträchtigen. Deshalb muss das Eurosystem die Integrität der Banknoten gewährleisten, d. h. es muss dafür Sorge tragen, dass sich ausschließlich echte und qualitativ hochwertige Banknoten in Umlauf befinden. Zur Qualitätssicherung, d. h. Prüfung der Banknoten auf Echtheit und Umlauffähigkeit, werden diese mittels leistungsfähiger Bearbeitungsmaschinen auf verschiedene Sicherheits-

und Qualitätsmerkmale überprüft, wie etwa Grad der Verschmutzung oder Beschädigung. Abhängig von der Organisation des Bargeldkreislaufs verbleiben Banknoten in einzelnen Ländern unterschiedlich lange in Umlauf. Je länger sich jedoch die Banknoten in Umlauf befinden, desto mehr verschmutzen und verschleiben sie. Um gleiche Qualitätsstandards zu erreichen, verständigte sich der EZB-Rat im Jahr 2001 auf die Festlegung von Mindeststandards für die Umlauffähigkeit der Euro-Banknoten. NZBen zahlen nur Banknoten aus, die diese Minimumstandards erfüllen; alle übrigen Banknoten werden vernichtet. Im Zuge jährlicher Stichproben wird die Qualität der in Umlauf befindlichen Banknoten genau vom Eurosystem überwacht. Längerfristig hat sich das Eurosystem das Ziel gesetzt, die Haltbarkeit der Euro-Banknoten zu verbessern, z. B. mittels eines haltbareren Trägermaterials bzw. einer speziellen Schutzschicht, insbesondere für Banknoten mit niedrigerem Nennwert, da diese am stärksten von Verschleißerscheinungen betroffen sind.

Im Jahr 2004 verabschiedete der EZB-Rat den „Handlungsrahmen für die Falschgeldererkennung und die Sortierung von Euro-Banknoten nach Umlauffähigkeit durch Kreditinstitute und professionelle Bargeldakteure“. Dieser Rahmenvereinbarung zufolge haben Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure die Banknoten vor der Wiederinverkehrgabe auf Echtheit und Umlauffähigkeit zu prüfen. Dadurch wird gewährleistet, dass von den Kunden eingezahlte echte und umlauffähige Banknoten im Bargeldkreislauf verbleiben können.

Die Möglichkeit der Wiederausgabe erlaubt Kreditinstituten und anderen professionellen Bargeldakteuren ein effektives, kosteneffizientes Arbeiten, da weniger Bargeld an die NZBen rückgeliefert werden muss, wodurch sich der Bargeldkreislauf verkürzt. Im Sinn des Handlungsrahmens für Banknotenrecycling dürfen Banknoten nur dann mittels Geldausgabeautomaten oder anderen kundenbedienten Geräten wieder in Umlauf gebracht werden, wenn sie zuvor mit einem Banknotenbearbeitungsgerät geprüft wurden, das von einer NZB erfolgreich getestet wurde. Im Zuge dieser Testverfahren muss nachgewiesen werden, dass die Bearbeitungsgeräte gefälschte und nicht umlauffähige Banknoten automatisch erkennen und aussortieren. Ein Verzeichnis der erfolgreich getesteten und deshalb verwendbaren Banknotenbearbeitungsgeräte ist auf der Website der EZB abrufbar.

Da Euro-Banknoten im gesamten Euroraum verwendet werden, ermöglicht die zunehmende Harmonisierung der Bargelddienstleistungen der NZBen den Bargeldakteuren – allen voran den Banken und Werttransportunternehmen – einen fairen Wettbewerb, der es ihnen erlaubt, bei grenz-

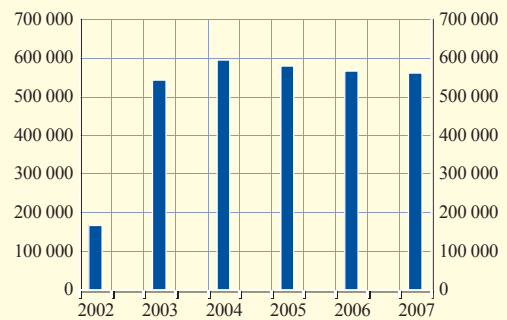
**Überprüfung der Echtheit und Umlauffähigkeit der Banknoten durch NZBen ...**

**... wie auch durch Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure**

**Gemeinsamer Währungsraum bedarf harmonisierter NZB-Bargelddienstleistungen**

überschreitenden Transaktionen sämtliche Vorteile der gemeinsamen Währung auszuschöpfen. Ein entscheidender Schritt in Richtung Harmonisierung wurde mit der Festlegung von entgeltfreien und entgeltpflichtigen Zentralbankdienstleistungen gesetzt. Des Weiteren stehen die Standardbargelddienstleistungen der NZBen nunmehr auf Anfrage auch jenen Kreditinstituten offen, die in anderen Euroraum-Ländern angesiedelt sind (Fernzugang); überdies haben die Kunden aller NZBen des Euroraums nun die Möglichkeit, Euro-Münzen einzuzahlen. Darüber hinaus zieht das Eurosystem eine Reihe weiterer Harmonisierungsschritte in Erwägung: etwa den elektronischen Datenaustausch mit Kreditinstituten über Ein- und Auszahlungen sowie einheitliche Banknoten-Verpackungsstandards für den Geschäftsverkehr zwischen NZBen und deren Kunden.

**Abbildung 4 Gesamtzahl der im Zahlungsverkehr angehaltenen Euro-Banknotenfälschungen**



Quelle: EZB.

## 9.5 ZWEITE EURO-BANKNOTENSERIE

Zentralbanken und Währungsbehörden verbessern ihre Banknoten in der Regel einige Jahre nach der Erstaussgabe, um so den Vorsprung vor Geldfälschern zu wahren. Auch das Eurosystem trifft derartige Vorsichtsmaßnahmen und arbeitet bereits an der Entwicklung einer neuen Serie von Euro-Banknoten. Allerdings ist das Fälschungsaufkommen bei den Euro-Banknoten bisher relativ niedrig: Den 12 Mrd in Umlauf befindlichen Banknoten stehen pro Jahr etwa 600 000 aus dem Verkehr gezogene Fälschungen gegenüber, wobei die meisten dieser Fälschungen von geringer bzw. mittelmäßiger Qualität sind.

Der erste Nennwert der zweiten Euro-Serie soll am 1. Januar 2011 in Umlauf gebracht werden, die anderen Werte sollen im Lauf mehrerer Jahre folgen. Das Design wird unter Beibehaltung des Themas „Zeitalter und Stile in Europa“ und in Bezug auf die Integration neuester und benutzerfreundlicher Sicherheitsmerkmale weiterentwickelt. Hinsichtlich ihrer Funktionalität beruhen die Entwürfe und Elemente der neuen Banknoten auf Befragungen der breiten Öffentlichkeit und professioneller Bargeldakteure durch die Marktforschung sowie auf Konsultationen der wichtigsten Akteure im Bargeldkreislauf. Die EZB wird die Öffentlichkeit frühzeitig darüber informieren, zu welchem Zeitpunkt die derzeit gültige Banknotenserie ihren Status als gesetzliches Zahlungsmittel verlieren wird. Die Euro-Banknoten der alten Serie werden allerdings von den NZBen unbefristet gegen neue Banknoten umgetauscht.

Der Euro ist heute eine internationale Währung. Gemeinsam mit den NZBen des Eurosystems wird die EZB weiterhin dafür Sorge tragen, dass die Euro-Banknoten innerhalb und außerhalb des Euroraums auch in Zukunft ein wertbeständiges und geschätztes Zahlungsmittel bleiben.



## 10 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Mit der Gründung der europäischen Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) wurden ein neuer institutioneller Rahmen und ein einheitlicher geldpolitischer Handlungsrahmen mit dem Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität geschaffen. Im Zentrum dieses Rahmens steht die EZB. Die vorliegende Sonderausgabe des Monatsberichts anlässlich der Feierlichkeiten zum 10. Jahrestag der EZB hält Rückblick auf die Arbeit der EZB und des Eurosystems sowie auf die Errungenschaften der vergangenen zehn bedeutsamen Jahre. Um ihr vorrangiges Ziel der Preisstabilität zu erreichen, muss die EZB eine Reihe von Aufgaben und Tätigkeiten wahrnehmen: Einige davon sind im Vertrag über die Europäische Union festgelegt, andere stützen den Handlungsrahmen für die einheitliche Geldpolitik.

Die Einführung des Euro erforderte die Entwicklung eines angemessenen institutionellen Rahmens für die WWU. Die Kombination aus zentralisierter Geldpolitik und dezentralisierter – aber koordinierter – Finanz- und Strukturpolitik hat weitgehend zufriedenstellend funktioniert. Die Koordinierungsverfahren sind Ausdruck der stärkeren Verflechtung zwischen den Ländern des Euroraums. Der Austausch von Informationen und Analysen unter den europäischen Organen und Einrichtungen (wie etwa dem Europäischen Parlament, der Europäischen Kommission, dem ECOFIN-Rat, der Eurogruppe u. a.) nimmt zu. Mit der fortschreitenden Integration des Euro-Währungsgebiets muss die nationale Politik jedoch die Erfordernisse der Gemeinschaft stärker berücksichtigen.

Der geldpolitische Handlungsrahmen des Euroraums weist neuartige Merkmale auf. Innerhalb des neuen institutionellen Rahmens der WWU wurde der EZB die Zuständigkeit für die einheitliche Geldpolitik übertragen; sie erhielt ein eindeutiges Mandat und genießt politische Unabhängigkeit. Diese beinhaltet sowohl institutionelle als auch personelle, finanzielle und funktionelle Unabhängigkeit und erfordert darüber hinaus ein hohes Maß an Transparenz und Rechenschaftslegung, einschließlich Berichtspflichten gegenüber dem Europäischen Parlament.

Die geldpolitische Strategie der EZB räumt der monetären Analyse eine herausragende Rolle ein. Geldpolitische Entscheidungen werden auf der Grundlage der gemeinsamen Erfahrungen und Erkenntnisse des EZB-Rats getroffen. Dieser kollegiale Ansatz hat sich über die vergangenen zehn Jahre hinweg im Euro-Währungsgebiet bewährt: Der Handlungsrahmen hat vom ersten Tag an – auch dank der Kompetenz und Einsatzbereitschaft der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter des Eurosystems – reibungslos funktioniert. Auch die Erweiterung des Euroraums konnte dank diesem Rahmen erfolgreich durchgeführt werden. Gleichwohl müssen einzelne Bausteine des Handlungsrahmens in Reaktion auf sich verändernde Anforderungen, Marktkräfte, technische und organisatorische Verbesserungen sowie gesetzgeberische Maßnahmen weiterentwickelt werden.

Bei der Gründung der EZB und des Eurosystems war nur wenig darüber bekannt, wie das Euro-Währungsgebiet wohl nach der monetären Integration der Mitgliedsländer funktionieren würde. Die Geldpolitik in den Anfangsjahren des Euroraums und das neuartige Umfeld stellten besondere Herausforderungen dar. Von Beginn an waren umfangreiche Investitionen in Analyseinstrumente, Forschung und Statistik erforderlich, um die bereits vom Europäischen Währungsinstitut (dem Vorläufer der EZB) geleisteten Vorarbeiten zu ergänzen. Heute kommt eine breite Palette harmonisierter Statistiken, Modelle und sonstiger Analyseinstrumente für das Euro-Währungsgebiet zum Einsatz. Die Mehrzahl der Verfahren und Daten sind der Öffentlichkeit zugänglich, da sie regelmäßig Gegenstand von Aufsätzen des Monatsberichts und anderer Publikationen sind.

**Neuer institutioneller  
Rahmen für die WWU**

**Neuer Handlungsrahmen  
mit neuartigen  
Merkmale ...**

**... funktioniert reibungslos  
und ist anpassungsfähig**

**Am Anfang begrenztes  
Wissen ...**

**... heute breite Palette  
von Statistiken, Modellen  
und Instrumenten**

Nach der Einführung des Euro waren die Erfolge des Eurosystems nicht weniger beachtlich. Die geldpolitische Strategie der EZB wird inzwischen gut verstanden und als glaubwürdig erachtet. Sie bildete in den vergangenen zehn Jahren eine solide Grundlage für die Bewältigung zahlreicher Herausforderungen. Die durchschnittliche jährliche Teuerung nach dem HVPI beläuft sich seit der Einführung des Euro trotz mehrerer exogener Schocks auf knapp über 2 %. In den meisten Euro-Ländern liegt die Inflation deutlich unter dem Niveau, das in den Jahrzehnten vor der Einführung der Gemeinschaftswährung verzeichnet wurde. Die Inflationsvolatilität ist ebenfalls deutlich geringer als zuvor.

**Niedrige Inflationsraten und Zinssätze begünstigen ...**

Der EZB ist es zudem gelungen, die aus Anleiherenditen und Umfragedaten abgeleiteten längerfristigen Inflationserwartungen zu verankern. Diese Verankerung ist Ausdruck des Erfolgs der geldpolitischen Strategie der EZB und ihrer Fähigkeit, Preisstabilität auf mittlere Sicht glaubwürdig zu gewährleisten. Für viele Länder des Euroraums ist dies von großem Nutzen und wäre ohne eine unabhängige EZB und ein unabhängiges Eurosystem nicht möglich gewesen.

**... die Finanzintegration, die Schaffung von Arbeitsplätzen und ...**

Der Euro wirkt sich insgesamt positiv aus. Die Vorteile der Preisstabilität und der niedrigen Zinssätze begünstigen andere positive wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen, die allmählich, aber dauerhaft zum Tragen kommen. In der Tat entwickeln sich Wirtschafts- und Finanzstrukturen nur langsam. Heute verzeichnen die Euro-Länder untereinander einen lebhafteren Handel mit Waren und Dienstleistungen, eine stärkere Finanzintegration (die wiederum die Vertiefung und Modernisierung der Finanzmärkte vorantreibt), zunehmende Direktinvestitionen und grenzüberschreitende Wertpapierbestände sowie einen anhaltenden Zuwachs an Arbeitsplätzen im Euro-Währungsgebiet insgesamt. Die finanzielle und wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit hat sich in einem komplexen internationalen Umfeld vergrößert. Die internationale Bedeutung des Euro und dessen Verwendung als Reserve- und Transaktionswährung haben mit der fortschreitenden regionalen und globalen Integration allmählich weiter zugenommen. Der Euro ist inzwischen die zweitwichtigste internationale Währung nach dem US-Dollar, obwohl seine globale Reichweite geringer ist.

**... fördern die internationale Bedeutung des Euro**

**Das Eurosystem fördert aktiv die Finanzintegration ...**

Das Eurosystem hat in den vergangenen zehn Jahren aktiv zur Förderung der Finanzintegration beigetragen. Dies geschah auf verschiedene Weise, zum Beispiel durch Vertiefung des Wissens, Schärfung des Bewusstseins und Überwachung der Fortschritte auf diesem Gebiet anhand einer Reihe einschlägiger Indikatoren, die von der EZB entwickelt wurden. Das Eurosystem wirkt als Katalysator für marktgetriebene Initiativen zur Förderung der Finanzintegration. Darüber hinaus hat es durch Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen, die im gesamten Euro-Währungsgebiet zur Verfügung stehen, die Finanzintegration auch unmittelbar vorangetrieben.

**... und die Regelungen zur Gewährleistung der Finanzstabilität**

Das Eurosystem hat sich in den vergangenen zehn Jahren zudem sehr für die Stärkung der Regelungen zur Gewährleistung der Finanzstabilität eingesetzt. Dies ist aufgrund der zunehmend integrierten und sich rasch entwickelnden Finanzmärkte in Europa immer notwendiger geworden. Das Eurosystem überwacht und beurteilt daher laufend die Stabilität des Finanzsystems, und die EZB veröffentlicht sowohl einen halbjährlichen Finanzstabilitätsbericht über das Finanzsystem insgesamt als auch jährliche makroprudenzielle und strukturelle Beurteilungen des Bankensektors in der EU. Darüber hinaus ist das Eurosystem regelmäßig beratend tätig und leistet Beiträge zur Entwicklung des rechtlichen, regulatorischen und aufsichtlichen Rahmens für Finanzdienstleistungen, insbesondere auf EU-Ebene. Im Bereich des Finanzkrisenmanagements hat das Eurosystem beispielsweise die Entwicklung freiwilliger Kooperationsvereinbarungen zwischen den zuständigen Behörden gefördert, an Krisensimulationstests in der EU und im Euro-Währungsgebiet teilgenommen sowie an der Entwicklung eines Analyserahmens für die Beurteilung von Finanz-

krisen und an der Ausarbeitung des strategischen Fahrplans 2007 des ECOFIN-Rats zur weiteren Verbesserung des EU-Krisenmanagements in den kommenden Jahren mitgewirkt. Hinsichtlich der Überwachung der Marktinfrastruktur hat das Eurosystem erfolgreich dazu beigetragen, die sichere und effiziente Abwicklung von Transaktionen mit Bargeld, Wertpapieren und sonstigen Finanzinstrumenten über Zahlungs- und Abwicklungssysteme zu gewährleisten.

Die letzten zehn Jahre haben außerdem gezeigt, dass die WWU auf einem soliden Fundament ruht und dass die Länder, die den Euro eingeführt haben, einen hohen Grad an wirtschaftlicher Konvergenz erzielt haben. Gleichwohl sind noch einige Herausforderungen zu meistern. Die meisten Länder des Euroraums müssen nach wie vor ihre Flexibilität und Anpassungsfähigkeit gegenüber Schocks verbessern. Mit anderen Worten: Sie müssen die strukturelle Reform ihrer Güter- und Arbeitsmärkte weiter vorantreiben. Eine solche Reform wäre in jedem Falle auch ohne die WWU unumgänglich gewesen. Die Regierungen der Euro-Länder müssen ferner die Entwicklung der nationalen Wettbewerbsfähigkeit laufend beobachten. Die Integration der Finanzmärkte ist deutlich vorangeschritten, jedoch sind in verschiedenen Segmenten (wie etwa bei den grenzüberschreitenden Bankdienstleistungen) weitere Fortschritte notwendig. Der EU-Rahmen zur Gewährleistung der Finanzstabilität ist noch nicht vollständig ausgereift. Ständige Verbesserungen sind nötig, um mit den Fortschritten bei der Finanzintegration und den Innovationen Schritt zu halten und die Herausforderungen, die sich aus der Komplexität des institutionellen Rahmens der EU ergeben, zu meistern.

Die Vorteile und Gewinne, die durch den Euro erzielt werden, unterstützen die weitere Anpassung und Liberalisierung der nationalen Volkswirtschaften. Reformen werden begünstigt durch stabile Preise, das Fehlen von Spannungen infolge von Wechselkurskrisen (die vor der Einführung des Euro regelmäßig auftraten) sowie die aus früheren Reformen resultierende Stabilität und erhöhte Widerstandsfähigkeit. Darüber hinaus wird unsere Einschätzung der künftigen Entwicklung der Wirtschafts- und Währungsunion auch maßgeblich dadurch geprägt, dass sich die europäische „Welt“ verändert und das Euro-Währungsgebiet immer mehr zusammenwächst. Die Unternehmen werden sich der euroraumweiten Tragweite ihrer Handlungen und Entscheidungen immer mehr bewusst. Die privaten Haushalte erkennen zunehmend die Chancen, die ihnen ein erweiterter Wirtschafts- und Finanzraum bietet. Die Öffentlichkeit und ihre Vertreter aus der Politik beginnen, über den nationalen Tellerrand hinauszuschauen und ihren Blick stärker auf den Euroraum zu richten. Dieser Bewusstseinswandel vollzieht sich allmählich.

Die Errungenschaften von heute wären noch vor wenigen Jahrzehnten undenkbar gewesen. Nach zehn Jahren Wirtschafts- und Währungsunion gibt es in der Tat eine Menge zu feiern. Glaubwürdigkeit muss allerdings stets aufs Neue erworben werden. Auch in Zukunft werden sich Herausforderungen ergeben, die Wachsamkeit und Aufmerksamkeit erfordern. Heute jedoch herrscht Vertrauen in Europa und in die Stärke der europäischen Gemeinschaftswährung.

**Gleichwohl sind noch  
viele Herausforderungen  
zu meistern**

**Auf dem Weg zu einem  
gemeinsamen Bewusstsein  
im Euroraum**

# STATISTICAL DATA WAREHOUSE

The screenshot displays the ECB Statistical Data Warehouse interface. On the left is a navigation menu with categories like 'Economic Concepts', 'Monetary operations', and 'Reports'. The main content area is titled 'Statistical Data Warehouse' and includes a search bar and a list of 'Selected Indicators for the Euro Area'. A line chart titled 'Inflation rate (HICP)' shows the percentage change from 1999 to 2008. Below the chart is a 'Release Calendar for Euro Area Statistics (next 5 publications)' table.

| Release Date | Indicator                                       | Reference Period |
|--------------|---|------------------|
| 2009-05-15   | Euro area HICP statistics (seasonally adjusted) | 2008 Q4          |
| 2009-05-23   | Euro area securities issues statistics          | 2008 Q3          |
| 2009-06-26   | Euro area monthly balance of payments           | 2008 Q3          |
| 2008-05-20   | Monetary developments in the euro area          | 2008 Q4 end      |
| 2009-09-09   | MFI interest rate statistics                    | 2008 Q4          |

Das Statistical Data Warehouse der EZB kann unter [sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.ecb.europa.eu) abgerufen werden. Einzelheiten zu den Funktionalitäten dieses Tools finden sich unter „Help“.



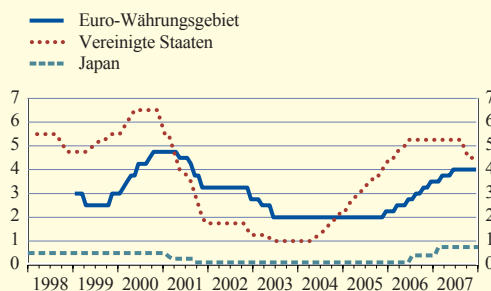
# ANHANG

## 10 JAHRE STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS UND DER VERGLEICH MIT ANDEREN GROSSEN WIRTSCHAFTSRÄUMEN

### 1. Schlüsselzinssätze der Zentralbanken

(Stand am Ende des Berichtszeitraums)

|                                      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union | Vereinigte Staaten | Japan |
|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|--------------------|-------|
| 1998                                 | -                                 | -                 | 4,75               | 0,50  |
| 1999                                 | 3,00                              | -                 | 5,50               | 0,50  |
| 2000                                 | 4,75                              | -                 | 6,50               | 0,50  |
| Erweiterung des Euro-Währungsgebiets |                                   |                   |                    |       |
| 2001                                 | 3,25                              | -                 | 1,75               | 0,10  |
| 2002                                 | 2,75                              | -                 | 1,25               | 0,10  |
| 2003                                 | 2,00                              | -                 | 1,00               | 0,10  |
| 2004                                 | 2,00                              | -                 | 2,25               | 0,10  |
| 2005                                 | 2,25                              | -                 | 4,25               | 0,10  |
| 2006                                 | 3,50                              | -                 | 5,25               | 0,40  |
| Erweiterung des Euro-Währungsgebiets |                                   |                   |                    |       |
| 2007                                 | 4,00                              | -                 | 4,25               | 0,75  |



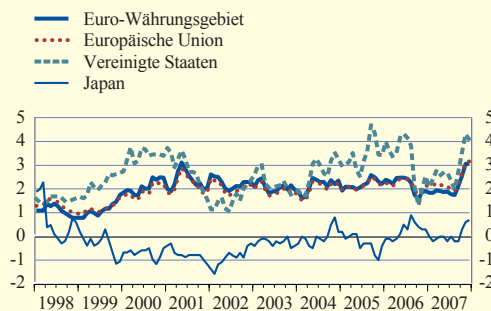
Quellen: EZB, Federal Reserve System und Bank von Japan.

1) Im Monatsbericht (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) sowie im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 8, Abschnitt 8.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR\\_MBR.LEV](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.B.U2.EUR.4F.KR.MRR_MBR.LEV)) abrufbar.

### 2. Inflationsrate (HVPI/VPI)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|                                      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union <sup>2)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>3)</sup> |
|--------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| Durchschnitt 1989–98                 | 2,9                               | -                               | 3,3                              | 1,5                 |
| 1998                                 | 1,1                               | 1,3                             | 1,6                              | 0,7                 |
| 1999                                 | 1,1                               | 1,2                             | 2,2                              | -0,3                |
| 2000                                 | 2,1                               | 1,9                             | 3,4                              | -0,7                |
| Erweiterung des Euro-Währungsgebiets |                                   |                                 |                                  |                     |
| 2001                                 | 2,3                               | 2,2                             | 2,8                              | -0,8                |
| 2002                                 | 2,2                               | 2,1                             | 1,6                              | -0,9                |
| 2003                                 | 2,1                               | 2,0                             | 2,3                              | -0,2                |
| 2004                                 | 2,1                               | 2,0                             | 2,7                              | 0,0                 |
| 2005                                 | 2,2                               | 2,2                             | 3,4                              | -0,3                |
| 2006                                 | 2,2                               | 2,2                             | 3,2                              | 0,2                 |
| Erweiterung des Euro-Währungsgebiets |                                   |                                 |                                  |                     |
| 2007                                 | 2,1                               | 2,3                             | 2,9                              | 0,1                 |



Quellen: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics und Japanese Statistics Bureau.

1) HVPI. Zurückliegende Daten wurden anhand der nationalen VPIs geschätzt. Im Monatsbericht (Kapitel 5, Abschnitt 5.1.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.U2.N.000000.4.INX)) abrufbar.

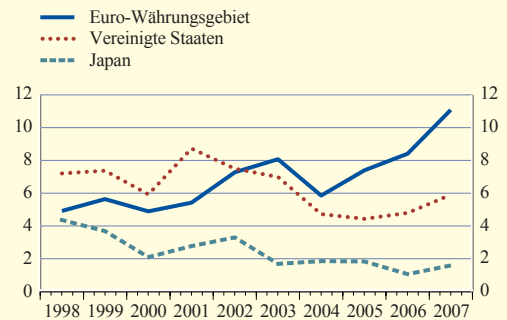
2) HVPI. Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 11, Abschnitt 11.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICP.M.D0.N.000000.4.INX)) abrufbar.

3) Nationaler VPI. Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) veröffentlicht.

### 3. Weit gefasste Geldmenge

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|  | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union | Vereinigte Staaten <sup>2)</sup> | Japan <sup>3)</sup> |
|--|-----------------------------------|-------------------|----------------------------------|---------------------|
| Durchschnitt 1989–98                     | 6,3                               | -                 | 3,7                              | 4,2                 |
| 1998                                     | 4,9                               | -                 | 7,2                              | 4,4                 |
| 1999                                     | 5,6                               | -                 | 7,4                              | 3,7                 |
| 2000                                     | 4,9                               | -                 | 5,9                              | 2,1                 |
| — Erweiterung des Euro-Währungsgebiets — |                                   |                   |                                  |                     |
| 2001                                     | 5,4                               | -                 | 8,7                              | 2,8                 |
| 2002                                     | 7,3                               | -                 | 7,5                              | 3,3                 |
| 2003                                     | 8,1                               | -                 | 7,0                              | 1,7                 |
| 2004                                     | 5,8                               | -                 | 4,7                              | 1,9                 |
| 2005                                     | 7,4                               | -                 | 4,4                              | 1,8                 |
| 2006                                     | 8,4                               | -                 | 4,8                              | 1,1                 |
| — Erweiterung des Euro-Währungsgebiets — |                                   |                   |                                  |                     |
| 2007                                     | 11,1                              | -                 | 5,9                              | 1,6                 |



Quellen: EZB, Federal Reserve System und Bank von Japan.

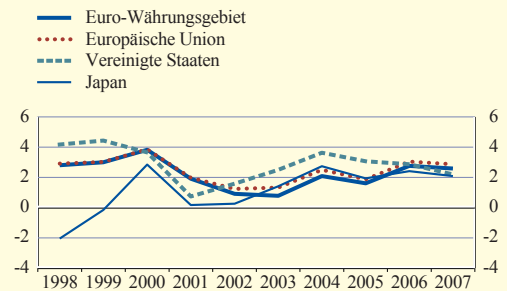
1) Im Monatsbericht (Kapitel 2, Abschnitt 2.3) sowie im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=117.BS1.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BS1.M.U2.Y.V.M30.X.I.U2.2300.Z01.E)) abrufbar.

2) Im Monatsbericht (Kapitel 9, Abschnitt 9.2) sowie im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) veröffentlicht.

### 4. BIP<sup>1)</sup>

(Reale Veränderungen gegen Vorjahr in %)

|                      | Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup> | Europäische Union <sup>3)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>4)</sup> | Japan <sup>5)</sup> |
|----------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| Durchschnitt 1989–98 | 2,2                               | 2,2                             | 3,0                              | 1,9                 |
| 1998                 | 2,8                               | 2,9                             | 4,2                              | -2,0                |
| 1999                 | 3,0                               | 3,0                             | 4,4                              | -0,1                |
| 2000                 | 3,8                               | 3,9                             | 3,7                              | 2,9                 |
| 2001                 | 1,9                               | 2,0                             | 0,8                              | 0,2                 |
| 2002                 | 0,9                               | 1,2                             | 1,6                              | 0,3                 |
| 2003                 | 0,8                               | 1,3                             | 2,5                              | 1,4                 |
| 2004                 | 2,1                               | 2,5                             | 3,6                              | 2,7                 |
| 2005                 | 1,6                               | 1,9                             | 3,1                              | 1,9                 |
| 2006                 | 2,8                               | 3,1                             | 2,9                              | 2,4                 |
| 2007                 | 2,6                               | 2,9                             | 2,2                              | 2,1                 |



Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute und EZB-Berechnungen.

1) Die Jahresangaben sind nicht arbeitstäglich bereinigt.

2) Im Monatsbericht (Kapitel 5, Abschnitt 5.2.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.13.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.13.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A)) abrufbar.

3) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.V1.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.U.A)) abrufbar.

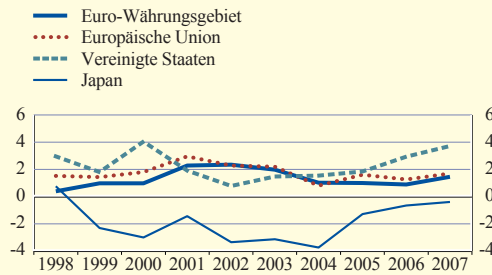
4) Im Monatsbericht (Kapitel 9, Abschnitt 9.2.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.US.N.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A)) abrufbar.

5) Im Monatsbericht (Kapitel 9, Abschnitt 9.2.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.JPN.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.JPN.0000.B1QG00.1000.TTTT.L.N.A)) abrufbar.

5. Lohnstückkosten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|                      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union <sup>2)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>3)</sup> |
|----------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| Durchschnitt 1989–98 | 2,4                               | -                               | 2,2                              | 0,8                 |
| 1998                 | 0,4                               | 1,5                             | 3,0                              | 0,8                 |
| 1999                 | 1,0                               | 1,4                             | 1,8                              | -2,3                |
| 2000                 | 1,0                               | 1,8                             | 4,0                              | -3,0                |
| 2001                 | 2,3                               | 3,0                             | 1,9                              | -1,4                |
| 2002                 | 2,3                               | 2,3                             | 0,8                              | -3,3                |
| 2003                 | 2,0                               | 2,2                             | 1,5                              | -3,1                |
| 2004                 | 1,0                               | 0,8                             | 1,5                              | -3,8                |
| 2005                 | 1,0                               | 1,6                             | 1,9                              | -1,3                |
| 2006                 | 0,9                               | 1,3                             | 2,9                              | -0,6                |
| 2007                 | 1,5                               | 1,7                             | 3,7                              | -0,4                |



Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute und EZB-Berechnungen.

1) Im Monatsbericht (Kapitel 5, Abschnitt 5.1.4) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.Q.13.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.13.S.1000.UNLACO.0000.TTTT.D.U.I)) abrufbar.

2) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 11, Abschnitt 11.4) veröffentlicht.

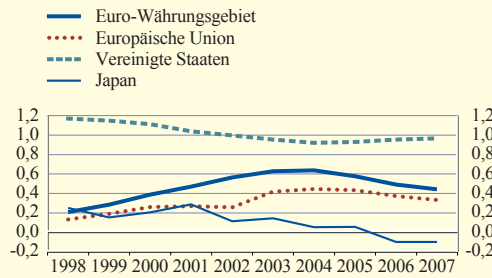
3) EZB-Berechnungen.

6. Bevölkerung

(in Millionen)

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|                                    | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union <sup>2)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>4)</sup> |
|------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| Durchschnitt 1989–98 <sup>5)</sup> | 302                               | 479                             | 262                              | 125                 |
| 1998                               | 305                               | 481                             | 276                              | 126                 |
| 1999                               | 306                               | 482                             | 279                              | 127                 |
| 2000                               | 307                               | 483                             | 282                              | 127                 |
| 2001                               | 308                               | 484                             | 285                              | 127                 |
| 2002                               | 310                               | 486                             | 288                              | 127                 |
| 2003                               | 312                               | 488                             | 291                              | 128                 |
| 2004                               | 314                               | 490                             | 294                              | 128                 |
| 2005                               | 316                               | 492                             | 296                              | 128                 |
| 2006                               | 317                               | 494                             | 299                              | 128                 |
| 2007 <sup>6)</sup>                 | 319                               | 495                             | 302                              | 128                 |



Quellen: Eurostat, US Census Bureau und Japanese Statistics Bureau.

1) Jahresdurchschnitt. Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 2, Abschnitt 2.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.13.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.13.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)) abrufbar.

2) Jahresdurchschnitt. Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 11, Abschnitt 11.6) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.N.0000.POPULA.1000.TTTT.N.P.A)) abrufbar.

3) Die Angaben beziehen sich auf den Bevölkerungsstand zur Jahresmitte. Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.1) veröffentlicht.

4) Die Angaben beziehen sich auf den Bevölkerungsstand zum 1. Oktober. Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.1) veröffentlicht.

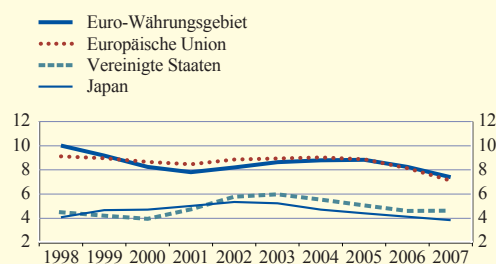
5) 1991–98 für das Euro-Währungsgebiet; 1993–98 für die Europäische Union.

6) Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet, die EU und Japan sind teilweise vorausgeschätzt.

## 7. Arbeitslosigkeit

(in % der Erwerbspersonen)

|                      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union <sup>2)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>3)</sup> |
|----------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| Durchschnitt 1989–98 | 9,4                               | -                               | 5,9                              | 2,8                 |
| 1998                 | 10,0                              | 9,1                             | 4,5                              | 4,1                 |
| 1999                 | 9,2                               | 9,0                             | 4,2                              | 4,7                 |
| 2000                 | 8,3                               | 8,7                             | 4,0                              | 4,7                 |
| 2001                 | 7,8                               | 8,5                             | 4,7                              | 5,0                 |
| 2002                 | 8,2                               | 8,9                             | 5,8                              | 5,4                 |
| 2003                 | 8,6                               | 8,9                             | 6,0                              | 5,3                 |
| 2004                 | 8,8                               | 9,0                             | 5,5                              | 4,7                 |
| 2005                 | 8,9                               | 8,9                             | 5,1                              | 4,4                 |
| 2006                 | 8,2                               | 8,2                             | 4,6                              | 4,1                 |
| 2007                 | 7,4                               | 7,1                             | 4,6                              | 3,9                 |



Quellen: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics und Japanese Statistics Bureau.

1) Im Monatsbericht (Kapitel 5, Abschnitt 5.3.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.14.N.UNEH.RTT000.4.000)) abrufbar.

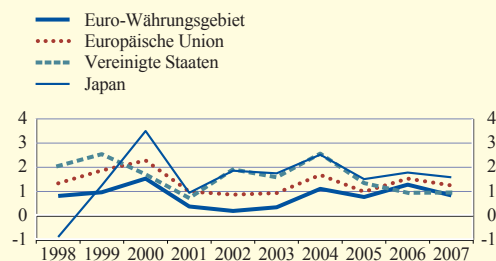
2) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 11, Abschnitt 11.7) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=132.STS.M.V1.N.UNEH.RTT000.4.000)) abrufbar.

3) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) veröffentlicht.

## 8. Arbeitsproduktivität

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|                      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union <sup>2)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>3)</sup> |
|----------------------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| Durchschnitt 1989–98 | 1,7                               | -                               | 1,5                              | 1,3                 |
| 1998                 | 0,8                               | 1,3                             | 2,1                              | -0,9                |
| 1999                 | 1,0                               | 1,9                             | 2,5                              | 1,3                 |
| 2000                 | 1,5                               | 2,3                             | 1,7                              | 3,5                 |
| 2001                 | 0,4                               | 1,0                             | 0,7                              | 0,9                 |
| 2002                 | 0,2                               | 0,9                             | 1,9                              | 1,9                 |
| 2003                 | 0,3                               | 0,9                             | 1,6                              | 1,7                 |
| 2004                 | 1,1                               | 1,7                             | 2,6                              | 2,5                 |
| 2005                 | 0,8                               | 1,0                             | 1,3                              | 1,5                 |
| 2006                 | 1,3                               | 1,5                             | 0,9                              | 1,8                 |
| 2007                 | 0,8                               | 1,3                             | 1,0                              | 1,6                 |



Quellen: Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Japanese Economic and Social Research Institute und EZB-Berechnungen.

1) Reale Veränderung des BIP je Erwerbstätigen. Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) veröffentlicht.

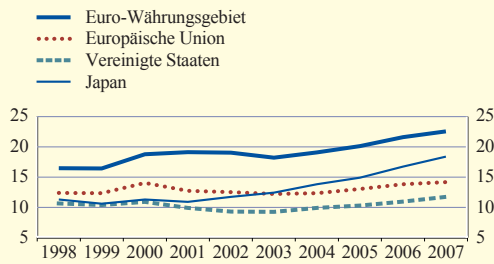
2) Reale Veränderung des BIP je Erwerbstätigen. Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.A.V1.S.0000.LABPRO.1000.TTTT.Q.U.I)) abrufbar.

3) EZB-Berechnungen.

9. Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen <sup>1)</sup>

(in % des BIP)

|      | Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup> | Europäische Union <sup>3)</sup> | Vereinigte Staaten | Japan |
|------|-----------------------------------|---------------------------------|--------------------|-------|
| 1998 | 16,5                              | 12,4                            | 10,7               | 11,3  |
| 1999 | 16,4                              | 12,3                            | 10,4               | 10,6  |
| 2000 | 18,8                              | 14,1                            | 10,9               | 11,3  |
| 2001 | 19,1                              | 12,8                            | 9,9                | 10,9  |
| 2002 | 19,1                              | 12,5                            | 9,3                | 11,7  |
| 2003 | 18,3                              | 12,2                            | 9,3                | 12,4  |
| 2004 | 19,1                              | 12,3                            | 9,9                | 13,8  |
| 2005 | 20,1                              | 13,1                            | 10,3               | 14,9  |
| 2006 | 21,6                              | 13,9                            | 11,0               | 16,8  |
| 2007 | 22,6                              | 14,2                            | 11,8               | 18,4  |



Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan und japanisches Finanzministerium.

1) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.1) veröffentlicht.

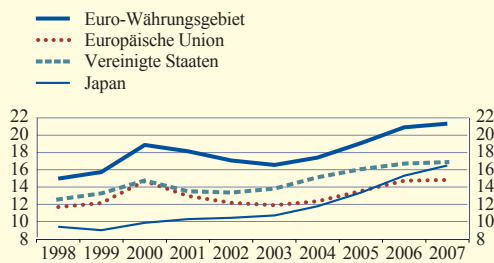
2) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.13.BP\\_EXP.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.13.BP_EXP.PGDP.4F_N)) abrufbar.

3) Bis zum Jahr 2000 beziehen sich die Angaben auf die EU15, für den Zeitraum 2001–03 auf die EU25 und ab 2004 auf die EU27.

10. Einfuhr von Waren und Dienstleistungen <sup>1)</sup>

(in % des BIP)

|      | Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup> | Europäische Union <sup>3)</sup> | Vereinigte Staaten | Japan |
|------|-----------------------------------|---------------------------------|--------------------|-------|
| 1998 | 15,0                              | 11,7                            | 12,6               | 9,4   |
| 1999 | 15,7                              | 12,1                            | 13,3               | 9,0   |
| 2000 | 18,9                              | 14,7                            | 14,8               | 9,9   |
| 2001 | 18,2                              | 13,0                            | 13,5               | 10,3  |
| 2002 | 17,1                              | 12,2                            | 13,4               | 10,4  |
| 2003 | 16,6                              | 11,9                            | 13,8               | 10,7  |
| 2004 | 17,4                              | 12,3                            | 15,1               | 11,8  |
| 2005 | 19,1                              | 13,4                            | 16,1               | 13,4  |
| 2006 | 20,9                              | 14,7                            | 16,7               | 15,3  |
| 2007 | 21,4                              | 14,7                            | 16,9               | 16,5  |



Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank of Japan und japanisches Finanzministerium.

1) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.1) veröffentlicht.

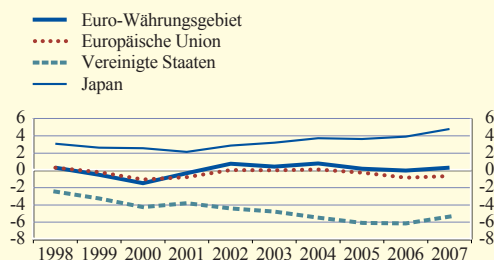
2) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=118.DD.A.13.BP\\_IMP.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=118.DD.A.13.BP_IMP.PGDP.4F_N)) abrufbar.

3) Bis zum Jahr 2000 beziehen sich die Angaben auf die EU15, für den Zeitraum 2001–03 auf die EU25 und ab 2004 auf die EU27.

## 11. Leistungsbilanz <sup>1)</sup>

(in % des BIP)

|      | Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup> | Europäische Union <sup>3)</sup> | Vereinigte Staaten | Japan |
|------|-----------------------------------|---------------------------------|--------------------|-------|
| 1998 | 0,3                               | 0,3                             | -2,5               | 3,1   |
| 1999 | -0,5                              | -0,2                            | -3,3               | 2,6   |
| 2000 | -1,5                              | -1,1                            | -4,3               | 2,6   |
| 2001 | -0,3                              | -0,8                            | -3,8               | 2,1   |
| 2002 | 0,8                               | 0,0                             | -4,4               | 2,9   |
| 2003 | 0,4                               | 0,0                             | -4,8               | 3,2   |
| 2004 | 0,8                               | 0,1                             | -5,5               | 3,7   |
| 2005 | 0,2                               | -0,2                            | -6,1               | 3,6   |
| 2006 | 0,0                               | -0,7                            | -6,2               | 3,9   |
| 2007 | 0,3                               | -0,6                            | -5,3               | 4,8   |



Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank von Japan und japanisches Finanzministerium.

1) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.1) veröffentlicht.

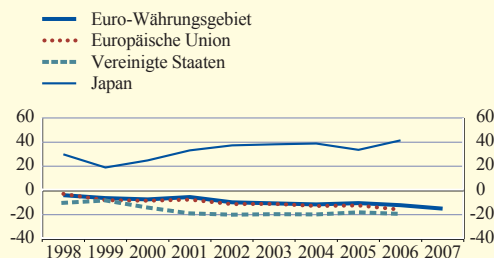
2) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.13.BP\\_GS\\_N.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.13.BP_GS_N.PGDP.4F_N)) abrufbar.

3) Bis zum Jahr 2000 beziehen sich die Angaben auf die EU15, für den Zeitraum 2001–03 auf die EU25 und ab 2004 auf die EU27.

## 12. Netto-Auslandsvermögensstatus <sup>1)</sup>

(in % des BIP)

|      | Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup> | Europäische Union | Vereinigte Staaten | Japan |
|------|-----------------------------------|-------------------|--------------------|-------|
| 1998 | -3,7                              | -2,8              | -10,2              | 29,9  |
| 1999 | -6,1                              | -7,9              | -8,3               | 19,0  |
| 2000 | -7,3                              | -8,4              | -14,1              | 24,8  |
| 2001 | -5,5                              | -7,6              | -19,0              | 33,2  |
| 2002 | -9,7                              | -11,2             | -19,9              | 37,3  |
| 2003 | -10,5                             | -11,0             | -19,5              | 38,2  |
| 2004 | -11,4                             | -12,8             | -19,6              | 38,7  |
| 2005 | -10,4                             | -12,3             | -18,0              | 33,7  |
| 2006 | -12,1                             | -15,8             | -19,2              | 41,4  |
| 2007 | -15,0                             | -                 | -                  | -     |



Quellen: EZB, Eurostat, US Bureau of Economic Analysis, Bank von Japan und japanisches Finanzministerium.

1) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.1) veröffentlicht.

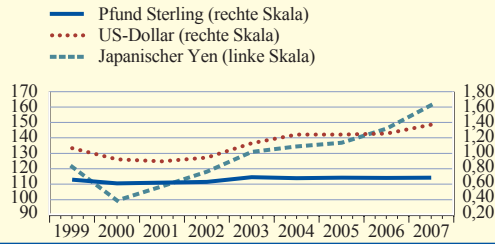
2) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.DD.A.13.BP\\_IIP\\_NT.PGDP.4F\\_N](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.DD.A.13.BP_IIP_NT.PGDP.4F_N)) abrufbar.



13. Euro-Wechselkurs <sup>1)</sup>

(nationale Währung pro Euro)

|                                    | US-Dollar <sup>2)</sup> | Japanischer Yen <sup>3)</sup> | Pfund Sterling <sup>4)</sup> |
|------------------------------------|-------------------------|-------------------------------|------------------------------|
| Durchschnitt 1989–98 <sup>5)</sup> | 1,1974                  | 143,97                        | 0,73198                      |
| 1999                               | 1,0658                  | 121,32                        | 0,65874                      |
| 2000                               | 0,9236                  | 99,47                         | 0,60948                      |
| 2001                               | 0,8956                  | 108,68                        | 0,62187                      |
| 2002                               | 0,9456                  | 118,06                        | 0,62883                      |
| 2003                               | 1,1312                  | 130,97                        | 0,69199                      |
| 2004                               | 1,2439                  | 134,44                        | 0,67866                      |
| 2005                               | 1,2441                  | 136,85                        | 0,68380                      |
| 2006                               | 1,2556                  | 146,02                        | 0,68173                      |
| 2007                               | 1,3705                  | 161,25                        | 0,68434                      |



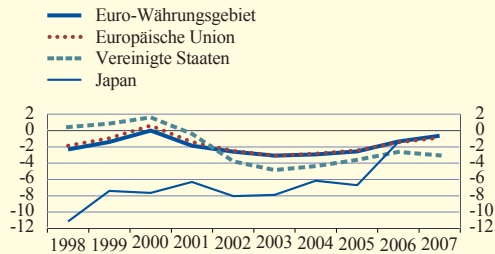
Quelle: EZB.

- 1) Im Monatsbericht (Kapitel 8, Abschnitt 8.2) sowie im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 4, Abschnitt 4.10) veröffentlicht.
- 2) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.USD.EUR.SP00.A)) abrufbar.
- 3) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.JPY.EUR.SP00.A)) abrufbar.
- 4) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.A.GBP.EUR.SP00.A)) abrufbar.
- 5) Bis Dezember 1998 beziehen sich die (von der Europäischen Kommission ermittelten) Wechselkurse auf die ECU.

14. Finanzierungssaldo des Staates

(in % des BIP)

|      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union <sup>2)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>4)</sup> |
|------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| 1998 | -2,3                              | -1,9                            | 0,4                              | -11,2               |
| 1999 | -1,4                              | -1,0                            | 0,9                              | -7,4                |
| 2000 | 0,0                               | 0,6                             | 1,6                              | -7,6                |
| 2001 | -1,8                              | -1,4                            | -0,4                             | -6,3                |
| 2002 | -2,6                              | -2,5                            | -3,8                             | -8,0                |
| 2003 | -3,1                              | -3,1                            | -4,8                             | -7,9                |
| 2004 | -2,9                              | -2,8                            | -4,4                             | -6,2                |
| 2005 | -2,6                              | -2,5                            | -3,6                             | -6,7                |
| 2006 | -1,3                              | -1,4                            | -2,6                             | -1,4                |
| 2007 | -0,6                              | -0,9                            | -3,0                             | -                   |



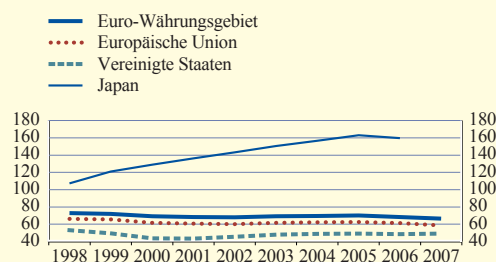
Quellen: EZB, Europäische Kommission, US Bureau of Economic Analysis und Japanese Economic and Social Research Institute.

- 1) Im Monatsbericht (Kapitel 6, Abschnitt 6.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)) abrufbar.
- 2) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 11, Abschnitt 8) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.SED.E0000.CU.G)) abrufbar.
- 3) Im Monatsbericht (Kapitel 9, Abschnitt 9.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)) abrufbar.
- 4) Im Monatsbericht (Kapitel 9, Abschnitt 9.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.DEF.B0000.CU.G)) abrufbar.

## 15. Staatsverschuldung

(in % des BIP)

|      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union <sup>2)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>4)</sup> |
|------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| 1998 | 72,8                              | 66,3                            | 53,0                             | 107,2               |
| 1999 | 72,0                              | 65,7                            | 49,4                             | 120,9               |
| 2000 | 69,3                              | 61,7                            | 43,7                             | 129,0               |
| 2001 | 68,2                              | 60,8                            | 43,2                             | 136,4               |
| 2002 | 68,0                              | 60,2                            | 45,4                             | 143,3               |
| 2003 | 69,2                              | 61,7                            | 48,0                             | 150,5               |
| 2004 | 69,6                              | 62,1                            | 48,9                             | 156,8               |
| 2005 | 70,2                              | 62,6                            | 49,2                             | 163,2               |
| 2006 | 68,5                              | 61,3                            | 48,6                             | 159,5               |
| 2007 | 66,4                              | 58,7                            | 49,2                             | -                   |



Quellen: EZB, Europäische Kommission, Federal Reserve System und Bank von Japan.

1) Im Monatsbericht (Kapitel 6, Abschnitt 6.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.14.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)) abrufbar.

2) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 11, Abschnitt 11.9) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E0X13.MAL.E1300.SA.G)) abrufbar.

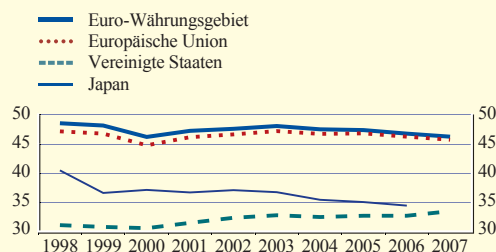
3) Im Monatsbericht (Kapitel 9, Abschnitt 9.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)) abrufbar.

4) Im Monatsbericht (Kapitel 9, Abschnitt 9.2) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B0X13.MAL.B1300.SA.G)) abrufbar.

## 16. Staatsausgaben

(in % des BIP)

|      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union <sup>2)</sup> | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>4)</sup> |
|------|-----------------------------------|---------------------------------|----------------------------------|---------------------|
| 1998 | 48,6                              | 47,2                            | 31,1                             | 40,5                |
| 1999 | 48,2                              | 46,8                            | 30,8                             | 36,6                |
| 2000 | 46,2                              | 44,8                            | 30,6                             | 37,1                |
| 2001 | 47,3                              | 46,2                            | 31,5                             | 36,7                |
| 2002 | 47,6                              | 46,6                            | 32,4                             | 37,1                |
| 2003 | 48,1                              | 47,2                            | 32,8                             | 36,7                |
| 2004 | 47,5                              | 46,7                            | 32,5                             | 35,5                |
| 2005 | 47,4                              | 46,8                            | 32,7                             | 35,1                |
| 2006 | 46,8                              | 46,3                            | 32,7                             | 34,4                |
| 2007 | 46,3                              | 45,8                            | 33,5                             | -                   |



Quellen: EZB, Europäische Kommission, US Bureau of Economic Analysis und Japanese Economic and Social Research Institute.

1) Im Monatsbericht (Kapitel 6, Abschnitt 6.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.14.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)) abrufbar.

2) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 11, Abschnitt 11.10) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.V1.N.E1300.TOE.E0000.CU.G)) abrufbar.

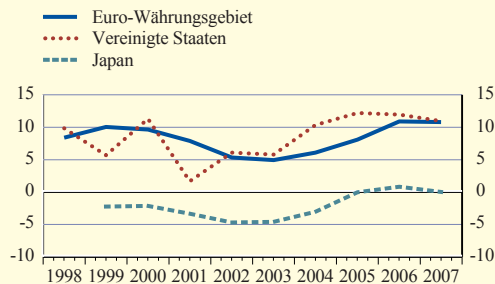
3) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.US.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)) abrufbar.

4) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.1) veröffentlicht und über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=121.GST.A.JP.N.B1300.TOE.B0000.CU.G)) abrufbar.

17. Bankkredite: Kredite der MFls an den privaten Sektor

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

|                                      | Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup> | Europäische Union | Vereinigte Staaten | Japan |
|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|--------------------|-------|
| Durchschnitt 1989–98                 | 7,1                               | -                 | 5,6                | -     |
| 1998                                 | 8,4                               | -                 | 9,8                | -     |
| 1999                                 | 10,0                              | -                 | 5,7                | -2,3  |
| 2000                                 | 9,6                               | -                 | 11,3               | -2,2  |
| Erweiterung des Euro-Währungsgebiets |                                   |                   |                    |       |
| 2001                                 | 7,9                               | -                 | 1,7                | -3,4  |
| 2002                                 | 5,3                               | -                 | 6,1                | -4,7  |
| 2003                                 | 4,9                               | -                 | 5,8                | -4,6  |
| 2004                                 | 6,1                               | -                 | 10,3               | -3,0  |
| 2005                                 | 8,1                               | -                 | 12,2               | 0,0   |
| 2006                                 | 10,9                              | -                 | 11,9               | 0,8   |
| Erweiterung des Euro-Währungsgebiets |                                   |                   |                    |       |
| 2007                                 | 10,8                              | -                 | 10,9               | 0,0   |



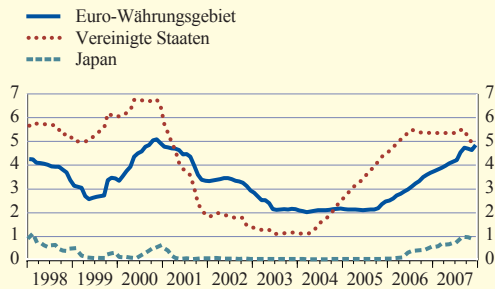
Quellen: EZB, Federal Reserve System und Bank von Japan.

1) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=9.BS1.M.U2.N.U.A20.A.1.U2.2200.Z01.E](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=9.BS1.M.U2.N.U.A20.A.1.U2.2200.Z01.E)) abrufbar.

18. Zinssätze für dreimonatige Interbankeinlagen<sup>1)</sup>

(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

|                                      | Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup> | Europäische Union | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>4)</sup> |
|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|----------------------------------|---------------------|
| 1998                                 | 3,96                              | -                 | 5,57                             | 0,66                |
| 1999                                 | 2,96                              | -                 | 5,41                             | 0,22                |
| 2000                                 | 4,40                              | -                 | 6,53                             | 0,28                |
| Erweiterung des Euro-Währungsgebiets |                                   |                   |                                  |                     |
| 2001                                 | 4,26                              | -                 | 3,78                             | 0,15                |
| 2002                                 | 3,32                              | -                 | 1,80                             | 0,08                |
| 2003                                 | 2,33                              | -                 | 1,22                             | 0,06                |
| 2004                                 | 2,11                              | -                 | 1,62                             | 0,05                |
| 2005                                 | 2,18                              | -                 | 3,56                             | 0,06                |
| 2006                                 | 3,08                              | -                 | 5,19                             | 0,30                |
| Erweiterung des Euro-Währungsgebiets |                                   |                   |                                  |                     |
| 2007                                 | 4,28                              | -                 | 5,30                             | 0,79                |



Quellen: Europäische Bankenvereinigung und British Bankers' Association.

1) Im Monatsbericht (Kapitel 4, Abschnitt 4.6) sowie im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 9, Abschnitt 9.5) veröffentlicht.

2) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.MM.EURIBOR3MD_LST)) abrufbar.

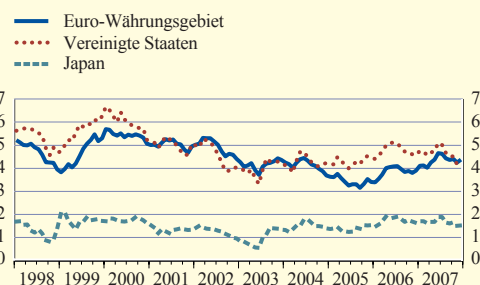
3) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.MM.USD3MFSR_LST)) abrufbar.

4) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR\\_LST](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.MM.JPY3MFSR_LST)) abrufbar.

## 19. Rendite zehnjähriger Staatsanleihen <sup>1)</sup>

(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

|  | Euro-Währungsgebiet <sup>2)</sup> | Europäische Union | Vereinigte Staaten <sup>3)</sup> | Japan <sup>4)</sup> |
|--|-----------------------------------|-------------------|----------------------------------|---------------------|
| Durchschnitt 1989–98                     | 8,38                              | -                 | 6,94                             | 4,23                |
| 1998                                     | 4,71                              | -                 | 5,33                             | 1,30                |
| 1999                                     | 4,66                              | -                 | 5,63                             | 1,76                |
| 2000                                     | 5,44                              | -                 | 6,03                             | 1,76                |
| — Erweiterung des Euro-Währungsgebiets — |                                   |                   |                                  |                     |
| 2001                                     | 5,03                              | -                 | 5,01                             | 1,34                |
| 2002                                     | 4,92                              | -                 | 4,60                             | 1,27                |
| 2003                                     | 4,16                              | -                 | 4,00                             | 0,99                |
| 2004                                     | 4,14                              | -                 | 4,26                             | 1,50                |
| 2005                                     | 3,44                              | -                 | 4,28                             | 1,39                |
| 2006                                     | 3,86                              | -                 | 4,79                             | 1,74                |
| — Erweiterung des Euro-Währungsgebiets — |                                   |                   |                                  |                     |
| 2007                                     | 4,33                              | -                 | 4,63                             | 1,68                |



Quellen: EZB, Reuters und Thomson Financial Datastream.

1) Im „Statistics Pocket Book“ (Kapitel 1, Abschnitt 1.2) veröffentlicht.

2) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2\\_10Y.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.U2.EUR.4F.BB.U2_10Y.YLD)) abrufbar.

3) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.US.USD.4F.BB.US10YT_RR.YLD)) abrufbar.

4) Über das Statistical Data Warehouse (SDW) der EZB ([http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES\\_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT\\_RR.YLD](http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.A.JP.JPY.4F.BB.JP10YT_RR.YLD)) abrufbar.

### ERLÄUTERUNGEN

Der Anhang stellt die Entwicklung statistischer Schlüsselindikatoren in den vergangenen zehn Jahren und, soweit verfügbar, den Durchschnittswert eines Indikators für den Zehnjahreszeitraum vor der Einführung des Euro dar. Die in den Tabellen enthaltenen Daten sind Jahresangaben und geben, soweit nicht anders angegeben, prozentuale Veränderungen gegenüber dem Vorjahr wieder.

Die meisten Zeitreihen für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 13 Euro-Länder (einschließlich Sloweniens), die Daten zu den öffentlichen Finanzen hingegen auf die 15 Euro-Länder (einschließlich Zyperns und Maltas). Bei den Zinssätzen, den monetären Statistiken und dem HVPI umfassen die statistischen Zeitreihen zum Euro-Währungsgebiet diejenigen EU-Mitgliedstaaten, welche den Euro zum Zeitpunkt, auf den sich die jeweilige Statistik bezieht, bereits eingeführt hatten (Einzelheiten finden sich in den „Erläuterungen“ im Statistikeil des Monatsberichts). Die Veränderung der Zusammensetzung des Euro-Währungsgebiets ist in den Tabellen durch eine horizontale Linie dargestellt.

ISSN 1561029-2



9 771561 029007