



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

JAHRESBERICHT 2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

JAHRESBERICHT  
2004

ECB EZB EKT EKP

50

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



# JAHRESBERICHT 2004

Auf allen  
Veröffentlichungen  
der EZB ist im  
Jahr 2005 ein  
Ausschnitt der  
50 €-Banknote  
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2005

**Anschrift**

Kaiserstraße 29  
D-60311 Frankfurt am Main

**Postanschrift**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Fax**

+49 69 1344 6000

**Telex**

411 144 ecb d

*Übersetzt von der Deutschen Bundesbank,  
der Oesterreichischen Nationalbank und  
der Europäischen Zentralbank. In Zwei-  
felsfällen gilt der englische Originaltext.  
Alle Rechte vorbehalten.*

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

*Fotos:*

*Claudio Hils  
Martin Joppen  
Stefan Laub  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen  
Europäisches Parlament*

*Redaktionsschluss für den Bericht war am  
25. Februar 2005.*

ISSN 1561-4565 (gedruckt)  
ISSN 1725-2849 (online)

# INHALT

<b>VORWORT</b>	<b>10</b>	<b>4 STATISTIK</b>	<b>105</b>
		4.1 Weitere Verbesserungen des statistischen Rahmens für den Euroraum	105
		4.2 Erweitertes bzw. verbessertes Statistikangebot	106
		4.3 Statistiken über die öffentlichen Finanzen	107
<b>KAPITEL I WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG UND GELDPOLITIK</b>		<b>5 FORSCHUNG IM VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN BEREICH</b>	<b>108</b>
<b>1 GELDPOLITISCHE BESCHLÜSSE</b>	<b>16</b>	5.1 Forschungsthemen	108
<b>2 MONETÄRE, FINANZIELLE UND WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG</b>	<b>20</b>	5.2 Forschungsnetzwerke	109
2.1 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld	20	5.3 Makroökonomische Modellierung des Euroraums	110
2.2 Monetäre und finanzielle Entwicklung	23	<b>6 SONSTIGE AUFGABEN UND AKTIVITÄTEN</b>	<b>112</b>
2.3 Preise und Kosten	44	6.1 Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs	112
2.4 Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	52	6.2 Beratende Funktionen	112
2.5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	61	6.3 Verwaltung der Anleihe- und Darlehensgeschäfte der Europäischen Gemeinschaft	113
2.6 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	69		
<b>3 WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNG IN DEN ÜBRIGEN MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN UNION</b>	<b>75</b>	<b>KAPITEL 3 FINANZMARKTSTABILITÄT UND FINANZMARKTINTEGRATION</b>	
		<b>1 FINANZMARKTSTABILITÄT</b>	<b>118</b>
<b>KAPITEL 2 ZENTRALBANKGESCHÄFTE UND -AKTIVITÄTEN</b>		1.1 Überwachung der Finanzmarktstabilität	118
<b>1 GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE, DEVISENGESCHÄFTE UND INVESTITIONSTÄTIGKEIT</b>	<b>88</b>	1.2 Zusammenarbeit in Krisensituationen	120
1.1 Geldpolitische Geschäfte	88	<b>2 FINANZMARKTREGULIERUNG UND FINANZMARKTAUFSICHT</b>	<b>121</b>
1.2 Devisengeschäfte	93	2.1 Bankensektor	121
1.3 Investitionstätigkeit	93	2.2 Wertpapiersektor	121
<b>2 ZAHLUNGSVERKEHRS- UND WERTPAPIERABWICKLUNGSSYSTEME</b>	<b>95</b>	2.3 Rechnungslegung	122
2.1 Das TARGET-System	95	<b>3 FINANZMARKTINTEGRATION</b>	<b>123</b>
2.2 TARGET2	97	<b>4 ÜBERWACHUNG DER MARKTINFRASTRUKTUREN</b>	<b>129</b>
2.3 Grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten	98	4.1 Überwachung der Euro-Großbetragszahlungssysteme und -infrastrukturen	129
<b>3 BANKNOTEN UND MÜNZEN</b>	<b>100</b>		
3.1 Bargeldumlauf	100		
3.2 Banknotenfälschung und Fälschungsprävention	101		
3.3 Banknotenausgabe und -produktion	103		

4.2 Massenzahlungsverkehr			
4.3 Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme			
<b>KAPITEL 4</b>			
<b>EUROPÄISCHE UND INTERNATIONALE</b>			
<b>BEZIEHUNGEN</b>			
<b>I EUROPÄISCHE THEMEN</b>	<b>140</b>		
1.1 Politische Themen	140		
1.2 Institutionelle Themen	142		
<b>2 INTERNATIONALE THEMEN</b>	<b>144</b>		
2.1 Wichtige Entwicklungen im internationalen Währungs- und Finanzsystem	144		
2.2 Zusammenarbeit mit Ländern außerhalb der EU	147		
<b>KAPITEL 5</b>			
<b>RECHENSCHAFTSPFLICHT</b>			
<b>I RECHENSCHAFTSPFLICHT GEGENÜBER</b>			
<b>DER ÖFFENTLICHKEIT UND DEM</b>			
<b>EUROPÄISCHEN PARLAMENT</b>	<b>152</b>		
<b>2 STANDPUNKT DER EZB ZU THEMEN,</b>			
<b>DIE BEI SITZUNGEN IM EUROPÄISCHEN</b>			
<b>PARLAMENT ERÖRTERT WURDEN</b>	<b>153</b>		
<b>KAPITEL 6</b>			
<b>ÖFFENTLICHKEITSARBEIT</b>			
<b>I KOMMUNIKATIONSPOLITIK</b>	<b>158</b>		
<b>2 KOMMUNIKATIONSMITTEL</b>	<b>159</b>		
<b>KAPITEL 7</b>			
<b>ERWEITERUNG DER EUROPÄISCHEN UNION</b>			
<b>I ZEHN NEUE MITGLIEDSTAATEN</b>	<b>164</b>		
<b>2 BEZIEHUNGEN ZU KANDIDATEN-</b>			
<b>LÄNDERN</b>	<b>169</b>		
<b>131 KAPITEL 8</b>			
<b>INSTITUTIONELLER RAHMEN, ORGANISATION</b>			
<b>131 UND JAHRESABSCHLUSS</b>			
<b>I BESCHLUSSORGANE UND KONTROLL-</b>			
<b>INSTANZEN DER EZB</b>		<b>173</b>	
1.1 Das Eurosystem und das Euro- päische System der Zentralbanken		173	
1.2 Der EZB-Rat		175	
1.3 Das Direktorium		178	
1.4 Der Erweiterte Rat		180	
1.5 Ausschüsse des Eurosystem/ ESZB und Haushaltsausschuss		181	
1.6 Corporate Governance		181	
<b>144 2 ORGANISATORISCHE ENTWICKLUNGEN</b>	<b>184</b>		
2.1 Personal		184	
2.2 Das neue Gebäude der EZB		185	
<b>3 SOZIALER DIALOG IM ESZB</b>		<b>187</b>	
<b>4 JAHRESABSCHLUSS DER EZB</b>		<b>189</b>	
Managementbericht		190	
Bilanz zum 31. Dezember 2004		194	
Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2004		196	
Rechnungslegungsgrundsätze		197	
Erläuterungen zur Bilanz		201	
Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung		210	
Erläuterung zur Verlustabdeckung		213	
Prüfbericht		215	
<b>5 KONSOLIDIERTE BILANZ DES</b>			
<b>EUROSYSTEMS ZUM 31. DEZEMBER 2004</b>		<b>216</b>	
<b>159 ANHANG</b>			
<b>RECHTSINSTRUMENTE DER EZB</b>		<b>220</b>	
<b>STELLUNGNAHMEN DER EZB</b>		<b>223</b>	
<b>164 PUBLIKATIONEN DER EZB SEIT JANUAR 2004</b>	<b>227</b>		
<b>169 CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN</b>			
<b>MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS</b>		<b>233</b>	
<b>GLOSSAR</b>		<b>235</b>	

## VERZEICHNIS DER KÄSTEN

1	Geldvermögensbildung des nicht-finanziellen Sektors im Euroraum im Jahr 2004	26	Tabelle Eckdaten zum Umlauf an staatlichen Schuldverschreibungen der Euro-Länder	64
	Tabelle Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors im Euroraum	26	Abb. B Renditeabstände bei langfristigen Staatsanleihen gegenüber Deutschland	65
2	Szenarien für die Nutzung der im Euroraum akkumulierten Überschussliquidität	29	Abb. C Veränderung der Schuldenquote und des Renditeabstands einzelner Euro-Länder im Vergleich zu Deutschland zwischen 2001 und 2004	66
	Abb. Mögliche Nutzung der Überschussliquidität	29	9 Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität	67
3	Entwicklung der impliziten Volatilität an den Finanzmärkten	34	10 Grundzüge des Wechselkursmechanismus II	80
	Abb. A Implizite Finanzmarktvolatilität im Euroraum	34	11 Leistungen im Rahmen des Euro-Reservemanagements	114
	Abb. B Implizite Anleihe- und Aktienmarktvolatilität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten	35	12 Forschungsnetzwerk für Kapitalmärkte und Finanzmarktintegration in Europa	124
4	Finanzierungsbedingungen im Euroraum für KMUs und Großunternehmen im Vergleich	41	13 Finanzmarktintegration der Kreditmärkte des Euroraums	127
	Abb. A Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten und Kreditlinien an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	41	14 Standards für Wertpapierclearing und -abwicklung in der Europäischen Union	133
	Abb. B Zinsdifferenz zwischen Klein- und Großkrediten von MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	42	15 Das Leitbild des Eurosystems	174
5	Auswirkungen der Erdölpreise auf die Wirtschaftslage im Euroraum	47	<b>VERZEICHNIS DER TABELLEN</b>	
	Abb. A Rohölpreise der Sorte Brent	47	1 Preisentwicklung	44
	Tabelle Preiserhöhungen bei Rohöl der Sorte Brent in ausgewählten Zeiträumen	48	2 Arbeitskostenindikatoren	51
	Abb. B Ölpreise und der Beitrag der Energiekosten zur HVPI-Inflation	48	3 Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums	52
	Abb. C Ölpreise und der Beitrag der Transportkosten zur HVPI-Inflation	48	4 Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt	56
6	Strukturreformen auf dem Arbeits- und Gütermarkt in der EU	53	5 Öffentliche Finanzen im Euroraum	62
7	Demographischer Wandel und mögliche Auswirkungen im Euroraum	58	6 Wachstum des realen BIP in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum	75
	Abb. Eckdaten zur demographischen Entwicklung im Euroraum	59	7 Teuerungsrate nach dem HVPI in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum	76
8	Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte im Euroraum	63	8 Öffentliche Finanzen in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum	78
	Abb. A Umlauf staatlicher Schuldverschreibungen nach Emittentenländern im Euroraum im Jahr 2004	63	9 Zahlungsbilanz in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum	79
			10 Entwicklungen im Rahmen des WKM II	81
			11 Offizielle geldpolitische Strategien der EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums	83
			12 TARGET-Zahlungen	96
			13 Verfügbarkeit von TARGET	96

14 Fälschungen nach Stückelung	<b>101</b>	19 Beitrag zur Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	<b>43</b>
15 Produktionsquoten bei der Herstellung von Euro-Banknoten im Jahr 2004	<b>103</b>	20 Bilanzindikatoren für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	<b>43</b>
16 Ausgewählte volkswirtschaftliche Indikatoren für die EU (EU 15 bzw. EU 25)	<b>165</b>	21 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten	<b>45</b>
<b>VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN</b>			
1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze	<b>16</b>	22 Beitrag der HVPI-Komponenten zur Teuerungsrate nach dem HVPI	<b>45</b>
2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern	<b>20</b>	23 Entwicklung der Eigenheimpreise im Euroraum	<b>50</b>
3 Grundlegende Entwicklungen auf den Rohstoffmärkten	<b>23</b>	24 Industrielle Erzeugerpreise	<b>50</b>
4 M3: Ist-Werte und um den geschätzten Effekt von Portfolioumschichtungen bereinigte Werte	<b>24</b>	25 Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren	<b>51</b>
5 Beiträge zum jährlichen Wachstum von M3	<b>24</b>	26 Beiträge zum Wachstum des realen BIP (Quartalsvergleich)	<b>53</b>
6 Kurzfristige Einlagenzinsen der MFIs	<b>25</b>	27 Arbeitsproduktivität	<b>57</b>
7 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten	<b>27</b>	28 Arbeitslosigkeit	<b>57</b>
8 Schätzung der Geldlücke	<b>28</b>	29 Nominaler und realer effektiver Wechselkurs des Euro	<b>71</b>
9 Kurzfristzinsen und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt	<b>31</b>	30 Saldo der Leistungsbilanz und ihre Komponenten	<b>71</b>
10 Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte und implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte	<b>31</b>	31 Saldo der Kapitalbilanz und ihre Komponenten	<b>73</b>
11 Renditen langfristiger Staatsanleihen	<b>32</b>	32 Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber den EU-Währungen außerhalb des WKM II	<b>82</b>
12 Reale Renditen langfristiger Anleihen und Breakeven-Inflationsraten im Euroraum	<b>33</b>	33 Gebote und Zuteilungen bei den wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften im Jahr 2004	<b>89</b>
13 Wichtige Aktienindizes	<b>37</b>	34 Liquiditätsfaktoren und Entwicklung des Banknotenumlaufs im Euroraum im Jahr 2004	<b>90</b>
14 Tatsächliche und erwartete Steigerung der Unternehmenserträge	<b>37</b>	35 Zur Refinanzierung zugelassene marktfähige Sicherheiten	<b>91</b>
15 Entwicklung der Wohnungsmärkte und Wohnungsbaukredite in den Ländern des Euroraums	<b>38</b>	36 Zur Refinanzierung genutzte marktfähige Sicherheiten	<b>91</b>
16 Zinssätze der MFIs für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	<b>38</b>	37 Banknotenumlauf von Anfang 2000 bis Ende 2004	<b>100</b>
17 Schuldenquote und Wachstum der Kreditaufnahme der privaten Haushalte	<b>39</b>	38 Euro-Banknotenumlauf von Anfang 2002 bis Ende 2004	<b>100</b>
18 Indikatoren der Kosten der Marktfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	<b>40</b>	39 Euro-Banknotenumlauf von Anfang 2002 bis Ende 2004 nach Stückelung	<b>101</b>
		40 Von Anfang 2002 bis Ende 2004 sichergestellte Euro-Banknoten-fälschungen	<b>102</b>
		41 Working Papers der EZB: Forschungsgebiete laut JEL-Klassifikation	<b>108</b>

# ABKÜRZUNGEN

## LÄNDER

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

## WEITERE ABKÜRZUNGEN

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
EPI	Erzeugerpreisindex
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
EZB	Europäische Zentralbank
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IWF	Internationaler Währungsfonds
KKP	Kaufkraftparität
LSK/VG	Lohnstückkosten/verarbeitendes Gewerbe
MFIs	Monetäre Finanzinstitute
NZBen	Nationale Zentralbanken
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
SWIFT	Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication
TARGET	Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem
VPI	Verbraucherpreisindex
WKM II	Wechselkursmechanismus II
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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



Seit 1998 widmet die EZB der zeitgenössischen Kunst aus den Mitgliedstaaten der Europäischen Union eine Ausstellungsreihe. Jede Ausstellung soll den Mitarbeitern und Besuchern der EZB einen Einblick in die Kunstszene eines ausgewählten EU-Landes bieten. Die zeitgenössische Kunst steht dabei symbolhaft für jenen Zeitraum, in dem die Währungsunion Realität wurde.

Zur Erweiterung ihrer Kunstsammlung erwirbt die EZB einige der ausgestellten Werke. Die acht Trennblätter zwischen den einzelnen Kapiteln dieses Jahresberichts zeigen ausgewählte Werke dieser Sammlung.

**Künstler: Stephan Jung**

Titel: P.WP1, 2002

Material: Öl auf Leinwand, Format: 230 x 265 cm 14

**Künstlerin: Isa Dahl**

Titel: „eben still“, 2004

Material: Öl auf Leinwand, Format: ø 190 cm 86

**Künstler: Jacob Dahlgren**

Titel: Krakau, 2002

Material: Joghurtbecher auf Aluminium, Format: 184 x 148 x 10 cm 116

**Künstlerin: Ana Luísa Ribeiro**

Titel: Ohne Titel, 2002

Material: Öl auf Leinwand, Format: 150 x 230 cm 138

**Künstlerin: Xenia Hausner**

Titel: Traumspiel, 2004

Material: Farblithografie auf handgeschöpftem Papier, nummeriert (16/25),  
Format: 96 x 129 cm 150

**Künstler: Philippe Cognée**

Titel: Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

Material: Enkaustik auf Leinwand, Format: 154 x 153 cm 156

**Künstler: Jan Fabre**

Titel: Ohne Titel, 1987

Material: Tinte auf Papier, Format: 200 x 158 cm 162

**Künstler: Reinhold A. Goelles**

Titel: Ohne Titel

Material: Acryl auf Leinwand, Format: 152 x 100 cm 170

# VORWORT



Das Jahr 2004 stand ganz im Zeichen der Erweiterung der Europäischen Union (EU) am 1. Mai. Auf diesen Meilenstein in der Geschichte Europas hatten wir uns in unseren Zuständigkeitsbereichen lange und intensiv vorbereitet. So legten wir großen Wert darauf, die Zentralbankpräsidenten der zehn neuen Mitgliedstaaten schon so früh wie möglich als Beobachter in die Sitzungen des Erweiterten Rats einzubinden. Durch umfassende Vorarbeiten konnten daher die EZB und ihre Mitarbeiter entscheidende Weichen für die erfolgreiche Erweiterung stellen. Des Weiteren wurden die Zentralbanken der neuen Mitgliedsländer eingeladen, schon im Vorfeld Experten als Beobachter zu den Sitzungen der Ausschüsse des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) zu entsenden. Die gründlichen und von konstruktiver Zusammenarbeit geprägten Vorbereitungen sorgten letztlich für eine reibungslose Integration der neuen Mitgliedstaaten und ihrer Zentralbanken in die EU und in den Verbund des ESZB. Die erste Sitzung des Erweiterten Rats nach der Aufnahme der neuen Mitgliedstaaten war für uns alle ein bewegender Moment. Ebenso war die erste Tele-

konferenz des Erweiterten Rats ein großer Schritt, konnten wir uns doch bei diesem Anlass davon überzeugen, dass unser neues, sicheres Kommunikationsnetz einwandfrei funktioniert und quer durch Europa ein effektiver Dialog per Telekonferenz möglich ist.

Der Beitrittsvertrag der zehn neuen Mitgliedstaaten zur EU enthält keine Opting-out-Klausel. Damit haben sich diese Länder verpflichtet, letztendlich dem Euro-Währungsgebiet beizutreten. Wir alle sind uns einig, dass eine bestmögliche Vorbereitung für die Einführung des Euro in voller Übereinstimmung mit den Anforderungen des EU-Vertrags, nämlich ein hoher Grad an nachhaltiger Konvergenz im Sinne der Maastricht-Kriterien, von größter Bedeutung ist.

Im Berichtsjahr wurden drei weitere Währungen – nämlich die Landeswährungen Estlands, Litauens und Sloweniens – in den Wechselkursmechanismus II (WKM II) eingebunden, dem zuvor der Euro als Ankerwährung sowie die dänische Krone angehört hatten. Die drei neuen Teilnehmerstaaten haben sich dazu verpflichtet, zum reibungslosen Funktionieren des WKM II sowie auf bestmögliche Weise zur Erreichung nachhaltiger Konvergenz beizutragen.

\*\*\*

In den EU-Mitgliedstaaten steht derzeit die Ratifizierung des im Jahr 2004 unterzeichneten Vertrags über eine Verfassung für Europa an. Die Verfassung bezeugt auf eindrückliche Weise den Willen Europas, zugleich mit der Erweiterung auch eine Vertiefung der Europäischen Union von historischer Tragweite herbeizuführen. Das Eurosystem, dessen Hauptverantwortung und somit vorrangiges Ziel in der Wahrung der Preisstabilität besteht, ist sich seiner in der Verfassung bestätigten Rolle bei der Vertiefung der europäischen Integration voll bewusst. Die Verfassung bekräftigt außerdem sämtliche grundlegenden Elemente des politischen Handlungsrahmens für die Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) im Hin-

blick auf die beiden Säulen Geldpolitik sowie Wirtschafts- und Fiskalpolitik. Die EZB sieht der Ratifizierung der Verfassung mit Freude entgegen.

\*\*\*

Das Berichtsjahr war durch ein moderates Wachstum im Euro-Währungsgebiet gekennzeichnet; das reale BIP-Wachstum für das Gesamtjahr betrug 1,8 % (nach 0,5 % im Jahr 2003). Das Wachstumsprofil des Jahres 2004 zeichnete sich durch eine relativ dynamische Entwicklung im ersten Halbjahr aus, auf die im dritten und vierten Quartal eine Phase langsamen Wachstums folgte. Insgesamt bestätigte sich die vor dem Hintergrund einer Reihe von Unsicherheiten im Euroraum und auf internationaler Ebene prognostizierte schrittweise Erholung.

Der EZB-Rat beließ den Hauptrefinanzierungssatz im gesamten Berichtsjahr auf dem außergewöhnlich niedrigen Niveau von 2 %. Der geldpolitische Kurs war auf die Wahrung der Preisstabilität in einem komplexen internationalen Umfeld ausgerichtet, das insbesondere durch steigende Rohstoff- und Erdölpreise, wiederholte Kursschwankungen an den Devisenmärkten, den Fortbestand erheblicher Ungleichgewichte in der Weltwirtschaft sowie durch starke Wachstumsimpulse für die internationale Konjunktur dank der äußerst dynamischen Entwicklung mehrerer aufstrebender Volkswirtschaften geprägt war. Der EZB-Rat warnte 2004 immer wieder davor, die inflationären Risiken nicht zu unterschätzen, die von Zweitrundeneffekten ausgehen können – also von Lohn- und Preiserhöhungen, die der hauptsächlich rohstoff- und ölpreisbedingte Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Inflationsrate nach sich ziehen könnte. Nicht zuletzt deshalb, weil die Wirtschaftsakteure und Sozialpartner diese Kernbotschaft klar verstanden haben, kam es bisher nur zu verhaltenen Zweitrundeneffekten.

Im ersten Halbjahr 2004 war ein leichter Aufwärtstrend bei den mittel- und langfristigen

Inflationserwartungen zu beobachten, die aus Konjunkturumfragen und indexgebundenen Anleihen abgeleitet werden. Dieser ungünstige Trend kam etwa um die Jahresmitte zum Stillstand, bevor in der zweiten Jahreshälfte eine Trendwende einsetzte. Der EZB-Rat, der während dieser Zeit seine Wachsamkeit klar und deutlich kommunizierte, trug mit Sicherheit dazu bei, die Inflationserwartungen insgesamt auf einem Stand zu halten, der mit der Definition von Preisstabilität von unter, aber nahe 2 % im Einklang stand.

Dass es dem EZB-Rat gelingt, die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum zu stabilisieren, ist Ausdruck seiner Glaubwürdigkeit. Dank ihrer Glaubwürdigkeit ist die EZB in der Lage, Preisstabilität gemäß ihrem im EU-Vertrag verankerten Mandat auch dann zu gewährleisten, wenn sich die äußeren Umstände schwierig gestalten, indem sie den Wirtschaftsakteuren einen klaren Bezugsrahmen für den Preis- und Lohnbildungsprozess vorgibt. Nachdem die derzeitigen Inflationserwartungen mit unserer Definition von Preisstabilität im Einklang stehen und damit im historischen Vergleich niedrige mittel- und langfristige Marktzinssätze zulassen, kann der Euroraum von diesem finanziellen Umfeld, das dem Wirtschaftswachstum und der Schaffung von Arbeitsplätzen förderlich ist, nur profitieren.

\*\*\*

Eine wirksame Geldpolitik ist Grundvoraussetzung für nachhaltiges Wachstum und die Schaffung von Arbeitsplätzen; allerdings muss sie von verantwortungsvoller Finanzpolitik und adäquaten Strukturreformen begleitet sein.

Aus diesem Grund hat sich das Eurosystem stets so nachdrücklich für die korrekte Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts ausgesprochen und immer wieder betont, wie wichtig es ist, dass die Korrektivfunktion des Pakts auf keinen Fall geschwächt wird und dass insbesondere weder vom nominalen Anker in Form der 3 %-Obergrenze für die Defizite der öffentlichen Haushalte noch vom Verfahren

bei einem übermäßigen Defizit selbst abgegangen wird.

Aus demselben Grund plädiert das Eurosystem auch mit allem Nachdruck dafür, im Euroraum entschlossen Strukturreformen auf den Arbeitsmärkten, im Bildungssektor, im Bereich Forschung und Entwicklung, auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten sowie im Sozialversicherungsbereich durchzuführen. Derartige Reformen sind im Hinblick auf die Steigerung des Wachstumspotenzials der europäischen Wirtschaft, die Schaffung neuer Arbeitsplätze und einen nennenswerten Abbau der Arbeitslosigkeit unabdingbar. In diesem Sinne unterstützte die EZB die Europäische Kommission und den EU-Rat auch im Jahr 2004 in ihren Bemühungen zur Ankurbelung der im Rahmen des Lissabon-Prozesses anstehenden Strukturreformen. Ebenso begrüßten wir die Vorschläge im Bericht der unter dem Vorsitz von Wim Kok eingesetzten Hochrangigen Sachverständigengruppe. In ihren Ende 2004 veröffentlichten Empfehlungen sprach sich die Expertengruppe dafür aus, sich bei der Umsetzung der Lissabon-Strategie verstärkt auf ausgewählte Schlüsselbereiche zu konzentrieren, die einem stärkeren Wachstum und höheren Beschäftigungsniveau zuträglich sind.

\*\*\*

Für die EZB als Unternehmen stellte das Jahr 2004 eine große Herausforderung dar. Die EZB verbuchte 2004 einen Fehlbetrag von 1 636 Mio €. Wie im Vorjahr (2003 bilanzierte die EZB mit einem Minus von 477 Mio €) ist dieses Ergebnis auf die internationale Wechselkursentwicklung zurückzuführen, die sich negativ auf den Euro-Gegenwert der Devisenbestände der EZB auswirkte. Da unsere Rechnungslegungsgrundsätze auf größtmöglicher Bilanzvorsicht beruhen, werden diese buchmäßigen Wechselkursverluste als realisiert betrachtet und am Jahresende in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst. Im Jahr 2004 schlug sich die Aufwertung des Euro in wechselkursbedingten Bewertungsverlusten von knapp 2,1 Mrd € nieder. Ganz im Sinn des Vorsichts-

prinzips werden buchmäßige wechselkurs- und marktpreisbedingte Bewertungsgewinne hingegen nicht als Gewinn verbucht, sondern unter dem Ausgleichsposten aus Neubewertung direkt in der Bilanz ausgewiesen.

Die Erträge aus der normalen Geschäftstätigkeit der EZB resultieren in erster Linie aus der Anlage ihrer Währungsreserven und ihres eingezahlten Eigenkapitals (4,1 Mrd €). Hinzu kommt der Zinsertrag der EZB aus ihrem achtprozentigen Anteil am Euro-Banknotenumlauf. Die Zinserträge waren 2004 wieder gering, was vor allem auf das außergewöhnlich niedrige Zinsniveau – der Hauptrefinanzierungssatz wurde das ganze Jahr hindurch konstant auf 2 % gehalten – zurückzuführen ist. Der Nettozinsertrag der EZB schrumpfte von 715 Mio € im Jahr 2003 auf 690 Mio € im Jahr 2004. Der Sachaufwand der EZB für Gehälter und Lohnnebenkosten, Gebäudemieten und Sonstiges betrug 340 Mio €. Der Personalstand der EZB belief sich zum Bilanzstichtag auf 1 314 Mitarbeiter gegenüber 1 217 Ende 2003.

Im Jahr 2004 wurde das Reformprojekt „ECB in Motion“ abgeschlossen. Dieses zielte darauf ab, die Effektivität und Effizienz der EZB zu steigern, das Personalmanagement zu optimieren und das Bewusstsein aller Mitarbeiter für zentralbankrelevante Werte zu schärfen. Die im Rahmen dieses Projekts entwickelten und vom Direktorium genehmigten Vorschläge wurden bis auf wenige Ausnahmen bereits vollständig umgesetzt und haben die Unternehmenskultur und den Teamgeist in der EZB auf bemerkenswerte Weise gestärkt. Das Direktorium der EZB steht voll hinter dem Reformprogramm und wird sich für die Wahrung der damit erarbeiteten Grundsätze engagieren.

Bei der Bilanz über das Jahr 2004 sind noch zwei weitere wichtige Punkte zu nennen: Zum einen bekannte sich die EZB offiziell zum Engagement für die Grundwerte Kompetenz, Effizienz und Effektivität, Integrität, Teamgeist, Transparenz und Rechenschaftspflicht sowie die Arbeit für Europa. Zum anderen fiel der Startschuss für eine Zero-Base-Budgeting-Ef-

fizienzanalyse. Nach einer intensiven Aufbau-  
phase in den Jahren seit der Gründung der EZB  
am 1. Juni 1998, in der sich die EZB erfolgreich  
auf die Bewältigung ihrer enormen Herausfor-  
derungen konzentrierte, schien es zweckmä-  
ßig, sich einer umfassenden Effizienzanalyse  
zu stellen. Im Rahmen der vom Direktorium im  
Jahr 2004 initiierten Zero-Base-Budgeting-  
Analyse werden alle Aufgaben der EZB sowie  
die dafür eingesetzten Mitarbeiterkapazitäten  
geprüft. Der Abschluss dieses Projekts ist für  
Mitte 2005 geplant.

\*\*\*

Die Arbeit des Direktoriums, des EZB-Rats  
und des Erweiterten Rats steht im Zeichen ei-  
nes außergewöhnlichen Teamgeists. Denn die  
EZB und die nationalen Zentralbanken der  
zwölf Euroländer bilden gemeinsam ein Team  
– das Eurosystem. Im Geiste dieser Zusammen-  
arbeit wurde im Jahr 2004 mit dem Leitbild des  
Eurosystems (siehe Kasten 15) ein gemeinsa-  
mer Handlungsrahmen für die 13 Zentralban-  
ken und ihre Mitarbeiter erstellt. Dieses Leit-  
bild veranschaulicht sehr prägnant das Ziel,  
dem wir uns alle verpflichtet fühlen – nämlich  
unser Team im Eurosystem in seinem Einsatz  
für Europa und die gemeinsame europäische  
Währung zu bestärken. Die EZB ist sehr stolz,  
an der Spitze dieses einzigartigen Teams zu  
stehen.

Frankfurt am Main, im März 2005



Jean-Claude Trichet

**Künstler**

Stephan Jung

**Titel**

P.WP1, 2002

**Material**

Öl auf Leinwand

**Format**

230 × 265 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**KAPITEL I**

# **WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG UND GELDPOLITIK**



## I GELDPOLITISCHE BESCHLÜSSE

Die seit dem zweiten Halbjahr 2003 zu beobachtende Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet setzte sich im Jahr 2004 fort. In der ersten Jahreshälfte wurde die wirtschaftliche Belebung im Euroraum vom starken Wachstum der Weltwirtschaft getragen, während sich die Konjunktur im Eurogebiet im zweiten Halbjahr unter anderem aufgrund der steigenden Ölpreise etwas verlangsamte. Das reale BIP wuchs im Berichtsjahr arbeitstäglich bereinigt um insgesamt 1,8 %, verglichen mit 0,5 % im Jahr 2003 und 0,9 % im Jahr 2002.

Vor dem Hintergrund der allmählichen Konjunkturerholung hielt sich der binnenwirtschaftliche Preisdruck weiter in Grenzen, wozu vor allem die moderate Erhöhung der Arbeitnehmerentgelte beitrug. Auch durch den leichten Anstieg des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro schwächte sich der Inflationsdruck etwas ab. Die Teuerungsraten wurden 2004 allerdings stark durch die Erhöhung der indirekten Steuern und administrierten Preise und – besonders im zweiten Halbjahr – durch den Ölpreisanstieg beeinflusst. Alles in allem

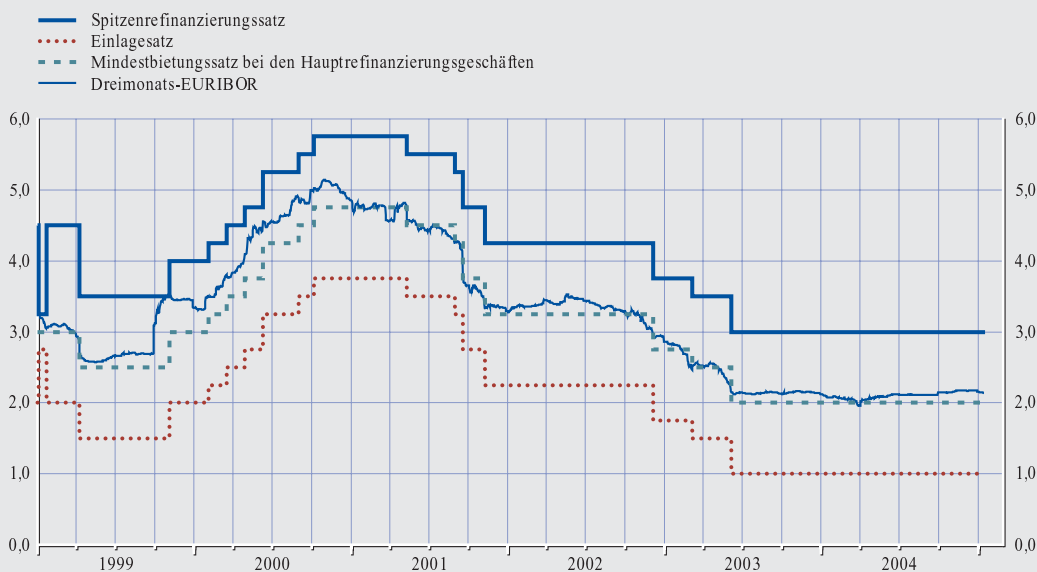
belief sich damit die jährliche Teuerung nach dem HVPI im Jahr 2004 wie bereits im Vorjahr auf 2,1 %.

Angesichts des geringen inländischen Preisdrucks und der mittelfristig positiven Aussichten für die Preisstabilität beließ der EZB-Rat die Leitzinsen im gesamten Berichtsjahr unverändert auf ihrem historisch niedrigen Niveau. So betrug der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte der EZB weiterhin 2 %, und die Zinssätze für die Einlage- und die Spitzenrefinanzierungsfazilität beliefen sich nach wie vor auf 1 % bzw. 3 % (siehe Abbildung 1).

Beleuchtet man die Hintergründe der geldpolitischen Beschlüsse genauer, so bestätigten die in den ersten Monaten 2004 erhobenen Daten eine Fortsetzung der allmählichen Konjunkturerholung, die in der zweiten Jahreshälfte 2003 eingesetzt hatte. Der Außenhandel konnte ein robustes Exportwachstum verbuchen, das vom dynamischen Wachstum der Weltwirtschaft gestützt wurde. Darüber hinaus ergab sich auf-

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a., Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Hauptrefinanzierungssatz ist der Satz, der bis zum 28. Juni 2000 für Mengentender angewandt wurde. Seither entspricht dieser Zinssatz dem bei Zinstendern angewandten Mindestbietungssatz.

grund der äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen im Euroraum sowie der durch Bilanzanpassungen verbesserten Ertragsaussichten der Unternehmen ein günstiges Investitionsklima. Angesichts einer erwarteten Zunahme des verfügbaren Realeinkommens und einer allmählichen Verbesserung der Arbeitsmarktlage ging man von einer schrittweisen Erholung der privaten Konsumausgaben aus. Was die Preisentwicklung betrifft, so sank die am HVPI gemessene Teuerungsrate Anfang 2004 auf unter 2 %, was im Wesentlichen auf den nachlassenden Inflationsdruck – bedingt durch die Aufwertung des Euro in den letzten Monaten des Jahres 2003 sowie Basiseffekte infolge der starken Energiepreiserhöhungen Anfang 2003 – zurückzuführen war.

Im ersten Quartal 2004 verringerte sich das jährliche M3-Wachstum weiter und setzte damit den seit Sommer 2003 rückläufigen Trend fort. Diese Entwicklung spiegelte in erster Linie die Umkehr früherer Portfolioumschichtungen der Anleger zugunsten von nicht in M3 enthaltenen längerfristigen und risikoreicheren Anlageformen wider, nachdem im Zeitraum zwischen 2001 und Mitte 2003 aufgrund der erhöhten wirtschaftlichen und finanziellen Unsicherheit eine außergewöhnlich hohe Liquiditätspräferenz zu verzeichnen gewesen war. Trotz der Normalisierung des M3-Wachstums war im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich wäre. Während dies eine sorgsame Beobachtung der Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität erforderte, beurteilte der EZB-Rat die Aussichten für die Preisstabilität im ersten Quartal 2004 dennoch als insgesamt günstig.

Die wirtschaftliche Entwicklung im zweiten Quartal 2004 legte zwei mögliche gegensätzliche Szenarien nahe. Zum einen deuteten die verfügbaren Daten auf ein anhaltend robustes Weltwirtschaftswachstum und sehr günstige Exportbedingungen für das Eurogebiet hin. Zum anderen zogen die Ölpreise nach März 2004 deutlich an und stellten ein zunehmendes Abwärtsrisiko für die fortschreitende Erholung

dar. Im Verlauf des zweiten Quartals setzte sich das erstgenannte Szenario durch, und die Wirtschaftsindikatoren bestätigten zunehmend, dass die Erholung an Fahrt gewann. Die Ende des zweiten Quartals veröffentlichten Daten deuteten darauf hin, dass die Konjunkturbelebung im Euroraum in der ersten Jahreshälfte 2004 kräftiger als erwartet ausgefallen war, und gaben somit Anlass für eine optimistische Einschätzung der Aussichten für das Wirtschaftswachstum. Das reale BIP stieg im ersten Halbjahr im Durchschnitt um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal; dies war die höchste Wachstumsrate im Euroraum seit der ersten Jahreshälfte 2000. In der deutlichen Erholung spiegelten sich hauptsächlich die gestiegenen Exporte und die einsetzende Belebung der privaten Konsumausgaben, die zuvor lange stagniert hatten, wider. Vor diesem Hintergrund gingen die Experten des Eurosystems in ihren im Juni 2004 veröffentlichten Projektionen von einem Anstieg des realen BIP-Wachstums im Eurogebiet auf durchschnittlich 1,4 % bis 2,0 % im Berichtsjahr und einer Erhöhung auf 1,7 % bis 2,7 % im Jahr 2005 aus. Auch die Prognosen internationaler und privater Organisationen bekräftigten die Erwartung eines sich im zweiten Halbjahr 2004 beschleunigenden Konjunkturaufschwungs.

Der starke Ölpreisanstieg übte kurzfristig erheblichen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise aus und schlug sich spürbar in der Inflationsentwicklung nieder. Die jährlichen am HVPI gemessenen Teuerungsraten stiegen im zweiten Quartal 2004 erneut an, was teilweise auf die Anhebung der administrierten Preise und der indirekten Steuern zurückzuführen war. Im Rahmen seiner Beurteilung der mittelfristigen Preisentwicklung kam der EZB-Rat dennoch zu der Auffassung, dass der Preisdruck begrenzt bleiben dürfte – vor allem angesichts der verhaltenen Arbeitsmarktentwicklung und der Erwartung weiterhin moderater Lohnsteigerungen vor dem Hintergrund der sich nur allmählich aufhellenden Arbeitsmarktlage und der schleppenden Konjunkturerholung. Diese Auffassung deckte sich mit den im Juni 2004 veröffentlichten Projektionen der

Experten des Eurosystems, denen zufolge die durchschnittliche jährliche Teuerung nach dem HVPI im Berichtsjahr zwischen 1,9 % und 2,3 % und im Jahr 2005 zwischen 1,1 % und 2,3 % liegen dürfte. Darüber hinaus stimmte sie mit den Prognosen internationaler und privater Organisationen überein. Die Projektionen sind jedoch mit gewissen Aufwärtsrisiken behaftet, die von der Ölpreisentwicklung, der Unsicherheit im Zusammenhang mit Änderungen der indirekten Steuern und der administrierten Preise sowie potenziellen Zweitrundeeffekten über die Lohn- und Preisbildung herrühren. Zudem stiegen die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen an den Finanzmärkten in diesem Zeitraum leicht an.

Die Jahreswachstumsrate von M3 setzte ihren Abwärtstrend im zweiten Quartal 2004 weitgehend fort, worin sich die weitere Normalisierung des Anlageverhaltens der Geldhalter widerspiegelte. Dennoch verlief dieser Normalisierungsprozess recht schleppend, und das M3-Wachstum blieb verhältnismäßig kräftig, wofür u. a. der stimulierende Effekt der niedrigen Zinsen auf die Nachfrage nach liquiden Vermögenswerten verantwortlich war. Der EZB-Rat zeigte sich daher weiterhin über die anhaltend hohe Überschussliquidität im Euroraum besorgt, die bei einem Konjunkturaufschwung mittelfristig zu inflationären Spannungen führen könnte.

Während sich das Hauptszenario einer anhaltenden Erholung im zweiten Halbjahr 2004 nicht wesentlich veränderte, wurde zunehmend deutlich, dass sich die Konjunktur im Euroraum etwas langsamer als erwartet weiterbeleben würde. In dieser Entwicklung spiegelten sich vor allem eine vorübergehende Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums, ein erneuter starker Anstieg der Ölpreise im dritten Quartal und eine deutliche Aufwertung des Euro im Schlussquartal wider. Die im Verlauf des zweiten Halbjahrs veröffentlichten Daten bestätigten, dass sich der Einfluss der gestiegenen Ölpreise zunehmend verstärkte und das Nachfragewachstum sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euroraums dämpfte. Im dritten

und vierten Quartal des Berichtsjahrs belief sich das reale BIP-Wachstum im Euroraum auf nur 0,2 % gegenüber dem jeweiligen Vorquartal. Die im Dezember 2004 veröffentlichten Projektionen der Experten des Eurosystems gingen von einem realen BIP-Wachstum zwischen 1,4 % und 2,4 % im Jahr 2005 und zwischen 1,7 % und 2,7 % im Jahr 2006 aus. Darüber hinaus betonte der EZB-Rat, dass diese Projektionen mit Abwärtsrisiken behaftet seien, die mit einer möglicherweise ungünstigen Entwicklung am Ölmarkt in Zusammenhang stehen.

Die jährlichen HVPI-Inflationsraten bewegten sich im zweiten Halbjahr 2004 nach wie vor etwas über 2 %, was hauptsächlich auf die steigenden Ölpreise zurückzuführen war. Es waren jedoch keine Anzeichen dafür zu erkennen, dass sich der binnenwirtschaftliche Preisdruck verstärken könnte. Die Lohnerhöhungen hielten sich seit dem letzten Quartal 2003 in Grenzen, und dieser Trend sollte sich angesichts des nach wie vor moderaten Wirtschaftswachstums und der weiterhin schwachen Entwicklung der Arbeitsmärkte fortsetzen. Vor diesem Hintergrund gingen die Experten des Eurosystems in ihren Projektionen vom Dezember 2004 von einer jährlichen Teuerung nach dem HVPI zwischen 1,5 % und 2,5 % im Jahr 2005 und zwischen 1,0 % und 2,2 % im Jahr 2006 aus. Insgesamt blieben die Risiken, mit denen die Projektionen behaftet sind, jedoch nach oben gerichtet. Risiken ergaben sich vor allem im Zusammenhang mit der Ölpreisentwicklung, mit der Unsicherheit hinsichtlich künftiger Anhebungen der indirekten Steuern und administrierten Preise sowie aus potenziellen Zweitrundeeffekten bei der Lohn- und Preisbildung.

Diese Risiken zeigten sich auch zunehmend im Rahmen der monetären Analyse der EZB. In der zweiten Jahreshälfte 2004 überwog der von den anhaltend niedrigen Zinsen ausgehende Aufwärtsdruck auf das M3-Wachstum – der vor allem bei den liquideren Komponenten spürbar war – den zunehmend wachstumsdämpfenden Effekt der Normalisierung des Anlageverhaltens. Das niedrige Zinsniveau begünstigte

zudem auch weiterhin die Kreditnachfrage des privaten Sektors. Insbesondere nahm die bereits kräftige Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten weiter zu und trug zur dynamischen Entwicklung der Eigenheimpreise in einigen Euro-Ländern bei. In diesem Zusammenhang stellte der EZB-Rat fest, dass der anhaltend hohe Liquiditätsüberschuss und das starke Kreditwachstum nicht nur ein Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität darstellen, sondern auch – insbesondere an den Immobilienmärkten – einen auf Dauer nicht tragfähigen Anstieg der Preise für Vermögenswerte zur Folge haben könnten. Dieses Bild hat sich Anfang 2005 nicht wesentlich verändert. Das seit Mitte 2004 starke Geldmengenwachstum setzte sich fort, und im Euroraum war weiterhin deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wachstums erforderlich ist.

Insgesamt äußerte der EZB-Rat im zweiten Halbjahr 2004 und Anfang 2005 seine wachsende Besorgnis über eine auf kurze Sicht ungünstige Inflationsentwicklung. Gleichzeitig stellte er fest, dass es keine Anzeichen für den Aufbau von Inflationsdruck seitens der Binnennachfrage gibt. Vor diesem Hintergrund blieben die Leitzinsen der EZB in diesem Zeitraum unverändert. Der EZB-Rat wies jedoch darauf hin, dass im Hinblick auf eine Reihe von Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht weiterhin Wachsamkeit geboten sei.

## 2 MONETÄRE, FINANZIELLE UND WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

### 2.1 INTERNATIONALES GESAMTWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

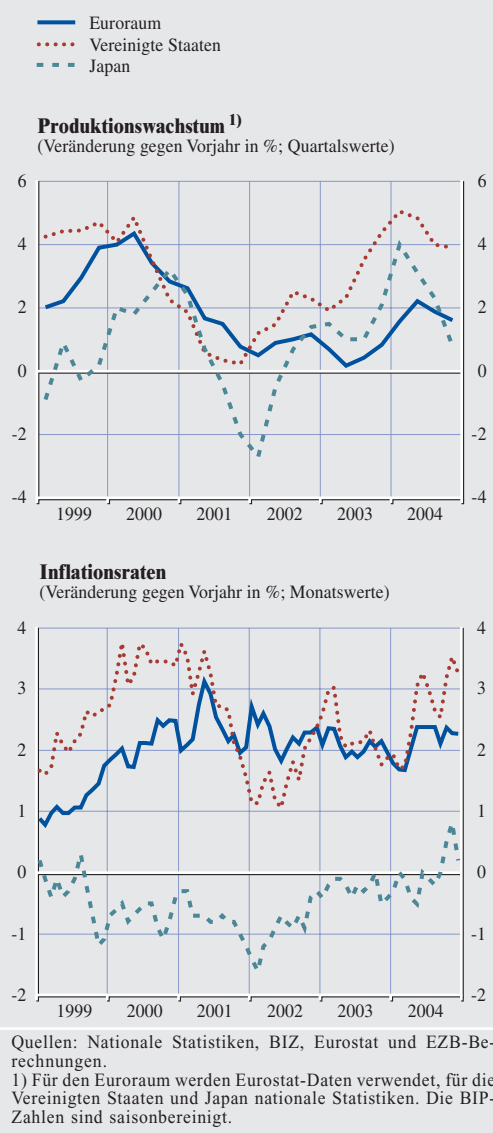
#### WELTWIRTSCHAFT VERZEICHNETE STÄRKSTES WACHSTUM SEIT ZWEI JAHRZEHNEN

Die Weltwirtschaft expandierte im Jahr 2004 so stark wie seit 1976 nicht mehr, wobei praktisch von allen Regionen Wachstumsimpulse ausgingen (siehe Abbildung 2). In den asiatischen Ländern fiel die Konjunkturbelebung besonders kräftig aus, und die chinesische Wirtschaft zeigte vorübergehend sogar Anzeichen einer Überhitzung. Gestützt wurde das robuste weltwirtschaftliche Wachstum durch günstige Finanzierungsbedingungen und die stimulierende Wirtschaftspolitik vieler Länder. Gleichzeitig weitete sich der Welthandel mit der höchsten Zuwachsrate seit 2000 deutlich aus.

Die Weltkonjunktur gewann vor allem in den ersten Monaten des vergangenen Jahres deutlich an Fahrt, während sie sich danach in den meisten Ländern u. a. im Zuge einer Normalisierung der in den vorangegangenen Quartalen starken Dynamik sowie der schrittweisen Rücknahme wirtschaftspolitischer Anreize wieder verlangsamte. Der deutliche Anstieg der Ölpreise, die im Oktober 2004 einen Höchststand erreichten, wirkte sich ebenfalls konjunkturdämpfend aus. Die Ölpreiserhöhung trug in vielen Ländern hauptsächlich über die Entwicklung der energiebezogenen Preiskomponenten zu einem leichten Anstieg der Teuerungsraten bei. Die Kerninflation blieb jedoch relativ stabil, was darauf hindeutet, dass Zweitrendeneffekte nur recht begrenzt zum Tragen kamen (siehe Abbildung 2).

Das nach wie vor robuste Wachstum in den Vereinigten Staaten trug angesichts der schlepperen Konjunkturentwicklung bei einzelnen Handelspartnern zu einer zunehmenden Ausweitung des US-Leistungsbilanzdefizits bei. Nachdem auch die künftige Haushaltspolitik der Vereinigten Staaten schwer einzuschätzen ist, wurde die Belastbarkeit der Weltwirtschaft angesichts dieser Ungleichgewichte wieder stärker in Frage gestellt. Teilweise be-

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



dingt durch diese Sorge wertete der US-Dollar in den letzten Monaten des vergangenen Jahres auf relativ breiter Front ab.

In den Vereinigten Staaten setzte sich das allgemein robuste Wirtschaftswachstum im Jahr 2004 fort; das reale BIP legte vorläufigen Schätzungen zufolge im Gesamtjahr um 4,4 % zu. Diese Entwicklung wurde durch die lang erwartete Entspannung auf dem Arbeitsmarkt

zusätzlich verstärkt. Der nach wie vor kräftige Konsum der privaten Haushalte und die weiterhin lebhaften Unternehmensinvestitionen (vor allem in Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie DV-Software) stützten den Zuwachs beim realen BIP, während der Außenbeitrag wachstumsdämpfend wirkte.

Das Wachstum der privaten Konsumausgaben blieb im vergangenen Jahr über weite Strecken robust, bedingt durch die anhaltenden Effekte des akkommodierenden makroökonomischen Kurses, eine starke Erhöhung der Eigenheimpreise sowie einen deutlichen Anstieg der unselbstständigen Beschäftigung nach mehreren Jahren mit schwachem Beschäftigungszuwachs. Der Aufwärtsdruck auf die Löhne blieb aber in erster Linie aufgrund der bestehenden Unterauslastung des Arbeitsmarkts begrenzt. Das gedämpfte Wachstum der Arbeitskosten und die hohen Ölpreise trugen dazu bei, das Wachstum der verfügbaren Realeinkommen im zweiten Halbjahr 2004 zu bremsen, was die Sparquote der privaten Haushalte ohne die einmalige Einkommenssteigerung durch eine außergewöhnlich hohe Dividendenausschüttung im Dezember weiter nach unten gedrückt hätte. Gleichzeitig stieg die Verschuldung der privaten Haushalte gemessen am verfügbaren Einkommen im Jahr 2004 auf ein vergleichsweise hohes Niveau.

In einem Umfeld, das von günstigen Finanzierungsbedingungen, temporären fiskalischen Anreizen und niedrigen Lagerbeständen bei gleichzeitig großer Nachfrage geprägt war, nahmen die Unternehmensinvestitionen 2004 vor allem aufgrund der verstärkten Investitionen in Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie DV-Software kräftig zu. Obgleich die höheren Ölpreise zu einer Rohstoffverteuerung beitrugen, entwickelte sich die Ertragslage der Unternehmen nach wie vor dynamisch. Der Produktivitätszuwachs verlangsamte sich im vergangenen Jahr zwar, was u. a. auf die Aufhellung am Arbeitsmarkt zurückzuführen war, blieb aber im Gesamtjahr dennoch relativ kräftig.

Die Außenbilanz der Vereinigten Staaten verschlechterte sich im Jahr 2004 weiter. Das US-Handels- und Leistungsbilanzdefizit erreichte gemessen am BIP historische Höchstwerte. Die Importe wuchsen trotz der seit Anfang 2002 anhaltenden Abwertung des US-Dollar real stärker als die Exporte, da die rege Nachfrage in den Vereinigten Staaten die Binnennachfrage der wichtigsten Handelspartner deutlich überstieg. Das damit zusammenhängende Ungleichgewicht in den Vereinigten Staaten zwischen Ersparnisbildung einerseits und Investitionen andererseits spiegelte den anhaltenden Ausgabenüberhang im öffentlichen Sektor und eine vergleichsweise niedrige Sparquote der privaten Haushalte wider.

Die Teuerung auf der Verbraucherstufe erhöhte sich 2004 größtenteils in Reaktion auf die gestiegenen Energiepreise auf eine Jahresrate von 3,3 % am Jahresende. Auch bei der Teuerung ohne Nahrungsmittel und Energie kehrte sich der Abwärtstrend der vergangenen Jahre mit einem Anstieg auf 2,2 % um. Der Preisauftrieb blieb aber bedingt durch die allmähliche Verbesserung der Beschäftigungssituation sowie aufgrund des anhaltend starken Produktivitätswachstums und des nur begrenzten Durchschlagens der US-Dollar-Abwertung auf die Verbraucherpreise recht moderat. Dementsprechend entwickelten sich die Umfrage- und Marktindikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen weiterhin verhalten, wengleich bei Letzteren ein leichter Anstieg zu verzeichnen war.

Nach einer Phase historisch niedriger Zinssätze hob der Offenmarktausschuss der US-Notenbank den Zielzinssatz für Tagesgeld im Jahr 2004 um insgesamt 125 Basispunkte an, und zwar in fünf Zinsschritten zu je 25 Basispunkten ab Juni 2004. Am Jahresende lag der Zielzinssatz für Tagesgeld somit bei 2,25 % (und nach einer weiteren Erhöhung Anfang Februar 2005 bei 2,5 %). Der Offenmarktausschuss hat ein weiteres schrittweises Abgehen vom akkommodierenden geldpolitischen Kurs in Aussicht gestellt, mit der Einschränkung, dass die Notenbank auf Veränderungen der Wirt-

schaftsaussichten im Sinn ihrer Verpflichtung zur Gewährleistung von Preisstabilität entsprechend reagieren wird. Zur Finanzpolitik der Vereinigten Staaten ist anzumerken, dass das Haushaltsdefizit im Fiskaljahr 2004 trotz der konjunkturellen Belebung auf 3,6 % des BIP anstieg.

In Japan verlor die konjunkturelle Erholung im Lauf des Jahres 2004 an Schwung. Nach einer kräftigen Expansion im ersten Quartal des Berichtsjahrs schwächte sich die Konjunktur im restlichen Jahresverlauf deutlich ab, und zwar vor allem aufgrund der geringeren öffentlichen Ausgaben, der rückläufigen privaten Inlandsnachfrage sowie einer gemäßigeren Exportdynamik. Infolge von Basiseffekten und der dynamischen Entwicklung im ersten Quartal 2004 erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate des realen BIP im Berichtsjahr dennoch auf 2,6 % und damit auf ihr höchstes Niveau seit 1996. Am Arbeitsmarkt war allmählich eine gewisse Aufhellung zu erkennen. Die Ertragslage der Unternehmen besserte sich dank der Umstrukturierung von Unternehmensbilanzen und Maßnahmen zur Kostensenkung spürbar. Der Bankensektor schließlich konnte den Anteil notleidender Kredite weiter senken.

Die Deflationssorge ließ im Verlauf des Jahres zwar nach, schwand aber nicht gänzlich. Die Preise für industrielle Erzeugnisse stiegen hauptsächlich aufgrund der Rohstoffpreiserhöhungen, während die Preise für Fertigwaren weiter leicht zurückgingen. Die Verbraucherpreise blieben nach einem Rückgang um 0,3 % im Vorjahr im Jahr 2004 unverändert. Im Oktober rechneten einzelne Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses der japanischen Notenbank angesichts eines sich abzeichnenden Nachlassens des Deflationsdrucks bereits mit einem leichten Anstieg des VPI ohne frische Nahrungsmittel im Fiskaljahr 2005. Gegen Ende 2004 kam allerdings bedingt durch Preisensenkungen bei den liberalisierten Versorgungsdienstleistungen erneut Deflationsdruck auf. Die japanische Notenbank hob den Zielkorridor für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken im Januar 2004 auf 30 bis

35 Billionen JPY an und behielt den eingeschlagenen geldpolitischen Kurs im weiteren Jahresverlauf bei.

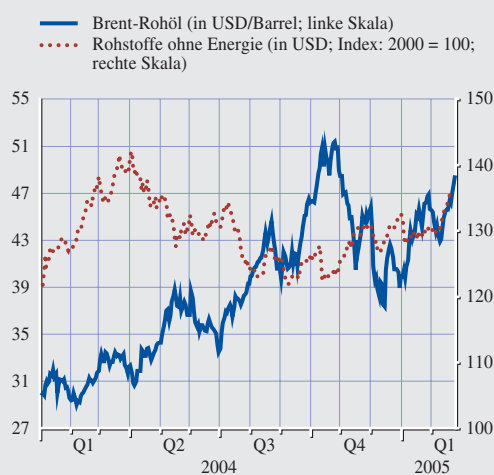
In Asien (ohne Japan) setzte sich das bereits im Vorjahr äußerst dynamische Wirtschaftswachstum 2004 fort, das insbesondere durch die starke Auslandsnachfrage, die wieder auflebende Binnennachfrage und den Investitionsboom in China gestützt wurde. Die regionale Integration in Asien verstärkte sich, was an der raschen Zunahme des Handels und der Investitionsströme zwischen den Ländern dieser Region erkennbar war. Zum Jahresende 2004 schwächte sich die Wachstumsdynamik allerdings vor dem Hintergrund einer nachlassenden Auslandsnachfrage und hoher Ölpreise ab. In China setzte sich das robuste Wirtschaftswachstum fort, wobei es in der ersten Jahreshälfte sogar Anzeichen einer Überhitzung gab. Politische Maßnahmen haben die dynamische Investitionsentwicklung in der zweiten Hälfte des Jahres gebremst, nicht aber das BIP-Wachstum insgesamt, das sich 2004 auf 9,5 % belief.

In Lateinamerika war eine deutliche Verbesserung der Wirtschaftslage zu verzeichnen, die sowohl von der Exportentwicklung als auch von der inländischen Nachfrage getragen wurde. In Brasilien und Mexiko gewann die Konjunktur im Jahresverlauf vorwiegend aufgrund der robusten Exportentwicklung und der regen Investitionstätigkeit an Fahrt. In Argentinien setzte sich die deutlich spürbare konjunkturelle Belebung fort, wenngleich sie sich im Verlauf des Jahres leicht abschwächte.

#### **ROHSTOFFPREISE 2004 STARK GESTIEGEN**

Die Ölpreise stiegen bei beträchtlicher Volatilität fast im gesamten letzten Jahr an. Der Preis für Rohöl der Sorte Brent erreichte Ende Oktober mit 51 USD einen Höchststand, verglichen mit 30 USD zu Jahresbeginn (siehe Abbildung 3). Im Jahresdurchschnitt 2004 lag der Preis für Brent-Rohöl bei 38 USD und damit 33 % über dem Durchschnitt des Vorjahrs. In Euro gerechnet stieg der Preis im gleichen Zeitraum um 20 %. Ausschlaggebend für die Ölpreishausse im vergangenen Jahr waren die

**Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen auf den Rohstoffmärkten**



Quellen: Bloomberg und HWWA.

weltweit robuste Nachfrage nach Öl, Bedenken hinsichtlich der Sicherheit der Ölversorgung sowie Diskrepanzen zwischen Angebot und Nachfrage bei den verschiedenen Ölsorten.

Die Ölnachfrage zog vor allem in Asien und Nordamerika sprunghaft und vor dem Hintergrund des robusten Weltwirtschaftswachstums durchweg stärker als erwartet an. Angaben der Internationalen Energieagentur zufolge stieg die weltweite Ölnachfrage im vergangenen Jahr um 3,4 % und verzeichnete somit die höchste Zuwachsrate seit fast drei Jahrzehnten.

Was die Angebotsbedingungen betrifft, so gingen die Marktteilnehmer Anfang 2004 – aufgrund entsprechender Ankündigungen der Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC) – von einer unmittelbar bevorstehenden Drosselung der Fördermengen aus, zu der es aber letztlich nicht kam. Tatsächlich erhöhten sowohl die OPEC-Staaten als auch die Nicht-OPEC-Staaten ihre Fördermengen im Jahr 2004 erheblich. Mit dem weltweit steigenden Ölangebot verringerten sich die freien Förder- und Verarbeitungskapazitäten signifikant, sodass im Fall unerwarteter Versorgungsunterbrechungen nur begrenzt zusätzliche Mengen zu mobilisieren gewesen wären. Infolgedessen

reagierten die Ölpreise 2004 sehr empfindlich auf unerwartete Veränderungen des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage, auf die Markteinschätzung der Sicherheit der Rohölversorgung und auf Bedenken hinsichtlich der Angemessenheit der Ölvorräte. Darüber hinaus führten der sprunghafte Anstieg der Nachfrage nach Fertigprodukten und das zunehmende Angebot an Rohöl zu einer Diskrepanz zwischen dem Angebot an und der Nachfrage nach qualitativ hochwertigem Rohöl, was zu hohen Preisauflägen für hochwertige Rohölsorten wie die Marke Brent führte.

Die Rohstoffpreise ohne Energie, die seit der zweiten Jahreshälfte 2003 stark angezogen hatten, erreichten im ersten Halbjahr 2004 infolge der kräftigen weltwirtschaftlichen Erholung einen Höchststand (siehe Abbildung 3). Insgesamt gingen die Preise für Rohstoffe ohne Energie in der zweiten Jahreshälfte 2004 leicht zurück, da sowohl die Preise für Nahrungsmittel als auch für agrarische Rohstoffe gegenüber ihrem im früheren Jahresverlauf hohen Niveau nachgaben, während die Metallpreise weiter stiegen. In US-Dollar gerechnet waren die Preise für Rohstoffe ohne Energie im Jahresdurchschnitt 2004 insgesamt 22 % höher als im Vorjahr.

## 2.2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

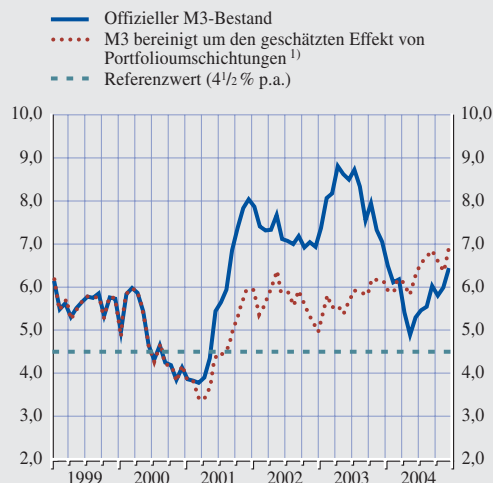
### M3-WACHSTUM VON ZWEI GEGENLÄUFIGEN FAKTOREN BEEINFLUSST

Die Geldmengenentwicklung wurde im Jahr 2004 vor dem Hintergrund des geldpolitischen Kurses und der Entwicklung an den Kapitalmärkten von zwei gegenläufigen Kräften beeinflusst: einerseits vom niedrigen Zinsniveau und andererseits von der Normalisierung des Anlageverhaltens der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet nach der deutlichen Liquiditätspräferenz zwischen 2001 und Mitte 2003. Im ersten Halbjahr 2004 überwog der dämpfende Einfluss des sich normalisierenden Anlageverhaltens, sodass die bereits seit Sommer 2003 rückläufige Jahresrate des M3-Wach-



**Abbildung 4 M3: Ist-Werte und um den geschätzten Effekt von Portfolioumschichtungen bereinigte Werte**

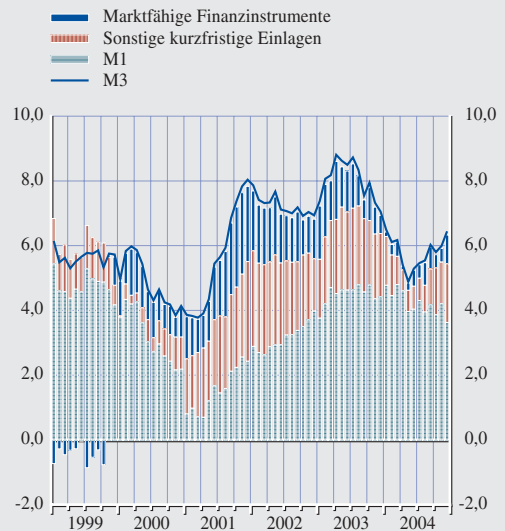
(Veränderung gegen Vorjahr in %; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.  
1) Die Schätzungen zur Größenordnung der Portfolioverschiebungen hin zu M3 beruhen auf dem in Abschnitt 4 des Aufsatzes „Monetäre Analyse in Echtzeit“ im Monatsbericht vom Oktober 2004 beschriebenen Ansatz.

**Abbildung 5 Beiträge zum jährlichen Wachstum von M3**

(in Prozentpunkten; M3-Wachstum in %; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

tums bis auf 5,3 % im Juni 2004 zurückging. Im zweiten Halbjahr wurde dieser Faktor von der Attraktivität der niedrigen Zinsen und den damit geringen Opportunitätskosten der Geldhaltung überlagert, wobei die davon ausgehenden Wachstumsimpulse durch einen weiteren Rückgang der langfristigen Zinsen noch verstärkt wurden. Infolgedessen zog das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 wieder an und belief sich am Jahresende auf 6,4 %. Gleichzeitig spiegelte sich in der monetären Dynamik des Berichtsjahrs auch das im Vorjahrsvergleich stärkere Produktionswachstum wider.

Das Anlageverhalten normalisierte sich im Jahr 2004 nur langsam. Obgleich die außergewöhnlich hohe Unsicherheit, die das Wirtschafts- und Finanzmarktgeschehen in den Vorjahren geprägt hatte, abnahm, agierten etwa die privaten Haushalte im Euroraum noch sehr risikobewusst. Unter dem Eindruck der zwischen 2000 und Mitte 2003 anhaltenden Kapitalverluste an den Aktienmärkten war die Liquiditätspräferenz der Anleger offensichtlich noch stärker ausgeprägt, als in dieser Kon-

junkturphase zu erwarten gewesen wäre. Zudem dürfte die Geldhaltung bei einem sehr niedrigen Zinsniveau besonders attraktiv sein, weil die Transaktionskosten, die bei einer Umschichtung zulasten liquider Anlageformen entstehen würden, die Opportunitätskosten der Haltung liquider Instrumente noch weiter verringern.

Der im Jahresverlauf steigende Einfluss des niedrigen Zinsniveaus auf das M3-Wachstum wird deutlich, wenn man die Geldmenge M3 um die geschätzten Auswirkungen von Portfolioumschichtungen im Zusammenhang mit der zwischen 2001 und Mitte 2003 verzeichneten ungewöhnlich starken Finanzmarktunsicherheit bereinigt.<sup>1</sup> Nachdem die bereinigte Messgröße konstruktionsbedingt auf eine spätere Normalisierung des Anlageverhaltens nicht reagiert, sollte sie auch klarere Hinweise auf die Zinseffekte liefern als die offiziellen M3-Zeitreihen (wobei zu berücksichtigen ist, dass die-

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in Abschnitt 4 des Aufsatzes „Monetäre Analyse in Echtzeit“ im Monatsbericht vom Oktober 2004.

se bereinigte Schätzung von M3 mit großer Unsicherheit behaftet ist und daher mit Vorsicht interpretiert werden sollte). In den letzten drei Quartalen 2004 lag die offizielle M3-Wachstumsrate jedenfalls unter der Jahreswachstumsrate der korrigierten Geldmenge M3, was für einen wachstumsdämpfenden Effekt der Normalisierung des Anlageverhaltens auf M3 spricht. Dieser Effekt dürfte aber im zweiten Halbjahr von dem Wachstumsimpuls überlagert worden sein, der vom niedrigen Zinsniveau ausging. Ein Hinweis darauf ist die Tatsache, dass in diesem Zeitraum sowohl die offiziellen als auch die korrigierten M3-Zeitreihen einen Anstieg des Geldmengenwachstums belegen (siehe Abbildung 4).

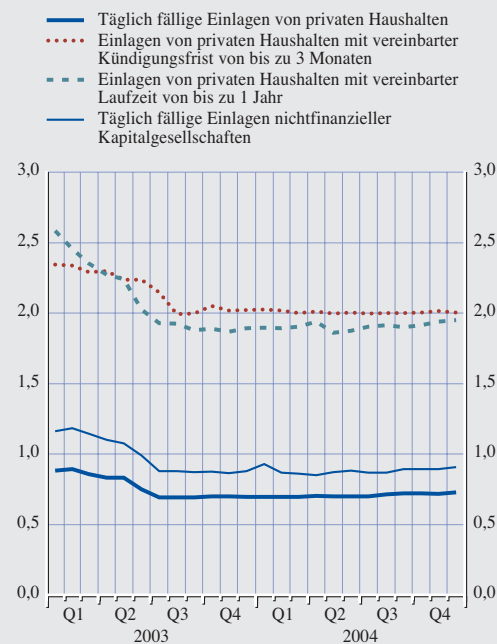
Wie bereits im Vorjahr leisteten 2004 die liquiden, im eng gefassten Geldmengenaggregat M1 enthaltenen Komponenten den größten Beitrag zum M3-Wachstum (siehe Abbildung 5). Ursächlich hierfür war die rasche Ausweitung der täglich fälligen Einlagen und des Bargeldumlaufs, wobei die Nachfrage nach Euro-Banknoten sowohl innerhalb wie auch außerhalb des Euroraums anhaltend stark war (siehe auch Kapitel 2 Abschnitt 3).

Das jährliche Wachstum der täglich fälligen Einlagen blieb 2004 unter anderem aufgrund der sehr geringen Opportunitätskosten dieser Instrumente recht hoch. Die durchschnittlichen Zinssätze für täglich fällige Einlagen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften lagen Ende 2004 weitgehend unverändert gegenüber dem Vorjahr bei 0,73 % bzw. 0,90 % (siehe Abbildung 6). Dieses Bild deckt sich mit der Entwicklung der Geldmarktsätze im Berichtsjahr.

Mit etwa 1,1 Prozentpunkten war der Beitrag der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) zum jährlichen Wachstum von M3 deutlich niedriger als im Vorjahr. Der geringere Beitrag ist hauptsächlich eine Folge der rückläufigen kurzfristigen Termineinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren), da die kurzfristigen Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer verein-

**Abbildung 6 Kurzfristige Einlagenzinssätze der MFIs**

(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; gewichtet<sup>1)</sup>)



Quelle: EZB.  
 1) Die MFI-Zinssätze werden anhand von Ländergewichten ermittelt, die auf Basis des gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens (ab Dezember 2003) bzw. auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 (von Januar bis November 2003) berechnet wurden. Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten „Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2004.

barten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) stark zunahmen. Die gegenläufige Entwicklung dieser beiden Komponenten dürfte darauf zurückzuführen sein, dass der typische Zinsvorteil von Termineinlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu einem Jahr gegenüber Spareinlagen beim niedrigen Zinsniveau im Jahr 2004 nicht zum Tragen kam (siehe Abbildung 6). In einer solchen Situation sind kurzfristige Spareinlagen aufgrund ihres höheren Liquiditätsgrads nämlich attraktiver.

Der Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente zur Jahreswachstumsrate von M3 ging von 1,2 Prozentpunkten im Jahr 2003 auf 0,4 Prozentpunkte im Jahr 2004 zurück. Dies war vor allem durch die deutlich geringere Nachfrage nach Geldmarktfondsanteilen be-

dingt. Nachdem diese Instrumente häufig von privaten Haushalten und Unternehmen als sichere Anlageform in Zeiten wirtschaftlicher und finanzieller Unsicherheit gehalten werden,

ist die rückläufige Nachfrage ein Zeichen für die Normalisierung des Anlageverhaltens der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2004 (siehe Kasten 1).

## Kasten I

### GELDVERMÖGENSBILDUNG DES NICHTFINANZIELLEN SEKTORS IM EURORAUM IM JAHR 2004

In den ersten drei Quartalen 2004 entwickelte sich die Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors im Vergleich zu den Werten aus 2003 insgesamt recht stabil (siehe Tabelle), wobei einzelne Anlageformen teils gegenläufige Trends aufwiesen. Während die Nachfrage nach langfristigen Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien zwischen 2003 und 2004 zunahm, wurde in Geldmarktfondsanteile deutlich weniger investiert. Es wurden mehr Mittel in Aktien und Aktienfonds investiert als in den vorangegangenen Jahren, die Nachfrage nach Anleihen und Rentenfonds nahm hingegen etwas ab. Insgesamt zeugen diese Entwicklungen von einer schrittweisen Normalisierung des Anlageverhaltens im Euroraum, da die Wirtschaftsakteure wieder verstärkt in riskantere und längerfristige Anlageformen investieren.

Ein beträchtlicher Teil der Ersparnisse von privaten Haushalten floss nach wie vor in Versicherungsprodukte, wenn auch in etwas geringerem Umfang als im Jahr 2003. Das große Interesse an diesen Produkten hält nun schon mehrere Jahre an. Dies lässt sich wohl damit erklären, dass das Vorsichtssparen für die Altersvorsorge in einer alternden Gesellschaft und angesichts des schwindenden Vertrauens in die öffentlichen Pensionssysteme immer wichtiger wird.

### Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Sektors im Euroraum

	Bestand in % des Geldvermögens <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
<b>Geldvermögensbildung</b>	<b>100</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	.
Bargeld und Einlagen	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Wertpapiere ohne Anteilsrechte	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
<i>Darunter: Kurzfristig</i>	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
<i>Darunter: Langfristig</i>	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Investmentzertifikate	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.
<i>Darunter: Investmentzertifikate ohne Geldmarktfondsanteile</i>	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
<i>Darunter: Geldmarktfondsanteile</i>	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Börsennotierte Aktien	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Versicherungstechnische Rückstellungen	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 <sup>2)</sup>		5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4
Jährliche Gewinne und Verluste des nichtfinanziellen Sektors aus Wertpapieranlagen (in % des BIP)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Quelle: EZB.

Anmerkung: Siehe auch Abschnitt 3.1 unter „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im EZB-Monatsbericht. Stand am Ende des Berichtszeitraums.

1) Stand am Ende des dritten Quartals 2004. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Stand am Ende des Berichtszeitraums. Das Geldmengenaggregat M3 umfasst monetäre Instrumente, die von Nicht-MFIs im Euroraum (d. h. vom nichtfinanziellen Sektor und von nichtmonetären Finanzinstituten) bei MFIs im Euroraum und Zentralstaaten gehalten werden.

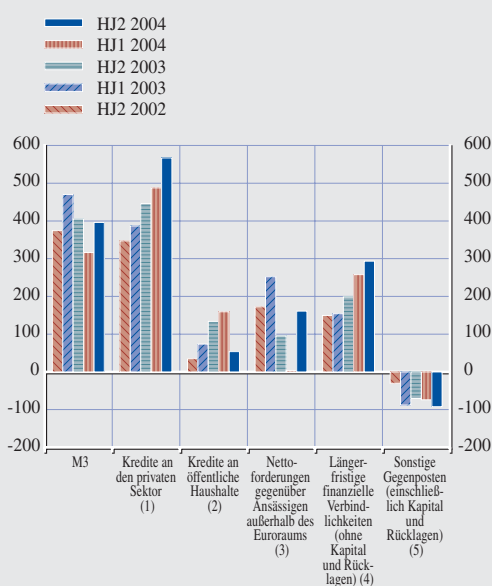
## BREITER FUNDIERTES WACHSTUM DER MFI-KREDITE AN DEN PRIVATEN SEKTOR

Auch die Entwicklung der Gegenposten zu M3 stand im Zeichen der beiden zuvor beschriebenen gegenläufigen Effekte auf das Geldmengenwachstum. Auslösender Faktor für das stärkere Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs und die im ersten Halbjahr niedrigeren Zuwachsraten bei den Nettoforderungen an Gebietsfremde war die Umkehr früherer, zugunsten von M3-Instrumenten vorgenommener Portfolioumschichtungen. Die robustere Zuwachsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor war wiederum auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen.

Im ersten Halbjahr 2004 waren weiterhin hohe Kapitalabflüsse aus dem Euroraum zu verzeichnen, wohingegen die geringeren Kapitalzuflüsse zu einem Rückgang der jährlichen Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Gebietsfremde führten (siehe Abbildung 7). Diese Kapitalabflüsse waren durch den Erwerb ausländischer Vermögenswerte durch Ansässige im Euroraum im Zuge der Normalisierung des Anlageverhaltens bedingt. In dem Maße, in dem solche Transaktionen über den MFI-Sektor des Eurogebiets abgewickelt wurden, verringerten sich sowohl die Nettoforderungen dieses Sektors gegenüber Gebietsfremden als auch die Einlagen von Gebietsansässigen. Darüber hinaus war im ersten Halbjahr 2004 eine nachhaltige Zunahme der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) zu beobachten. Auch diese Entwicklung stand im Zeichen der anhaltenden Normalisierung des Anlageverhaltens, da liquide Mittel in Form längerfristiger Instrumente neu angelegt wurden. Im Grunde setzte sich damit bei den Nettoforderungen an Gebietsfremde und den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der im zweiten Halbjahr 2003 beobachtete Trend fort. Der dämpfende Effekt dieser Faktoren auf das M3-Wachstum wurde allerdings bereits im ersten Halbjahr 2004 angesichts der niedrigen Zinsen und des Konjunkturaufschwungs zum Teil durch das robuste Wachstum der MFI-Kredite an Ansässige im Euroraum ausgeglichen.

**Abbildung 7 Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten**

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



Quelle: EZB.  
M3 = (1)+(2)+(3)-(4)+(5)

Im zweiten Halbjahr dominierte die anhaltend starke MFI-Kreditvergabe an den privaten Sektor das Geldmengenwachstum, wobei die Kreditnachfrage innerhalb des privaten Sektors breiter gestreut war als zuletzt. Zudem förderte die Umkehr des zuvor rückläufigen Trends bei den Nettoforderungen an Gebietsfremde das M3-Wachstum. Ursächlich für die Trendumkehr waren das neu erwachte ausländische Kaufinteresse an Dividendenwerten und Anleihen des Euroraums sowie die Erwartung eines weiteren Kursanstiegs des Euro, die für zusätzliche Kapitalzuflüsse sorgten. Der durchschnittliche Beitrag der Nettoforderungen des MFI-Sektors an Gebietsfremde zum jährlichen M3-Wachstum erhöhte sich von 1,1 Prozentpunkten im zweiten Quartal 2004 auf 2,2 Prozentpunkte im Schlussquartal. Gleichzeitig beschleunigte sich das jährliche Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) weiter, was auf eine anhaltende Normalisierung der Portfoliostruktur der Ansässigen im Euroraum zugunsten nichtmonetärer Anlageformen hindeutet.

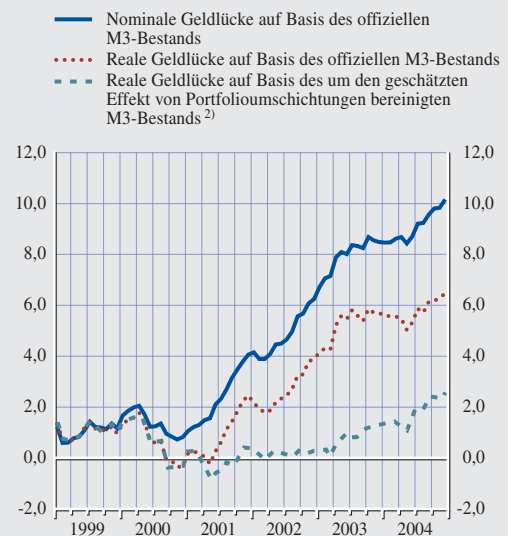
## WEITERHIN REICHLICHE LIQUIDITÄTSAUSSTATTUNG

Alle verfügbaren Indikatoren zeigen, dass die Überschussliquidität – das Ausmaß, in dem der Euroraum gemessen am Liquiditätsbedarf für die Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums mit Liquidität überversorgt ist – im Zuge des robusten Geldmengenwachstums im Jahr 2004 weiter anstieg (siehe Abbildung 8). Erstens wuchs die nominale Geldlücke, also die Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und dem M3-Bestand, der sich ergeben hätte, wenn M3 seit Dezember 1998 (Basisperiode) mit einer konstanten Wachstumsrate in Höhe des Referenzwerts von  $4\frac{1}{2}\%$  p. a. gewachsen wäre. Zweitens weitete sich die reale Geldlücke aus, also die nominale Geldlücke bereinigt um die durch bisherige Preissteigerungen absorbierte Überschussliquidität (d. h. die kumulierte Abweichung der Inflationsraten von der Preisstabilitätsdefinition der EZB). Drittens erhöhte sich eine alternative Messgröße der realen Geldlücke, die sich aus einer Schätzung der um Portfolioumschichtungen bereinigten Geldmenge M3 errechnet.

Bei der Beurteilung dieser Messgrößen der Überschussliquidität ist zu berücksichtigen, dass die Basisperiode Dezember 1998 willkürlich gewählt wurde, und die Werte daher mit Vorsicht zu interpretieren sind (wobei wie bereits angemerkt speziell die um Portfolioumschichtungen bereinigte Schätzung der Geldmenge M3 zudem mit einem hohen Grad an Unsicherheit behaftet ist).<sup>2</sup> Die Analyse, für die die erwähnten Einschränkungen gelten, zeigt, dass alle Indikatoren für die Geldlücke nach Anzeichen eines Rückgangs im ersten Halbjahr im weiteren Jahresverlauf wieder anstiegen. Die erhebliche Differenz zwischen der auf offiziellen M3-Zeitreihen beruhenden realen Geldlücke und der um den geschätzten Effekt von Portfolioumschichtungen bereinigten Geldlücke deutet darauf hin, dass die Überschussliquidität im Euroraum großenteils auf Portfolioverschiebungen zugunsten von in M3 erfassten Instrumenten zurückzuführen ist. Der starke Anstieg der korrigierten Messgröße seit Mitte 2003 (siehe Abbildung 8) spricht allerdings dafür, dass neben den Portfolioumschichtun-

Abbildung 8 Schätzung der Geldlücke<sup>1)</sup>

(in % des jeweiligen M3-Bestands; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt; Dezember 1998 = 0)



Quelle: EZB.

1) Die nominale Geldlücke entspricht der Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und dem Geldbestand M3, der sich aus einem dem Referenzwert ( $4\frac{1}{2}\%$  p.a.) entsprechenden konstanten M3-Wachstum seit Dezember 1998 (Basisperiode) ergeben hätte. Die reale Geldlücke entspricht der Differenz zwischen der mit dem HVPI deflationierten tatsächlichen Geldmenge M3 und dem deflationierten Geldbestand M3, der sich bei einem dem Referenzwert ( $4\frac{1}{2}\%$  p.a.) entsprechenden konstanten nominalen M3-Wachstum und einer mit der Preisstabilitätsdefinition der EZB im Einklang stehenden HVPI-Inflation – jeweils seit Dezember 1998 (Basisperiode) – ergeben hätte.

2) Die Schätzungen zur Größenordnung der Portfolioverschiebungen hin zu M3 beruhen auf dem in Abschnitt 4 des Aufsatzes „Monetäre Analyse in Echtzeit“ im Monatsbericht vom Oktober 2004 beschriebenen Ansatz.

gen zunehmend auch andere Faktoren eine Rolle gespielt haben müssen.

Dieser Bestand an überschüssiger Liquidität ist ein Risikofaktor für die Preisstabilität auf mittlere Sicht. Sollte die Überschussliquidität in nennenswertem Ausmaß in die Transaktionskasse fließen, könnte dies – insbesondere bei zunehmendem Vertrauen und einer Konjunkturbelebung – die Inflation schüren (siehe Kasten 2). Zudem könnten sich durch eine reichliche Liquiditätsausstattung und ein starkes Kreditwachstum andere Vermögenswerte, insbesondere Immobilien, merklich verteuern.

<sup>2</sup> Weitere Einzelheiten finden sich in Abschnitt 4 des Aufsatzes „Monetäre Analyse in Echtzeit“ im Monatsbericht vom Oktober 2004.

## Kasten 2

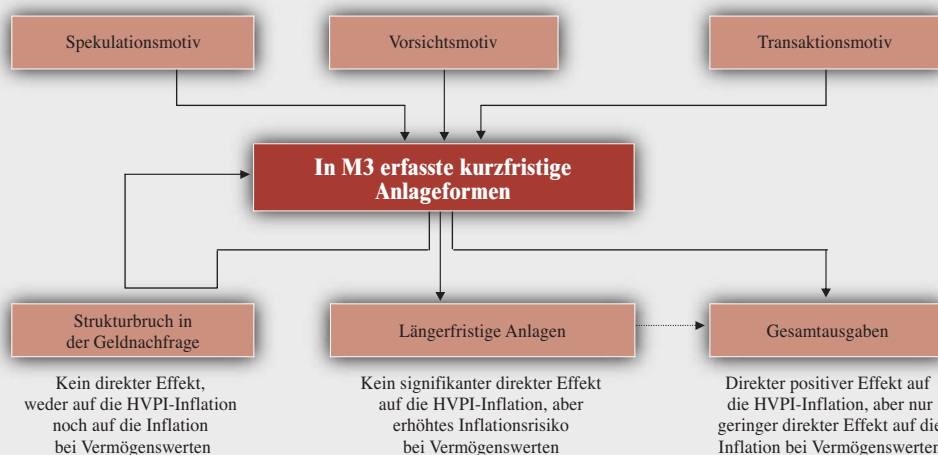
### SZENARIEN FÜR DIE NUTZUNG DER IM EURORAUM AKKUMULIERTEN ÜBERSCHUSSLIQUIDITÄT

Aufgrund des anhaltend starken M3-Wachstums seit Mitte 2001 hat die Überschussliquidität im Euroraum inzwischen historische Höchstwerte erreicht. Im Berichtsjahr war im Euroraum somit deutlich mehr Liquidität vorhanden als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums nötig ist. Bei der Interpretation dieser hohen Liquiditätswerte ist jedoch Vorsicht geboten.

In Überlegungen, wie die Überschussliquidität genutzt werden könnte, müssen auch die Auslöser für deren Akkumulation berücksichtigt werden. Im Wesentlichen lassen sich hier zwei Faktoren nennen: Erstens hat die von Mitte 2001 bis Mitte 2003 andauernde Phase wirtschaftlicher, finanzieller und geopolitischer Unsicherheit zu einer vorübergehend deutlich höheren Präferenz für sichere und liquide, in M3 enthaltene Anlageformen geführt. Zweitens hat gerade in jüngster Zeit der Geldbedarf infolge der im gesamten Laufzeitspektrum niedrigen Zinsen und der damit einhergehenden geringen Opportunitätskosten von liquiden Vermögenswerten zugenommen. So gesehen ließe sich die lebhaftere Nachfrage nach kurzfristigen M3-Instrumenten vorwiegend mit Spekulations- und Vorsichtsmotiven (anstelle von Transaktionen) erklären. Je nachdem, aus welchem Grund die liquiden Mittel zunächst angespart wurden, kommt es später zu einer unterschiedlichen Nutzung der Überschussliquidität – und genau davon hängt wiederum ab, wie hoch das damit verbundene Risiko für die Preisstabilität ist (siehe Abbildung).

Eine denkbare Entwicklung ist, dass die Wirtschaftsakteure ihre liquiden Bestände direkt oder über Investmentfonds in längerfristige Vermögenswerte, Anteilspapiere, Schuldverschreibungen oder Immobilien investieren. Damit die Überschussliquidität auf diese Weise tatsächlich abgebaut wird, müssen die Mittel aber entweder bei im Euroraum ansässigen MFIs oder Akteuren außerhalb des Euroraums investiert werden. Diese Transaktionen sind zwar nicht direkt

### Mögliche Nutzung der Überschussliquidität



inflationswirksam, indirekt könnte die HVPI-Inflation aber später über Vermögenseffekte beeinflusst werden, wenn Umschichtungen in den Anlageportfolios Preisänderungen bei den Vermögenswerten auslösen.

Zweitens wäre auch denkbar, dass die liquiden Bestände letztlich der Transaktionskasse zufließen. Am wahrscheinlichsten ist dieses Szenario, wenn sich das Vertrauen in die Wirtschaft festigt. In dem Maß, wie diese Transaktionskassenbestände zum Kauf von Waren und Dienstleistungen im Euroraum genutzt werden, wird wahrscheinlich nach und nach auch die derzeitige Überschussliquidität reabsorbiert. Sollte das Konsumwachstum über einen längeren Zeitraum hinweg stark ansteigen, könnte es zu einer Verknappung der Produktionskapazitäten kommen, was letztlich ein Risiko für die Preisstabilität darstellen würde.

Nicht völlig auszuschließen ist drittens eine nachhaltige Änderung des Nachfrageverhaltens der Wirtschaftsakteure nach Geld, d. h. eine strukturbedingt gestiegene Liquiditätspräferenz, mit der auch ein Anstieg der angestrebten Geldhaltung einhergeht. Ein Grund dafür könnte sein, dass die Haushalte infolge ihrer beträchtlichen Verluste an den Aktienmärkten zwischen 2000 und 2003 nun bei Finanzinvestitionen risikobewusster agieren. Je nachdem, inwieweit diese Überlegungen zutreffen, wäre die Überschussliquidität im Euroraum gar nicht so hoch wie derzeit ausgewiesen und demnach auch nicht inflationswirksam.

Tatsächlich treffen vermutlich alle drei Möglichkeiten zu. Derzeit ist es schwierig festzustellen, ob die Liquiditätspräferenz in den vergangenen Jahren wirklich dauerhaft gestiegen ist. Denn eine anhaltend starke Präferenz für Immobilienankäufe ließe sich auch durch den beträchtlichen Immobilienpreisanstieg erklären. Ferner gibt es Hinweise darauf, dass die Wirtschaftsakteure nun verstärkt in längerfristige Anlageformen investieren. Auch lässt sich nicht ausschließen, dass ein Teil der Überschussliquidität in Zukunft (vor allem in Zeiten großen Vertrauens in eine günstige Wirtschaftsentwicklung) für höhere nominale Transaktionen verwendet wird und in der Folge zu einer Erhöhung der Inflation beiträgt.

Wenn sich die Überschussliquidität zum Teil auch auf die gestiegene Liquiditätspräferenz der privaten Haushalte und der Unternehmen zurückführen lässt, nimmt die EZB angesichts der hier angeführten Überlegungen und der hohen Werte im Jahr 2004 die Entwicklung weiterhin zum Anlass für verstärkte Wachsamkeit. Um die relative empirische Bedeutung der möglichen Szenarien für die Nutzung der Überschussliquidität (und folglich auch der Risiken für die mittelfristige Preisstabilität) entsprechend beurteilen zu können, wird die EZB die Entwicklungen an allen Fronten weiterhin genau überwachen, mit besonderem Augenmerk auf a) Anzeichen für die Umkehr früherer Portfolioumschichtungen und das Risiko der Entstehung von „Preisblasen“ bei Vermögenswerten, b) Anzeichen für überdurchschnittlich hohen Konsum sowie c) Anzeichen für strukturelle Veränderungen bei der Geldnachfrage.

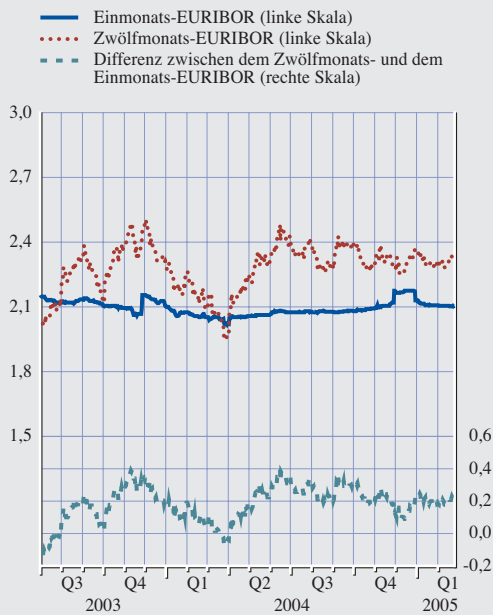
#### **GELDMARKTSÄTZE BLIEBEN WEITGEHEND STABIL**

Im Jahr 2004 beließ der EZB-Rat die Leitzinsen unverändert. Infolgedessen blieben die Geldmarktsätze am sehr kurzen Ende der Zinsstrukturkurve im Berichtsjahr weitgehend stabil.

Bei den längeren Laufzeiten gingen die Geldmarktzinsen im ersten Quartal 2004 deutlich zurück und setzten damit den seit Mitte Dezember 2003 zu beobachtenden Abwärtstrend fort (siehe Abbildung 9). Gegen Ende März kehrte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt (gemessen als Differenz zwischen

**Abbildung 9 Kurzfristzinsen und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt**

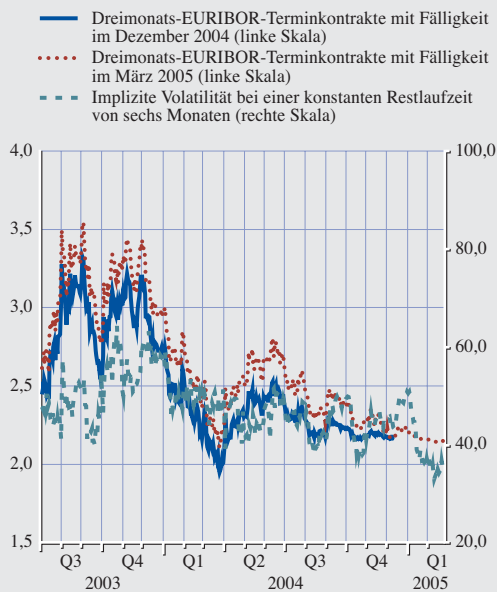
(in % p.a.; in Prozentpunkten; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

**Abbildung 10 Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte und implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte**

(in % p.a.; in Basispunkten; Tageswerte)



Quellen: Bloomberg, Reuters und EZB-Berechnungen.

dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR) unter dem Eindruck einer erwarteten Leitzinssenkung ins Negative, wobei der niedrigste Stand am 26. März 2004 mit -7 Basispunkten erreicht wurde.

Zwischen April und Juni 2004 normalisierte sich der Verlauf der Zinsstrukturkurve wieder, da die Zinsen bei den längeren Laufzeiten kräftig anzogen, während sie am sehr kurzen Ende der Zinsstrukturkurve weitgehend unverändert blieben. Im Anschluss daran blieben die längerfristigen Geldmarktzinsen relativ stabil und bewegten sich in einem sehr engen Band von etwa 10 Basispunkten. Mit 2,12 % bzw. 2,35 % entsprachen der Einmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR Ende 2004 im Großen und Ganzen ihrem jeweiligen Vorjahresstand.

In den ersten beiden Monaten des Jahres 2005 blieben die EURIBOR-Sätze im längeren Laufzeitenbereich weitgehend stabil, da die Marktteilnehmer davon ausgingen, dass die Kurz-

fristzinsen 2005 meist unverändert bleiben würden. Die Terminprämien waren im selben Zeitraum weiterhin moderat. Der Einmonats- und der Zwölfmonats-EURIBOR beliefen sich am 24. Februar 2005 auf 2,10 % bzw. 2,34 %.

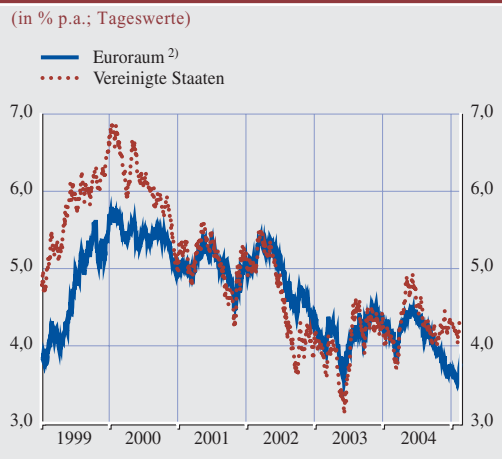
Die Veränderungen bei den kurzfristigen Geldmarktsätzen im Jahr 2004 schlugen sich im Allgemeinen in der Entwicklung des impliziten Zinssatzes für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte nieder. Die aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte abgeleitete implizite Volatilität ging im Jahresverlauf deutlich zurück, was darauf hindeutete, dass die Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Entwicklung der Kurzfristzinsen unter den Marktteilnehmern sehr gering war (siehe Abbildung 10).

### RENDITEN LANGFRISTIGER STAATSANLEIHEN 2004 STARK GESUNKEN

Im Euroraum lagen die Renditen langfristiger Staatsanleihen zum Jahresende 2004 auf einem



**Abbildung 11 Renditen langfristiger Staatsanleihen<sup>1)</sup>**



Quellen: Reuters, Bloomberg und Thomson Financial Datastream.  
1) Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Laufzeit.  
2) Seit dem 1. Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

im historischen Vergleich sehr niedrigen Niveau. Während die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum trotz einiger Schwankungen in der ersten Jahreshälfte weitgehend unverändert blieben, waren sie im zweiten Halbjahr rückläufig und lagen zum Jahresende mit 3,7 % deutlich unter dem Ende 2003 verzeichneten Niveau (siehe Abbildung 11).

Insgesamt stand die Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen im Euroraum stark im Zeichen der jeweils aktuellen Einschätzung der Inflations- und Konjunkturaussichten für das Eurogebiet, die sich wiederum je nach Beurteilung der Perspektiven für die Weltkonjunktur änderte. Maßgeblichen Einfluss auf die Einstellung der Marktteilnehmer hatte dabei die Erwartungshaltung bezüglich der Auswirkungen der 2004 stark anziehenden Ölpreise auf den Preisauftrieb und die Konjunktur, die sich offenbar im Zuge der Aktualisierungen der realwirtschaftlichen Daten änderte. Während die Marktteilnehmer im Frühjahr die Ölpreishausse in erster Linie als preistreibend einschätzten, so fürchteten sie im späteren Jahres-

verlauf offenbar eher die wachstumshemmenden Auswirkungen.

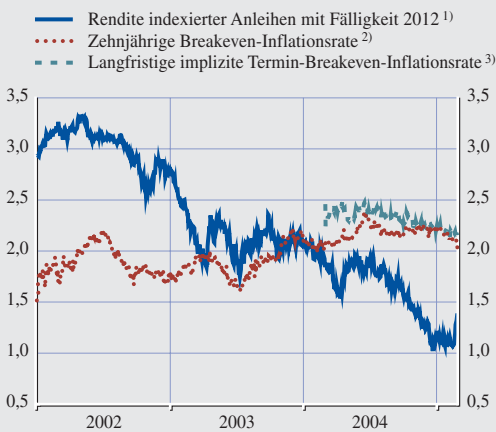
Im ersten Quartal 2004 waren die langfristigen Anleiherenditen im Euroraum wie in den Vereinigten Staaten vor dem Hintergrund der wachsenden Besorgnis über die Stärke der wirtschaftlichen Erholung in den USA rückläufig. Dass auch im Euroraum trotz der hier allmählich in Schwung kommenden Konjunktur die Renditen langfristiger indexierter Anleihen im ersten Quartal des Berichtsjahrs schrumpften, ist darauf zurückzuführen, dass die Markterwartungen hinsichtlich der weiteren weltwirtschaftlichen Entwicklung anscheinend größtenteils von der Sorge über die Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung in den USA geprägt waren.

Die zunächst rückläufige Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen im Euroraum kehrte sich ab Anfang April rasch um, wobei offensichtlich vor allem zwei Faktoren eine Rolle spielten. Einerseits stieg das Vertrauen der Marktteilnehmer in die anhaltende Erholung im Euroraum nicht zuletzt unter dem Eindruck der inzwischen besseren Aussichten für die Weltwirtschaft. Andererseits wuchs die Sorge der Marktteilnehmer über den möglichen preistreibenden Effekt des starken Ölpreisanstiegs. Tatsächlich nahmen im Frühjahr die langfristigen Anleiherenditen und Breakeven-Inflationsraten vor dem Hintergrund erneuter Inflationsbedenken aufseiten der Anleger zu (siehe Abbildung 12). Diese Bedenken waren im Euroraum jedoch weitaus weniger stark ausgeprägt als in den Vereinigten Staaten, wo die Anleiherenditen und Breakeven-Inflationsraten entsprechend stärker anzogen.

Zwischen April und Juni 2004 rechneten die Marktteilnehmer im Euroraum offensichtlich gerade über kürzere Zeithorizonte mit einem stärkeren Preisauftrieb, während die längerfristigen Inflationserwartungen (gemessen anhand der impliziten Termin-Breakeven-Inflationsraten) anscheinend etwas stabiler waren, dabei aber auf einem relativ hohen Niveau ver-

### Abbildung 12 Reale Renditen langfristiger Anleihen und Breakeven-Inflationsraten im Euroraum

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Reuters, französisches Schatzamt und EZB-Berechnungen.

1) Abgeleitet von französischen Staatsanleihen mit Fälligkeit 2012, die an den HVPI des Euroraums (ohne Tabakpreise) gekoppelt sind.

2) Die Berechnung wird in Kasten 2 im Monatsbericht vom Februar 2002 erläutert.

3) Berechnet aus indexierten Anleihen im Euroraum mit Fälligkeit 2008 und 2014 (seit Begebung Letzterer).

harrten.<sup>3</sup> Der Anstieg der Breakeven-Inflationsraten im Euroraum dürfte bis zu einem gewissen Grad die höhere Inflationsrisikoprämie widerspiegeln, die die Anleger angesichts der Unsicherheit über die Auswirkungen der Ölpreisentwicklung verlangten. Für diese Interpretation sprechen auch Umfrageergebnisse zu den Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, die keinen Anstieg der Punktschätzungen für die langfristigen Inflationserwartungen aufzeigten.

Die Anleiherenditen wurden auch in der zweiten Jahreshälfte 2004 erheblich von der Entwicklung der Ölpreise beeinflusst. Darüber hinaus zeigten sich die Märkte zunehmend über die wachstumshemmenden Effekte der Ölpreisentwicklung auf die Wirtschaft im Euroraum und die Weltwirtschaft besorgt. Der damit verbundene ab Mitte Juni verzeichnete schrittweise Rückgang der nominalen langfristigen Anleiherenditen sowie der langfristigen Renditen indexgebundener Anleihen lässt darauf schließen, dass die Märkte mit einer leichten Abschwächung des Wirtschaftswachstums

im Euroraum rechneten. Eine weitere Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro, vor allem im Schlussquartal 2004, schien die kurzfristigen Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer für das Eurogebiet zusätzlich zu dämpfen. Der Rückgang der nominalen langfristigen Anleiherenditen sowie der langfristigen Renditen indexgebundener Anleihen im Euroraum spricht auch dafür, dass die Marktteilnehmer eine geldpolitische Straffung auf kurze bis mittlere Sicht nun für weniger wahrscheinlich hielten.

Infolge dieser Entwicklungen gingen die nominalen langfristigen Anleiherenditen im Euroraum im Jahresverlauf 2004 stark zurück. Insgesamt verringerten sie sich um rund 60 Basispunkte auf einen nahezu historischen Tiefstand von 3,7 % am Jahresende. Das Zinsgefälle gegenüber den Vereinigten Staaten blieb im Berichtsjahr allerdings meist weitgehend stabil, was auf die etwa zeitgleichen Veränderungen der Konjunkturaussichten in den beiden Wirtschaftsräumen zurückzuführen war. Gegen Jahresende koppelten sich die Bewegungen der langfristigen Anleiherenditen dennoch etwas voneinander ab, und der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Euroraum erhöhte sich leicht auf knapp 60 Basispunkte.

Im zweiten Halbjahr 2004 bewegten sich auch die Breakeven-Inflationsraten geringfügig nach unten. Dennoch lagen die langfristigen Breakeven-Inflationsraten im Euroraum zum Jahresende weiterhin über ihren Durchschnittswerten seit Ende 2001, als die ersten an den HVPI des Eurogebiets (ohne Tabakpreise) gekoppelten Anleihen begeben worden waren. Mit rund 2,2 % lag die zehnjährige Breakeven-

<sup>3</sup> Abbildung 12 zeigt, dass der im Frühjahr 2004 verzeichnete Anstieg der aus indexierten Anleihen mit Fälligkeit 2012 abgeleiteten Kassa-Breakeven-Inflationsrate, die u. a. die durchschnittlichen Inflationserwartungen für den Zeitraum 2004 bis 2012 abbildet, stärker ausfiel als der Anstieg der langfristigen impliziten Termin-Breakeven-Inflationsrate, in der die durchschnittlichen Inflationserwartungen für den Zeitraum 2008 bis 2014 zum Ausdruck kommen. Dies deutet auf eine stärkere Zunahme der Inflationserwartungen über kürzere Horizonte hin.

Inflationsrate Ende 2004 rund 10 Basispunkte über dem Vorjahrsniveau.

Bemerkenswert ist ferner der erneute Rückgang der impliziten Volatilität am Anleihemarkt im Jahr 2004. Die implizite Volatilität ist ein Indikator für die Bandbreiten, innerhalb der

sich die Anleiherenditen den Markterwartungen zufolge in naher Zukunft bewegen dürften. Die aufgrund dieser Kennzahlen zu erwartende geringere Volatilität am Anleihemarkt wurde durch die Marktentwicklung tatsächlich bestätigt (siehe Kasten 3).

### Kasten 3

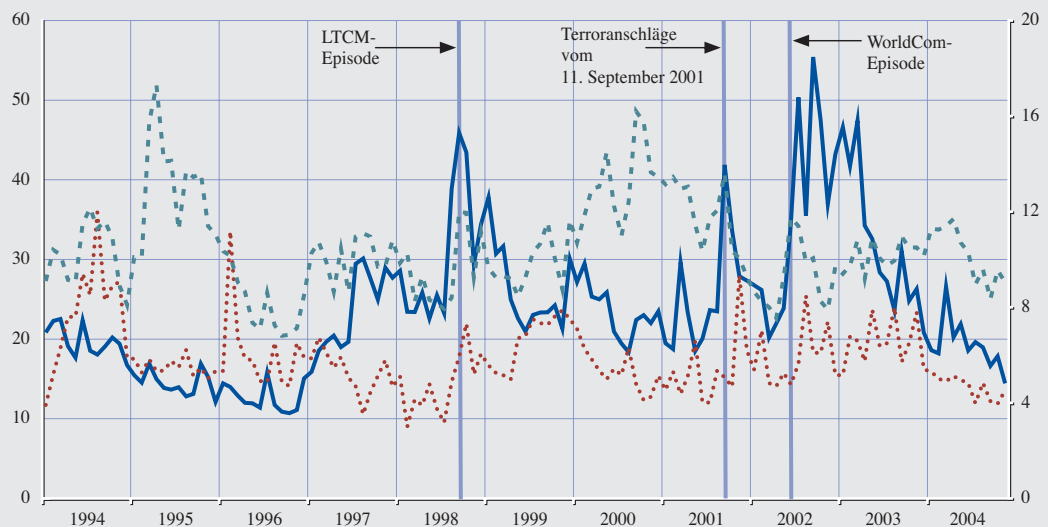
#### ENTWICKLUNG DER IMPLIZITEN VOLATILITÄT AN DEN FINANZMÄRKTEN

Im Jahr 2004 war im Euroraum – wie auch in anderen entwickelten Volkswirtschaften – in mehreren Finanzmarktsegmenten ein deutlicher Rückgang der impliziten Volatilität zu verzeichnen. Die von Optionspreisen abgeleitete implizite Volatilität gilt allgemein als Indikator für die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die kurzfristige Entwicklung an den jeweiligen Finanzmärkten. Im Jahr 2004 gab es gewisse Bedenken, ob die implizite Volatilität tatsächlich so gering wie ausgewiesen ist, also tatsächlich die Markterwartungen hinsichtlich der Volatilität widerspiegelt und nicht durch andere Faktoren bedingt ist. Das ist insofern wichtig, als eine etwaige Fehleinschätzung der Volatilität unter anderem die Finanzmarktstabilität gefährden könnte. Sollten beispielsweise Finanzinstitute in Reaktion auf die geringere Volatilität höhere Risiken eingehen, könnten ihnen erhebliche Verluste entstehen, falls die Schwankungen

#### Abbildung A Implizite Finanzmarktvolatilität im Euroraum

(in % p.a.; Monatswerte)

- Aktienmarkt (linke Skala) <sup>1)</sup>
- Anleihemarkt (rechte Skala) <sup>2)</sup>
- - - Devisenmarkt (rechte Skala) <sup>3)</sup>



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

1) Volatilitätsindex für den Deutschen Aktienindex DAX; misst die implizite Volatilität für die nächsten 45 Kalendertage.

2) Implizite Volatilität von Optionen auf Bund-Futures mit einer Restlaufzeit von 22 Handelstagen.

3) Implizite Volatilität von Optionskontrakten auf den USD/EUR-Wechselkurs mit einer Restlaufzeit von rund einem Monat.

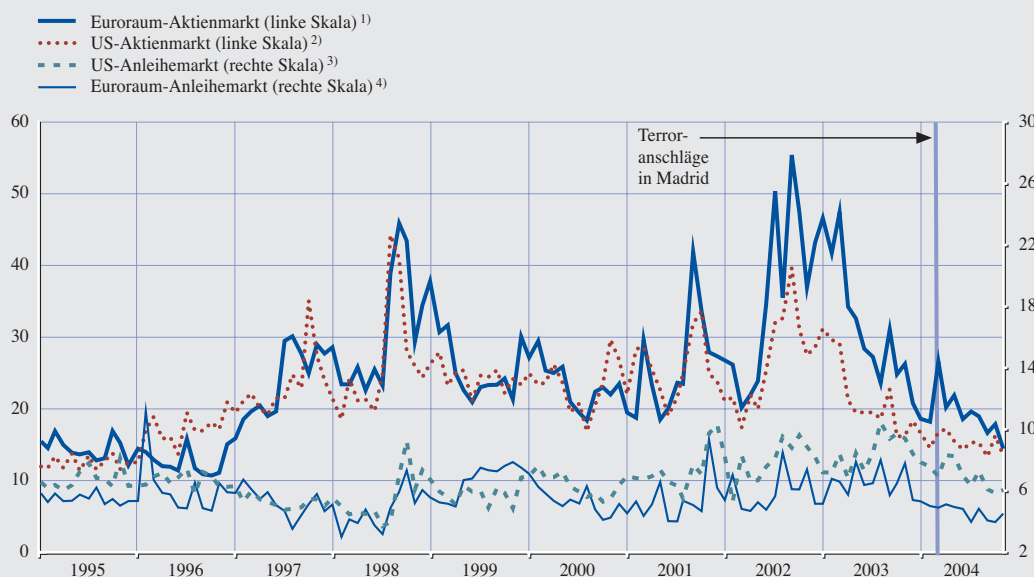
letztlich stärker als erwartet ausfallen. Empirisch war eine solche Fehleinschätzung allerdings nicht nachweisbar; die niedrigeren Volatilitätswerte haben sich in der Praxis bestätigt.<sup>1</sup> Dies lässt sich wiederum z. B. damit erklären, dass sich – insbesondere an den weltweiten Aktienmärkten – die Lage nach mehrjährigen außergewöhnlichen Turbulenzen zunehmend normalisiert.

Abbildung A zeigt a) die implizite Volatilität des Deutschen Aktienindex DAX, gemessen am Volatilitätsindex für den DAX (VDAX), b) die implizite Volatilität langfristiger Staatsanleihen, abgeleitet von Optionen auf Bund-Futures mit einer Restlaufzeit von 22 Handelstagen und c) die implizite Volatilität des Euro-Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar, abgeleitet aus Preisen von Währungsoptionen mit einer Restlaufzeit von etwa einem Monat. Die hier verglichenen Optionen wurden alle am selben Tag ausgestellt und haben in etwa die gleiche Restlaufzeit, d. h., mit den hier dargestellten impliziten Volatilitätsreihen lässt sich die Unsicherheit in allen drei Marktsegmenten gut vergleichen.

In der Vergangenheit deckten sich die kurzfristigen Volatilitätserwartungen in den einzelnen Marktsegmenten offenbar kaum, bis auf gelegentliche Phasen allgemeiner Marktturbulenzen, die wohl auch durch allgemeine Schocks ausgelöst wurden. Der in den ersten drei Quartalen 2004 verzeichnete Rückgang der Volatilität fiel dagegen an allen Märkten ähnlich stark aus. Da es keine Anzeichen für eine Fehleinschätzung der Volatilität gibt, würde dies darauf hin-

### Abbildung B Implizite Anleihe- und Aktienmarktvolatilität im Euroraum und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Monatswerte)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

1) Volatilitätsindex für den Deutschen Aktienindex DAX; misst die implizite Volatilität für die nächsten 45 Kalendertage.

2) Volatilitätsindex für den S&P 500; misst die implizite Volatilität für die nächsten 30 Kalendertage.

3) Implizite Volatilität von Optionen auf US-Treasury-Futures mit einer Restlaufzeit von 22 Handelstagen.

4) Implizite Volatilität von Optionen auf Bund-Futures mit einer Restlaufzeit von 22 Handelstagen.

1 Siehe Kasten 3 „Jüngste Tendenzen bei der impliziten Aktienkursvolatilität“ im Monatsbericht vom November 2004 und Kasten 6 „Jüngste Entwicklung der impliziten Volatilität am Anleihemarkt“ im Monatsbericht vom Dezember 2004.

deuten, dass in dieser Phase viele Finanzmarktteilnehmer zunehmend mit einer baldigen Beruhigung der Marktlage rechneten. Der ausgeprägte Rückgang der impliziten Volatilität des USD/EUR-Wechselkurses kam allerdings in den letzten Monaten des Jahres 2004 angesichts des wieder stärker fallenden US-Dollarkurses zum Stillstand.

Die Kapitalmärkte weisen heute einen hohen Integrationsgrad auf, woraus auf eine weltweit hohe Korrelation der Volatilität innerhalb der einzelnen Marktsegmente geschlossen werden kann. Abbildung B zeigt die implizite Aktienmarktvolatilität in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet, gemessen an den Volatilitätsindizes für den Standard & Poor's 500 (VIX) bzw. den DAX (VDAX), sowie die implizite Volatilität an den jeweiligen Märkten für langfristige Anleihen, die von Optionen auf US-Treasury-Futures bzw. Bund-Futures abgeleitet wird.

Aus Abbildung B geht klar hervor, dass sich die implizite Volatilität in den Vereinigten Staaten und im Euroraum sowohl am Staatsanleihenmarkt als auch am Aktienmarkt sehr ähnlich verhält, wobei die grenzüberschreitende Korrelation bei den Aktien etwas stärker sein dürfte als bei den langfristigen Staatsanleihen. Länder- und marktspezifische Faktoren können jedoch nach wie vor eine entscheidende Rolle spielen. Die – wenn auch nur vorübergehende – Auswirkung der Terroranschläge vom 11. März 2004 in Madrid auf die Volatilitätserwartungen am Aktienmarkt war beispielsweise im Euroraum deutlicher zu spüren als in den Vereinigten Staaten. Die Abbildung zeigt auch einmal mehr, dass sich der allgemeine Rückgang der impliziten Volatilität in den letzten Jahren nicht auf den Euroraum beschränkte.

Insgesamt sind die internationalen Verflechtungen innerhalb bestimmter Anlageklassen – vor allem aber an den Aktienmärkten – recht stark. Während sich die implizite Volatilität in den einzelnen Marktsegmenten unter normalen Umständen im Allgemeinen nicht parallel entwickelt, scheint die Korrelation in turbulenten Zeiten zuzunehmen. Der jüngste Gleichlauf der impliziten Volatilität in den drei in Abbildung A dargestellten Anlageklassen ist bemerkenswert, da er nicht auf Finanzmarkturbulenzen zurückzuführen ist und somit die allgemeine Erwartung der Marktteilnehmer untermauert, dass sich die Lage am Finanzmarkt im Vergleich zum Jahresanfang 2004 in naher Zukunft beruhigen wird.

Anfang 2005 setzten die langfristigen Anleiherenditen weltweit zunächst ihre Abwärtsbewegung fort, bevor sie ab etwa Mitte Februar 2005 wieder stark anzogen. In der Folge lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum wie auch in den Vereinigten Staaten am 24. Februar 2005 in etwa auf ihrem Niveau von Ende 2004.

#### **ERNEUT KRÄFTIGE KURSGEWINNE AN DEN AKTIENMÄRKTEN IM EURORAUM**

Im Jahr 2004 setzten die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet den seit Anfang 2003 zu beobachtenden Aufwärtstrend fort (siehe Abbildung 13). Der Dow Jones Euro STOXX schloss

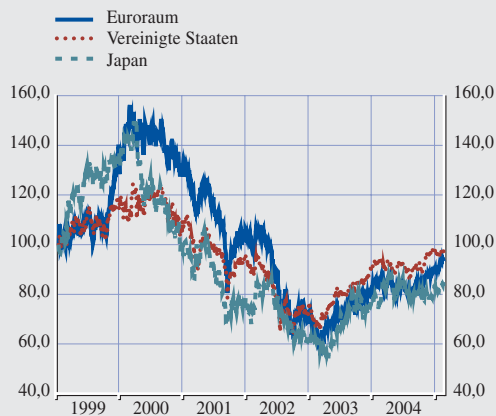
das Jahr mit einem Gewinn von rund 10 % gegenüber dem Vorjahr und stieg damit etwas stärker als der Standard & Poor's 500 und der Nikkei 225.

Zum euroraumweiten Aktienkursanstieg dürften mehrere Faktoren beigetragen haben, insbesondere aber die rückläufigen langfristigen Zinssätze und die stark gestiegenen Unternehmenserträge und Dividendenzahlungen (siehe Abbildung 14).

Eine deutliche Verringerung der Volatilität an den Aktienmärkten, die auf eine geringere Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich

Abbildung 13 Wichtige Aktienindizes<sup>1)</sup>

(Index: 1. Januar 1999 = 100; Tageswerte)

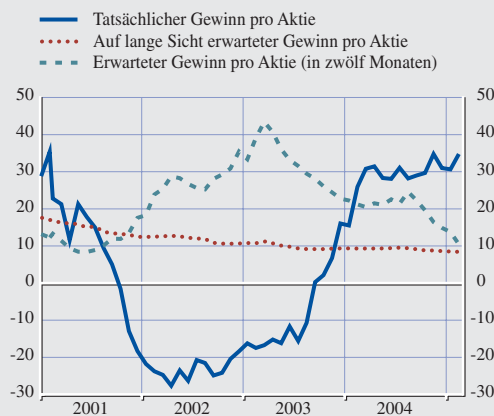


Quellen: Reuters, Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.

1) Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex für den Euroraum, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan. Seit dem 1. Januar 2001 einschließlich Angaben zu Griechenland.

Abbildung 14 Tatsächliche und erwartete Steigerung der Unternehmenserträge

(Veränderungen gegen Vorjahr in %, Monatswerte)



Quelle: Thomson Financial Datastream (Gewinnerwartungen der Analysten aus dem Institutional Brokers Estimate System IBES).

der Aktienmarktperspektiven hindeutete, dürfte sich ebenfalls positiv ausgewirkt haben (siehe Kasten 3). Potenziell negative Einflüsse, wie die etwas weniger günstigen Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum infolge des Ölpreisanstiegs und – vor allem gegen Ende 2004 – die Wechselkursentwicklung, schienen die Aktienkurse nur bedingt zu dämpfen.

Die sektorale Analyse zeigt, dass sich der Aktienkursanstieg im Euroraum im Jahr 2004 an breiter Front vollzog. Nur einer der zehn Sektoren des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, nämlich der Technologiesektor, verbuchte am Jahresende 2004 im Vergleich zum Vorjahr Kursverluste. Die stärksten Zuwächse waren im Gesundheitssektor und bei den Versorgungsunternehmen zu verzeichnen, und auch im Telekommunikationssektor war eine Erholung spürbar. Der Energiesektor übertraf den Gesamtindex ebenfalls, gestützt durch die positive Korrelation der Unternehmenserträge in diesem Bereich mit der Ölpreisentwicklung. Dieser Faktor trug auch zum besseren Abschneiden der Versorgungsunternehmen bei, was mit den in Zeiten hoher Ölpreise üblichen Nachfrageverschiebungen zugunsten alternativer Energieträger

wie Erdgas zusammenhängt. Der Konsumsektor entwickelte sich dagegen 2004 sowohl im konjunktur reagiblen als auch im nicht konjunkturabhängigen Konsumgüter- und Dienstleistungsbereich schwächer als der Gesamtindex. Hier könnten Bedenken der Anleger hinsichtlich der Dynamik der Inlandsnachfrage und insbesondere des privaten Konsums im Euroraum eine Rolle gespielt haben.

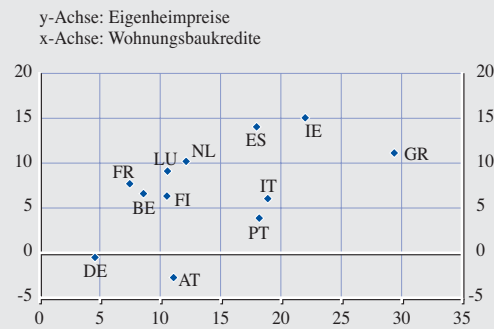
In den ersten beiden Monaten des Jahres 2005 setzte sich der weltweite Aufwärtstrend an den Aktienmärkten fort. Der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index legte zwischen Ende 2004 und dem 24. Februar 2005 um mehr als 3 % zu. Gleichzeitig stiegen auch der Standard & Poor's 500 und der Nikkei 225 leicht an. Diese Kursgewinne wurden vermutlich vor allem von der weiteren deutlichen Verbesserung der Unternehmensrentabilität getragen.

### ROBUSTE KREDITNACHFRAGE DER PRIVATEN HAUSHALTE

Der Finanzierungsbedarf des Sektors der privaten Haushalte war im Jahr 2004 hoch, was sich an einem Anstieg der durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate der MFI-Kredite an priva-

**Abbildung 15 Entwicklung der Wohnungsmärkte und Wohnungsbaukredite in den Ländern des Euroraums**

(durchschnittliches jährliches Wachstum zwischen 1998 und 2003; in %)



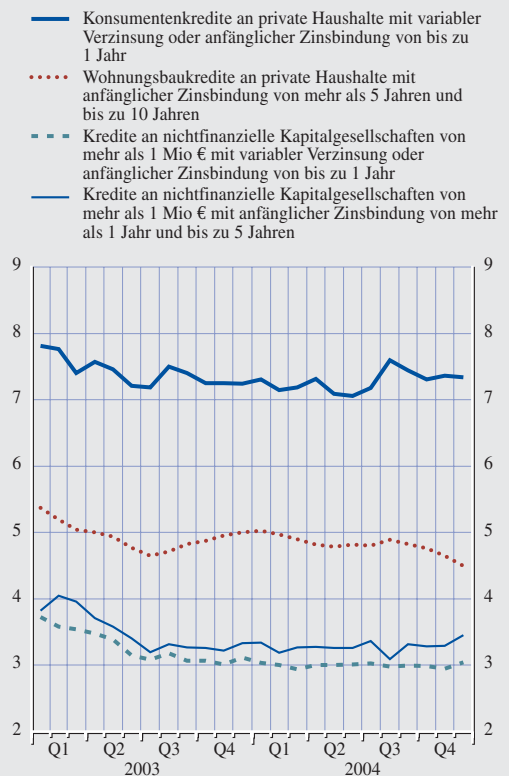
Quelle: EZB-Berechnungen anhand von Angaben der MFIs zur Kreditvergabe und aktuellen nationalen Statistiken zu Eigenheimpreisen.

te Haushalte auf 7,8 % zeigte. Der seit dem ersten Quartal 2002 zu verzeichnende Aufwärtstrend setzte sich auch 2004 fort, wobei die Nachfrage der privaten Haushalte nach langfristigen Krediten besonders stark war. In den ersten drei Quartalen 2004 nahmen die privaten Haushalte mehr Kredite in Anspruch, als von den MFIs vergeben wurden. Offensichtlich spielt die Kreditvergabe durch sonstige Finanzinstitute im Zusammenhang mit der Verbriefung von Hypotheken für Wohnimmobilien in einer Reihe von Ländern nach wie vor eine große Rolle.

Bei der langfristigen Kreditvergabe der MFIs an private Haushalte schlugen vor allem die Wohnungsbaukredite zu Buche. Hier war der anhaltend starke Anstieg der Eigenheimpreise in der ersten Jahreshälfte 2004 (über 7 % im Eurogebiet insgesamt und noch höhere Zuwächse in einzelnen Euro-Ländern) ein maßgeblicher Faktor. Die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte blieb nämlich offensichtlich in den meisten Ländern mit gemäßigten Immobilienpreissteigerungen verhalten, während sie in Ländern, in denen die Preise für Wohnimmobilien stark anzogen, lebhaft war (siehe Abbildung 15). In einer Reihe von Euro-Ländern kurbelte die Entwicklung der Immobilienpreise und der Wohnungsbaufinanzierung scheinbar auch die Konsumausga-

**Abbildung 16 Zinssätze der MFIs für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; ohne Überziehungskredite; gewichtet<sup>1)</sup>)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die MFI-Zinssätze werden anhand von Ländergewichten ermittelt, die auf Basis des gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens (ab Dezember 2003) bzw. auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 (von Januar bis November 2003) berechnet wurden. Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten „Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2004.

ben an. Der Anstieg der Eigenheimpreise hat einen größeren Finanzierungsbedarf geschaffen, durch die Wertsteigerung der den privaten Haushalten zur Verfügung stehenden Sicherheiten vermutlich aber auch deren Zugang zu Krediten erleichtert. Gleichzeitig könnte das kräftige Wachstum der Wohnungsbaukredite selbst mit ein Grund für die Immobilienpreissteigerungen gewesen sein.

Mit ein Faktor für das dynamische Wachstum der Wohnungsbaukredite waren auch die geringen Finanzierungskosten, die sich 2004 ausgehend von dem bereits niedrigen Niveau der

Vorjahre noch weiter verringerten, wodurch sich die Haushalte den Erwerb von Immobilien besser leisten konnten. Die MFI-Zinsen für neu an private Haushalte vergebene Wohnungsbaukredite mit anfänglicher Zinsbindung von über fünf Jahren und bis zu zehn Jahren sanken im Jahresverlauf – im Gleichklang mit den vergleichbaren Renditen für mittelfristige Staatsanleihen – um 52 Basispunkte auf 4,49 % im Dezember 2004 (siehe Abbildung 16). Der Zugang zu Finanzmitteln dürfte für private Haushalte im Jahr 2004 insgesamt erleichtert worden sein. Die Ergebnisse der Umfrage des Eurosystems zum Kreditgeschäft deuten auf eine gemäßigte Lockerung der Richtlinien der Banken für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte in den letzten drei Quartalen 2004 hin.

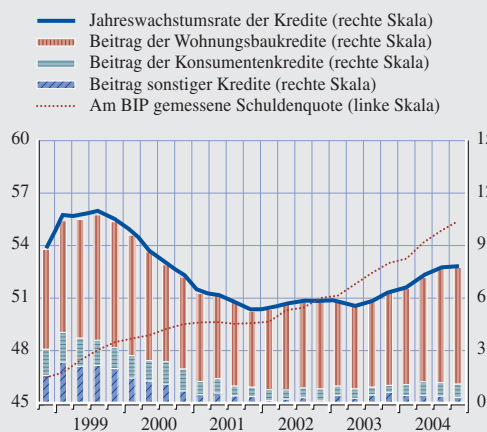
Auch Konsumentenkredite wurden im Jahr 2004 verstärkt vergeben, im Vergleich zu den Wohnungsbaukrediten erfolgte hier der Zuwachs allerdings ausgehend von einem niedrigeren Niveau und mit einer zeitlichen Verzögerung. Diese Zunahme könnte mit der allmählichen Verbesserung des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikators des Verbrauchervertrauens angesichts des relativ niedrigen Zinsniveaus von Konsumentenkrediten an private Haushalte zusammenhängen. Die Ergebnisse der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft deuten zudem darauf hin, dass Konsumentenkredite wie auch sonstige Kredite angesichts der Lockerung der Kreditvergabebedingungen im Verlauf des Berichtsjahrs leichter zu bekommen waren.

### VERSCHULDUNG DER PRIVATEN HAUSHALTE NIMMT ZU

Die verstärkte Kreditaufnahme der privaten Haushalte führte zu einem weiteren Anstieg ihrer Verschuldung im Verhältnis zum BIP (siehe Abbildung 17). Die höhere Schuldenquote ist teilweise eine Folge der stabileren Preise und niedrigeren Zinsen, die sich in mehreren Ländern des Euroraums nach der Euro-Einführung einstellten. Die Schuldendienstlast (d. h. das Verhältnis zwischen Zins- und Tilgungszah-

**Abbildung 17 Schuldenquote und Wachstum der Kreditaufnahme der privaten Haushalte**

(Schuldenquote in % des BIP und Jahreswachstum in %; Beitrag zu den Jahreswachstumsraten in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bei der Berechnung anhand von Quartalsergebnissen der Finanzierungsrechnungen fällt die Schuldenquote etwas niedriger aus als bei der Berechnung anhand von Jahreswerten. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass Kredite der nichtfinanziellen Sektoren und von Banken außerhalb des Euroraums an den Haushaltssektor in der Quartalsrechnung nicht erfasst werden.

lungen und dem verfügbaren Einkommen) blieb aufgrund des niedrigen Zinsniveaus relativ gering. Verglichen beispielsweise mit dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten weisen die privaten Haushalte im Euroraum nach wie vor eine geringe Schuldenquote auf. Dennoch birgt der Anstieg der Verschuldung einige Risiken, da Zins-, Einkommens- und Vermögenspreisänderungen nun schwerwiegendere Folgen für die privaten Haushalte haben können. Das gilt zum Beispiel für Privathaushalte, die angesichts der im historischen Vergleich günstigen Zinsbedingungen eine variabel verzinsten Hypothek aufnehmen und zunächst nur sehr geringe Zinsen zahlen. Schätzungen über das Ausmaß des damit zusammenhängenden Risikos sind mit einer erheblichen Unsicherheit behaftet, da beispielsweise der Anteil der bestehenden zinsabhängigen Hypothekenschulden von den jeweiligen Hypothekenverträgen abhängt, d. h. von der Struktur des nationalen Hypothekenmarkts, landestypischen und historisch gewachsenen Faktoren sowie aufsichts- und fiskalpolitischen Aspekten, die allesamt in den einzelnen



Euro-Ländern erheblich voneinander abweichen.<sup>4</sup>

### NIEDRIGE AUSSENFINANZIERUNGSKOSTEN FÜR NICHTFINANZIELLE KAPITALGESELLSCHAFTEN

Die Fremdfinanzierungsbedingungen für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euroraum blieben 2004 durchweg sehr günstig, was sich an der Verzinsung von Unternehmensanleihen und den Bankzinsen zeigte. Die Unternehmen profitierten von den niedrigen Fremdfinanzierungskosten und dem allgemein uneingeschränkten Zugang zu Finanzierungsquellen.

Die Renditen für Unternehmensanleihen lagen sowohl in nominaler als auch realer Rechnung auf historischen Tiefständen (siehe Abbildung 18). Die realen Dividendenrenditen (die als Indikator für die realen Eigenfinanzierungskosten betrachtet werden können) blieben zwar hinter ihrem Anfang 2003 erreichten Spitzenwert zurück, lagen aber weiterhin etwas über dem seit Mitte der Neunzigerjahre verzeichneten Durchschnitt.

Die niedrigen Kosten der Anleihefinanzierung sind zum Großteil auf das im gesamten Laufzeitenspektrum historisch niedrige Zinsniveau zurückzuführen, wobei die Unternehmen im Euroraum auch von ihrer höheren Kreditwürdigkeit profitierten. Die bereits geringe Renditedifferenz zwischen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen verkleinerte sich 2004 insbesondere bei den Anleihen mit einem Rating von AA und BBB weiter. Der Rückgang der Spreads ist vermutlich mit fundamentalen Faktoren wie der deutlichen Verringerung der Volatilität an den Finanzmärkten (siehe Kasten 3) und der verbesserten Ertragslage der Unternehmen zu erklären. Zugleich kann angesichts des niedrigen Zinsniveaus nicht ausgeschlossen werden, dass die ausgeprägte Ertragsorientierung der Anleger weiterhin zum Rückgang der Unternehmensanleiherenditen beitrug.

Was die Kosten der Finanzierung über MFI-Kredite betrifft, auf die der Großteil der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entfällt, so verharrten die Zinssät-

**Abbildung 18 Indikatoren der Kosten der Marktfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**



Quellen: EZB, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch und Prognosen von Consensus Economics.

1) Die Anleiherenditen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften stützen sich auf den von Merrill Lynch erstellten Index für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Investment-Grade sowie auf einen High-Yield-Index. Für den Zeitraum vor April 1998 stehen nur nationale Daten zur Verfügung (Belgien, Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande und Spanien). Die Renditen wurden anhand von BIP-Gewichten aggregiert, die der Kaufkraftparität des Jahres 2001 entsprechen. Die nominalen Renditen sind mit den von Consensus Economics veröffentlichten durchschnittlichen Inflationserwartungen für einen der Durchschnittslaufzeit der Unternehmensanleihen entsprechenden Zeitraum deflationiert.

2) Die Dividendenrendite wird definiert als die von den Marktteilnehmern erwartete jährliche Dividende in % des Aktienkurses. Die nominalen Renditen sind mit dem HVPI deflationiert.

ze der MFIs nach den 2002 und 2003 verzeichneten Rückgängen im Berichtsjahr im Großen und Ganzen auf ihrem sehr niedrigen Niveau (siehe Abbildung 16).

Auch für Unternehmen dürfte sich der Zugang zu Bankkrediten 2004 erleichtert haben. Gemäß der vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft wurden die Richtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten im ersten Halbjahr 2004 immer seltener verschärft und im zweiten Halbjahr insgesamt gelockert. Gleichzeitig ist hinsichtlich der Finanzierungskosten zwischen großen sowie mittleren und kleinen Unternehmen zu differenzieren (siehe Kasten 4).

<sup>4</sup> Weitere Einzelheiten hierzu finden sich im Kasten „Merkmale von Hypothekenverträgen im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom November 2004.

## FINANZIERUNGSBEDINGUNGEN IM EURORAUM FÜR KMUs UND GROSSUNTERNEHMEN IM VERGLEICH

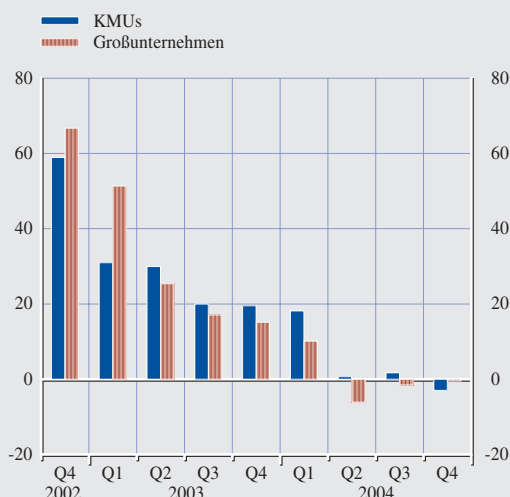
Kleine und mittlere Unternehmen (KMUs) sind in ihrem Zugang zu Fremdkapital tendenziell stärker eingeschränkt und müssen höhere Finanzierungskosten tragen als Großunternehmen. Im Unterschied zu Letzteren bleibt den KMUs die Möglichkeit einer Kapitalmarktfinanzierung üblicherweise verschlossen, d. h., sie sind vorwiegend auf Bankkredite oder teurere Formen der Fremdfinanzierung (etwa Lieferantenkredite, Leasing und Factoring) angewiesen. Auch stehen KMUs als oft noch junge Unternehmen bei der Aufnahme von Fremdkapital im Schnitt häufiger vor dem Problem, dass sie potenziellen Kreditgebern die geforderten Informationen u. a. aufgrund ihrer weniger rigorosen Berichtspflichten (z. B. weniger detaillierten Bilanzen) nicht zur Verfügung stellen können. Darüber hinaus haben KMUs üblicherweise im Vergleich zu etablierten Großunternehmen weniger Sicherheiten (z. B. Vermögensgegenstände) anzubieten, womit sie die unzureichenden Informationen zumindest teilweise wettmachen könnten. Infolgedessen stellen die Banken bei der Kreditvergabe an solche kleineren und „jüngeren“ Unternehmen häufig höhere Bonitätsanforderungen.

Auch die Finanzierungskosten (z. B. Bankzinsen) sind für KMUs oft höher als für Großunternehmen. Dafür gibt es eine ganze Reihe von Erklärungen: Die Fixkosten für Kredite sind nicht unbedingt proportional zu deren Höhe, und kleine Betriebe stellen unter Umständen für die Banken ein größeres Risiko dar als etablierte Großunternehmen (obwohl bei Krediten an KMUs die Diversifizierungseffekte für Banken mitunter größer sind). Darüber hinaus könnte ein mangelnder Wettbewerb unter ihren Kreditgebern dazu führen, dass ein Institutswechsel für die KMUs häufig unrentabel ist. Der Zugang zu Fremdkapital ist für KMUs also vergleichsweise eingeschränkt und mit höheren Kosten verbunden; daher setzen sie traditionell auf Innenfinanzierung, d. h., sie halten im Schnitt mehr liquide Mittel, was jedoch eine kostspielige Zusatzbelastung für die kleinen Unternehmen sein kann.<sup>1</sup>

In jüngster Zeit sind daher die Finanzierungsbedingungen für KMUs im Euroraum stärker in den Vordergrund gerückt. Die vierteljährlich vom Eurosystem durchgeführte Umfrage zum Kreditgeschäft bietet qualitative Informationen über die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen. Insbesondere dokumentiert sie die

**Abbildung A Veränderung der Richtlinien für die Gewährung von Krediten und Kreditlinien an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

(Saldo in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Saldo in % entspricht der Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“.

<sup>1</sup> Weitere Einzelheiten zur Finanzierung der KMUs in Europa finden sich in „Europe's changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises“, EIB Papers, 2003 (Band 8 Nr. 2), und „KMU und Zugang zu Finanzierung“, Europäische Kommission, Beobachtungsnetz der europäischen KMU, 2003, Nr. 2.

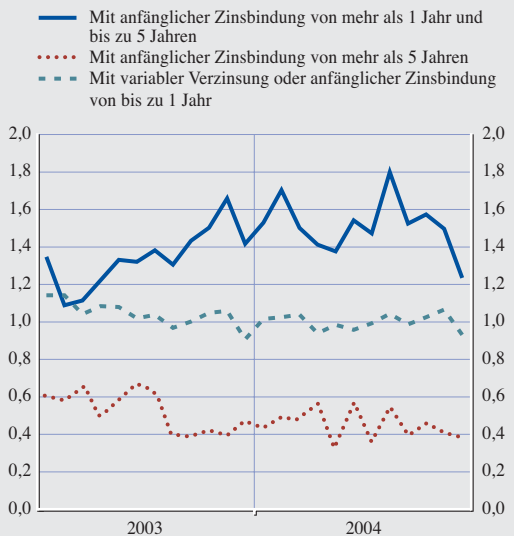
Veränderungen der Kreditrichtlinien für Großunternehmen und KMUs (siehe Abbildung A). Seit dem vierten Quartal 2002 sind die Kreditrichtlinien für KMUs und Großunternehmen per saldo immer weniger stark verschärft worden. Die Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Großunternehmen waren im Schnitt etwas weniger restriktiv; sie wurden ab dem zweiten Quartal 2004 insgesamt sogar gelockert. Im vierten Quartal 2004 kam es erstmals seit der Einführung der Umfrage zum Kreditgeschäft per saldo zu einer Lockerung der Kreditrichtlinien für KMUs.

Die im Januar 2003 eingeführte MFI-Zinsstatistik ermöglicht einen Vergleich von Zinssätzen für Kredite in unterschiedlicher Höhe (unter oder über 1 Mio €).<sup>2</sup> Nachdem Kredite in einer Höhe von mehr als 1 Mio € wahrscheinlich häufiger an Großunternehmen vergeben werden, lassen diese Zinsvergleiche – wenn auch nur vage – Rückschlüsse auf die Finanzierungskosten für KMUs im Vergleich zu Großunternehmen zu. Im Zeitraum von Januar 2003 bis Dezember 2004 war das MFI-Zinsniveau für Kleinkredite (bis zu 1 Mio €) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zwischen 0,4 und 1,8 Prozentpunkte höher als für Großkredite (ab 1 Mio €) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (siehe Abbildung B). Die Zinsabstände zwischen Klein- und Großkrediten haben sich seit Januar 2003 insgesamt nur geringfügig geändert. Im Berichtsjahr verringerte sich der Zinsabstand von Kleinkrediten und Großkrediten mit anfänglicher Zinsbindung von über einem Jahr und bis zu fünf Jahren sowie mit anfänglicher Zinsbindung von über fünf Jahren um 10 bzw. 15 Basispunkte; gegenüber Krediten mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu einem Jahr blieb der Spread hingegen weitgehend unverändert.

Es ist schwierig, aus den vorliegenden Daten gesicherte Erkenntnisse zu gewinnen. Im Vergleich zu Großunternehmen waren die Finanzierungskosten für KMUs im Jahr 2004 zwar nach wie vor hoch, doch verlief die Entwicklung für Klein- und Großunternehmen in diesem Zeitraum weitgehend parallel. Darüber hinaus deutet einiges darauf hin, dass sich der Zugang zu Finanzmitteln für KMUs im Jahr 2004 signifikant verbessert hat.

**Abbildung B Zinsdifferenz zwischen Klein- und Großkrediten von MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften<sup>1), 2)</sup>**

(in Prozentpunkten; Neugeschäft)



Quelle: EZB.

1) Die MFI-Zinssätze werden anhand von Ländergewichten ermittelt, die auf Basis des gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens (ab Dezember 2003) bzw. auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 (von Januar bis November 2003) berechnet wurden. Weitere Einzelheiten finden sich im Kasten „Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom August 2004.

2) Als Kleinkredite gelten Darlehen bis zu einer Höhe von 1 Mio €, als Großkredite Darlehen ab einer Höhe von 1 Mio €.

<sup>2</sup> Siehe auch Kasten 13 „Finanzmarktintegration der Kreditmärkte des Euroraums“ in der vorliegenden Ausgabe des Jahresberichts.

## BEGRENZTE INANSPRUCHNAHME VON AUSSEN-FINANZIERUNG IM JAHR 2004

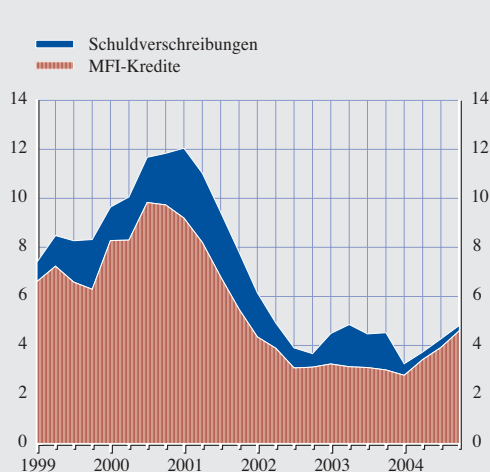
Trotz der weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen nahmen nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften externe Finanzierungsquellen im Jahr 2004 nur begrenzt in Anspruch. Die Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung belief sich Ende 2004 auf 4,8 % und lag damit etwas über ihrem Ende 2003 verzeichneten Niveau von 4,5 %. Im zweiten Halbjahr 2004 zog das Jahreswachstum infolge einer Zunahme der Kreditfinanzierung leicht an (siehe Abbildung 19). So erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von 3,5 % Ende 2003 auf 5,4 % Ende 2004. Zugleich verringerte sich die Wachstumsrate des Nettoabsatzes von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gegenüber dem Vorjahr deutlich (von 10,5 % Ende 2003 auf 2,4 % Ende 2004).

Die Tatsache, dass sich die Fremdfinanzierung insgesamt in Grenzen hielt, kann auf verschiedene Faktoren zurückzuführen sein. Die höheren Unternehmensgewinne, die zumindest im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index erfasste Großunternehmen erzielen konnten (siehe Abbildung 14), dürften die interne Spartätigkeit gefördert und somit die Unternehmen stärker dazu motiviert haben, ihre Gesamtverschuldung zu verringern. Denkbar ist aber auch, dass ein Zusammenhang mit der erst allmählichen wirtschaftlichen Erholung besteht. Vor diesem Hintergrund schienen die Unternehmen mit der Finanzierung weiterer großer Investitionsprojekte noch zuzuwarten.

Im Jahr 2004 ging auch die indirekte Finanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften über nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften (Finanztöchter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften, Zweckgesellschaften und sonstige Kapitalgesellschaften, die im Namen von Banken Mittel aufnehmen) zurück.

**Abbildung 19 Beitrag zur Jahreswachstumsrate der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**

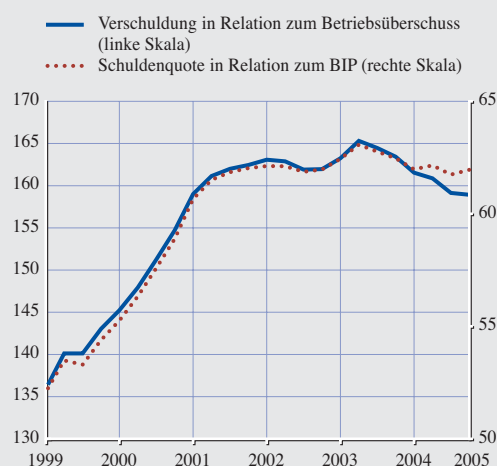
(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

**Abbildung 20 Bilanzindikatoren für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

(in %)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben für das vierte Quartal 2004 wurden anhand der transaktionsbedingten Veränderungen der Geld- und Bankenstatistiken sowie der Statistiken über Wertpapieremissionen geschätzt. Bei der Berechnung anhand von Quartalsergebnissen der Finanzierungsrechnungen fällt die Schuldenquote etwas niedriger aus als bei der Berechnung anhand von Jahreswerten. Dies hängt insbesondere damit zusammen, dass Kredite der nichtfinanziellen Sektoren und von Banken außerhalb des Euroraums in der Quartalsrechnung nicht erfasst werden.

Die Jahreswachstumsrate des Nettoabsatzes von Schuldverschreibungen durch nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften ging von 22,3 % Ende 2003 auf 13,2 % Ende 2004 zurück, blieb aber im Vergleich zum Emissionsvolumen anderer Sektoren hoch.

Die jährliche Wachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euroraum begebenen börsennotierten Aktien lag Ende 2004 weitgehend unverändert gegenüber dem sehr niedrigen Niveau der beiden Vorjahre bei 0,9 %. Die begrenzte Inanspruchnahme der Finanzierung über die Emission von Aktien ist auf den relativ geringen Außenfinanzierungsbedarf und die sehr niedrigen Kosten anderer Finanzierungsquellen zurückzuführen. Der niedrige Nettoabsatz börsennotierter Aktien ist bis zu einem gewissen Grad strukturell bedingt, d. h., er ergab sich u. a. durch Aufhebungen von Börsennotierungen und Aktienrückkäufe, die hauptsächlich von Unternehmen vorgenommen werden, die ausreichend liquide Mittel erwirtschaftet haben, um sowohl in ihr eigenes Unternehmen zu reinvestieren als auch ihre Aktien zurückzukaufen.

Die günstigen Finanzierungsbedingungen führten 2004 zu einer gewissen Verbesserung der Unternehmensbilanzen (siehe Abbildung

20). Im historischen Vergleich blieb der Verschuldungsgrad der Unternehmen zwar recht hoch, doch hatte dies aufgrund des allgemeinen Rückgangs der MFI-Zinssätze in den letzten Jahren keine merkliche Erhöhung der Schuldendienstkosten für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zur Folge.

### 2.3 PREISE UND KOSTEN

Die Teuerungsrate nach dem HVPI im Euroraum belief sich im Jahresdurchschnitt 2004 insgesamt auf 2,1 % und war damit gegenüber dem Vorjahr unverändert (siehe Tabelle 1). Preistreibend wirkten vor allem die anziehenden Ölpreise und weitere Anhebungen indirekter Steuern und administrierter Preise. Der Einfluss dieser Faktoren wurde jedoch durch eine weitere Aufwertung des Euro, die verhaltene Nachfrageentwicklung und die stark rückläufige Teuerung bei unverarbeiteten Nahrungsmitteln ausgeglichen. Damit blieb die Inflation im Euroraum trotz des erheblichen Aufwärtsdrucks, den die Ölpreisentwicklung auf die Verbraucherpreise ausübte, weitgehend stabil. Die Erzeugerpreise zogen 2004 (hauptsächlich bedingt durch die Erhöhung der Preise für Energie und Vorleistungsgüter) zwar um durchschnittlich 2,3 % gegenüber 1,4 % im

**Tabelle 1 Preisentwicklung**

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

	2002	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2004 Dez.	2005 Jan.
<b>HVPI und seine Komponenten</b>										
Gesamtindex	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Energie	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Unverarbeitete Nahrungsmittel	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Industrieerzeugnisse (ohne Energie)	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Dienstleistungen	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>										
Industrielle Erzeugerpreise <sup>1)</sup>	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Ölpreise (in € je Barrel) <sup>2)</sup>	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Rohstoffpreise <sup>3)</sup>	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

Quellen: Eurostat, Thomson Financial Datastream und HWWA.

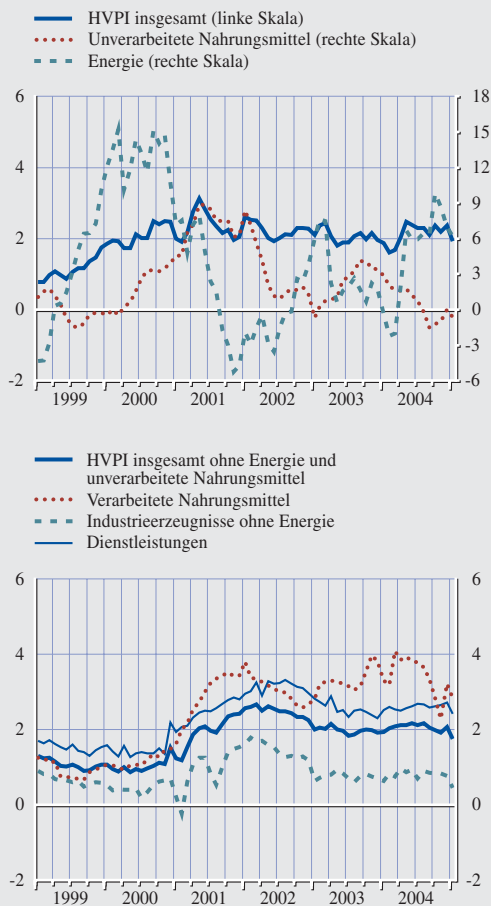
1) Ohne Baugewerbe.

2) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

3) Ohne Energie. Angaben in EUR.

**Abbildung 21 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten**

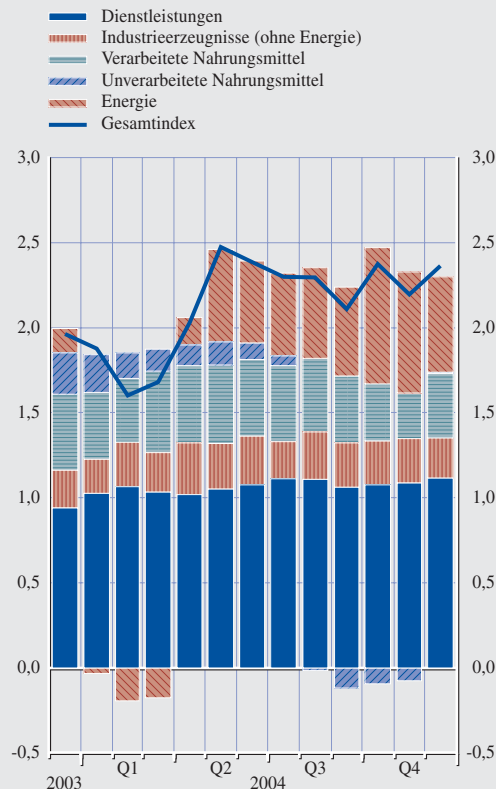
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung 22 Beitrag der HVPI-Komponenten zur Teuerungsrate nach dem HVPI**

(jährlicher Beitrag in Prozentpunkten; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.  
Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Vorjahr an, dürften aber nur begrenzt auf die Preise in nachgelagerten Produktionsstufen durchgeschlagen haben. Desgleichen hielten sich die Lohnerhöhungen vor dem Hintergrund des weiterhin gemäßigten Wirtschaftswachstums und der anhaltend moderaten Arbeitsmarktentwicklung im Jahr 2004 in Grenzen.

Im Januar 2005 sank die HVPI-Gesamtinflation auf 1,9 %, was einem Rückgang von 0,5 Prozentpunkten gegenüber Dezember 2004 entsprach. Diese Entwicklung war bei allen HVPI-Komponenten zu beobachten und teilweise durch Basiseffekte bedingt. Daneben spielten der Rückgang der Jahreswachstumsrate der

Energiepreise, die sinkenden Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel sowie die stärkeren saisonalen Preisnachlässe in einigen Ländern des Euroraums eine Rolle.

#### **GESAMTINFLATION DURCH VOLATILE KOMPONENTEN BEEINFLUSST**

Die Entwicklung der Gesamtinflation im Jahr 2004 lässt sich im Wesentlichen durch die Entwicklung der volatilen Komponenten des HVPI erklären. Dabei fiel vor allem die Energieverteuerung ins Gewicht, bis zu einem gewissen Grad aber auch die Preisentwicklung bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln (siehe Abbildung 21).

Die Ölpreise zogen 2004 stärker als erwartet an. Im Dezember lag der Durchschnittspreis für ein Barrel Rohöl der Marke Brent in Euro umgerechnet 25 % über dem Vergleichswert des Vorjahrs (die Auswirkungen der Ölpreisentwicklung auf die Wirtschaft im Euroraum werden in Kasten 5 ausführlicher erläutert). Dies übte einen erheblichen direkten Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise für Energie im Euroraum aus, die im Jahresdurchschnitt 2004 um 4,5 % stiegen (nach einem Anstieg von 3,0 % im Jahr zuvor). Ihr Beitrag von 0,4 Prozentpunkten zur durchschnittlichen Teuerungsrate im Jahr 2004 war der höchste seit vier Jahren (siehe Abbildung 22).

Aufgrund signifikanter Basiseffekte bei der Energiekomponente des HVPI ging die Gesamtinflation im ersten Quartal 2004 zunächst auf rund 1,7 % gegenüber dem Vorjahr zurück. In der Folge zog die Inflation im Zuge des unerwarteten Energiepreisanstiegs an und erreichte im Mai einen Höchststand von 2,5 %. Der vom Energiesektor ausgehende Aufwärtsdruck kompensierte weitgehend den dämpfenden Effekt der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel, deren Jahressteigerungsrate von 2,1 % im Jahresdurchschnitt 2003 auf 0,6 % im Berichtsjahr zurückging. In den Sommer- und Herbstmonaten schwächten die witterungsbedingt niedrigeren Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel die Entwicklung des HVPI insgesamt ab. Dennoch lag die Teuerung nach dem HVPI bis zum Jahresende weiterhin etwas über 2 %.

Für den externen Inflationsdruck gab es 2004 auch andere Ursachen. Insbesondere die Preise für Rohstoffe (ohne Öl) stiegen gerade in den ersten sechs Monaten stark an. Sowohl der vom Öl als auch der von anderen Rohstoffen ausgehende Preisauftrieb wurde allerdings durch die deutliche Aufwertung des Euro teilweise ausgeglichen.

Die übrigen, weniger volatilen HVPI-Komponenten trugen vor allem über die Entwicklung der indirekten Steuern und administrierten Preise dazu bei, dass die Inflation im Jahr 2004 nicht nachließ. Wie bereits im Vorjahr wurde in

einigen Ländern des Euroraums die Tabaksteuer weiter erhöht, was die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel im Jahr 2004 durchschnittlich um 3,4 % (verglichen mit 3,3 % im Vorjahr) nach oben klettern ließ. Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrierzeugnisse (ohne Energie) blieb hingegen mit 0,8 % gegenüber dem Vorjahr unverändert. Ein Rückgang dieser Komponente wurde durch die Erhöhung der administrierten Preise – insbesondere für Produkte und Dienstleistungen im Gesundheitswesen und für pharmazeutische Erzeugnisse – verhindert. Staatliche Maßnahmen über administrierte Preise im Gesundheitswesen führten zu einer erheblichen Verteuerung von medizinischen und zahnmedizinischen Dienstleistungen sowie Krankenhausdienstleistungen. Dies erklärt den Inflationsanstieg bei den Dienstleistungspreisen von 2,5 % im Jahr 2003 auf 2,6 % im Berichtsjahr. Der von den Energiepreisen ausgehende Aufwärtsdruck auf die Transportkosten trug ebenfalls, wenn auch in geringerem Maße, zum allgemeinen Preisauftrieb bei den Dienstleistungen bei. In Kasten 5 wird der Einfluss der Ölpreisentwicklung auf die Wirtschaft des Euroraums näher beleuchtet.

#### **DYNAMISCHE ENTWICKLUNG DER EIGENHEIMPREISE**

Die Eigenheimpreise im Euro-Währungsgebiet, die bei der Berechnung des HVPI nicht berücksichtigt werden, stiegen im Berichtsjahr weiterhin stark an. Im ersten Halbjahr 2004 erhöhten sie sich um 6,9 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrswert. Innerhalb des Euroraums war die Entwicklung aber zum Teil sehr unterschiedlich; während Spanien, Irland, Frankreich und Italien zweistellige Zuwachsraten verbuchten, war in Deutschland eine geringfügige Abnahme zu verzeichnen. Nachdem die für das zweite Halbjahr 2004 verfügbaren Daten auf eine Fortsetzung des kräftigen Preisanstiegs hindeuten, dürften die Eigenheimpreise 2004 insgesamt im vierten Jahr in Folge um rund 6 % bis 7 % gestiegen sein (siehe Abbildung 23). Dieser von anhaltend kräftigen Preissteigerungen geprägten Periode ging allerdings eine Phase mit relativ geringen Zunahmen (weniger als 3 %) Mitte der Neunzigerjahre voraus.

## Kasten 5

### AUSWIRKUNGEN DER ERDÖLPREISE AUF DIE WIRTSCHAFTSLAGE IM EURORAUM

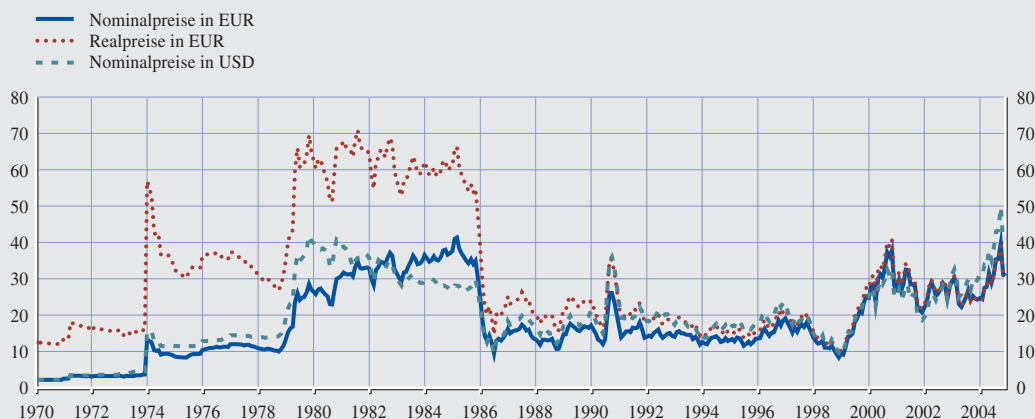
Der folgende Beitrag befasst sich mit der Entwicklung der Erdölpreise im Berichtsjahr und ihren Auswirkungen auf die Wirtschaftslage im Euroraum. Nach einer Gegenüberstellung der Daten für 2004 mit der Entwicklung in den letzten Jahrzehnten geht der Beitrag auf die Kanäle ein, über die der Erdölpreis die Inflation und das Wirtschaftswachstum im Euroraum beeinflusst. Der Überblick schließt mit einer vorsichtigen quantitativen Schätzung der Auswirkungen dieses Ölpreisanstiegs, wobei jedoch zu berücksichtigen ist, dass sich nicht alle Effekte in einem Modell abbilden lassen.

#### Langfristige Entwicklung der Erdölpreise

Im Berichtsjahr erreichte der nominale Ölpreis in US-Dollar Rekordwerte; er blieb aber trotzdem deutlich unter den Spitzenwerten früherer Ölpreisschocks (siehe Tabelle). Rohöl der Sorte Brent war zwar im Jahr 2004 auf Dollarbasis im Schnitt um 33 % teurer als 2003, doch in Euro berechnet stieg der Ölpreis bedingt durch die Aufwertung gegenüber dem US-Dollar im Jahr 2004 um nur 20 %. Darüber hinaus waren die realen (d. h. inflationsbereinigten) Erdölpreise im Jahr 2004 wesentlich niedriger als in früheren Hochpreisperioden (siehe Abbildung A). Und schließlich wirkten im Berichtsjahr andere Faktoren preistreibend als bei früheren Ölpreisschocks. Während die Ölpreiserhöhungen von 1973, 1979, 1990 und 1999 im Wesentlichen auf beträchtliche Produktionsausfälle zurückzuführen waren, spielten bei dem Preisanstieg im Jahr 2004 unter anderem folgende Faktoren eine Rolle: die sehr lebhaftere Nachfrage, die die Erwartungen überstieg, die Verknappung der Kapazitätsreserven weltweit und Bedenken hinsichtlich der Versorgungssicherheit bei einigen Erdöl produzierenden Ländern.

Abbildung A Rohölpreise der Sorte Brent

(je Barrel)



Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Anhand der realen Ölpreise lassen sich die Auswirkungen der Ölpreisentwicklung auf die Kaufkraft im Zeitverlauf vergleichen. Zur Berechnung der realen Ölpreise werden die nominalen Ölpreise mit dem HVPI des Euroraums (Dezember 2004 = 100) deflationiert. Die Preisangaben für den Zeitraum vor 1990 beziehen sich auf nationale VPI-Daten.



## Übertragung von Erdölpreisänderungen auf die Inflation im Euroraum

In Bezug auf die Auswirkungen des Ölpreisanstiegs auf die Teuerung im Euroraum ist es zweckmäßig, zwischen direkten und indirekten Effekten sowie Zweitrundeneffekten zu unterscheiden.<sup>1</sup> Direkte Effekte bezeichnen die Auswirkung von Ölpreisänderungen auf den Gesamt-HVPI über ihre unmittelbare Wirkung auf die Verbraucherpreise für Energie. Der Energieanteil am gesamten HVPI macht 8 % aus und korreliert eng mit dem Europreis für Erdöl. Abbildung B stellt der Ölpreisentwicklung den Beitrag der wichtigsten auf Erdöl basierenden Energieträger zur jährlichen HVPI-Gesamtinflation gegenüber. Dabei zeigt sich, dass die direkten Effekte binnen eines Jahres nach einem Ölpreisanstieg auftreten.

Als indirekter Effekt gilt die Inflationswirkung, die ein Ölpreisschock über die gestiegenen Energiekosten auf die Preise für andere Waren und Dienstleistungen entfalten kann. Ob das allgemeine Preisniveau steigt, hängt u. a. davon ab, in welchem Ausmaß die steigenden Kosten durch die Gewinnspanne absorbiert werden können. In Abbildung C sind die indirekten Effekte über Transportdienstleistungen auf den HVPI dargestellt. Tendenziell steigt der Beitrag dieser Komponenten zur gesamten HVPI-Inflation nach einer Ölpreiserhöhung mit einer gewissen Verzögerung. Dazu ist anzumerken, dass sich auch andere Faktoren in den Preisen der Transportdienstleistungen niederschlagen, und dass auch andere HVPI-Komponenten indirekt von Ölpreisänderungen betroffen sind.

Zweitrundeneffekte schließlich bezeichnen die Auswirkungen, die ein Ölpreisschock neben den genannten direkten und indirekten Effekten auf die Inflation haben kann. Ein Beispiel

<sup>1</sup> Siehe auch den Aufsatz „Die Ölpreise und die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom November 2004 und den Kasten „Die jüngste Ölpreisentwicklung und ihr Einfluss auf die Preise im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Juli 2004.

## Preiserhöhungen bei Rohöl der Sorte Brent in ausgewählten Zeiträumen

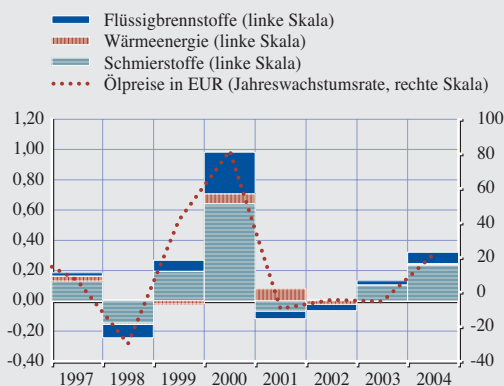
(durchschnittliche jährliche Veränderung in %)

	1973–1974	1978–1979	1999–2000	2003–2004
in USD	204	125	60	33
in EUR	210	110	84	20

Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

### Abbildung B Ölpreise und der Beitrag der Energiekosten zur HVPI-Inflation

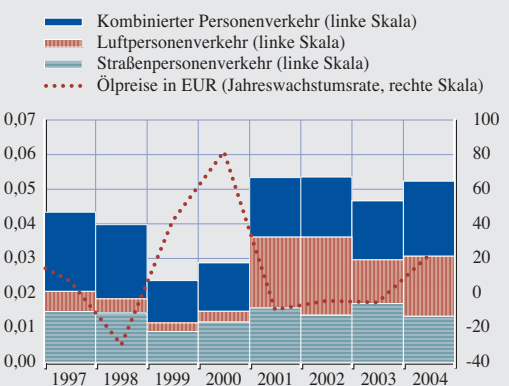
(soweit nicht anders angegeben, Inflationsbeitrag in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.

### Abbildung C Ölpreise und der Beitrag der Transportkosten zur HVPI-Inflation

(soweit nicht anders angegeben, Inflationsbeitrag in Prozentpunkten)



dafür sind Forderungen nach Gehaltserhöhungen zum Ausgleich der Reallohnverluste. Erfahrungsgemäß treten solche Zweitrundeneffekte mit einiger Verzögerung auf. Ob es überhaupt dazu kommt, hängt üblicherweise davon ab, ob höhere Lohnforderungen angesichts der Wirtschaftslage und insbesondere der Arbeitsmarktsituation überhaupt eine Chance haben. Daneben spielen auch die Erwartungen bezüglich der Dauer des Schocks eine Rolle. Der Ölschock im Jahr 2004 zog aufgrund der Konjunkturlage und der Arbeitsmarktsituation im Euroraum nur gemäßigte Zweitrundeneffekte nach sich. Hierzu könnte auch die im Vergleich zu den Siebziger- und Achtzigerjahren geringere Lohnindexierung beigetragen haben.

### **Übertragung von Erdölpreisänderungen auf das Wirtschaftswachstum im Euroraum**

Im Großen und Ganzen kann ein Ölschock über zwei Transmissionskanäle auf die Realwirtschaft durchschlagen. Erstens wirken solche Schocks über die Angebotsseite, denn Erdöl ist ein wichtiger Faktor im Produktionsprozess. Vor allem kurzfristig zieht ein Erdölpreisanstieg eine Erhöhung der Produktionskosten nach sich, da ein rascher und Kosten schonender Umstieg auf andere Energieformen nur begrenzt möglich ist. Unter Umständen kommt es infolge der Ölpreiserhöhung zu einem Produktionsrückgang, was wiederum die Nachfrage nach anderen Produktionsfaktoren (z. B. Arbeitskräften) dämpfen kann. Zweitens wirkt sich ein Ölschock auf die Nachfrage aus: für Netto-Ölimporteure wie den Euroraum bedeutet ein Ölpreisanstieg eine Verschlechterung der Terms of Trade. Wenn die privaten Haushalte das resultierende geringere Realeinkommen nicht dadurch kompensieren, dass sie weniger sparen oder sich verstärkt verschulden, dann sinkt die inländische Nachfrage. Daneben gibt es eine ganze Reihe weiterer, noch schwieriger zu bemessender Kanäle, über die die Effekte eines Ölschocks auf die Wirtschaft durchschlagen können, etwa über Vertrauensverluste oder über die Börse.

### **Quantifizierung der Auswirkungen eines Erdölpreisanstiegs im Modell**

Näherungswerte für die Auswirkungen, die der Ölpreisanstieg im vergangenen Jahr auf die Inflation und das reale BIP-Wachstum im Euroraum hatte, können mithilfe von mehreren Modellen ermittelt werden. Solche Schätzungen ergeben üblicherweise, dass ein Anstieg des Erdölpreises um 20 % die Inflation im Euroraum im ersten Jahr um etwa 0,2 Prozentpunkte sowie in den folgenden zwei Jahren um weitere 0,1 Prozentpunkte erhöht. Das reale BIP-Wachstum wird dadurch im ersten Jahr um schätzungsweise rund 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte geschwächt; die Auswirkungen innerhalb der darauf folgenden zwei Jahre wären geringfügig.<sup>2</sup>

Solche Simulationsergebnisse sind jedoch nicht eins zu eins auf die Wirklichkeit übertragbar. Einerseits könnten die Aussagen aufgrund möglicher nichtlinearer Zusammenhänge und asymmetrischer Faktoren nur eingeschränkt zutreffen, und nicht alle potenziellen Transmissionskanäle lassen sich in einem Modell abbilden. Andererseits deuten aus struktureller Perspektive einige Faktoren darauf hin, dass die Wirtschaft im Euroraum zuletzt nicht mehr so stark von den Auswirkungen eines Ölschocks betroffen war, d. h. die Auswirkungen werden in den Modellsimulationen möglicherweise überschätzt. Denn im Vergleich zu den Siebzigerjahren sind im Euroraum sowohl die Ölintensität der Produktion als auch der am gesamten Energieverbrauch gemessene Ölverbrauch deutlich gesunken. Darüber hinaus sind der Arbeitsmarkt und die Gütermärkte offenbar etwas flexibler geworden, was eine reibungslosere und raschere Re-

<sup>2</sup> Siehe hierzu auch den in Fußnote 1 genannten Aufsatz.

allokation der Ressourcen ermöglicht und die Auswirkungen eines Ölschocks auf die Wirtschaft dämpfen sollte. Bei der Bestimmung der Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs auf die Wirtschaft im Euroraum spielt darüber hinaus auch die Geldpolitik (vor allem ihre Glaubwürdigkeit und ihre Reaktion) eine wichtige Rolle; infolgedessen lassen sich die Effekte nicht eindeutig quantifizieren.

Weitere Strukturreformen sind jedoch geboten, damit sich die Volkswirtschaften im Euroraum in Zukunft noch besser und rascher an Schocks anpassen können. Im Besonderen wäre es sehr sinnvoll, im Energiesektor des Euroraums für verstärkten Wettbewerb zu sorgen, da höhere Erdölpreise dann ohne wesentliche Verzerrungen absorbiert werden könnten. Daher ist es nicht ratsam, Ölpreiserhöhungen durch fiskalische Maßnahmen (etwa Steuersenkungen) zu kompensieren, denn dies würde bestehende Verzerrungen in der Ressourcenallokation verstärken und die Wirtschaftsakteure daran hindern, die aufgrund eines solchen exogenen Schocks erforderlichen Anpassungen vorzunehmen.

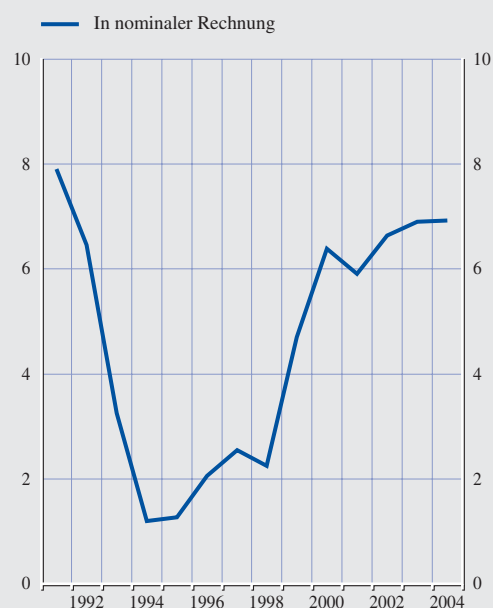
#### ANSTIEG DER ERZEUGERPREISE IN FRÜHEN PHASEN DER PRODUKTIONSKETTE

Die Jahreswachstumsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euroraum insgesamt (ohne Baugewerbe) stieg im Jahresverlauf 2004 kontinuierlich an (siehe Abbildung 24). Der An-

stieg beschleunigte sich im zweiten Quartal vor allem durch die Entwicklung der Preise für Energie und Vorleistungsgüter. Preissteigerungen bei Öl und anderen Rohstoffen übten nämlich auch Druck auf die Vorleistungspreise in frühen Phasen der Produktionskette aus. Im

**Abbildung 23 Entwicklung der Eigenheimpreise im Euroraum**

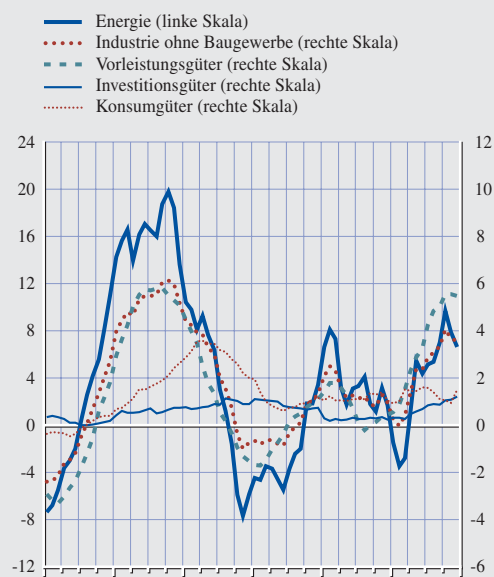
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von nicht harmonisierten nationalen Statistiken.  
Anmerkung: Angaben für das Jahr 2004 beziehen sich auf das erste Halbjahr.

**Abbildung 24 Industrielle Erzeugerpreise**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Jahresdurchschnitt 2004 stiegen die Vorleistungsgüterpreise um 3,5 %, nach 0,8 % im Jahr 2003.

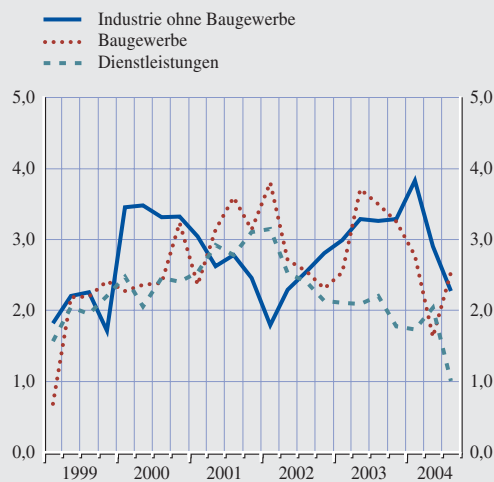
Es gab jedoch kaum Anzeichen dafür, dass diese Entwicklung in späteren Phasen der Produktionskette nennenswerten Preisdruck erzeugt hätte. Die Erzeugerpreise für Konsumgüter stiegen mit durchschnittlich 1,3 % im Berichtsjahr zwar stärker als 2003 (1,1 %), blieben aber noch unter ihrem historischen Durchschnittswert. Außerdem fielen bei diesem Anstieg sowohl 2003 als auch 2004 Tabaksteuererhöhungen stark ins Gewicht. Es ist denkbar, dass der verzögerte Effekt der Rohstoffpreiserhöhungen (der bereits in vorgelagerten Produktionsstufen zu beobachten war) bei den Erzeugerpreisen für Konsumgüter erst Anfang 2005 zunehmend zum Tragen kam, da es eine gewisse Zeit dauert, bis der von Vorleistungspreisen ausgehende Aufwärtsdruck über die Produktionskette weitergegeben wird. Die schwache Nachfrage dürfte die Unternehmen jedoch davon abhalten, Preissteigerungen bei Energie und Vorleistungsgütern weiterzugeben.

#### MODERATE ENTWICKLUNG DER ARBEITSKOSTEN IM JAHR 2004

Die Tendenz bei den Arbeitskostenindikatoren im Euroraum war auch im Jahr 2004 weiter rückläufig (siehe Tabelle 2). Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer verlangsamte sich im ersten Halbjahr 2004 auf eine durchschnittliche Jahressteigerungsrate von 2,2 % gegenüber 2,4 % im Vorjahr. Dieser Rückgang betraf alle wichtigen Wirtschaftssektoren (siehe Abbildung 25), besonders aber

**Abbildung 25 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

die marktbestimmten Dienstleistungen. Die für das zweite Halbjahr 2004 verfügbaren Angaben zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer lassen auf eine weitere Mäßigung des Lohnwachstums schließen. Diese Einschätzung wird auch durch andere Arbeitskostenindikatoren gestützt. Die Jahreswachstumsrate der Tarifverdienste belief sich im Jahr 2004 auf 2,2 %, nach 2,4 % im Vorjahr. Bis Ende 2004 in einzelnen Ländern des Euroraums geschlossene Tarifvereinbarungen lieferten keine Hinweise darauf, dass die Ölpreissteigerungen Zweitrundeneffekte nach sich gezogen hätten. Die jährliche Wachstumsrate der Arbeitskosten pro Stunde ging im Jahr 2004 ebenfalls kontinuierlich zurück und lag im Durchschnitt

**Tabelle 2 Arbeitskostenindikatoren**

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

	2002	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Tarifverdienste	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Monatliche Bruttoverdienste	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Arbeitsproduktivität	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Lohnstückkosten	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

deutlich unter dem Vorjahrsniveau. Vor dem Hintergrund des anhaltend moderaten Wachstums des realen BIP und des geringen Drucks an den Arbeitsmärkten im Euroraum entwickelten sich die Löhne im Berichtsjahr weiterhin verhalten.

Zusammen mit der Belebung des Produktivitätswachstums auf durchschnittlich 1,4 % in den ersten drei Quartalen 2004 hat das moderate Lohnwachstum das Lohnstückkostenwachstum deutlich gebremst. Die Lohnstückkosten stiegen in den ersten drei Quartalen 2004 um durchschnittlich 0,5 %, verglichen mit 2,0 % im Jahr 2003.

## 2.4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

### ANHALTENDE KONJUNKTURERHOLUNG IM JAHR 2004

Die seit dem zweiten Halbjahr 2003 zu beobachtende Erholung der Konjunktur im Euro-Währungsgebiet setzte sich im Jahr 2004 fort. Mit 1,8 %, der höchsten Rate seit dem Jahr 2000, entsprach das Gesamtwachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) des Jahres 2004 weitgehend den Erwartungen gegen Ende 2003. Die Belebung wurde vorwiegend von den kräftigen Exporten getragen, die im Berichtsjahr um 5,6 % höher waren als im Vorjahr. Aber auch die Inlandsnachfrage, vor allem die Investitionsnachfrage, war lebhafter. Im Jahresverlauf 2004 wurde die Erholung allerdings durch einige nicht in diesem Ausmaß erwartete Entwicklungen gebremst, sodass das vierteljährliche Wachstum im zweiten Halbjahr nicht

**Tabelle 3 Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums**

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

	Veränderung gegen Vorjahr <sup>1)</sup>								Veränderung gegen Vorquartal <sup>2)</sup>				
	2002	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Reales Bruttoinlandsprodukt	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2
<i>Darunter:</i>													
Inländische Verwendung	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3
Private Konsumausgaben	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5
Konsumausgaben des Staates	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6
Vorratsveränderungen <sup>3), 4)</sup>	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1
Außenbeitrag <sup>3)</sup>	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2
Exporte <sup>5)</sup>	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5
Importe <sup>5)</sup>	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0
Reale Bruttowertschöpfung													
<i>Darunter:</i>													
Industrie (ohne Baugewerbe)	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6
Baugewerbe	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3
Rein marktbestimmte Dienstleistungen <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

6) Umfasst Handel, Verkehr, Reparaturen, Gastgewerbe, Nachrichtenübermittlung, Finanzdienstleistungen, Dienstleistungen für Unternehmen sowie Dienstleistungen des Grundstücks- und Wohnungswesens.

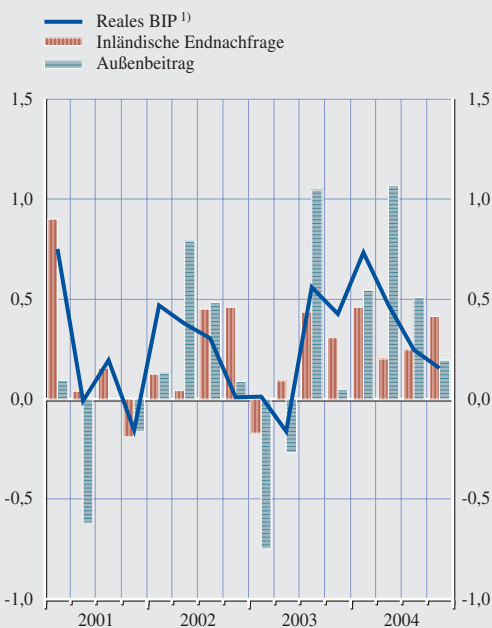
mehr so kräftig ausfiel wie in der ersten Jahreshälfte. Die Ölpreis- und die Wechselkursentwicklung hemmten den Aufschwung, und die erst allmählich spürbare Erholung des Arbeitsmarkts sowie das geringe Verbrauchervertrauen trugen zur Schwäche der privaten Konsumausgaben bei.

Von Mitte 2003 bis Mitte 2004 wurde die Erholung großenteils vom Exportwachstum genährt, während der Beitrag der inländischen Endnachfrage (d. h. der Inlandsnachfrage ohne Vorratsveränderungen) recht gering war (siehe Abbildung 26). Die im zweiten Halbjahr 2004 zu beobachtende Abschwächung der vierteljährlichen Dynamik war im Wesentlichen auf einen starken Rückgang des Außenbeitrags zurückzuführen, der lediglich zum Teil durch die allmählich steigende inländische Endnachfrage ausgeglichen wurde. Der Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen war in einzelnen Quartalen der Erholungsphase zwar recht signifikant, in anderen dafür aber sehr niedrig. Mit Ausnahme der Vorratsveränderungen decken sich diese Entwicklungen weitgehend mit den Erfahrungswerten aus anderen Aufschwungsphasen der letzten Jahrzehnte im Euroraum.

Was die Inlandskonjunktur betrifft, so war das Quartalswachstum der privaten Konsumausgaben 2004 im Durchschnitt relativ schwach. Darin spiegelten sich nicht nur die verhaltene Arbeitsmarktentwicklung, sondern auch anhaltende Unsicherheiten im Zusammenhang mit der Umsetzung notwendiger Strukturreformen

**Abbildung 26 Beiträge zum Wachstum des realen BIP (Quartalsvergleich)**

(vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
1) Veränderung gegen Vorquartal in %.

wider (nähere Einzelheiten zu den entsprechenden Reformfortschritten finden sich in Kasten 6). Dies dürfte das Verbrauchervertrauen gedämpft haben. Die Bruttoanlageinvestitionen hingegen zogen 2004 trotz der negativen Auswirkungen des Einbruchs der deutschen Bauinvestitionen im ersten Halbjahr und der rückläufigen öffentlichen Investitionen im zweiten Halbjahr deutlich an.

**Kasten 6**

**STRUKTUREREFORMEN AUF DEM ARBEITS- UND GÜTERMARKT IN DER EU**

Ohne Strukturreformen auf dem Arbeits- und Gütermarkt wird es nicht gelingen, das europäische Wachstumspotenzial zu erhöhen und diese Märkte flexibler und schockresistenter zu machen. Maßnahmen zur Steigerung des Potenzialwachstums werden immer wichtiger, weil angesichts der Bevölkerungsalterung mit einer Verringerung des Arbeitskräfteangebots zu rechnen ist. Im März 2000 einigte sich der Europäische Rat von Lissabon auf eine ambitionierte Reformagenda mit dem Ziel, die Europäische Union bis 2010 zum wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt zu machen. Als Grundlage für die Halbzeitüberprüfung der Lissabon-Strategie diente der Bericht, den die Hochrangige Sachver-

ständigengruppe unter dem Vorsitz von Wim Kok im November 2004 präsentierte.<sup>1</sup> Im Februar 2005 forderte die Europäische Kommission in ihrem Frühjahrsbericht an den Europäischen Rat eine stärkere Mobilisierung nationaler Reformkräfte für den Lissabon-Prozess. Außerdem plädierte sie für eine Vereinfachung und Straffung der Reformagenda sowie für eine verstärkte Konzentration auf Wachstum und Beschäftigung. Die Halbzeitüberprüfung der Strategie durch den Europäischen Rat wurde im März 2005 abgeschlossen. Dieser Kasten bietet einen kurzen Überblick über die Fortschritte, die in den vergangenen Jahren und vor allem im Jahr 2004 bei der Umsetzung der EU-Reformagenda erzielt wurden.

Die EU setzt mit ihren Grundzügen der Wirtschaftspolitik Prioritäten für verschiedene wirtschaftspolitische Bereiche und formuliert auf deren Basis länderspezifische Empfehlungen. Im Hinblick auf die *Arbeitsmärkte* sind laut den (anlässlich der EU-Erweiterung 2004 aktualisierten) Grundzügen der Wirtschaftspolitik für den Zeitraum von 2003 bis 2005 vor allem Maßnahmen zu treffen, um a) die kombinierten Anreizeffekte von Steuern und Sozialleistungen so zu verbessern, dass Arbeit sich lohnt, b) mit effizienter und aktiver Arbeitsmarktpolitik besonders jene Gruppen zu fördern, denen es am schwersten fällt, wieder eine Arbeit zu finden, c) flexiblere Arbeitsmodelle zu fördern und das Arbeitsrecht zu überarbeiten, d) die geographische und berufliche Mobilität zu erleichtern und e) durch Reformen der Tarifverhandlungssysteme dafür zu sorgen, dass die Löhne stärker auf die Produktivitätsentwicklung abgestimmt sind.

In den vergangenen Jahren haben einige Länder zur Senkung der Lohnnebenkosten und Schaffung von Beschäftigungsanreizen ihre Steuer- und Sozialleistungssysteme reformiert. Dabei wurden die Einkommensteuersätze für die unteren und mittleren Einkommensschichten verringert und die Sozialversicherungsbeiträge auf Arbeitnehmer- und Arbeitgeberseite insbesondere für Geringverdienende reduziert. Auch die Beschäftigungsquote von an den Rand des Arbeitsmarkts gedrängten Personen konnte angehoben werden. Einige Mitgliedstaaten haben die Vorschriften für Zeitarbeitsverhältnisse und den Kündigungsschutz für befristete Beschäftigungsverhältnisse gelockert. Die Arbeitszeitbestimmungen wurden ebenfalls modifiziert, um EU-weit eine flexiblere Berechnung der zulässigen Höchstarbeitszeit zu ermöglichen, und in manchen Ländern wurde das Recht auf Teilzeitarbeit ausgeweitet. Die Unternehmen nutzen offensichtlich den durch die Reformen geschaffenen Spielraum für einen flexibleren Einsatz von Arbeitskräften. Aktuellen Daten zufolge spielten Arbeitszeitanpassungen nämlich während der Konjunkturflaute von 2001 bis 2003 im Eurogebiet eine größere Rolle als in früheren Konjunkturperioden.<sup>2</sup>

Die meisten EU-Mitgliedstaaten führten 2004 weitere Arbeitsmarktreformen durch. Unter anderem wurden die Einkommensteuersysteme stärker reformiert, die Sozialversicherungs- und Sozialleistungssysteme umstrukturiert und Maßnahmen zur Anhebung des durchschnittlichen Rentenalters ergriffen. Die Umsetzung der Reformen scheint allerdings hinter den Reformabsichten zurückgeblieben zu sein. So wurden nur mäßige Fortschritte bei Bemühungen erzielt, mehr Menschen in den Arbeitsmarkt zu integrieren, den Aufbau von Humankapital zu forcieren und die Anpassungsfähigkeit von Arbeitnehmern und Unternehmen an sich wandelnde gesamtwirtschaftliche Bedingungen zu erhöhen. In diesem Zusammenhang liegen die Reform-

1 Nähere Informationen finden sich in Kapitel 4 Abschnitt 1.1.

2 Nähere Informationen finden sich im Kasten „Entwicklung der geleisteten Gesamtarbeitsstunden im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom Oktober 2004.

schwerpunkte weiterhin auf Umschulungsmaßnahmen zur Verringerung von Langzeitarbeitslosigkeit sowie Weiterbildungs- und Erwachsenenbildungsmaßnahmen zur Steigerung der Arbeitsproduktivität. Weitere Reformen sind zudem geboten, um die Mobilität der Arbeitskräfte zu erhöhen; dies ließe sich durch eine bessere Übertragbarkeit von Rentenansprüchen und Gesundheitsleistungen sowie eine flexiblere Gestaltung der Löhne in Abhängigkeit von lokalen, regionalen und sektoralen Produktivitätsunterschieden erreichen.

Die Reformagenda zur Umstrukturierung der *Gütermärkte* deckt ein weites Spektrum ab. In den Grundzügen der Wirtschaftspolitik werden die Mitgliedstaaten unter anderem aufgefordert, den Wettbewerb auf dem Markt für Waren und Dienstleistungen zu verstärken, indem sie a) Binnenmarkttrichtlinien schneller in nationales Recht umsetzen, b) den Markt für das öffentliche Beschaffungswesen weiter öffnen, c) die Wettbewerbs- und Regulierungsbehörden mit ausreichenden Kompetenzen und Ressourcen ausstatten und deren Unabhängigkeit sichern, d) staatliche Beihilfen kürzen und e) den Marktzugang sowie den effektiven Wettbewerb in den netzgebundenen Wirtschaftszweigen verbessern.

Der Prozentsatz der bislang nicht in nationales Recht umgesetzten EU-Binnenmarktvorschriften („Umsetzungsdefizit“) ist weiter gestiegen. Die Europäische Kommission hat einige Initiativen ergriffen, um die Abläufe innerhalb des Binnenmarkts effizienter zu gestalten, vor allem im Dienstleistungsbereich, in dem nach wie vor gravierende Hindernisse die Funktionsfähigkeit des Binnenmarkts stark beeinträchtigen. Hauptgrund dafür sind in vielen Fällen offensichtlich nationale Bestimmungen, wie z. B. administrative Hürden und Verwaltungsvorschriften bei der Gründung von Tochterunternehmen in anderen EU-Ländern. Anfang 2004 einigten sich Irland, die Niederlande, Luxemburg und Großbritannien auf eine gemeinsame Initiative im Zuge ihres EU-Ratsvorsitzes zur Forcierung ordnungspolitischer Reformen in den Jahren 2004 und 2005. Ferner wurde beschlossen, den Abbau administrativer Hemmnisse voranzutreiben. Viele Länder haben Maßnahmen getroffen, die darauf abzielen, die Effizienz und Transparenz der Verfahren des öffentlichen Beschaffungswesens zu steigern. Außerdem haben einige Staaten die Kompetenzen und Unabhängigkeit ihrer Wettbewerbs- und Regulierungsbehörden erweitert. Auch der Trend, staatliche Beihilfen zu senken bzw. auf horizontale Zielsetzungen umzulenken, scheint sich in den letzten Jahren fortgesetzt zu haben, wenngleich Beihilfen in einigen Sektoren (z. B. im Transportwesen) weiterhin eine große Rolle spielen. Die Mitgliedstaaten haben die Liberalisierung ihrer netzgebundenen Wirtschaftszweige fortgeführt; die Reformen in diesem Bereich sind jedoch noch nicht abgeschlossen. So sollte der effektive Wettbewerb in ehemals geschützten Sektoren (z. B. Strom- und Gasmarkt) weiter gesteigert werden.

Insgesamt lässt sich festhalten, dass die Strukturreformen im Jahr 2004 zwar – vor allem auf dem Arbeitsmarkt – weiter vorangetrieben wurden, das allgemeine Reformtempo jedoch hinter den Erwartungen zurückblieb. Folglich wird die EU die Ziele von Lissabon wohl kaum erreichen, wenn die Mitgliedstaaten ihre Reformbemühungen nicht nachdrücklich verstärken. Neue Reformimpulse werden nicht nur die gesamtwirtschaftliche Effizienz steigern und die längerfristigen Wachstumsaussichten für das Euro-Währungsgebiet verbessern, sondern auch die Basis für einen anhaltenden Wirtschaftsaufschwung festigen.



Der Konjunkturverlauf war im Jahr 2004 auch durch einige externe Faktoren geprägt, wie z. B. die Ölpreis- und die Wechselkursentwicklung. Durch die Ölpreissteigerungen wurde das Wirtschaftswachstum im Euroraum sowohl direkt (über gestiegene Produktionskosten und eine geringere Kaufkraft der Konsumenten) als auch indirekt (über die Belastung der Weltwirtschaft) beeinträchtigt. Nach einer dynamischen Entwicklung zu Jahresbeginn wurde die Weltkonjunktur im zweiten Halbjahr gebremst. Grund hierfür waren u. a. der um die Jahresmitte einsetzende Ölpreisanstieg und die dadurch geschwächte Nachfrage nach Exportgütern des Euroraums. Auch die signifikante Aufwertung des Euro während eines Großteils des Jahres 2003 zog – mit zeitlicher Verzögerung – die Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums in Mitleidenschaft, wengleich die Importpreise für Öl im Euroraum durch den stärkeren Euro gesunken waren.

Die sektorale Betrachtung zeigt, dass sich die Wertschöpfung über den Konjunkturzyklus hinweg in der Regel analog zur realwirtschaftlichen Produktion entwickelte. Insbesondere im verarbeitenden Gewerbe und bei den rein marktbestimmten Dienstleistungen schwächte sich die im ersten Halbjahr 2004 dynamische Entwicklung der Wertschöpfung in der zweiten

Jahreshälfte wieder ab. Das spricht dafür, dass der Konjunkturverlauf im letzten Jahr eher durch generelle als durch sektorspezifische wachstumshemmende Effekte bestimmt war.

Verschiedene Streuungsparameter zeigen, dass die Wachstumsraten des realen BIP in den Ländern des Euroraums im Berichtsjahr nicht mehr so stark voneinander abwichen. Das durchschnittliche Jahreswachstum des realen BIP erhöhte sich u. a. aufgrund des weltweiten Konjunkturaufschwungs verglichen mit dem Jahr 2003 in allen Euro-Ländern mit Ausnahme von Griechenland, wo das BIP gleichwohl immer noch recht kräftig wuchs.

#### GÜNSTIGERE ARBEITSMARKTLAGE UND HÖHERES PRODUKTIVITÄTZWACHTUM IM JAHR 2004

Die Arbeitsmarktlage im Euroraum hat sich im Berichtsjahr nicht wesentlich verändert, wengleich sich eine allmähliche Verbesserung abzeichnet. Nach einer weitgehend konstanten Entwicklung im Jahr 2003 nahm die Beschäftigung 2004 durchweg zu (siehe Tabelle 4); insgesamt betrachtet war die Zunahme jedoch verhalten. Dies hing zum einen damit zusammen, dass die Beschäftigung im Allgemeinen zeitlich verzögert auf die konjunkturelle Entwicklung reagiert, spiegelte aber zum anderen auch die ungewöhnlich geringe Reaktion

**Tabelle 4 Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt**

(Veränderung gegen Vorjahr bzw. Vorquartal in % bzw. Stand in %)

	2002	2003	2004	2002 Q3	2002 Q4	2003 Q1	2003 Q2	2003 Q3	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Erwerbspersonen	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Beschäftigung	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Landwirtschaft <sup>1)</sup>	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Industrie <sup>2)</sup>	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– ohne Baugewerbe	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– Baugewerbe	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Dienstleistungen <sup>3)</sup>	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
<b>Arbeitslosenquoten <sup>4)</sup></b>													
Insgesamt	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Unter 25 Jahren	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25 Jahre und älter	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Umfasst Fischerei, Jagd und Forstwirtschaft.

2) Umfasst verarbeitendes Gewerbe, Baugewerbe, Bergbau, Gewinnung von Steinen und Erden sowie Energie- und Wasserversorgung.

3) Ohne extraterritoriale Körperschaften und Organisationen.

4) In % der Erwerbspersonen gemäß den Empfehlungen der IAO.

der Beschäftigung (gemessen an der Zahl der Erwerbstätigen) auf die Konjunkturflaute im Zeitraum von 2001 bis 2003 wider, was die Nachfrage nach zusätzlichen Arbeitskräften in der gegenwärtigen Aufschwungphase dämpfte. In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass zuletzt zwar die Anzahl der Erwerbstätigen über den Konjunkturzyklus hinweg recht stabil war, die Beschäftigung aber laut den verfügbaren Angaben sehr wohl auf den Wirtschaftsverlauf reagierte, wenn man von der Anzahl der geleisteten Arbeitsstunden ausgeht. Dies lässt darauf schließen, dass die Arbeitgeber während der jüngsten Konjunkturabkühlung und der anschließenden Erholung dazu übergingen, die Beschäftigung eher über die Arbeitszeit als über den Beschäftigtenstand anzupassen.

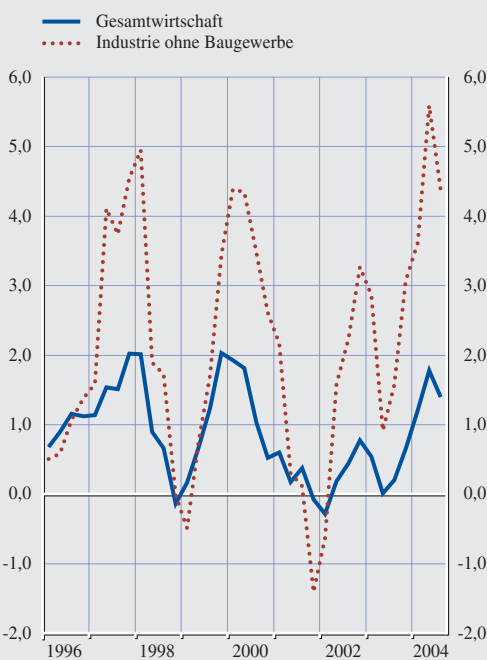
Die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) ging – wenn auch im Quartalsvergleich immer weniger stark – im Jahresverlauf

2004 weiter zurück, wohingegen sie im Dienstleistungssektor kontinuierlich zunahm. Die Arbeitsproduktivität zog im Berichtsjahr vor allem im Industriesektor weiter deutlich an (siehe Abbildung 27). Das Wachstum der Arbeitsproduktivität hat sich seit Mitte 2003 beschleunigt, was auf das übliche Verlaufsmuster von Konjunktur und Beschäftigung zurückzuführen ist.

Die Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet blieb im Jahr 2004 im Großen und Ganzen unverändert bei 8,8 % (siehe Abbildung 28). Auch nach Altersgruppen und Geschlecht aufgeschlüsselt hat sie sich kaum verändert. Insgesamt verringerte sich die Zahl der Arbeitslosen im Jahr 2004 um rund 50 000, nachdem sie im Jahr davor merklich gestiegen war. Diese – wenn auch moderaten – Anzeichen einer Verbesserung deckten sich mit anderen Hinweisen auf eine Wende am Arbeitsmarkt.

**Abbildung 27 Arbeitsproduktivität**

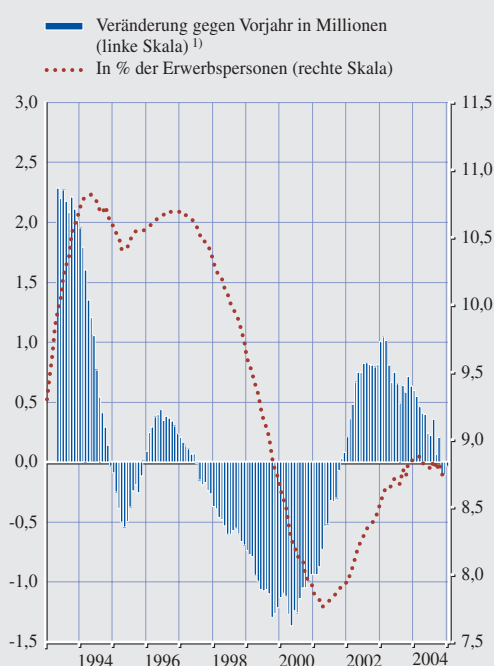
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung 28 Arbeitslosigkeit**

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Angaben (auch für die Zeit vor 2001) beziehen sich auf die 12 Euro-Länder.

1) Nicht saisonbereinigt.

So nahm die seit 2001 rückläufige Zahl der offenen Stellen im zweiten Halbjahr 2004 wieder zu.

Die Arbeitslosenquote der meisten Euro-Länder blieb von 2003 bis 2004 im Durchschnitt

weitgehend unverändert, wobei es in einigen Ländern zu Änderungen in der statistischen Erfassung von Arbeitsmarktdaten kam. Unter dem Strich verringerte sich im vergangenen Jahr das Gefälle zwischen den Arbeitslosenquoten der einzelnen Euro-Länder geringfügig.

## Kasten 7

### DEMOGRAPHISCHER WANDEL UND MÖGLICHE AUSWIRKUNGEN IM EURORAUM

Die demographische Entwicklung ist im Euro-Währungsgebiet wie in vielen anderen Industrieländern von sinkendem Bevölkerungswachstum und zunehmender Überalterung gekennzeichnet; Prognosen zufolge wird sich daran nichts ändern. Dieser Trend ist auf die niedrigen Geburtenraten in den meisten Euro-Ländern und auf die allgemein steigende Lebenserwartung zurückzuführen. Demographische Prognosen sind zwar immer von großer Unsicherheit geprägt, doch im Hinblick auf das Ausmaß des demographischen Wandels decken sich die Aussagen, so auch jene von Eurostat und den Vereinten Nationen, weitgehend. Dieser Kasten bietet einen zusammenfassenden Überblick über die wichtigsten Auswirkungen dieses Wandels.

#### Demographische Veränderungen

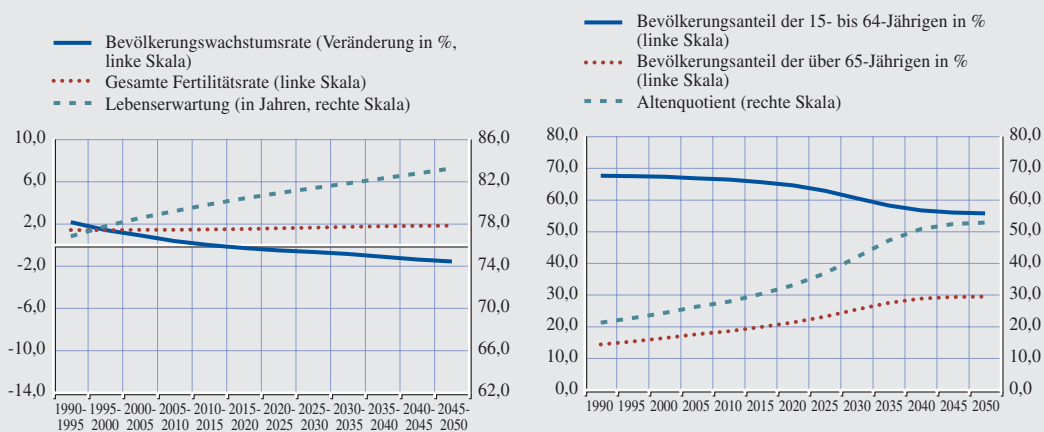
Den aktuellsten Prognosen für die Euro-Länder (den United Nations World Population Prospects von 2002<sup>1</sup>) zufolge wird die Geburtenrate für den Euroraum bis 2050 unter jener Quote bleiben, die zur Aufrechterhaltung des Bevölkerungsniveaus erforderlich ist (ca. zwei Kinder pro Frau). Gleichzeitig soll die durchschnittliche Lebenserwartung zwischen 2005 und 2050 um fünf Jahre ansteigen (siehe Abbildung linke Grafik). Daraus ergibt sich zunächst eine Verlangsamung des Bevölkerungswachstums und ab ca. 2015 ein Rückgang der Gesamteinwohnerzahl des Euroraums. Außerdem wird Prognosen zufolge der Anteil älterer Menschen (ab 65) in der Bevölkerung steigen und der Prozentsatz von Menschen im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64) sinken (siehe Abbildung rechte Grafik) – zunächst langsam, ab ca. 2015 jedoch in rascherem Tempo. Dadurch würde es im Zeitraum von 2005 bis 2050 im Eurogebiet zu einer Erhöhung des Altenquotienten (d. h. des Verhältnisses der über 65-jährigen Bevölkerung zu den 15- bis 64-Jährigen) um insgesamt rund 26 Prozentpunkte kommen (von etwa 26 % im Jahr 2005 auf ca. 30 % bis 2015 und mehr als 52 % bis 2050).

#### Auswirkungen auf die Wirtschaft

Die Überalterung wird weit reichende Auswirkungen auf die wirtschaftliche Situation der Euro-Länder haben. So wird sich beispielsweise die Zusammensetzung des Arbeitskräfteangebots ändern, nachdem der Anteil älterer Arbeitnehmer steigt. Das Arbeitsangebot könnte sogar abnehmen, falls der Trend zum Vorruhestand anhält und zu wenig neue Arbeitskräfte nachrücken. Der prognostizierte Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wird einen Abwärtsdruck auf das Potenzialwachstum des Euroraums ausüben, wenn er nicht durch andere Wachstumsfaktoren wie eine Erhöhung der Erwerbsbeteiligung, der Arbeitsproduktivität bzw.

<sup>1</sup> Die in diesem Absatz und in der Abbildung angegebenen Zahlen beziehen sich auf das mittlere Fertilitätsszenario, welches als am wahrscheinlichsten angesehen werden kann. Weitere Informationen finden sich in: United Nations Population Prospects: The 2002 Revision.

## Eckdaten zur demographischen Entwicklung im Euroraum



Quellen: Weltbevölkerungsprognosen der Vereinten Nationen 2002 (mittleres Fertilitätsszenario) und EZB-Berechnungen.

des produktiven Einsatzes anderer Ressourcen (z. B. Kapital) kompensiert werden kann. Die Frage, inwieweit Zuwanderung zu einer Steigerung des Arbeitskräfteangebots beitragen kann, wird noch diskutiert. Die meisten Studien deuten darauf hin, dass Migration bei der Bewältigung der demographischen Herausforderungen in Europa aufgrund von Sachzwängen und politischen Einschränkungen und in Anbetracht der im Verhältnis zur Größenordnung des Bevölkerungsproblems relativ geringen Anzahl potenzieller Migranten vermutlich nur eine kleine und vorübergehende Rolle spielen wird.

Auch die Finanzierung von Sozialversicherungssystemen – vor allem die der umlagefinanzierten Altersversorgungssysteme – ist zunehmend gefährdet, da die Quote der Rentempfänger im Verhältnis zu den Beitragszahlern der Altersversorgungs- und Gesundheitssysteme steigt. Die staatlichen Ausgaben für das Gesundheits- und Pflegewesen werden sich angesichts des anhaltenden medizintechnischen Fortschritts und der mit der Zahl älterer Menschen zunehmenden Nachfrage nach diesen Dienstleistungen – möglicherweise beträchtlich – erhöhen. Die Arbeitsgruppe „Alterung“ des Ausschusses für Wirtschaftspolitik der Europäischen Kommission schätzt, dass in den meisten Euro-Ländern bis 2050 demographisch bedingte Mehrkosten für gesetzliche Altersversorgungssysteme in der Größenordnung von 3 % bis 6 % des BIP anfallen werden. Bedingt durch die steigenden Ausgaben im Gesundheits- und Pflegewesen könnten noch weitere 2 % bis 4 % hinzukommen.

Die Bevölkerungsalterung wird vermutlich auch strukturelle Änderungen an den Finanzmärkten bewirken und die Preisgestaltung bei Finanzanlagen beeinflussen. So hängen Höhe und Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte für gewöhnlich sehr stark davon ab, welcher Generation diese angehören. Der demographische Wandel könnte sich auch in den Immobilienpreisen niederschlagen, da die langfristige Nachfrage nach Eigenheimen unter anderem von der Anzahl der Haushalte in einem Wirtschaftsraum abhängt. Außerdem ist anzunehmen, dass Rentenreformen – vor allem die Forcierung der privaten Vorsorge – die Finanzmärkte durch die wachsende Bedeutung institutioneller Anleger wie Pensionskassen und Versicherungsgesellschaften erheblich beeinflussen werden. Wegen der eingeschränkten Verfügbarkeit langfristiger Zeitreihen über Finanzmarktpreise, Messproblemen und aufgrund des Um-

stands, dass normalerweise nur ein geringer Anteil der Bevölkerung Dividendenwerte hält, können die möglichen Konsequenzen demographischer Veränderungen für die Finanzmärkte nur bedingt quantifiziert werden. Simulationsrechnungen mit auf Lebenszyklustheorien basierenden Modellen weisen jedoch generell darauf hin, dass die Bevölkerungsalterung zu einem Preisverfall am Finanzmarkt (sowohl bei Dividendenwerten als auch bei Anleihen) führen wird sowie zu einem Anstieg der von den Anlegern verlangten Aktienprämie, wenn die derzeit erwerbstätige Bevölkerung den Arbeitsmarkt verlässt.

### **Die Notwendigkeit umfassender Reformen**

Der demographische Wandel erfordert umfassende politische Maßnahmen, und zwar Reformen zur Bewältigung der spezifischen Probleme der Altersversorgungs- und Gesundheitssysteme, zur Senkung der Staatsverschuldung insgesamt und zur Schaffung zusätzlicher Wachstumsimpulse. Die Regierungen haben sich EU-weit auf eine dreigleisige Strategie geeinigt, die erstmals 2001 in den Grundzügen der Wirtschaftspolitik festgelegt wurde und drei übergeordnete Ziele verfolgt: einen Anstieg der Beschäftigungsquoten, eine Rückführung der Staatsverschuldung und eine Reform der Altersversorgungssysteme (einschließlich einer stärkeren Kapitaldeckung).

Eine Anhebung der Erwerbsbeteiligung und des Beschäftigungsniveaus ist in den Euro-Ländern in allen erwerbsfähigen Bevölkerungsgruppen dringend notwendig. Akuten Handlungsbedarf gibt es bei Gruppen mit einer besonders niedrigen Erwerbsquote, so zum Beispiel bei den über 55-Jährigen. Ein erster wichtiger Schritt ist der weitere Abbau negativer Arbeitsanreize, die auf einigen Arbeitsmärkten im Euroraum durch das Zusammenwirken von Steuern, Sozialleistungen und Vorruhestandsregelungen zurzeit gegeben sind. Die gängigen Systeme stellen vor allem eine Demotivation für Zweit- und Geringverdiener, die jüngsten und ältesten Arbeitnehmer sowie für Frauen dar. Zur Erhöhung der Frauenerwerbsquote muss durch eine Flexibilisierung der Arbeitszeiten und bessere Kinder- sowie Altenbetreuung für eine leichtere Vereinbarkeit von Familie und Beruf gesorgt werden. Ferner könnte es punktuell sinnvoll sein, die Anreize für eine längere Erwerbstätigkeit zu verstärken, indem etwa ein schrittweises Ausscheiden aus der Arbeitswelt gefördert wird und mehr Teilzeitstellen sowie befristete Arbeitsverhältnisse für ältere Arbeitnehmer angeboten werden. Zugleich müssen jedoch auch Anreize für Arbeitgeber geschaffen werden, ältere Arbeitnehmer einzustellen bzw. zu halten. Ferner werden viele Länder nachhaltig in Humankapital, Forschung und Entwicklung investieren müssen, um den potenziellen negativen Folgen der Bevölkerungsalterung für die Arbeits- und totale Faktorproduktivität entgegenzuwirken.

Eine Senkung des öffentlichen Schuldenstands würde zu einer besseren Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und einer geringeren Belastung durch die Konsequenzen des demographischen Wandels führen. Ein niedrigeres Verschuldungsniveau würde den Regierungen vor allem mehr Spielraum in Zeiten erhöhter alterungsbedingter Haushaltsbelastungen verschaffen, und die damit sinkende Zinsbelastung würde Haushaltsmittel freisetzen und flexiblere Reaktionen auf unvorhergesehene Entwicklungen ermöglichen. In diesem Zusammenhang wurden mit den Auflagen des Stabilitäts- und Wachstumspakts, insbesondere der Forderung nach nahezu ausgeglichenen Budgets oder Haushaltsüberschüssen, entscheidende Weichen gestellt.

Die große Belastung, die laut Prognosen auf die Altersversorgungssysteme zukommt, lässt zweierlei Reformstrategien zweckmäßig erscheinen. Zunächst müssen die Sozialleistungs- und Beitragsstrukturen in bestehenden umlagefinanzierten Systemen weiter angepasst werden (parametrische Reformen). Hier sind zum Beispiel die Bemessungsgrundlagen und die Indexanpassung der Renten zu überarbeiten. Zusätzlich dazu wird es in den meisten Ländern notwendig sein, eine stärkere Kapitaldeckung der Sozialleistungen anzustreben und alternative Methoden zur Finanzierung von Versorgungsansprüchen einzuführen (Systemreformen). Die Altersrenten würden dann nicht aus laufenden Übertragungen aus dem Arbeitseinkommen finanziert, sondern über in Pensionskassen angespartes Kapital. Hier sind Maßnahmen zum Aufbau einer entsprechenden Infrastruktur gefragt, damit das Rentenskapital effizient eingesetzt und mögliche Risiken gesteuert werden können und der nichtspekulative Charakter des Vorsorgespargens gewährleistet bleibt.

Zusammenfassend betrachtet deuten Prognosen zur Bevölkerungsentwicklung darauf hin, dass die demographischen Veränderungen im Euroraum ab ca. 2015 am stärksten ausfallen werden, wobei die Entwicklung von Land zu Land unterschiedlich verläuft und in einigen Euro-Ländern die Bevölkerung bereits heute schrumpft. Obwohl viele Staaten bereits begonnen haben, die Anreizstrukturen ihrer Steuer- und Sozialleistungssysteme und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu verbessern, sind in nächster Zeit weitere weit reichende Reformen notwendig. Im Hinblick auf die Bewältigung des demographischen Wandels sind rechtzeitige umfassende Reformen mit entsprechenden Anreizsystemen gefragt.

## 2.5 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

### HAUSHALTSSALDEN IM JAHR 2004 WEITGEHEND STABIL

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet verlief 2004 nicht zufrieden stellend. Laut den jüngsten verfügbaren Daten von Eurostat blieb das Haushaltsdefizit des Eurogebiets weitgehend unverändert bei 2,7 % des BIP (siehe Tabelle 5). Darin spiegelte sich letztlich weniger der Konjunkturverlauf als eine leichte Lockerung der Haushaltspolitik wider. Den meisten Ländern des Euroraums gelang es nicht, die Ziele der aktualisierten, Ende 2003 bzw. Anfang 2004 vorgelegten Stabilitätsprogramme zu erreichen. Im Schnitt wurden die Haushaltsziele um 0,3 Prozentpunkte des BIP verfehlt. Dabei fiel vor allem die Tatsache ins Gewicht, dass Länder mit beträchtlichen Defiziten ihre ehrgeizigen Ziele für eine strukturelle Konsolidierung nicht erreichten.

Die Defizitquote lag in einer Reihe von Ländern in Höhe des Referenzwerts von 3 % des BIP bzw. darüber, wobei vier Länder (Deutschland, Griechenland, Frankreich und die Niederlande) ein übermäßiges Defizit aufwiesen. In Deutschland und Frankreich überstieg das Haushaltsdefizit das dritte Jahr in Folge die Grenze von 3 % des BIP erheblich. Das griechische Haushaltsdefizit (gemäß ESVG 95) liegt, wie sich nach umfangreichen statistischen Revisionen herausstellte, seit 1997 über dem Referenzwert; im Jahr 2004 belief sich die Defizitquote auf 6,1 % des BIP. In Italien lag das Defizit bei 3,0 % des BIP, und Portugal verzeichnete – trotz (teils auslaufender) umfangreicher temporärer Maßnahmen – ein Defizit von knapp 3 % des BIP.

Gemessen an der Veränderung des zyklisch bereinigten Primärsaldos (auf Basis von Schätzungen der Europäischen Kommission) spiegelte das Haushaltsergebnis für den gesamten Euroraum einen leicht expansiven finanzpoliti-

schen Kurs wider. Da die Zinsausgaben praktisch unverändert waren, war diese Entwicklung in erster Linie auf die Verschlechterung des Primärsaldos zurückzuführen. Das BIP-Wachstum dürfte weitgehend dem Potenzialwachstum entsprochen haben, weshalb das wirtschaftliche Umfeld vermutlich im Schnitt nur einen sehr begrenzten Einfluss auf die Entwicklung der konjunkturellen Komponente des Haushaltssaldos hatte. Nur in einigen wenigen Fällen wurden Maßnahmen zur strukturellen Konsolidierung durchgeführt. Alle drei sehr hoch verschuldeten Staaten (Belgien, Griechenland und Italien) profitierten weiterhin von Einsparungen beim Zinsaufwand, wodurch sie entsprechend günstigere Ergebnisse beim Gesamtsaldo verzeichneten und so Verschlech-

terungen bei ihrem Primärsaldo teilweise wettmachen konnten.

In der Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum kommt zum Ausdruck, dass Steuerensenkungen und auslaufende temporäre Maßnahmen unzureichend durch niedrigere Primärausgaben kompensiert wurden. Einnahmefälle bedingt durch herabgesetzte direkte Steuern und Sozialbeiträge sowie rückläufige Kapitaleinnahmen aufgrund auslaufender temporärer Maßnahmen wurden durch die Anhebung der indirekten Steuern nämlich nur teilweise ausgeglichen. Bei den Ausgaben (insbesondere bei den Konsumausgaben des Staats und den Sozialleistungen) gibt es trotz teils wegfallender temporärer Maßnahmen zwar Anzeichen

**Tabelle 5 Öffentliche Finanzen im Euroraum**

(in % des BIP)

**Finanzierungssaldo des Staates**

	2001	2002	2003	2004
<b>Euroraum</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
Belgien	0,4	0,1	0,4	0,1
Deutschland	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Griechenland	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Spanien	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Frankreich	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Irland	0,9	-0,5	0,2	1,3
Italien	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luxemburg	6,2	2,3	0,5	-1,1
Niederlande	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Österreich	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugal	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Finnland	5,2	4,3	2,5	2,1

**Bruttoverschuldung des Staates**

	2001	2002	2003	2004
<b>Euroraum</b>	<b>69,6</b>	<b>69,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,3</b>
Belgien	108,0	105,4	100,0	95,6
Deutschland	59,4	60,9	64,2	66,0
Griechenland	114,8	112,2	109,3	110,5
Spanien	57,8	55,0	51,4	48,9
Frankreich	57,0	59,0	63,9	65,6
Irland	35,8	32,6	32,0	29,9
Italien	110,7	108,0	106,3	105,8
Luxemburg	7,2	7,5	7,1	7,5
Niederlande	52,9	52,6	54,3	55,7
Österreich	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugal	55,9	58,5	60,1	61,9
Finnland	43,8	42,5	45,3	45,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten basieren auf den Definitionen gemäß dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit. In den Haushaltssalden sind die Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen nicht enthalten.

einer gewissen Zurückhaltung, was eine Umkehr der lockereren Ausgabenpolitik der letzten Jahre widerspiegelt. Allerdings konnte dieser Kurswechsel die Einnahmehausfälle nicht gänzlich ausgleichen.

Die Schuldenquote des Euroraums erhöhte sich 2004 das zweite Jahr in Folge und belief sich schließlich auf 71,3 %. Diese Verschlechterung ist vor allem auf die niedrige (und rückläufige) Primärüberschussquote, das im Vergleich zum durchschnittlichen impliziten Zinssatz auf Staatsschulden niedrigere Wirtschaftswachstum und die in einigen Fällen beträchtlichen Diskrepanzen zwischen der Höhe des Defizits und der Schuldenentwicklung (Deficit-Debt Adjustments) zurückzuführen. Von den sieben Ländern, die eine Schuldenquote von

mehr als 60 % verzeichneten, konnte nur Belgien eine deutliche Rückführung der Quote (auf unter 100 %) erreichen, und zwar dank des über die vergangenen Jahre annähernd ausgeglichenen Haushalts. Griechenland und Italien wiesen nach wie vor eine Schuldenquote von über 100 % und damit kaum eine Veränderung seit dem Jahr 2001 auf. Die Schuldenquote von Deutschland, Frankreich, Österreich und Portugal lag geringfügig über dem Referenzwert von 60 %, wobei die Quote gegenüber 2003 in all diesen Ländern mit Ausnahme Österreichs anstieg. Die zunehmende Verschlechterung der Haushaltssalden und die steigende Verschuldung kommen auch im Umlauf der Staatsschuldverschreibungen zum Ausdruck (siehe Kasten 8).

#### Kasten 8

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN DER ÖFFENTLICHEN HAUSHALTE IM EURORAUM

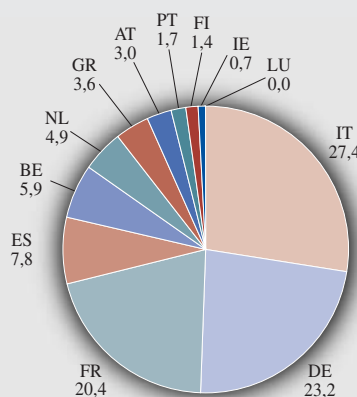
Im Zuge der steigenden Haushaltsdefizite im Euro-Währungsgebiet hat sich der Umlauf von Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte in den vergangenen Jahren erhöht. Diese Entwicklung manifestiert sich sowohl in den höheren Schuldenquoten als auch in der kräftigeren jährlichen Wachstumsrate der Staatsschuldverschreibungen im Euroraum – Letztere belief sich Ende 2002, 2003 und 2004 auf 5,0 %, 5,5 % bzw. 5,4 %, verglichen mit 3,3 % Ende 2001.<sup>1</sup>

Am Gesamtumlauf der Staatsschuldverschreibungen Ende 2004 lässt sich ablesen, dass Italien, Deutschland und Frankreich in diesem Kapitalmarktsegment des Euro-Währungsgebiets besonders aktiv waren und jeweils einen Marktanteil von rund 20 % bis 30 % auswiesen (siehe Abbildung A).

Bei der Entwicklung des Umlaufs an staatlichen Schuldverschreibungen im Euroraum fallen drei Punkte auf. Erstens werden die

**Abbildung A Umlauf staatlicher Schuldverschreibungen nach Emittentenländern im Euroraum im Jahr 2004**

(in %; Stand am Ende des Berichtszeitraums)



Quelle: EZB.

<sup>1</sup> Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und auch keine anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“ zu Abschnitt 4.3 und 4.4 unter „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im EZB-Monatsbericht.



## Eckdaten zum Umlauf an staatlichen Schuldverschreibungen der Euro-Länder

(Anteil an den staatlichen Schuldverschreibungen in %; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Zentralstaat	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
<i>Langfristige Wertpapiere</i>	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
<i>Kurzfristige Wertpapiere</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Sonstige öffentliche Haushalte	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
<i>Langfristige Wertpapiere</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
<i>Kurzfristige Wertpapiere</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Öffentliche Haushalte insgesamt							
<i>Langfristige Wertpapiere</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
Fest verzinslich	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
Variabel verzinslich	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
<i>Kurzfristige Wertpapiere</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Staatliche Schuldverschreibungen insgesamt in Mrd €	3 304,9	3 450,5	3 546,4	3 764,6	3 939,3	4 141,2	4 362,5

Quelle: EZB.

meisten staatlichen Schuldtitel vom Zentralstaat begeben, der im Jahr 2004 für 94,3 % der insgesamt umlaufenden Schuldverschreibungen verantwortlich war; auf die sonstigen öffentlichen Haushalte entfielen somit nur 5,7 % (siehe Tabelle). Gleichwohl haben sich Letztere in diesem Bereich zuletzt stärker engagiert. Der Anteil der vom Zentralstaat begebenen Schuldtitel ist seit 1998 stetig zurückgegangen, während sich der Anteil der von den sonstigen öffentlichen Haushalten emittierten Wertpapiere von 1998 bis 2004 fast verdoppelt hat.

Zweitens wird aus der Aufschlüsselung der staatlichen Schuldverschreibungen nach Laufzeiten ersichtlich, dass auf langfristige Schuldtitel Ende 2004 rund 91,6 % des Gesamtumlaufs entfielen. Die Tabelle zeigt, dass der Anteil kurzfristiger Schuldverschreibungen von 1998 bis zum Jahr 2000 zwar zurückging, anschließend aber wieder zunahm.

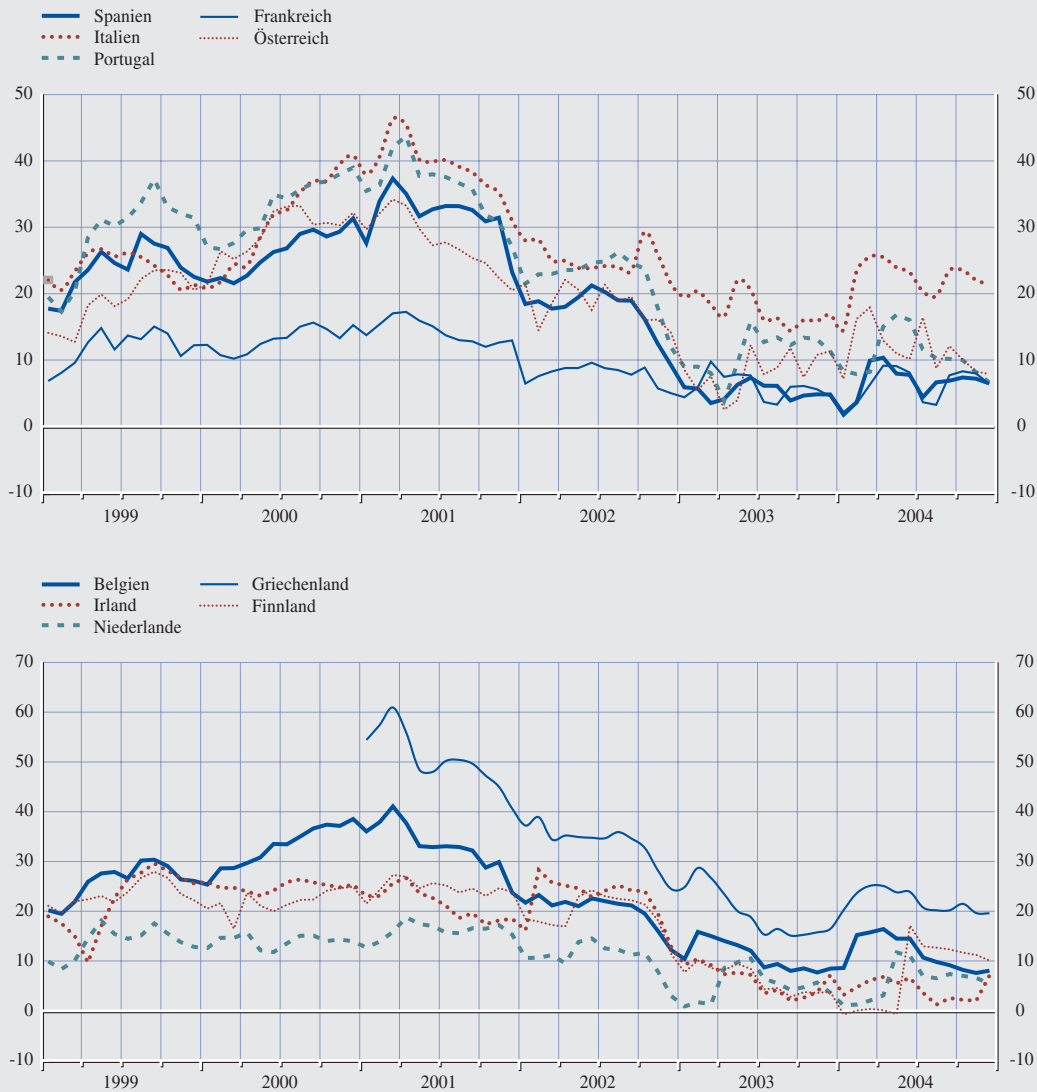
Drittens geht aus der Tabelle auch hervor, dass es sich bei der überwiegenden Mehrheit der langfristigen Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte um festverzinsliche Papiere handelt. Im Laufe der Zeit haben Emissionen mit variabler Verzinsung stark an Bedeutung verloren und sind von 12,3 % des Gesamtumlaufs im Jahr 1998 auf 7,6 % im Jahr 2004 zurückgegangen. Grund hierfür ist, dass einige Regierungen gegen Ende der Neunzigerjahre – in einem von Preisstabilität geprägten Umfeld – immer geringere Laufzeitprämien für festverzinsliche langfristige Papiere zahlten. Italien ist das einzige Land, in dem der Anteil der variabel verzinsten Schuldverschreibungen mit 20,7 % deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums liegt.

Die Verringerung der Risikoprämien führte in den vergangenen Jahren zu günstigeren Fremdfinanzierungskosten. So sank die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum von im Schnitt 7 % (1994 bis 1998) auf 4,7 % (1999 bis 2004). Aus Abbildung B geht allerdings hervor, dass es bei den Staatsanleiherenditen Unterschiede zwischen den Euro-Ländern gibt, welche auf die länderspezifischen Liquiditäts- und Kreditrisiken zurückzuführen sein könnten.

Die langfristigen Anleiherenditen waren in Deutschland im Euroraum-Vergleich am niedrigsten, was vorrangig an der relativ hohen Liquidität deutscher Bundesanleihen liegt. Der in Ba-

## Abbildung B Renditeabstände bei langfristigen Staatsanleihen gegenüber Deutschland <sup>1)</sup>

(in Basispunkten; Monatswerte)



Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.

1) Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Laufzeit.

sispunkten gemessene Finanzierungsvorteil, den die deutsche Regierung gegenüber allen anderen Euro-Ländern hatte, lag bis Anfang 2001 im zweistelligen Bereich. Seither ist der Renditeabstand zu deutschen Staatsanleihen im Zehnjahresbereich rückläufig, wobei er Ende 2003 einen Tiefststand erreichte. In Belgien, Griechenland, Italien, Portugal und Spanien gingen die Renditeabstände am stärksten zurück. Eine Determinante dieses Annäherungsprozesses kann die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in Deutschland gewesen sein, dessen Schuldenquo-

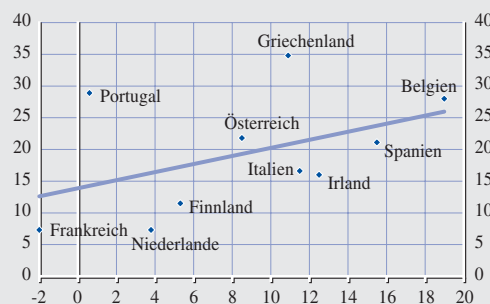
te sich zwischen 2001 und 2004 im Vergleich zu allen anderen Euro-Ländern (ausgenommen Frankreich) verschlechterte.

Den vorhandenen Daten zufolge konnten die Länder, die ihre Schuldenquote im Verhältnis zu Deutschland von 2001 bis 2004 verbesserten, auch ihre langfristigen Renditeabstände gegenüber deutschen Bundesanleihen verringern (siehe die positive Korrelation in Abbildung C). Wenngleich auch andere – vorwiegend mit der Liquidität der Anleihen zusammenhängende – Faktoren eine Rolle spielen dürften, spricht diese Entwicklung dafür, dass die Investoren bei der Bewertung von Anleihen und ihren Anlageentscheidungen die Haushaltslage des betreffenden Euro-Lands bis zu einem gewissen Grad berücksichtigen.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass die Staaten von der Entwicklung hin zu einer stabilitätsorientierteren Politik im letzten Jahrzehnt budgetpolitisch deutlich profitiert haben. Der sichtbarste Vorteil für die Öffentlichkeit liegt darin, dass nun ein deutlich geringerer Teil des Staatshaushalts in Zinszahlungen fließt.

**Abbildung C Veränderung der Schuldenquote<sup>1)</sup> und des Renditeabstands<sup>2)</sup> einzelner Euro-Länder im Vergleich zu Deutschland zwischen 2001 und 2004**

(x-Achse: in Prozentpunkten; y-Achse: in Basispunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

1) X-Achse: Verringerung der relativen Schuldenquote gegenüber Deutschland, d. h. Verringerung der Differenz zwischen der Schuldenquote Deutschlands und der Schuldenquote anderer Euro-Länder zwischen 2001 und 2004.

2) Y-Achse: Verringerung des Renditeabstands gegenüber zehnjährigen Staatsanleihen Deutschlands zwischen Januar 2001 und Dezember 2004.

Anmerkung: Die Abbildung ist wie folgt zu lesen: Während sich die Schuldenquote Deutschlands von 59,4 % im Jahr 2001 auf 66,0 % im Jahr 2004 verschlechterte, verbesserte sich etwa die Schuldenquote Belgiens von 108,0 % auf 95,6 %. Damit verringerte sich die Differenz zwischen der deutschen und der belgischen Schuldenquote von 48,6 % im Jahr 2001 auf 29,6 % im Jahr 2004, bzw. verbesserte sich die Schuldenquote Belgiens in Relation zum Schuldenstand Deutschlands um 19,0 Prozentpunkte (ersichtlich auf der x-Achse). Im selben Zeitraum verringerte sich der Renditeabstand zwischen belgischen und deutschen Staatsanleihen um 28 Basispunkte (ersichtlich auf der y-Achse). Neben den Vergleichswerten für die einzelnen Euro-Länder ist auch die berechnete Regressionsgerade abgebildet.

### HAUSHALTSPLÄNE FÜR 2005

Die aktuellen Stabilitätsprogramme deuten darauf hin, dass trotz einiger Fortschritte unzureichende Maßnahmen zur Verringerung des Haushaltsdefizits geplant sind und nach wie vor keine umfassenden Strategien für Struktur-reformen vorliegen. Für 2005 wird mit einem Rückgang des durchschnittlichen Haushaltsdefizits im Euroraum um etwa einen halben Prozentpunkt gerechnet. Zu dieser Entwicklung dürften sowohl eine geringfügige Abnahme der Zinsausgabenquote als auch eine moderate Verbesserung des Primärsaldos beitragen. Das Wirtschaftswachstum wird den Erwartungen zufolge weiterhin nahe am Potenzialwachstum bleiben. Allerdings werden den Prognosen zufolge etwa die Hälfte der Euro-Länder – genauer gesagt Deutschland, Griechenland, Frankreich, Italien, die Niederlande und Portugal – weiterhin ein Defizit von (nahe) 3 % melden.

Nur in wenigen Ländern werden die öffentlichen Haushalte den Prognosen zufolge nahezu ausgeglichen sein oder mit Überschüssen abschließen. Die Schuldenquote wird vermutlich gegenüber 2004 um etwa einen halben Prozentpunkt sinken.

### UMSETZUNG DER KONSOLIDIERUNGSZUSAGEN ERFORDERLICH

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet kann durch drei verschiedene Maßnahmenblöcke entscheidend beeinflusst werden. Erstens sind erhebliche Konsolidierungsmaßnahmen vonnöten, denn die Stabilität der Gesamtwirtschaft hängt im Wesentlichen von der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen ab, d. h. davon, dass eine Regierung in der Lage ist, ihre finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen (siehe Kasten 9). Die Einhaltung der finanzpolitischen Vorgaben der

EU und eine strikte Anwendung der Bestimmungen tragen wesentlich zur Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen innerhalb der WWU bei. So stellt die Defizitobergrenze von 3 % des BIP – wenn sie glaubwürdig durchgesetzt wird – eine solide Basis für die Erwartungen hinsichtlich finanzpolitischer Disziplin und künftiger Schuldenentwicklung dar. Daher ist sie für die Finanzmärkte und die Öffentlichkeit ein wichtiger „Indikator“ für die Qualität der öffentlichen Finanzen.

Die Tatsache, dass das durchschnittliche Defizit des Eurogebiets nicht nennenswert unter dem Referenzwert von 3 % liegt und eine Reihe von Ländern ein Defizit von annähernd diesem Wert bzw. darüber aufweisen, unterstreicht, wie dringend erforderlich es ist, die öffentlichen Finanzen zu stärken. Das günstigere konjunkturelle Umfeld bietet eine gute Gelegen-

heit, den Prozess der Haushaltskonsolidierung zu beschleunigen. Wachstumsdividenden in Form von Steuererhöhungen sollten zur Verringerung der Haushaltsdefizite genutzt werden. Länder mit einem übermäßigen Defizit sollten umgehend gegensteuern und ihre Konsolidierungszusagen umsetzen. Ferner muss das neuerliche Auftreten übermäßiger Defizite vermieden werden. Außerdem ist es wünschenswert, dass die Länder des Euroraums, die zwar noch keinen Überschuss oder nahezu ausgeglichenen Haushalt aufweisen, aber auch kein übermäßiges Defizit verzeichnen, sich bei ihren Konsolidierungsmaßnahmen weiterhin von der finanzpolitischen Strategie der Eurogruppe vom Oktober 2002 leiten lassen, wonach die konjunkturbereinigten Defizite um mindestens 0,5 Prozentpunkte des BIP pro Jahr zurückzuführen sind.

#### Kasten 9

##### EINFLUSS DER FINANZPOLITIK AUF DIE GESAMTWIRTSCHAFTLICHE STABILITÄT

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Einflüsse der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preisentwicklung untersucht. Außerdem wird der Frage nachgegangen, inwiefern der finanzpolitische Rahmen der EU diesen Erkenntnissen Rechnung trägt.

Kurzfristig kann die Finanzpolitik das gesamtwirtschaftliche Umfeld über diskretionäre Maßnahmen und automatische Stabilisatoren beeinflussen. Durch ihre Wirkung auf Angebot und Nachfrage in der Gesamtwirtschaft können diskretionäre Maßnahmen (d. h. aktive Veränderungen der Staatseinnahmen oder -ausgaben) das Wirtschaftswachstum und die Preise beeinflussen. Die Erfahrungen der letzten Jahrzehnte haben jedoch gezeigt, dass zur Stabilisierung der Volkswirtschaft ergriffene diskretionäre fiskalische Feinsteuermassnahmen häufig prozyklisch wirken. Darüber hinaus hat der asymmetrische Einsatz von Feinsteuermassnahmen (insbesondere in Abschwungphasen und in viel geringerem Maße in Zeiten eines konjunkturellen Aufschwungs) im Laufe der Zeit zu größeren Haushaltsdefiziten geführt. Andererseits kann das freie Wirken der automatischen Stabilisatoren dazu beitragen, konjunkturelle Schwankungen durch den stabilisierenden Einfluss von Steuern und Arbeitslosenunterstützung auf das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte zu glätten. Aufgrund ihres Automatismus wirken sie zeitnah und sind berechenbarer, während sie durch ihr symmetrisches Wirken den öffentlichen Schuldenstand im Verlauf des Konjunkturzyklus nicht beeinflussen.

Mittelfristig spielt die Finanzpolitik besonders für die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und das Potenzialwachstum eine Rolle. Die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen ist dann gegeben, wenn eine Regierung in der Lage ist, ihre finanziellen Verpflichtungen zu erfüllen. Letzteres

lässt sich an der Schuldenquote ablesen, wobei aber auch andere Elemente wie Eventualverbindlichkeiten und implizite Verbindlichkeiten des Staates zu berücksichtigen sind. Die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen übt einen positiven Einfluss auf das gesamtwirtschaftliche Umfeld aus, da die Verbraucher und die privaten Haushalte keine kräftigen Steuererhöhungen erwarten müssen und davon ausgehen können, dass die Regierung ihren Verpflichtungen ohne größere Probleme nachkommen kann. Das Vertrauen in die Wirtschaft wird demnach gestärkt, langfristige Entscheidungen (z. B. bezüglich Privatinvestitionen) werden erleichtert und die Finanzierungsbedingungen verbessert. Im Hinblick auf das Potenzialwachstum können finanzpolitische Maßnahmen, die die „Qualität“ der öffentlichen Finanzen erhöhen, das Wirtschaftswachstum positiv beeinflussen, ohne die Preisstabilität zu gefährden. So können staatliche Aufwendungen für Sach- und Humankapital die Qualität von Produktionsfaktoren verbessern. Des Weiteren haben Steuersätze einen Einfluss auf Arbeits-, Spar-, Investitions- und Innovationsanreize. Stärkeres Wachstum erhöht wiederum die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, da die Schulden von einer größeren wirtschaftlichen Basis bedient werden.

Eine an Regeln gebundene Finanzpolitik ist im Allgemeinen einem Ad-hoc-Ansatz vorzuziehen. Regeln können einer Politik vorbeugen, die ein zu starkes Augenmerk auf kurzfristig zu erzielende Gewinne legt und längerfristig anfallende Kosten außer Acht lässt. Des Weiteren können Regeln Erwartungen stabilisieren, dadurch den Wirtschaftsakteuren Orientierung für die zukünftige Ausrichtung der Finanzpolitik im Falle von Schocks bieten und somit die längerfristige Planung im privaten Sektor erleichtern. Es versteht sich von selbst, dass die Regeln eingehalten werden müssen, damit diese Vorteile zum Tragen kommen. Noch größer sind die Vorteile fester Vorgaben in einer Währungsunion wie der WWU, in der sich von der Finanzpolitik ausgehende Fehlanreize noch verstärken können. So könnte es beispielsweise sein, dass die Haushaltskonsolidierung weniger ernst genommen wird, da sich – aufgrund der gemeinsamen Währung und der stärker integrierten Finanzmärkte – eine höhere Staatsverschuldung weniger stark auf die Verzinsung auswirkt als vorher. In einer Währungsunion geltende finanzpolitische Regeln müssen unmissverständlich anwendbar sein, da sie für alle Mitgliedstaaten gleichermaßen gelten müssen, um eine Gleichbehandlung zu gewährleisten. Ein transparentes finanzpolitisches Regelwerk schärft das Bewusstsein des Finanzmarkts und der Öffentlichkeit für diese Bestimmungen und kann zu deren Umsetzung beitragen.

Die mittelfristigen, auf Regeln beruhenden Rahmenbedingungen innerhalb der WWU berücksichtigen sowohl die kurzfristige Stabilisierung als auch die langfristige Tragfähigkeit. So fördern die Referenzwerte für das Haushaltsdefizit und die Staatsverschuldung verantwortungsvolles finanzpolitisches Gebaren. Ein mittelfristig nahezu ausgeglichener Haushalt oder ein Haushaltsüberschuss trägt über das freie Wirken automatischer Stabilisatoren zu einer kurzfristigen Glättung der Konjunktur bei und stellt gleichzeitig sicher, dass übermäßige Defizite vermieden werden und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen durch eine Senkung der Schuldenquoten verbessert wird.

Von der Warte einer Zentralbank aus betrachtet, deren vorrangiges Ziel die Wahrung der Preisstabilität ist, konzentriert sich die Analyse der Finanzpolitik auf deren Einfluss auf die Preisentwicklung und die gesamtwirtschaftliche Stabilität, denn finanzpolitische Entwicklungen sind Teil des Umfelds, in dem die Geldpolitik agieren muss. Eine solide Finanzpolitik erleichtert die Umsetzung der Geldpolitik, indem sie ein – sowohl auf kurze als auch auf lange Sicht – stabiles wirtschaftliches Umfeld schafft.

## **STRUKTURREFORMEN WEITER DRINGEND ERFORDERLICH**

Eine zweite Herausforderung in Bezug auf die öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet besteht in der Einbindung der Pläne zur Haushaltskonsolidierung in eine Strukturreformagenda, die Wachstum, Wettbewerbsfähigkeit und Beschäftigung fördert. Dies würde insbesondere vor dem Hintergrund der zunehmenden Belastung durch die Bevölkerungsalterung dazu beitragen, eine tragfähigere Grundlage für die Haushaltsentwicklung zu schaffen. In diesem Kontext sind dringend ausgabenseitige Reformen geboten, auch wenn es einen gewissen Spielraum für Effizienzgewinne auf der Einnahmenseite geben mag. Solche Reformen ermöglichen die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, ebnen den Weg für weitere Steuersenkungen und können zudem die Steuer- und Sozialleistungssysteme wachstumsfreundlicher gestalten. Innerhalb vorgegebener Ausgabenspielräume sollte produktiven Investitionen in Infrastruktur und Humankapital Priorität eingeräumt werden.

## **VERLÄSSLICHE STATISTIKEN ERHÖHEN DIE GLAUBWÜRDIGKEIT DES FINANZPOLITISCHEN RAHMENS**

Die dritte Herausforderung besteht darin, dass die Integrität der Statistiken zur Finanzlage der öffentlichen Haushalte Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit der finanzpolitischen Vorgaben der EU ist. Umfangreiche Revisionen bereits veröffentlichter Defizitangaben – wie im Falle Griechenlands im Jahr 2004 – untergraben eindeutig das Vertrauen der Öffentlichkeit und schaden der Glaubwürdigkeit des gesamten Regelwerks. Sie behindern die zutreffende und rechtzeitige Feststellung von Defiziten und Konsolidierungsbedarf und können somit die Umsetzung von haushaltspolitischen Maßnahmen stark verzögern. Indem solche Revisionen die Unsicherheit, mit der die Beobachtung der finanzpolitischen Entwicklung behaftet ist, vergrößern, mindern sie den Wert der multilateralen Überwachungsverfahren und untergraben somit den Peer-Pressure-Effekt. Daher ist es unabdingbar, dass die zuverlässige Erhebung und die zeitnahe Meldung der Statis-



tiken über die öffentlichen Finanzen gewährleistet werden. Alle Mitgliedstaaten sollten die europäischen Rechnungslegungsvorschriften bei der Erfassung der Ausgaben und Einnahmen einhalten. Wie der ECOFIN-Rat am 2. Juni 2004 feststellte, dürfen politische Strömungen und Wahlzyklen keinen Einfluss auf die Daten zur öffentlichen Haushaltslage haben.

## **2.6 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZ- ENTWICKLUNG**

### **WEITERE AUFWERTUNG DES EURO BEI BREIT FUNDIERTER ABSCHWÄCHUNG DES US-DOLLAR**

Die Entwicklung der wichtigsten bilateralen Wechselkurse des Euro war in den ersten neun Monaten des Jahres 2004 durch eher maßvolle Schwankungen gekennzeichnet, besonders im Vergleich zur kräftigen Aufwertung des Euro in den beiden Jahren davor. In der Folge gewann der Euro insbesondere gegenüber dem US-Dollar deutlich an Boden. Ende 2004 notierte er in effektiver Rechnung etwas über dem Stand zu Jahresbeginn, worin sich eine deutliche Aufwertung gegenüber dem US-Dollar, den an den US-Dollar gekoppelten asiatischen Währungen und in geringerem Maße dem japanischen Yen widerspiegelte. Im Gegensatz dazu wertete der Euro in Relation zu den Wäh-

rungen einiger kleinerer Handelspartner des Euro-Währungsgebiets (dem Schweizer Franken, der norwegischen Krone und dem südkoreanischen Won) sowie gegenüber den Währungen mehrerer neuer EU-Mitgliedstaaten ab.

Nachdem sich die Aufwärtsbewegung des Euro im Januar und Februar 2004 abgeschwächt hatte, musste der Euro vorherige Kursgewinne teilweise wieder abgeben, als sich die weltwirtschaftlichen Aussichten verbesserten und sich die Einschätzung der Wechselkursdeterminanten durch den Markt wandelte. Damals mehrten sich die Hinweise darauf, dass sich die wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten und Japan festigte, während die Aussichten für den Euroraum gedämpfter blieben. Dies lenkte die Aufmerksamkeit des Marktes von dem anhaltend hohen US-Leistungsbilanzdefizit auf die zu erwartenden höheren Erträge in den Vereinigten Staaten und stützte somit die US-Währung. Von Mai bis Oktober 2004 legte der Euro angesichts sich allmählich aufhellender Perspektiven für die Wirtschaft des Eurogebiets leicht zu, da nun erste Anhaltspunkte für ein Übergreifen der wirtschaftlichen Expansion vom Exportsektor auf die Inlandsnachfrage zu erkennen waren. Gleichzeitig übten die vor allem von der geopolitischen Unsicherheit und den sprunghaft steigenden Ölpreisen genährten Sorgen der Marktteilnehmer über die Aussichten für die Weltwirtschaft offenbar erneuten Abwärtsdruck auf den US-Dollar und den japanischen Yen aus. Die Zinserhöhungsbeschlüsse des Offenmarktausschusses der US-Notenbank waren von den Finanzmärkten bereits eingepreist worden und hatten keinen Einfluss auf die Wechselkursentwicklungen. Ab Mitte Oktober gewann der Euro jedoch gegenüber der US-Währung und aufgrund ihrer formellen oder informellen Anbindung an den US-Dollar auch gegenüber einigen asiatischen Währungen wieder deutlich an Wert. Dies hing mit einer breit fundierten Abschwächung des US-Dollar im letzten Quartal 2004 zusammen, als die US-Währung gegenüber dem Euro, dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen auf den tiefsten Stand seit mehreren Jahren fiel.

Ende 2004 notierte der Euro in nominaler effektiver Rechnung – gemessen an den Währungen der 23 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – 2,3 % über dem Stand zu Jahresbeginn. Hinter dieser insgesamt im Jahr 2004 verzeichneten Aufwertung verbergen sich gegenläufige Bewegungen des Euro-Wechselkurses gegenüber einer Reihe von im effektiven Wechselkursindex enthaltenen Partnerwährungen. Im Einzelnen wertete der Euro zum US-Dollar deutlich auf, ebenso wie gegenüber dem chinesischen Renminbi Yuan und dem Hongkong-Dollar, die beide an die US-Währung gekoppelt sind. Am 31. Dezember 2004 war der Euro 1,36 USD wert, d. h. ungefähr 8,2 % mehr als zu Jahresbeginn. Im gleichen Zeitraum stieg er auch gegenüber dem japanischen Yen (um 3,7 %) und lag am Jahresende bei 139,7 JPY, was einer Aufwertung der japanischen Währung um mehr als 4 % gegenüber dem US-Dollar entsprach. In Relation zum Pfund Sterling war der Euro am Jahresende mit 0,71 GBP im Vergleich zum Stand vom 2. Januar 2004 unverändert.

Im gleichen Zeitraum wertete der Euro gegenüber dem Schweizer Franken und der norwegischen Krone leicht und gegenüber dem südkoreanischen Won (um 6,3 %) stärker ab. Auch in Relation zu den Währungen verschiedener neuer EU-Mitgliedstaaten, nämlich zur tschechischen Krone, zum ungarischen Forint, zum polnischen Zloty und zur slowakischen Krone, büßte der Euro an Wert ein (siehe auch Abschnitt 3). Das Zypern-Pfund wertete leicht auf, während der lettische Lats, der teilweise an den US-Dollar gekoppelt war, gegenüber dem Euro an Boden verlor. Seit dem 1. Januar 2005 ist der lettische Lats allerdings mit einem Kurs von 0,702804 LVL an den Euro gebunden und wird seither in der Nähe seines Festkurses gehandelt. Die maltesische Lira blieb 2004 gegenüber dem Euro relativ stabil, worin das dominierende Gewicht der Gemeinschaftswährung im zugrunde liegenden Währungskorb zum Ausdruck kommt.

Im WKM II wurde die dänische Krone nahe an ihrem Leitkurs gehandelt, während die Wäh-

rungen, die seit dem 28. Juni 2004 am WKM II teilnehmen (die estnische Krone, der litauische Litas und der slowenische Tolar), sich entweder innerhalb eines sehr engen Bandes bewegten oder gegenüber ihrem Leitkurs zum Euro unverändert blieben.

In den ersten zwei Monaten des Jahres 2005 gab der Euro gegenüber den meisten wichtigen Währungen, insbesondere dem US-Dollar, nach. Die Entwicklung des Euro-Wechselkurses wurde in diesem Zeitraum dadurch belastet, dass es Anzeichen für eine robuste Wirtschaftsaktivität in den Vereinigten Staaten gab, weshalb die Marktteilnehmer das US-Leistungsbilanzdefizit anscheinend weniger problematisch einschätzten. Am 24. Februar 2005 lag der Euro in nominaler effektiver Rechnung rund 1,4 % unter seinem Niveau zu Jahresbeginn. Die Abwertung war auf eine Abschwächung gegenüber dem US-Dollar, dem chinesischen Renminbi Yuan und in geringerem Maße gegenüber dem Pfund Sterling zurückzuführen, die allesamt im handlungsgewichteten Wechsel-

kursindex des Euro ein relativ hohes Gewicht haben.

Der reale effektive Wechselkurs des Euro auf Basis von Kosten- und Preisindizes ist im Einklang mit dem nominalen effektiven Wechselkurs im Jahr 2004 ebenfalls weiter gestiegen (siehe Abbildung 29). Im vierten Quartal 2004 bewegten sich die realen effektiven Wechselkursindizes des Euro deutlich über ihrem Stand vom ersten Quartal 1999, und die auf der Verbraucher- und der Erzeugerpreisentwicklung basierenden Messgrößen lagen auch recht nahe bei ihren Höchstständen der letzten zehn Jahre.

#### GERINGFÜGIGER ANSTIEG DES LEISTUNGSBILANZÜBERSCHUSSES IM JAHR 2004

Der Leistungsbilanzüberschuss des Euro-Währungsgebiets erhöhte sich im Berichtsjahr auf 40,2 Mrd € (d. h. auf rund 0,5 % des BIP), nach 22,2 Mrd € (d. h. 0,3 % des BIP) im Jahr davor. Dieser Anstieg war vorwiegend auf einen Rückgang des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den laufenden

Abbildung 29 Nominaler und realer effektiver Wechselkurs des Euro<sup>1)</sup>

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

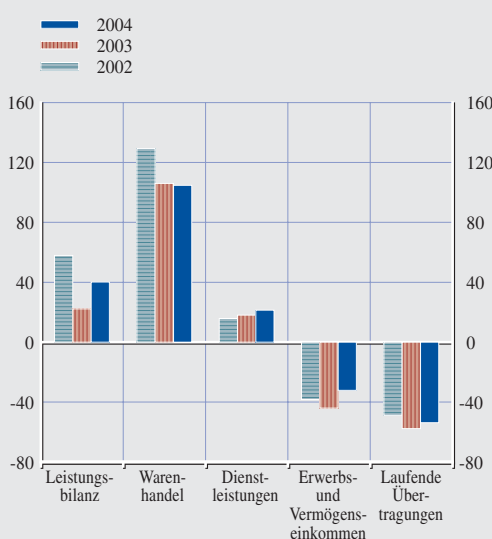


Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg der EWK-Indizes bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Monatswerte beziehen sich auf Dezember 2004. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen EWK-Index beziehen sich die letzten Angaben auf das dritte Quartal 2004 und sind teilweise geschätzt.

Abbildung 30 Saldo der Leistungsbilanz und ihre Komponenten

(in Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.



Übertragungen in Verbindung mit einer leichten Zunahme des Überschusses bei den Dienstleistungen zurückzuführen (siehe Abbildung 30). Der Warenhandelsüberschuss blieb weitgehend unverändert, da sich die Warenaus- und einführen dem Wert nach in gleichem Umfang erhöhten.

Im Jahresverlauf 2004 wies der über zwölf Monate kumulierte saisonbereinigte Warenhandelsüberschuss jedoch zwei signifikante Entwicklungen auf. Im ersten Halbjahr erhöhte er sich von 106 Mrd € im Dezember 2003 auf über 125 Mrd € im Juni 2004, was insbesondere dem in diesem Zeitraum hohen Exportaufkommen zuzuschreiben war. In der Folge sank der Warenhandelsüberschuss allerdings wieder fast auf den Ende 2003 verzeichneten Stand. Grund hierfür waren das im zweiten und dritten Quartal 2004 dynamische Importgeschäft und die in der zweiten Jahreshälfte nachlassenden Exporte. Das geringere Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen spiegelte überwiegend die Tatsache wider, dass das Faktoreinkommen deutlich rascher zunahm als die Ausgaben. Der Einnahmewachstum war offenbar größtenteils durch eine infolge des kräftigen Wachstums

der Weltwirtschaft günstige Entwicklung der Investitionserträge bedingt, die den negativen Einfluss des stärkeren Euro, nämlich den aufwertungsbedingten Rückgang des Euro-Werts der in Fremdwährung erhaltenen Einnahmen, mehr als ausglich.

Die Entwicklungen bei den Warenaus- und -einführen werden durch eine Aufschlüsselung der Wertangaben nach Preisen und Volumen auf Basis der bis Oktober 2004 vorliegenden Außenhandelsstatistik von Eurostat besser verständlich. Demnach war der kräftige wertmäßige Anstieg der Ausfuhren im ersten Halbjahr zu großen Teilen der robusten Ausweitung des Exportvolumens zuzuschreiben, während die Entwicklung der Exportpreise verhalten blieb. Die negative Auswirkung der Euro-Aufwertung auf das Exportvolumen des Euroraums wurde also offenbar durch den starken Anstieg der Auslandsnachfrage im ersten Halbjahr 2004 mehr als kompensiert. Eine geographische Aufgliederung zeigt, dass das Volumen der Exporte nach Asien und in die neuen EU-Mitgliedstaaten in dieser Zeit besonders rasch zunahm. Wenngleich die Ausführpreise aufgrund ölpreisbedingter Kostensteigerungen einem gewissen Aufwärtsdruck ausgesetzt waren, dürfte dem teilweise eine Verringerung der Gewinnmargen entgegengewirkt haben, mit der die Exporteure versuchten, den durch die Euro-Aufwertung bedingten Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit teilweise wettzumachen. Der im zweiten Halbjahr verzeichnete Rückgang der Exporte des Euroraums war wohl im Wesentlichen auf die schwächeren Exporte nach Asien und in die neuen EU-Mitgliedstaaten zurückzuführen, wobei auch die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten deutlich zurückgingen. Die wertmäßige Zunahme der Wareneinführen im zweiten und dritten Quartal 2004 spiegelte einen Anstieg sowohl der Preise als auch des Volumens wider. Maßgeblich für den Anstieg der Einfuhrpreise war vor allem der höhere Ölpreis. Die Ausweitung des Einfuhrvolumens kann zum Teil der Erholung der Binnennachfrage – insbesondere nach den importintensivsten Kategorien – im Euroraum zugeschrieben werden.



### BEI DEN DIREKTINVESTITIONEN UND WERTPAPIERANLAGEN ZUSAMMENGENOMMEN NETTOKAPITALZUFLÜSSE IM JAHR 2004

In der Kapitalbilanz sorgten die Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammen im Jahr 2004 für Nettokapitalzuflüsse in Höhe von 18,3 Mrd € (verglichen mit 38,3 Mrd € im Jahr davor). Der geringere Kapitalbilanzüberschuss war in erster Linie auf umfangreichere Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen zurückzuführen (siehe Abbildung 31).

Die Entwicklung der Direktinvestitionen wurde vorwiegend vom allmählichen Rückgang der Direktinvestitionen im Euroraum geprägt, welcher im Wesentlichen darauf zurückzuführen war, dass die von Gebietsfremden im Euroraum getätigten Direktinvestitionen in Form von Beteiligungen einem Drittel des Vorjahreswerts entsprachen. Dieser Rückgang war stärker ausgeprägt als bei den vergleichbaren Direktinvestitionen Gebietsansässiger im Ausland und dürfte teilweise daher rühren, dass die

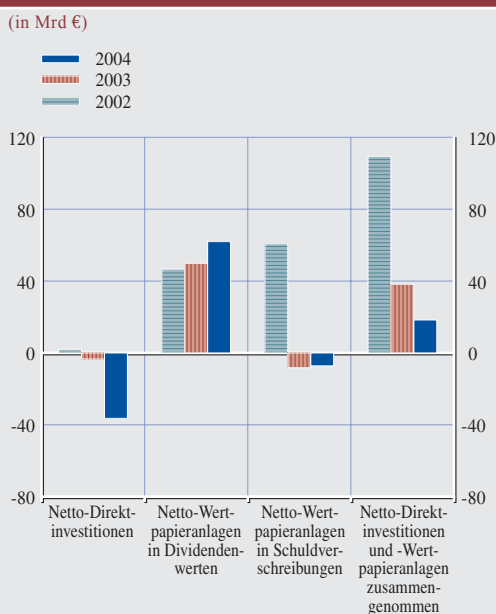
Wirtschaftsperspektiven im Jahr 2004 weltweit besser waren als für den Euroraum.

Die Zunahme der Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen hing hauptsächlich mit dem höheren Nettoerwerb von Dividendenwerten des Euroraums durch Gebietsfremde zusammen. Die Ergebnisse von Marktumfragen deuteten auf ein wieder erwachtes Interesse ausländischer Anleger an Dividendenwerten des Euroraums hin. Grund hierfür waren der relativ attraktive Preis dieser Dividendenwerte und die Erwartung einer Euro-Aufwertung im Verlauf des Jahres 2004.

Bei den Schuldverschreibungen hielten sich die grenzüberschreitenden Ströme der Jahre 2003 und 2004 die Waage und beliefen sich sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite auf rund 200 Mrd €. Auf der Passivseite gab es aufgrund des niedrigen Niveaus der kurzfristigen Zinsen im Euroraum keinen Anreiz für ausländische Investitionen in Geldmarktpapiere des Eurogebiets, weshalb gebietsfremde Anleger 2004 fast ausschließlich in Anleihen des Euroraums investierten. Auf der Aktivseite legten die Investoren des Euroraums rund 75 % ihres internationalen Portfolios an Schuldverschreibungen in Anleihen und 25 % in Geldmarktpapieren an. Demzufolge investierten Ansässige im Euro-Währungsgebiet im Berichtsjahr weniger stark in internationale Anleihen als im Jahr 2003. Dies könnte auf die Erwartung möglicher Kapitalverluste aufgrund des erwarteten Anstiegs der langfristigen Zinssätze in den Vereinigten Staaten zurückzuführen sein. Tatsächlich verringerten sich die Kapitalabflüsse aus dem Euroraum in die Vereinigten Staaten von 75 Mrd € im Jahr 2003 auf 29 Mrd € in den ersten drei Quartalen 2004.

In den ersten drei Quartalen 2004 verzeichnete das Eurogebiet bei den Direktinvestitionen gegenüber den wichtigsten Handelspartnern (abgesehen von den Vereinigten Staaten und der Schweiz) per saldo Kapitalabflüsse. Das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten waren sowohl die Hauptempfänger von Direkt-

Abbildung 31 Saldo der Kapitalbilanz und ihre Komponenten



Quelle: EZB.

investitionen des Euroraums als auch umgekehrt die wichtigsten Investoren im Euroraum.

Eine geographische Aufschlüsselung der Wertpapieranlagen zeigt, dass das Eurogebiet in den ersten drei Quartalen 2004 vor allem in Wertpapiere des Vereinigten Königreichs und der USA investierte, auf die seit jeher die meisten Wertpapieranlagen entfallen. Anleger des Euroraums erwarben per saldo auch in großem Umfang japanische Dividendenwerte, was wohl auf die vor allem Anfang 2004 besseren Perspektiven für die japanische Wirtschaft zurückzuführen war.

### 3 WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNG IN DEN ÜBRIGEN MITGLIEDSTAATEN DER EUROPÄISCHEN UNION

#### KONJUNKTUR

Das Wachstum des realen BIP war in den EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, im Jahr 2004 recht kräftig und lag im Allgemeinen über dem Durchschnitt des Euroraums (siehe Tabelle 6). Das stärkste Wirtschaftswachstum wurde in den baltischen Staaten und in Polen, d. h. den Ländern mit dem niedrigsten Pro-Kopf-BIP in der EU, verzeichnet. Am schwächsten, aber gleichwohl höher als im Jahr 2003, fiel das reale BIP-Wachstum in Dänemark und Malta aus.

In vielen nicht dem Euroraum angehörenden EU-Ländern leistete im Jahr 2004 die Inlandsnachfrage den wichtigsten Beitrag zum realen BIP-Wachstum, wobei die entscheidenden Wachstumsimpulse von den Bruttoanlageinvestitionen ausgingen. Zur Belebung der Investitionen in vielen neuen Mitgliedstaaten sowie in Dänemark und Schweden trugen das zunehmende Vertrauen der Industrie, eine stärkere Auslastung des Sachkapitals sowie bessere Nachfrageaussichten bei. Bei zahlreichen neuen Mitgliedern, insbesondere den baltischen Staaten, lässt sich die robuste Inlandsnachfrage auch auf eine signifikante Zunahme der priva-

ten Konsumausgaben im Zuge des gestiegenen real verfügbaren Einkommens zurückführen. Letzteres ist wiederum im Zusammenhang mit den kräftigen Lohnsteigerungen und einer verbesserten Arbeitsmarktlage zu sehen. Im Vereinigten Königreich wurde das Wachstum des privaten Verbrauchs von der robusten Arbeitsmarktentwicklung und Wertzuwachsen bei Wohnimmobilien getragen. Daneben spielte in einer Reihe von EU-Ländern außerhalb des Euroraums – vor allem in den baltischen Staaten und in Ungarn – das hohe und teils noch zunehmende Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor eine Rolle. Darüber hinaus führten in den meisten neuen Mitgliedstaaten im ersten Halbjahr 2004 Vorziehkäufe in Erwartung höherer Steuersätze und regulierter Preise infolge des EU-Beitritts zu höheren Konsumausgaben. Der finanzpolitische Kurs blieb in einigen Ländern recht expansiv.

Der Beitrag der Nettoexporte zum realen BIP-Wachstum fiel in den einzelnen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums sehr unterschiedlich aus. Während die Auslandsnachfrage das Wirtschaftswachstum in Polen und Schweden stark ankurbelte, bremste sie das

**Tabelle 6 Wachstum des realen BIP in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Tschechische Republik	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Dänemark	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Estland	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Zypern	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Lettland	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Litauen	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Ungarn	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Malta	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Polen	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Slowenien	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Slowakei	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Schweden	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Vereinigtes Königreich	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
EU 10 <sup>1)</sup>	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
EU 13 <sup>2)</sup>	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Euroraum	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die Quartalswerte sind im Fall der Tschechischen Republik saisonbereinigt und beim Vereinigten Königreich saisonbereinigt und arbeitstäglich bereinigt.

1) Das EU-10-Aggregat umfasst die 10 neuen EU-Mitgliedstaaten.

2) Das EU-13-Aggregat umfasst die 13 EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums.

Wachstum in den meisten neuen Mitgliedstaaten sowie im Vereinigten Königreich. Dabei ist allerdings anzumerken, dass das Export- und das Importwachstum im Jahr 2004 insbesondere in den neuen Mitgliedstaaten nach wie vor relativ kräftig war. So wirkten sich der durch den EU-Beitritt bedingte Wegfall von Handelshemmnissen, die stärkere Nachfrage seitens der Handelspartner und weitere Produktivitätsgewinne positiv auf das Handelsvolumen bei Waren und Dienstleistungen aus.

Infolge der Konjunkturerholung, hoher Direktinvestitionszuflüsse in den letzten Jahren und eingeleiteter Strukturreformen verbesserte sich die Arbeitsmarktlage in den meisten nicht zum Euroraum zählenden EU-Staaten im Jahr 2004 stetig, vor allem in den baltischen Staaten. Das Beschäftigungswachstum war allerdings eher verhalten, was in einzelnen Ländern auf frühere Lohnkostensteigerungen sowie auf strukturelle Arbeitslosigkeit (d. h. Ungleichgewichte zwischen nachgefragten Qualifikationen und dem tatsächlichen Arbeitskräfteangebot) zurückzuführen ist. Einige Länder, vor allem Polen und die Slowakei, verzeichneten nach wie vor sehr hohe Arbeitslosenquoten. Im Vereinigten Königreich war

eine Verknappung des Arbeitskräfteangebots zu beobachten.

### PREISENTWICKLUNG

Die Preise entwickelten sich im Jahr 2004 in den EU-Ländern außerhalb des Euroraums sehr unterschiedlich. Dänemark, Litauen, Schweden und das Vereinigte Königreich wiesen mit rund 1 % die niedrigsten Jahresteuerraten (HVPI) auf und lagen damit deutlich unter dem Durchschnitt des Euroraums. Bei der Mehrheit der neuen Mitgliedstaaten lag die Teuerung aber über dem Durchschnitt des Euroraums, wobei Lettland, Ungarn und die Slowakei den Durchschnittswert des Eurogebiets fast um das Dreifache übertrafen.

In den meisten neuen EU-Ländern waren die HVPI-Inflationsraten 2004 höher als im Vorjahr (siehe Tabelle 7). Den stärksten Anstieg verzeichneten die Tschechische Republik, Lettland, Litauen, Ungarn und Polen. Unter den Ländern mit rückläufigen durchschnittlichen Inflationsraten konnten Zypern und Slowenien den stärksten Rückgang verbuchen. Das Verlaufsmuster der Teuerung war im Berichtsjahr von Land zu Land unterschiedlich. In einer Reihe von Ländern zog die Teuerung

**Tabelle 7 Teuerungsrate nach dem HVPI in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Tschechische Republik	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Dänemark	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Estland	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Zypern	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Lettland	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Litauen	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Ungarn	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Malta	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Polen	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Slowenien	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Slowakei	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Schweden	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Vereinigtes Königreich	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
EU 10 <sup>1)</sup>	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
EU 13 <sup>2)</sup>	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Euroraum	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Quellen: Eurostat.

1) Das EU-10-Aggregat umfasst die 10 neuen EU-Mitgliedstaaten.

2) Das EU-13-Aggregat umfasst die 13 EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums.

zunächst deutlich an, bevor sie sich im zweiten Halbjahr auf einem höheren Niveau stabilisierte bzw. allmählich zurückging. In einzelnen Mitgliedstaaten blieben die Teuerungsraten aber auch das ganze Jahr über mehr oder weniger unverändert.

Die Inflationsentwicklung war in den einzelnen Ländern bis zu einem gewissen Grad von ein- und denselben Faktoren geprägt, wobei insbesondere die kräftig anziehenden Ölpreise eine Rolle spielten. Der Inflationsschub durch die Ölverteuerung fiel allerdings von Land zu Land im Wesentlichen aufgrund von Unterschieden im Konsumverhalten und in der Energieintensität der Produktion sowie wegen unterschiedlichen Marktstrukturen verschieden hoch aus. Darüber hinaus dürften sich die höheren Ölpreise im Jahr 2004 in einigen Ländern noch nicht gänzlich in der Inflation niedergeschlagen haben. Ein gewisser Inflationsdruck ging meist auch von dem kräftigen realen BIP-Wachstum aus, weshalb es in einer Reihe von Ländern auch zu einem Anstieg des Lohndrucks kam.

In den neuen Mitgliedstaaten verursachte auch der EU-Beitritt einen gewissen Preisauftrieb. So zogen in den meisten Ländern nach deren Einbindung in die Gemeinsame Agrarpolitik und der Beseitigung verbleibender sektoraler Handelshemmnisse die Nahrungsmittelpreise im ersten Halbjahr an. Nachdem die Nahrungsmittelpreise in diesen Ländern einen hohen Anteil am HVPI-Warenkorb haben, war ihr Inflationsbeitrag entsprechend hoch. Darüber hinaus wurden die indirekten Steuern und die Verbrauchsteuern in mehreren neuen Mitgliedstaaten angehoben, um sie an jene in der EU anzunähern. Die Aussicht auf steuerbedingte Preissteigerungen infolge des EU-Beitritts führte Anfang 2004 zu Vorziehkäufen und damit auch zu einem Inflationsschub. Im zweiten Halbjahr 2004 kehrte sich dieser Einfluss allerdings in einigen Ländern allmählich wieder um. Ferner wurden die administrierten Preise in manchen neuen Mitgliedstaaten deutlich angehoben, um einigen staatlichen Unternehmen wieder eine kostendeckende Produktion zu ermöglichen.



Die Entwicklung der nominalen effektiven Wechselkurse und ihre verzögerte Überwälzung auf die Einfuhrpreise schlug sich ebenfalls in der Inflationsentwicklung nieder, und zwar teils inflationsdämpfend (vor allem in der Tschechischen Republik, Ungarn und der Slowakei) und teils inflationsstärkend (etwa in Lettland). In Polen trug das verzögerte Wirken der Wechselkursentwicklung im ersten Halbjahr 2004 zu einem Anstieg der HVPI-Inflation bei, wobei sich dieser Einfluss im zweiten Halbjahr umkehrte.

#### HAUSHALTPOLITIK

Estland, Dänemark und Schweden erwirtschafteten im Jahr 2004 einen Haushaltsüberschuss, während die übrigen 10 Länder ein Defizit auswiesen. Bei 6 Ländern (Tschechische Republik, Zypern, Ungarn, Malta, Polen und Slowakei) stellte der ECOFIN-Rat am 5. Juli 2004 ein übermäßiges Defizit fest. Mit der Ausnahme von Zypern gestand der Rat in Anbetracht folgender besonderer Umstände all diesen Ländern einen mittelfristigen Zeitrahmen zur Korrektur des übermäßigen Defizits zu: a) das öffentliche Defizit lag zum Zeitpunkt des EU-Beitritts deutlich über dem Referenzwert und b) der mit dem Prozess der realen Konvergenz einhergehende strukturelle Übergang zu einer modernen dienstleistungsorientierten Marktwirtschaft war in der Tschechischen Republik,

Ungarn, Polen und der Slowakei noch nicht abgeschlossen. Das Vereinigte Königreich wies sowohl 2003 als auch 2004 ein Defizit auf, das über dem Referenzwert von 3 % lag. Angesichts der großen Zahl von Ländern, die immer noch ein übermäßiges Defizit aufweisen, bedarf es weiterhin eines stärkeren politischen Engagements hinsichtlich der Durchführung von Strukturreformen und der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen.

In 10 der 13 EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums verbesserte sich die Situation der öffentlichen Haushalte im Jahr 2004, während sich die Lage in den übrigen 3 Ländern verschlechterte (siehe Tabelle 8). Diese Verbesserung lässt sich vor allem durch vorübergehende Faktoren und den positiven Einfluss des Konjunkturverlaufs erklären. In der Tschechischen Republik und Malta – den Ländern mit der deutlichsten Verbesserung der Haushalts-salden – hatten temporäre Faktoren 2003 zu einem beträchtlichen Anstieg der Defizitquote geführt.

In den meisten nicht dem Euroraum angehörenden EU-Ländern blieb die Schuldenquote im Jahr 2004 deutlich unter der Durchschnittsquote für den Euroraum. Dabei war die Quote in 6 der 13 Länder aufgrund der verbesserten Haushaltssalden rückläufig. Der in den anderen Ländern verzeichnete Anstieg der Schuldenquote war hauptsächlich auf niedrige Primärüberschussquoten zurückzuführen sowie auf schulden erhöhende Deficit-Debt Adjustments, d. h. auf Diskrepanzen bei der Entwicklung des öffentlichen Schuldenstands, die nicht mit dem Defizit bzw. Überschuss zu erklären sind. Lediglich Zypern und Malta wiesen nach wie vor eine über dem Referenzwert von 60 % liegende Schuldenquote auf.

In den meisten Ländern entsprachen die Haushaltsergebnisse 2004 entweder weitgehend den Zielsetzungen der im Mai des Jahres vorgelegten Konvergenzprogramme oder übertrafen diese. Während die öffentlichen Einnahmen in einigen Ländern besser als erwartet ausfielen, entsprachen die Ausgaben allgemein in etwa den Vorgaben. In Ungarn gab es allerdings Anzeichen einer merklichen Abweichung von dem

**Tabelle 8 Öffentliche Finanzen in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum**

(in % des BIP)

	Finanzierungssaldo des Staates				Bruttoverschuldung des Staates			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Tschechische Republik	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Dänemark	2,9	1,7	1,2	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Estland	0,3	1,4	2,9	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Zypern	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Lettland	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Litauen	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Ungarn	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Malta	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Polen	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Slowenien	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Slowakei	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Schweden	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Vereinigtes Königreich <sup>1)</sup>	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
EU-10 <sup>2)</sup>	-4,2	-4,9	-5,7	-3,9	37,3	40,1	43,5	42,7
EU-13 <sup>3)</sup>	0,2	-1,9	-3,1	-2,4	40,9	40,9	42,1	42,9
Euroraum	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten basieren auf den Definitionen gemäß dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit. In den Haushaltssalden sind die Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen nicht enthalten.

1) Schätzung für das jeweilige Kalenderjahr.

2) Das EU-10-Aggregat umfasst die 10 neuen EU-Mitgliedstaaten.

3) Das EU-13-Aggregat umfasst die 13 EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums.

im Konvergenzprogramm vom Mai 2004 vorgegebenen Haushaltsziel. Des Weiteren wurden Mehreinnahmen im Jahr 2004 von einigen Regierungen (z. B. der estnischen und der litauischen Regierung) teilweise wieder zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben anstatt zur Haushaltssanierung verwendet.

### ENTWICKLUNG DER ZAHLUNGSBILANZ

Was die Außenbilanz angeht, so meldeten Schweden und Dänemark 2004 weiterhin beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse, während das Vereinigte Königreich und die meisten neuen Mitgliedstaaten (teils hohe) Defizite verzeichneten (siehe Tabelle 9). Die einzige Ausnahme bildete Slowenien, das schon lange weitgehend ausgeglichene Leistungsbilanzpositionen aufweist. Besonders hoch waren hingegen die Leistungsbilanzdefizite in den baltischen Staaten und Ungarn (nahe 10 % des BIP oder darüber), während die Slowakei und Polen ein moderateres Defizit verzeichneten und ihr Defizit in den Jahren 2003 und 2004 gegenüber den beiden Jahren davor auch zurückführen konnten.

In vielen neuen Mitgliedstaaten hing die Zunahme des Leistungsbilanzdefizits im Jahr 2004 mit dem kräftigen Importwachstum zu-

sammen, das wiederum der robusten Inlandsnachfrage und den hohen Ölpreisen zuzuschreiben war. Daneben wurde die Leistungsbilanz auch von anderen strukturellen und temporären Faktoren beeinflusst. Was die strukturellen Faktoren betrifft, so sind Leistungsbilanzdefizite in Volkswirtschaften, die – so wie die neuen Mitgliedstaaten – einen Aufholprozess durchlaufen, nichts Ungewöhnliches. Während solche Defizite Probleme hinsichtlich der Tragfähigkeit der Außenhandelsposition signalisieren könnten, waren die Leistungsbilanzdefizite vieler neuer Mitgliedstaaten auch durch einen Anstieg des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen im Zusammenhang mit den Einkommen aus Direktinvestitionen bedingt. Vorübergehend dürfte die Leistungsbilanz durch den EU-Beitrittsprozess selbst beeinflusst worden sein, da beispielsweise Unternehmen in der Erwartung höherer Zölle ihre Lager aufstockten.

Auf der Finanzierungsseite der Zahlungsbilanz stiegen die Netto-Direktinvestitionszuflüsse in den meisten neuen EU-Ländern 2004 nach einem Rückgang im Vorjahr wieder geringfügig an (siehe Tabelle 9). Von diesen Ländern verzeichnete im Jahr 2004 nur Slowenien moderate Nettoabflüsse in Form von Direktinvestitio-

**Tabelle 9 Zahlungsbilanz in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum**

(in % des BIP)

	Leistungsbilanz und Saldo der Vermögensübertragungen				Netto-Direktinvestitionsströme			
	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Tschechische Republik	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Dänemark	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Estland	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Zypern	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Lettland	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Litauen	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Ungarn	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Malta	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Polen	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Slowenien	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Slowakei	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Schweden	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Vereinigtes Königreich	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Euroraum	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Quelle: EZB.

1) Bei den Daten für 2004 handelt es sich um einen gleitenden Vierquartalsdurchschnitt für den Zeitraum vom vierten Quartal 2003 bis zum dritten Quartal 2004 und im Falle Zyperns für den Zeitraum vom dritten Quartal 2003 bis zum zweiten Quartal 2004.



nen. Von den übrigen EU-Ländern außerhalb des Euroraums wiesen Dänemark und Schweden im Berichtsjahr Nettoabflüsse im Rahmen von Direktinvestitionen auf, während sich im Vereinigten Königreich die moderaten Abflüsse der vorangegangenen Jahre in Nettozuflüsse umkehrten. Insgesamt lässt sich feststellen, dass die Nettokapitalzuflüsse in Form von Direktinvestitionen in den letzten Jahren für eine Reihe von Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums eine wichtige Finanzierungsquelle darstellten, wenngleich diese Zuflüsse meist nicht ausreichten, um das Leistungsbilanzdefizit auszugleichen. Auch die Nettozuflüsse bei den Wertpapieranlagen und beim „übrigen Kapitalverkehr“ erhöhten die Auslandsverschuldung einzelner Länder.

#### **WKM II UND WECHSELKURSFRAGEN**

Am 28. Juni 2004 traten Estland, Litauen und Slowenien dem WKM II bei. Für die neuen WKM-II-Währungen gilt eine Standardschwankungsbreite von  $\pm 15\%$  bezogen auf ihren jeweiligen Leitkurs gegenüber dem Euro, wobei Estland und Litauen ihre Currency-Board-Regelung im Rahmen einer einseitigen Bindung beibehalten haben. Um eine reibungslose Teilnahme am WKM II zu gewährleisten, haben sich die Länder ausdrücklich dazu verpflichtet, die erforderlichen Maßnahmen zur Aufrechterhaltung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und der Wechselkursstabilität zu ergreifen. In Kasten 10 wird der WKM II näher beschrieben.

#### **Kasten 10**

##### **GRUNDZÜGE DES WECHSELKURSMCHANISMUS II**

Mit der Einführung des Euro am 1. Januar 1999 ersetzte der Wechselkursmechanismus II (WKM II) das seit 1979 bestehende Europäische Währungssystem (und mit ihm dessen Wechselkursmechanismus WKM I). Der WKM II ist eine multilaterale Vereinbarung mit fixen, aber anpassbaren Wechselkursen, im Rahmen derer sich die nationalen Währungen der teilnehmenden Länder mit einer Standardschwankungsbreite von  $\pm 15\%$  um bilaterale Leitkurse gegenüber dem Euro bewegen.

Zur Erfüllung des Wechselkurskriteriums, das zu den für die Einführung des Euro maßgeblichen Maastricht-Kriterien zählt, ist vor der Prüfung der wirtschaftlichen Konvergenz eine mindestens zweijährige Teilnahme am WKM II ohne starke Spannungen notwendig. Die wirtschaftliche Überlegung hinter diesem Erfordernis besteht darin, dass die WKM-II-Teilnahme Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums dabei unterstützt, eine stabilitätsorientierte Politik zu betreiben, und die Aussichten auf das Erreichen einer dauerhaften Konvergenz wirtschaftlicher Fundamentalfaktoren erhöht.

Dies spiegelt die Überzeugung wider, dass die wirtschaftlichen Gegebenheiten und politischen Maßnahmen in den teilnehmenden Mitgliedstaaten mit den festgelegten Leitkursen vereinbar sein sollten. Das übergeordnete Ziel dabei ist, in den neuen EU-Mitgliedstaaten die gesamtwirtschaftliche Stabilität zu fördern und dadurch den bestmöglichen Beitrag zu nachhaltigem Wachstum und realer Konvergenz zu leisten. Außerdem fördern eine solide Wirtschaftspolitik und stabile Wechselkurse das reibungslose Funktionieren des Binnenmarkts.

Dem EZB-Rat zufolge ist der WKM II samt der damit auferlegten Währungspolitik darauf ausgerichtet, Mitgliedstaaten außerhalb des Eurogebiets in ihren Bemühungen, den Euro einzu-

führen, zu unterstützen und gleichzeitig die komplexe Beziehung zwischen wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren und Wechselkursstabilität zu regeln.<sup>1</sup>

Der WKM II sieht eine Reihe währungspolitischer Maßnahmen vor, die im Falle von negativen Marktentwicklungen kombiniert werden können: Zinsmaßnahmen, Wechselkursflexibilität innerhalb der Schwankungsbandbreite, Interventionen sowie die Möglichkeit von Leitkursanpassungen.

Entscheidungen, die den Leitkurs oder die Standardschwankungsbreite betreffen, werden von den Ministern der einzelnen Euro-Länder, der EZB sowie den Ministern und Zentralbankpräsidenten der am WKM II teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten in gegenseitigem Einvernehmen getroffen. Der Erweiterte Rat der EZB verfolgt die Umsetzung des WKM II und dient als Forum für die geld- und wechselkurspolitische Zusammenarbeit. Ferner obliegt ihm die ständige sorgfältige Überwachung der Tragfähigkeit der bilateralen Wechselkursbeziehungen zwischen den einzelnen am WKM II teilnehmenden Währungen und dem Euro.

<sup>1</sup> Siehe auch die „Grundsatzposition des EZB-Rats zu Wechselkursfragen in Bezug auf die beitretenden Staaten“ vom 18. Dezember 2003.

Die Teilnahme am WKM II wurde in keinem der Länder von Spannungen an den Devisenmärkten begleitet. Die vier Währungen im WKM II wurden kontinuierlich zu oder nahe ihrem Leitkurs gehandelt, während die Differenz der kurzfristigen Zinssätze gegenüber dem Euroraum in den meisten Ländern gering war (siehe Tabelle 10). Im Zusammenhang mit dem WKM-II-Beitritt stoppte die Banka Slovenije die kontinuierliche trendmäßige Abwertung des slowenischen Tolar gegenüber dem Euro.

Die meisten Währungen der nicht dem Euroraum angehörenden EU-Länder gewannen 2004 gegenüber dem Euro an Boden, und auch der effektive Wechselkurs wertete deutlich auf.

Der Euro verlor insbesondere gegenüber den Währungen einiger größerer neuer EU-Mitgliedstaaten mit recht günstigen Wachstumsaussichten deutlich an Wert (siehe Abbildung 32). Der polnische Zloty verzeichnete im Jahr 2004 den größten Kursgewinn gegenüber dem Euro, gefolgt von der tschechischen Krone, der slowakischen Krone und dem ungarischen Forint. Der Lats, der 2004 über den SZR-Währungskorb noch teilweise an den US-Dollar gekoppelt war, wertete hingegen im Verhältnis zum Euro ab. Anfang 2005 hat Lettland die SZR-Bindung des Lats aufgehoben und die Währung stattdessen mit einer Parität von 0,702804 LVL/EUR an den Euro gebunden. Seit dieser Änderung hat sich der Lats inner-

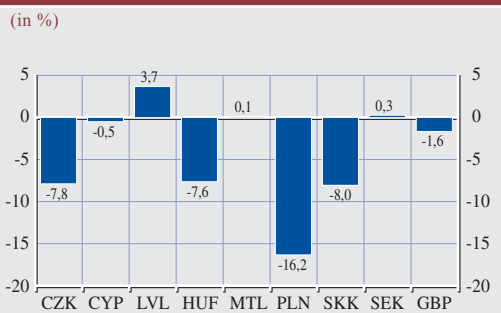
**Tabelle 10 Entwicklungen im Rahmen des WKM II**

(in Prozentpunkten)

	DKK	EEK	LTL	SIT
<b>Maximale Abweichung vom WKM-II-Leitkurs<sup>1)</sup></b>				
(gleitender Zehntagesdurchschnitt auf der Basis von Geschäftstagen)				
Nach oben	+0,5	0,0	0,0	0,0
Nach unten	0,0	0,0	0,0	-0,2
<b>Abstand der Kurzfristzinsen</b>				
(Monatswerte, Durchschnitt)				
2004 Q4	0,0	0,3	0,6	1,9

<sup>1)</sup> Für Estland, Litauen und Slowenien erstreckt sich der Referenzzeitraum vom 28. Juni 2004 bis zum 24. Februar 2005. Für Dänemark erstreckt sich der Referenzzeitraum vom 1. November 2002 bis zum 24. Februar 2005.

**Abbildung 32 Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber den EU-Währungen außerhalb des WKM II**



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Ein positiver (negativer) Wert bedeutet eine Aufwertung (Abwertung) des Euro. Veränderungen beziehen sich auf den Zeitraum vom 2. Januar 2004 bis zum 2. Februar 2005.

halb eines engen Bandes um seinen Festkurs bewegt. Die schwedische Krone, die maltesische Lira und das Zypern-Pfund waren gegenüber dem Euro recht stabil. Das Pfund Sterling wertete Anfang 2004 angesichts günstiger Perspektiven für die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs und steigender Zinssätze im Verhältnis zum Euro leicht auf. Im zweiten Halbjahr büßte es allerdings gegenüber dem Euro wieder an Wert ein.

### GELDPOLITIK

Das vorrangige Ziel der Geldpolitik ist auch in allen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums die Gewährleistung von Preisstabilität. Die geldpolitischen Strategien unterscheiden sich allerdings von Land zu Land in erheblichem Maße, was auf die Heterogenität nominaler, realer und struktureller Aspekte zurückzuführen ist (siehe Tabelle 11). Während des Jahres 2004 blieben die geldpolitischen Strategien und Wechselkurssysteme in den EU-Ländern außerhalb des Eurogebiets weitgehend unverändert; in mehreren Ländern kam es jedoch zu Anpassungen des geldpolitischen Handlungsrahmens, mit dem Ziel, die Geldpolitik stärker auf die zukünftige monetäre Integration auszurichten. So traten Estland, Litauen und Slowenien am 28. Juni 2004 dem WKM II bei. Daneben hob die Latvijas Banka mit Wirkung vom 1. Januar 2005 die Bindung des Lats an den SZR-Währungskorb auf und koppelte ihn stattdessen an den Euro.

Was die geldpolitischen Beschlüsse betrifft, die 2004 in Ländern, die ein Wechselkursziel verfolgen, gefasst wurden, so erhöhte die Zentralbank von Zypern ihren Leitzins um 100 Basispunkte auf 5,5 % und signalisierte damit vor dem Hintergrund von Abwertungsgerüchten die Stützung des Zypern-Pfunds. Des Weiteren wurde für Einlagen in Fremdwährung ein Mindestreserve-Soll von 2 % eingeführt. Die lettische Zentralbank hob ihren Leitzins um 100 Basispunkte auf 4 % an. Um die mit dem kräftigen Wirtschaftswachstum, dem starken Kreditwachstum und einem wachsenden Leistungsbilanzdefizit verbundenen Risiken zu begrenzen, beschloss sie darüber hinaus, das Mindestreserve-Soll von 3 % auf 4 % heraufzusetzen und die Mindestreservebasis auf Verbindlichkeiten gegenüber ausländischen Banken und Zentralbanken mit einer vereinbarten Laufzeit oder Kündigungsfrist von bis zu zwei Jahren auszuweiten. In Malta betrug der Leitzins das ganze Jahr über unverändert 3 %.

Von den EU-Ländern außerhalb des Euroraums, die ein direktes Inflationsziel verfolgen, erhöhten die Tschechische Republik und Polen im Jahr 2004 die Zinssätze, um den Inflationsdruck sowie eventuell durch die höheren Inflationsraten hervorgerufene Zweitrundeneffekte einzudämmen. In der Tschechischen Republik wurde der Leitzins um 50 Basispunkte auf 2,5 % angehoben (im Januar 2005 allerdings wieder auf 2,25 % herabgesetzt) und in Polen um 125 Basispunkte auf 6,5 %. Im Vereinigten Königreich wurde der Reposatz – hauptsächlich bedingt durch Anzeichen für eine höhere VPI-Inflation – um 100 Basispunkte auf 4,75 % erhöht. Im Gegensatz dazu senkte Ungarn, das ein direktes Inflationsziel mit Wechselkursvorgaben verfolgt, im Jahr 2004 die Zinssätze um insgesamt 300 Basispunkte auf 9,5 % und im Februar 2005 weiter auf 8,25 %. Die graduellen Zinssenkungen des Jahres 2004 kehrten die kräftige Zinserhöhung um 300 Basispunkte, die im November 2003 nach einer plötzlichen Eintrübung des Anlegervertrauens vorgenommen worden war, wieder um. Dies war aufgrund der nun niedriger eingeschätzten kurzfristigen Risiken, der besseren

**Tabelle 1 | Offizielle geldpolitische Strategien der EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums**

	Geldpolitische Strategie	Währung	Merkmale
Tschechische Republik	Inflationsziel	Tschechische Krone	Inflationsziel von 2 % bis 4 % bis Ende 2005, danach 3 % $\pm$ 1 Prozentpunkt. Wechselkursstrategie: (kontrolliertes) Floating.
Dänemark	Wechselkursziel	Dänische Krone	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von $\pm$ 2,25 % um einen Leitkurs von 7,46038 DKK/EUR.
Estland	Wechselkursziel	Estnische Krone	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von $\pm$ 15 % um einen Leitkurs von 15,6466 EEK/EUR. Currency-Board-Regelung, zu der sich Estland einseitig verpflichtet hat.
Zypern	Wechselkursziel	Zypern-Pfund	Anbindung an den Euro mit 0,5853 CYP/EUR und einer Schwankungsbreite von $\pm$ 15 %, wobei die Schwankungen de facto sehr gering sind.
Lettland	Wechselkursziel	Lettischer Lats	Ab Februar 1994 Anbindung an das SZR (Gewicht des Euro: 36,4 %) mit einer Schwankungsbreite von $\pm$ 1 %. Seit dem 1. Januar 2005 Anbindung an den Euro mit 0,702804 LVL/EUR und einer Schwankungsbreite von $\pm$ 1 %.
Litauen	Wechselkursziel	Litauischer Litas	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von $\pm$ 15 % um einen Leitkurs von 3,4528 LTL/EUR. Currency-Board-Regelung, zu der sich Litauen einseitig verpflichtet hat.
Ungarn	Inflationsziel mit Wechselkursvorgaben	Ungarischer Forint	Wechselkursziel: Anbindung an den Euro mit 282,36 HUF/EUR und einer Schwankungsbreite von $\pm$ 15 %. Inflationsziel: 3,5 % ( $\pm$ 1 Prozentpunkt) bis Ende 2004, 4 % ( $\pm$ 1 Prozentpunkt) bis Ende 2005 und 3,5 % ( $\pm$ 1 Prozentpunkt) bis Ende 2006.
Malta	Wechselkursziel	Maltesische Lira	Anbindung an einen Währungskorb, der den Euro (70 %), das Pfund Sterling (20 %) und den US-Dollar (10 %) umfasst. Keine Schwankungsmarge, sondern Handelsspanne von $\pm$ 0,25 % für Devisengeschäfte.
Polen	Inflationsziel	Polnischer Zloty	Inflationsziel: 2,5 % $\pm$ 1 Prozentpunkt (jährliche Veränderung des VPI) seit 2004. Frei schwankender Wechselkurs.
Slowenien	Zwei-Säulen-Strategie (basierend auf der Überwachung monetärer, realwirtschaftlicher, auenwirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren für die makro-ökonomische Entwicklung)	Slowenischer Tolar	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von $\pm$ 15 % um einen Leitkurs von 239,640 SIT/EUR.
Slowakei	Kombination aus Inflationsziel und kontrolliertem Floating <sup>1)</sup>	Slowakische Krone	Inflationsziel: kurzfristiges Inflationsziel von 3,5 % ( $\pm$ 0,5 Prozentpunkte) für Ende 2005. Inflationsziel für den Zeitraum 2006 bis 2008: unter 2,5 % Ende 2006, unter 2 % Ende 2007 und danach. Wechselkursstrategie: kontrolliertes Floating.
Schweden	Inflationsziel	Schwedische Krone	Inflationsziel: Anstieg des VPI von 2 % mit einer Toleranzbandbreite von $\pm$ 1 Prozentpunkt. Frei schwankender Wechselkurs.
Vereinigtes Königreich	Inflationsziel	Pfund Sterling	Inflationsziel: 2 % gemessen am Anstieg des VPI innerhalb eines Zwolfmonatszeitraums. <sup>2)</sup> Bei einer Abweichung von mehr als 1 Prozentpunkt wird erwartet, dass der Gouverneur der Bank of England den britischen Finanzminister mit einem offenen Brief informiert. Frei schwankender Wechselkurs.

Quelle: ESZB.

1) Das Inflationsziel ist laut Vorgabe der Narodna banka Slovenska bereits gemäß den WKM-II-Bestimmungen zu verfolgen.

2) Der VPI entspricht dem HVPI.

Inflationsaussichten und der relativ verhaltenen Lohnerhöhungen im privaten Sektor möglich. In der Slowakei wurde der Leitzins um 200 Basispunkte auf 4 % zurückgenommen, um den Aufwertungsdruck auf die Krone einzudämmen. In Schweden trug der geringe Inflationsdruck zur Herabsetzung der Zinssätze um 75 Basispunkte auf 2 % bei.

Euro STOXX, wobei Dänemark und Schweden etwas besser abschnitten und das Vereinigte Königreich geringfügig hinter dem Indikator für den Euroraum zurückblieb.

### FINANZMARKTENTWICKLUNG

Das Jahr 2004 war durch uneinheitliche Entwicklungen bei den langfristigen Anleiherenditen in den EU-Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets gekennzeichnet. Die langfristigen Zinsen, gemessen an der Benchmark-Rendite für zehnjährige Staatsanleihen, erhöhten sich in Zypern, der Tschechischen Republik und in Polen, gaben gegen Jahresende 2004 aber wieder nach. Dadurch stieg in diesen Ländern die Differenz der Anleiherenditen gegenüber dem Euroraum. In Ungarn waren die Renditen langfristiger Anleihen recht volatil und bewegten sich im zweiten Halbjahr tendenziell nach unten, während die langfristigen Zinsen in Lettland, Litauen, Slowenien und der Slowakei im Jahresverlauf weiter sanken und sich somit der Abstand gegenüber dem Euroraum insbesondere in den am WKM II teilnehmenden Ländern verringerte. In Malta waren die langfristigen Zinssätze stabil, während sie in Dänemark, Schweden und dem Vereinigten Königreich dem Verlauf der Zinssätze des Euroraums folgten, wie sich an den stabilen Renditeabständen ablesen lässt.<sup>5</sup>

Die Aktienmärkte der EU-Länder außerhalb des Euroraums entwickelten sich 2004 weiterhin positiv; einige Aktienindizes, vor allem die der meisten neuen Mitgliedstaaten, erreichten historische Höchststände und verzeichneten jährliche Kurssteigerungen zwischen 20 % und 80 %. Mit Ausnahme von Zypern schnitten die Aktienmärkte in allen neuen Mitgliedstaaten im Vergleich zur Aktienkursentwicklung im Euroraum – gemessen am Dow Jones Euro STOXX – deutlich besser ab. Die Aktienmärkte in Dänemark, Schweden und im Vereinigten Königreich entwickelten sich weiterhin weitgehend parallel zum Dow Jones

<sup>5</sup> Estland hat keinen entwickelten Markt für auf estnische Kronen lautende langfristige Anleihen. Ein Ersatzindikator für langfristige Zinsen in Estland, welcher von der Europäischen Kommission, der EZB und der Eesti Pank gemeinsam entwickelt wurde und auf einem gewichteten Durchschnitt der Zinsen für neu vergebene Unternehmenskredite in Landeswährung mit einer Laufzeit von mehr als fünf Jahren basiert, weist für 2004 einen Abwärtstrend aus.



**Künstlerin**

Isa Dahl

**Titel**

„eben still“, 2004

**Material**

Öl auf Leinwand

**Format**

ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



## KAPITEL 2

# ZENTRALBANK- GESCHÄFTE UND -AKTIVITÄTEN



# I GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE, DEVIEN- GESCHÄFTE UND INVESTITIONSTÄTIGKEIT

## I.1 GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE

Die operative Kernaufgabe des Eurosystems ist die Umsetzung der Geldpolitik. Der dafür konzipierte geldpolitische Handlungsrahmen umfasst drei Komponenten: Offenmarktgeschäfte, ständige Fazilitäten und das Mindestreservesystem. Bedingung für die Bereitstellung von Zentralbankgeld ist jeweils, dass die Geschäftspartner des Eurosystems ihre Transaktionen ausreichend besichern.<sup>1</sup> In diesem Zusammenhang ist anzumerken, dass für die Realisierung eines für alle Kreditgeschäfte des Eurosystems geltenden Sicherheitenverzeichnisses („single list“) im Jahr 2004 entscheidende Weichen gestellt wurden.

### ERSTE ERFAHRUNGEN MIT DEN ÄNDERUNGEN AM GELDPOLITISCHEN HANDLUNGSRAHMEN

Das geldpolitische Instrumentarium erwies sich im Jahr 2004 weiterhin als effizient: Es gewährleistete stabile kurzfristige Zinsen auf dem Geldmarkt und lieferte klare geldpolitische Signale. Für eine noch effektivere Umsetzung der Geldpolitik sorgten zwei wichtige Neuerungen, die seit dem 9. März 2004 gelten:

- Die Mindestreserve-Erfüllungsperioden beginnen nun immer am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die EZB-Ratssitzung folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Davor begannen sie unabhängig vom Sitzungskalender des EZB-Rats am 24. Kalendertag eines Monats und endeten am 23. Kalendertag des Folgemonats. Als Ergänzung hierzu werden Änderungen der für die ständigen Fazilitäten geltenden Zinssätze nun in der Regel am ersten Tag der neuen Erfüllungsperiode wirksam, und nicht mehr am Tag nach der EZB-Ratssitzung.
- Die Laufzeit der HRGs wurde von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt und endet aufgrund der Verschiebung der Mindestreserveperioden nun immer innerhalb der laufenden Erfüllungsperiode.

Mit der Anpassung der Mindestreserveperioden an den Zyklus für die Zinsbeschlüsse bezweckte die EZB, dass Leitzinsänderungen in der Regel erst mit der jeweils folgenden Erfüllungsperiode wirksam werden. Diese Maßnahme soll die Zinsänderungserwartungen der Geschäftspartner innerhalb der laufenden Erfüllungsperiode und damit das Bietungsverhalten der Geschäftspartner stabilisieren. In der Vergangenheit waren die Gebote der Geschäftspartner nämlich wiederholt hinter dem von der EZB angepeilten Zuteilungsvolumen zurückgeblieben, wenn mit einer baldigen Zinssenkung gerechnet wurde. Ein derartiges Unterbietungsphänomen entspringt der Motivation der Geschäftspartner, ihr Mindestreserve-Soll so Kosten sparend wie möglich, also erst nach einer etwaigen Zinssenkung, zu erfüllen.

Außerdem wurden Maßnahmen zur Verbesserung der Kommunikation mit den Geschäftspartnern ergriffen. So aktualisiert die EZB nunmehr bei jedem HRG am Zuteilungstag ihre im Zuge der Ausschreibung veröffentlichte Prognose über die Höhe der autonomen Liquiditätsfaktoren (d. h. über die Höhe der nicht direkt über das Liquiditätsmanagement der EZB steuerbaren Faktoren wie Banknotenumlauf, Einlagen der öffentlichen Haushalte und Netto-Fremdwährungsposition). Ferner nennt die EZB nun sowohl am Ausschreibungs- als auch am Zuteilungstag den Zuteilungsbetrag, bei dem der Bankensektor im Euroraum ausgehend von der Prognose der Gesamtliquidität – also von der voraussichtlichen Höhe der autonomen Faktoren plus der Überschussreserven – das Mindestreserve-Soll problemlos erfüllen kann. Mit dieser so genannten Benchmark-Zuteilung signalisiert die EZB unmissverständlich, ob sie neutrale Liquiditätsbedingungen herstellen möchte oder nicht.

Diese Neuerungen wurden gut angenommen. Nachdem sich zuvor jedes HRG mit der Lauf-

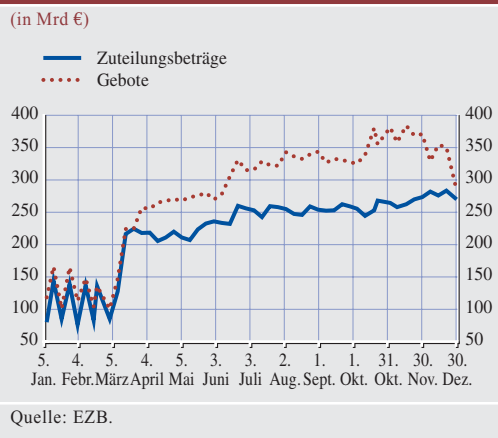
<sup>1</sup> Eine umfassende Darstellung des geldpolitischen Handlungsrahmens findet sich in: EZB, Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems, Februar 2005.

zeit von zwei anderen HRGs überschneit (eine Woche mit dem HRG davor und eine Woche mit jenem danach), kam es mit der Laufzeitverkürzung auf eine Woche umgehend zu einer Volumensverdoppelung. Abgesehen vom dritten HRG nach dieser Umstellung, bei dem die Gebote insgesamt 5 Mrd € unter dem Benchmark-Betrag blieben, stellten sich die Geschäftspartner mit ihren Geboten rasch auf die nunmehr deutlich höheren Zuteilungsbeträge ein. Nach diesem HRG nahm das gesamte Bietungsvolumen stark zu und lag stets über dem Zuteilungsbetrag, wobei Mitte November 2004 der bisherige Höchststand von rund 384 Mrd € erreicht wurde (siehe Abbildung 33). Das Verhältnis zwischen Gebots- und Zuteilungsvolumen entwickelte sich recht stabil und liegt seit März 2004 fast durchweg bei einem Faktor zwischen 1,20 und 1,50. Diese stabilen Werte sind auch ein Zeichen dafür, dass die Kreditinstitute das aufgrund der verkürzten Laufzeit potenziell aufwendigere Sicherheiten-Management gut im Griff hatten.

Seit der Anpassung des geldpolitischen Handlungsrahmens kommt es bei den Zuteilungsbeträgen zu geringeren kurzfristigen Schwankungen. Während sich der Zuteilungsbetrag zwischen Juni 2000 und März 2004 von Woche zu Woche um durchschnittlich 33 Mrd € änderte, ist die Schwankungsbreite seit dem Inkrafttreten der Änderungen bis Dezember 2004 auf durchschnittlich 7 Mrd € zurückgegangen. Dieser Rückgang lässt sich damit erklären, dass die HRG-Laufzeit nun immer mit dem Zeithorizont der Liquiditätsprognose am Zuteilungstag übereinstimmt. Die geringere kurzfristige Fluktuation bei den Zuteilungsbeträgen hat letztlich auch zu einer Stabilisierung des Bietungsverhaltens der Kreditinstitute bei den HRGs beigetragen.

Im Euroraum sind ungefähr 2 100 Kreditinstitute berechtigt, sich an den HRGs zu beteiligen. Davon gaben im Jahr 2004 im Schnitt 339 Geschäftspartner tatsächlich Gebote ab, was eine Erhöhung gegenüber 2003 (266) und zugleich eine Trendwende gegenüber der seit 1999 rückläufigen Entwicklung bedeutet. Die durch-

**Abbildung 33 Gebote und Zuteilungen bei den wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäften im Jahr 2004**



schnittliche Zahl der Bieter erhöhte sich im Zeitraum von März bis Dezember 2004, also nach der Umstellung, auf 351 Bieter, was wohl hauptsächlich auf die Verkürzung der HRG-Laufzeit auf eine Woche zurückzuführen ist; jetzt müssen die Kreditinstitute nämlich jede Woche Gebote abgeben, um ihren Liquiditätsbedarf zu decken. Möglicherweise haben aber auch die höhere Transparenz und die weniger komplizierte Abwicklung des neuen Systems die Gebotserstellung vereinfacht und dadurch zu einer Ausweitung des Bieterkreises beigetragen.

Der EONIA war im Berichtsjahr insgesamt weniger volatil; die Standardabweichung der Differenz zum HRG-Mindestbietungssatz betrug nur 9 Basispunkte (2003: 16 Basispunkte, 2002: 13 Basispunkte). In der Phase zwischen der Abwicklung des letzten HRG einer Erfüllungsperiode und dem Ende dieser Periode schwankte diese Zinsdifferenz jedoch mitunter recht stark. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Zuteilung beim letzten HRG einer Mindestreserveperiode nun in der Regel acht Tage vor Ablauf dieser Periode erfolgt, während früher eine Spanne von zwei bis acht Tagen möglich war. Die Liquiditätsprognose für ein HRG fällt nämlich umso genauer aus, je knapper sie vor Ablauf einer Erfüllungsperiode erstellt wird. Daher ist mit der Reform des geldpolitischen Instrumentariums auch die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass nach der

Zuteilung des letzten HRG in einer Erfüllungsperiode ein großes Liquiditätsungleichgewicht entsteht und damit Abweichungen der Tagesgeldsätze vom Mindestbietungssatz früher als in der Vergangenheit auftreten und stärker ausfallen.

Allerdings fängt die EZB dieses Risiko insofern teilweise ab, als Liquiditätsungleichgewichte, die sich nach der Zuteilung des letzten HRG einer Erfüllungsperiode ergeben, den Marktteilnehmern nun auch besser kommuniziert werden können. Wenn, wie vor allem im Herbst 2004, eine mögliche Beeinträchtigung des Geldmarktgeschehens durch übermäßig volatile Tagesgeldsätze am Ende der Erfüllungsperiode zu befürchten war, handelte die EZB zudem in der Absicht, für ausgeglichene Liquiditätsbedingungen am Tagesgeldmarkt zu sorgen. Fünfmal reagierte sie jeweils am letzten Tag der Erfüllungsperiode mit Feinsteuerungsoperationen, um unerwünschte Liquiditätsungleichgewichte auszugleichen, die sich insbesondere aufgrund der revidierten Eurosystem-Prognose über die autonomen Faktoren abzeichneten. Zweimal (am 11. Mai und 7. Dezember 2004) wurde Liquidität abgezogen, dreimal (am 8. November 2004, 18. Januar und 7. Februar 2005) Liquidität zugeführt. Das Ziel – eine ausgeglichene Liquiditätsversorgung am Ende der betreffenden Erfüllungsperiode – wurde jeweils erreicht.

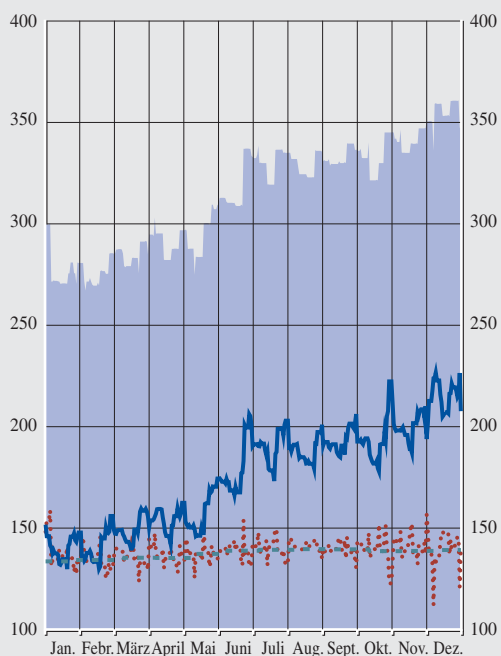
Eine Neuerung gibt es auch im Hinblick auf die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs): Im Interesse einer möglichst friktionsfreien Abwicklung werden die LRGs seit dem 26. Februar 2004 in der Regel am letzten Mittwoch im Monat zugeteilt, und nicht mehr wie davor am ersten Mittwoch der Erfüllungsperiode. Die LRGs sind anders als die HRGs nicht dafür konzipiert, den geldpolitischen Kurs des EZB-Rats zu signalisieren; sie werden monatlich unter Ankündigung des Zuteilungsvolumens als reine Zinstender abgewickelt und sind in der Regel auf drei Monate befristet. Die Netto-Liquiditätsversorgung des Bankensektors über Offenmarktgeschäfte erfolgte im Jahr 2004 zu rund 23 % über LRGs. Das Zuteilungs-

**Abbildung 34 Liquiditätsfaktoren und Entwicklung des Banknotenumlaufs im Euroraum im Jahr 2004**

(in Mrd €)

- Liquiditätsdefizit
- Autonome Faktoren
- Guthaben auf Girokonten
- - - Mindestreserve-Soll

**Liquiditätsfaktoren**



**Banknotenumlauf**



Quelle: EZB.

volumen wurde von der EZB als Reaktion auf den sich abzeichnenden höheren Liquiditätsbedarf der Banken im Euroraum zuletzt zweimal erhöht, nämlich von 20 Mrd € auf 25 Mrd € im Januar 2004 und von 25 Mrd € auf 30 Mrd € im Januar 2005.

### ENTWICKLUNG DES LIQUIDITÄTSBEDARFS

Zur Vorbereitung ihrer wöchentlichen Tender ermittelt die EZB täglich den Liquiditätsbedarf des Bankensektors im Euroraum. Dieser ergibt sich aus dem Mindestreserve-Soll der Banken, ihren über dieses Soll hinausgehenden Guthaben auf NZB-Konten (Überschussreserven) und dem Saldo der autonomen Faktoren. Im Jahr 2004 lag der tägliche Liquiditätsbedarf im Schnitt bei 311,8 Mrd €, was einem Anstieg um 30 % gegenüber dem Vorjahr (241,5 Mrd €) entspricht (siehe Abbildung 34 obere Grafik).

Die autonomen Faktoren machten im Jahr 2004 per saldo im Durchschnitt 174,2 Mrd € aus und lagen damit deutlich über dem Wert für 2003 (109,3 Mrd €). Ausschlaggebend für diesen steilen Anstieg war fast ausschließlich der

Banknotenumlauf, der mit knapp 15 % im Jahr 2004 weiterhin stark zunahm und am 24. Dezember 2004 seinen bisherigen Höchststand erreichte (505 Mrd €, siehe Abbildung 34 untere Grafik).

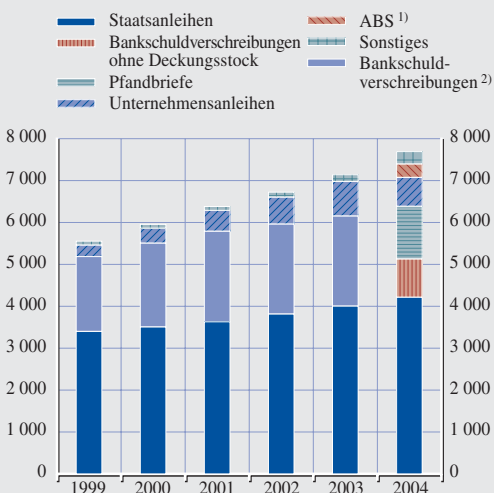
Der Liquiditätsbedarf der Banken im Euroraum ergab sich im Jahr 2004 zu 44 % aus den Mindestreservebestimmungen (die Banken müssen Guthaben im Gegenwert von 2 % ihrer Mindestreservebasis auf Eurosystem-Konten halten). Die durchschnittlichen Mindestreserveguthaben stiegen im Jahresverlauf analog zur Ausweitung der Mindestreservebasis von 130,9 Mrd € im Jahr 2003 auf 136,5 Mrd €. Die Giroeinlagen der Banken lagen im Schnitt 0,6 Mrd € über dem Mindestreserve-Soll (2003: 0,7 Mrd €).

### REFINANZIERUNGSFÄHIGE SICHERHEITEN

Sämtliche Kreditgeschäfte des Eurosystems müssen ausreichend besichert sein, damit das Eurosystem vor potenziellen Verlusten geschützt ist. Zur Besicherung ist eine breite Palette von Instrumenten zugelassen, wobei das

**Abbildung 35 Zur Refinanzierung zugelassene marktfähige Sicherheiten**

(nominaler Bestand; in Mrd €)



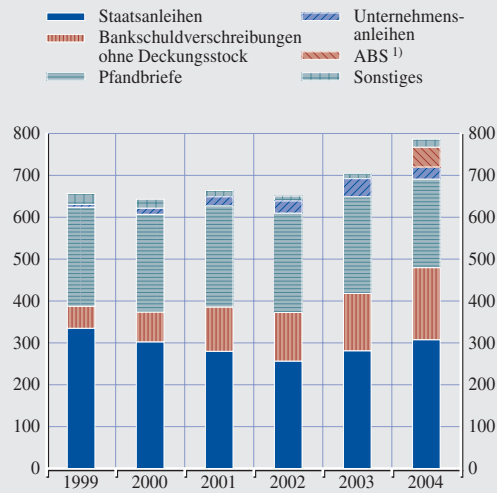
Quelle: EZB.

1) Daten für Asset-Backed Securities (ABS) sind erst ab 2004 gesondert verfügbar; bis 2004 wurden sie unter den Unternehmensanleihen erfasst.

2) Die Bankschuldverschreibungen umfassen Pfandbriefe sowie Bankschuldverschreibungen ohne Deckungsstock.

**Abbildung 36 Zur Refinanzierung genutzte marktfähige Sicherheiten**

(nominaler Bestand; in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Daten für Asset-Backed Securities (ABS) sind erst ab 2004 gesondert verfügbar; bis 2004 wurden sie unter den Unternehmensanleihen erfasst.

Gros auf marktfähige Schuldtitel entfällt, die euroraumweit identische Zulassungsbedingungen erfüllen (Kategorie-1-Sicherheiten). Daneben kommen auch marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten, die für den jeweiligen nationalen Finanzmarkt und Bankensektor von besonderer Bedeutung sind, in Frage (Kategorie-2-Sicherheiten).

Insgesamt waren 2004 marktfähige Finanzinstrumente im Wert von 7,7 Billionen € als refinanzierungsfähig eingestuft, verglichen mit 7,1 Billionen € im Jahr 2003 (siehe Abbildung 35). Dabei handelte es sich in erster Linie um Staatsanleihen (54 %) sowie um Pfandbriefe und ähnliche Instrumente und Bankschuldverschreibungen, denen keine Deckungswerte gegenüberstehen (28 %). Starke Zuwächse wurden bei den Asset-Backed Securities verzeichnet, auf die am Ende des Berichtsjahrs 5 % der marktfähigen Sicherheiten entfielen. Der Durchschnittswert der tatsächlich zur Besicherung von Eurosystem-Kreditgeschäften hinterlegten marktfähigen Finanzinstrumente betrug im Berichtsjahr 787 Mrd € gegenüber 704 Mrd € im Jahr 2003 (siehe Abbildung 36). In Relation zum insgesamt refinanzierungsfähigen Bestand wurden Staatsanleihen und Unternehmensanleihen unterdurchschnittlich stark zur Besicherung von Kreditgeschäften mit dem Eurosystem genutzt, Bankschuldverschreibungen und Asset-Backed Securities hingegen überdurchschnittlich stark. Auf die grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten wird in Abschnitt 2 dieses Kapitels näher eingegangen.

### **EIN SICHERHEITENVERZEICHNIS FÜR ALLE GESCHÄFTE DES EUROSISTEMS**

Das auf zwei Kategorien von Sicherheiten aufgebaute derzeitige Besicherungsmodell des Eurosystems war bisher eine gute operative Lösung. Je stärker aber die Finanzmärkte im Euroraum zusammenwachsen, desto größer wird auch das Risiko, dass die von Land zu Land unterschiedlichen Kategorie-2-Sicherheiten die Wettbewerbsgleichheit und Transparenz beeinträchtigen. Außerdem nimmt der Bedarf an Sicherheiten tendenziell zu, nicht zuletzt aufgrund der Ausweitung des Liquiditätsdefizits

des Bankensektors im Jahr 2004 und aufgrund des Trends zu besicherten Kreditgeschäften im privaten Interbankenmarkt.

Das Eurosystem reagiert auf diese Entwicklung mit der Erstellung eines für alle Kreditgeschäfte des Eurosystems geltenden Sicherheitenverzeichnis („single list“), wobei die Ergebnisse eines öffentlichen Konsultationsverfahrens entsprechend berücksichtigt werden. Das euroraumweit einheitliche Verzeichnis wird schrittweise eingeführt werden und letztlich das derzeitige Modell ablösen. Im Rahmen der ersten Stufe kommt es ab dem 30. Mai 2005 zu folgenden Neuerungen:

- Erweiterung des Kategorie-1-Verzeichnisses um bisher nicht refinanzierungsfähige Instrumente, nämlich Euro-Schuldtitel von Emittenten mit Sitz in G-10-Ländern, die nicht dem Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) angehören (Vereinigte Staaten, Kanada, Japan und die Schweiz).
- Neuzulassung bzw. Verlängerung der Zulassung von Schuldtiteln, die nur an nicht geregelten Märkten eingeführt bzw. notiert sind, sofern der jeweilige Markt hinsichtlich Sicherheit, Transparenz und Marktoffenheit die Eurosystem-Standards erfüllt. Diese Standards wurden eingeführt, um die Palette der zulässigen Märkte zu erweitern, ohne die reibungslose und effiziente Prüfung von Eurosystem-Sicherheiten zu gefährden.
- Schrittweise Streichung einer sehr begrenzten Zahl marktfähiger Schuldtitel, die bisher als refinanzierungsfähig eingestuft waren, sowie Ausgliederung von Aktien aus der Palette der Kategorie-2-Sicherheiten.

Auch für die zweite Stufe wurden bereits entscheidende Weichen gestellt. Einem Grundsatzbeschluss des EZB-Rats zufolge sollen auch Bankkredite als refinanzierungsfähig gelten, die Banken im Euroraum begeben haben. Das gleiche gilt für nicht marktfähige Schuldtitel, die mit Hypothekendarlehen an Privatkunden besichert sind (worunter derzeit nur hypo-



thekarisch besicherte Solawechsel aus Irland fallen). Bankkredite sind in Zukunft hauptsächlich deshalb zugelassen, weil das Bankensystem trotz der wachsenden Bedeutung des Kapitalmarkts im Euroraum eine tragende Rolle im Finanzierungskreislauf spielt und Bankkredite nach wie vor der größte Aktivposten in den Bankbilanzen sind. Mit der Zulassung von Bankkrediten unterstreicht das Eurosystem seine Intention, den Geschäftspartnern möglichst breiten Zugang zu den geldpolitischen Geschäften und Innertageskreditgeschäften einzuräumen.

### **RISIKOMANAGEMENT**

Im Zentrum des Risikomanagements bei den geldpolitischen Geschäften und den Kreditgeschäften im Rahmen des Zahlungsverkehrs steht das Kreditrisiko des Eurosystems; andere Risikoaspekte werden aber ebenso berücksichtigt.

Im Jahr 2004 wurden im Hinblick auf die Aufnahme von Bankkrediten in das euroraumweit einheitliche Sicherheitenverzeichnis umfangreiche Analysen durchgeführt. Da im Unternehmenskreditsektor oft keine Ratings vorliegen, müssen für die Bonitätsbeurteilung bei Bankkrediten bis zu deren Aufnahme in das Verzeichnis neue Selektionsmechanismen erschlossen werden. Bislang haben nur jene NZBen, die bereits Bankkredite als Kategorie-2-Sicherheiten akzeptieren, interne Bonitätsbeurteilungsmodelle aufgebaut. Die Entwicklung und Umsetzung eines konsistenten und effizienten Eurosystem-Modells zur Bonitätsbeurteilung marktfähiger und insbesondere nicht

marktfähiger Instrumente wird in den kommenden Jahren eine große Herausforderung darstellen.

### **1.2 DEWISENGESCHÄFTE**

Im Jahr 2004 führte die EZB aus währungspolitischen Gründen keine Interventionen durch, sondern engagierte sich am Devisenmarkt ausschließlich im Zuge von Anlagegeschäften. Des Weiteren führte sie auch keine Devisentransaktionen mit Währungen der am WKM II teilnehmenden Staaten durch.

Im Rahmen der Vereinbarung zwischen der EZB und dem Internationalen Währungsfonds (IWF), wonach der IWF im Auftrag der EZB Sonderziehungsrechte (SZR) von anderen SZR-Inhabern kaufen bzw. an sie verkaufen kann, wurden im Jahr 2004 vier Transaktionen abgewickelt.

### **1.3 INVESTITIONSTÄTIGKEIT**

#### **VERWALTUNG DER WÄHRUNGSRESERVEN**

Das Währungsreservenportfolio der EZB setzt sich aus den Währungsreserven zusammen, die die NZBen des Euroraums bei der EZB zur Finanzierung von Devisenmarkttransaktionen eingebracht haben. Konkret hält die EZB jenen Teil der Währungsreserven des Eurosystems, der unmittelbar für Devisenmarktinterventionen zur Verfügung steht, wobei sie von den NZBen im Bedarfsfall die Übertragung weiterer Währungsreserven zur Wiederauffüllung ihrer Bestände einfordern kann.

Die Währungsreserven der EZB sind in erster Linie in US-Dollar, aber auch in japanischen Yen, Gold und SZR angelegt. Die Goldbestände der EZB wurden im Sinne des Goldabkommens der Zentralbanken vom 26. September 1999, das am 8. März 2004 erneuert wurde, im Jahr 2004 nicht aktiv bewirtschaftet. Der im Berichtsjahr verzeichnete Rückgang des Nettowerts der EZB-Währungsreserven von 38,3 Mrd € auf 36,3 Mrd € ist hauptsächlich auf die Abwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro zurückzuführen.

Derzeit verwaltet jede NZB im Euroraum einen bestimmten Anteil des US-Dollar-Portfolios und des Yen-Portfolios der EZB. Diese Struktur wurde im Jahr 2004 vor allem im Hinblick auf die bevorstehende Erweiterung des Euroraums einer Effizienzanalyse unterzogen. Das neue System, das momentan finalisiert wird, wird 2006 eingeführt und sieht unter entsprechender Beachtung des Dezentralisierungsprinzips eine Spezialisierung bestimmter Eurosystem-Mitglieder auf bestimmte Währungen vor.

Im Jahr 2004 begannen Vorarbeiten für die Ausweitung des Anlagespektrums auf Zinsswaps, gegen Währungsrisiken abgesicherte Instrumente und US-amerikanische STRIP-Anleihen.<sup>2</sup> Außerdem wurde die Prognosegüte hinsichtlich der Marktentwicklungen durch den Einsatz quantitativer Prognosemodelle für Staatsanleihen erhöht. Schließlich wurde für das Jahr 2005 ein Pilotprogramm für die standardisierte Wertpapierleihe im US-Dollar-Portfolio ausgearbeitet.

#### **EIGENMITTELVORWALTUNG**

Das Eigenmittelportfolio der EZB besteht aus dem eingezahlten Teil des Zeichnungskapitals der EZB sowie aus der Allgemeinen Reserve; es dient als Rücklage zur Abdeckung etwaiger Verluste. Als Anlageziel wird langfristig eine Verzinsung über dem durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz der EZB angestrebt. Die Anlagemöglichkeiten wurden im Jahr 2004 abermals erweitert, und zwar um festverzinsliche Euro-Wertpapiere einiger neuer Mitglied-

staaten, bestimmte Anleihen regionaler Gebietskörperschaften im Euroraum und zusätzliche Pfandbriefe und ähnliche Instrumente.

Das Eigenmittelportfolio der EZB wuchs im Berichtsjahr um 0,3 Mrd € auf 6,2 Mrd € an, wobei insbesondere der Anteil des eingezahlten Zeichnungskapitals im Zuge der EU-Erweiterung und der Anpassung des Kapitalschlüssels der EZB um 63,5 Mio € zunahm.

#### **RISIKOMANAGEMENT**

Die EZB ist im Zuge ihrer Investitionstätigkeit (Währungsreserven und Eigenmittel) finanziellen Risiken ausgesetzt. Zur Risikosteuerung hat sie entsprechende Vorgaben definiert, die auf ihre Kredit-, Liquiditäts- und Marktrisikopräferenzen abgestimmt sind. Dazu gehört z. B. ein detailliertes Limitsystem, dessen Einhaltung täglich überprüft wird. Im Hinblick auf eine künftige Erweiterung des Euroraums wurden im Jahr 2004 Maßnahmen zur Vereinfachung des Kredit- und Marktrisikomodells ergriffen.

<sup>2</sup> STRIP steht für Separate Trading of Registered Interest and Principal, d. h. für US-amerikanische Staatsanleihen, bei denen Kapital und Kupon getrennt gehandelt werden.

## 2 ZAHLUNGSVERKEHRS- UND WERTPAPIER-ABWICKLUNGSSYSTEME

Gemäß seinem gesetzlichen Auftrag fördert das Eurosystem das reibungslose Funktionieren von Zahlungsverkehrssystemen. So ist es nicht nur für die Zahlungssystemaufsicht zuständig, sondern stellt auch Einrichtungen zur Zahlungs- und Wertpapierabwicklung bereit, wie z. B. das transeuropäische automatisierte Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem TARGET für die Abwicklung von Großbetragszahlungen in Euro. In den letzten Jahren wurde TARGET erweitert und verbessert, und mit TARGET2 wird derzeit die nächste Systemgeneration entwickelt. Im Wertpapierabwicklungsbereich bieten das Eurosystem und der Markt verschiedene Möglichkeiten für die grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten.

### 2.1 DAS TARGET-SYSTEM

Das bestehende TARGET-System setzt sich aus den folgenden Komponenten zusammen: den nationalen Zahlungssystemen jener 15 Länder, die zum Zeitpunkt der Inbetriebnahme von TARGET Mitglied der EU waren, dem EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus und einem Interlinking-System, das die Zahlungsverarbeitung zwischen den angebundenen Systemen ermöglicht. TARGET leistete auch im Jahr 2004 einen Beitrag zur Integration des Euro-Geldmarkts. Da TARGET vom Eurosystem zur Abwicklung seiner Kreditgeschäfte eingesetzt wird, spielte es weiterhin eine wichtige Rolle für die reibungslose Durchführung der einheitlichen Geldpolitik. TARGET ermöglicht eine flächendeckende Echtzeitabwicklung in Zentralbankgeld und bietet sich damit auch für eine Vielzahl von anderen Zahlungen an.

Der TARGET-Betrieb verlief 2004 reibungslos, und der Wachstumstrend bei den verarbeiteten Euro-Großbetragszahlungen setzte sich fort. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der Zielsetzung des Eurosystems, die Abwicklung in Zentralbankgeld als einzigartig sichere Zahlungsform zu forcieren. So wurden im Jahr 2004 wertmäßig 88 % aller Euro-Großbetragszahlungen über TARGET abgewickelt. Das System steht für sämtliche Überweisungen in

Euro zwischen Banken mit Sitz in einem Mitgliedstaat, dessen NZB entweder direkt oder indirekt an TARGET angeschlossen ist, zur Verfügung. Die Interbanküberweisungen können sowohl innerhalb eines Mitgliedstaats als auch zwischen verschiedenen Mitgliedstaaten getätigt werden. In der jüngsten Umfrage aus dem Jahr 2004 wurden 10 483 TARGET-Teilnehmer gezählt, was in etwa einer Verdreifachung gegenüber dem Wert aus dem Jahr 2002 entspricht und in erster Linie auf die Änderung der Definition von TARGET-Teilnehmer zurückzuführen ist. Insgesamt beläuft sich die Anzahl der über einen Bank Identifier Code (BIC) adressierbaren Institute, insbesondere Zweigstellen von Teilnehmern, auf rund 48 500.

### DER TARGET-BETRIEB

Im Jahr 2004 wurden im Tagesdurchschnitt 267 234 Zahlungen im Gesamtwert von 1 714 Mrd € über TARGET abgewickelt. Das Transaktionsvolumen stieg somit gegenüber dem Vorjahr um 2 %, während sich der Transaktionswert um 4 % erhöhte.

Zahlungen zwischen Mitgliedstaaten machten 2004 wertmäßig wie im Jahr zuvor 33 % und stückzahlmäßig 24 % (2003: 23 %) aller TARGET-Transaktionen aus. Der Anteil der Interbankzahlungen belief sich dabei wertmäßig auf 95 % und stückzahlmäßig auf 49 %; die übrigen Zahlungen zwischen Mitgliedstaaten waren Kundenzahlungen. Der durchschnittliche Wert von Interbank- bzw. Kundenzahlungen zwischen Mitgliedstaaten lag bei 17 Mio € bzw. 0,8 Mio €. Weitere Informationen zu TARGET-Zahlungen sind Tabelle 12 zu entnehmen.

Im Jahr 2004 stieg die Gesamtverfügbarkeit von TARGET, d. h. die Möglichkeit einer störungsfreien Nutzung des Systems durch die Teilnehmer innerhalb der Öffnungszeiten, auf 99,81 %. Im Durchschnitt wurden 95,87 % der TARGET-Zahlungen zwischen Mitgliedstaaten innerhalb von fünf Minuten verarbeitet. Weitere Informationen dazu sind Tabelle 13 zu entnehmen.

Während des Berichtsjahrs wurden die für die Migration auf das neue Nachrichtensystem



**Tabelle 12 TARGET-Zahlungen <sup>1)</sup>**

Stückzahl	2003	2004	Veränderung in %
<b>TARGET-Zahlungen insgesamt</b>			
Gesamtzahl	66 608 000	69 213 486	4
Tagesdurchschnitt	261 208	267 234	2
<b>TARGET-Zahlungen innerhalb einzelner Mitgliedstaaten</b>			
Gesamtzahl	51 354 924	52 368 115	2
Tagesdurchschnitt	201 392	202 193	0
<b>TARGET-Zahlungen zwischen Mitgliedstaaten</b>			
Gesamtzahl	15 253 076	16 845 371	10
Tagesdurchschnitt	59 816	65 040	9
<b>Wert (Mrd €)</b>			
<b>TARGET-Zahlungen insgesamt</b>			
Gesamtzahl	420 749	443 992	6
Tagesdurchschnitt	1 650	1 714	4
<b>TARGET-Zahlungen innerhalb einzelner Mitgliedstaaten</b>			
Gesamtzahl	283 871	297 856	5
Tagesdurchschnitt	1 113	1 150	3
<b>TARGET-Zahlungen zwischen Mitgliedstaaten</b>			
Gesamtzahl	136 878	146 137	7
Tagesdurchschnitt	537	564	5

Quelle: EZB.

1) Anzahl der Geschäftstage 2003: 255 Tage; 2004: 259 Tage.

**Tabelle 13 Verfügbarkeit von TARGET**

(in %)	
RTGS-System	2004
EPM (EZB)	99,48
ELLIPS (BE)	99,88
KRONOS (DK)	99,85
RTGSplus (DE)	99,37
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,89
TBF (FR)	99,94
IRIS (IE)	99,59
BI-REL (IT)	99,91
LIPS-Gross (LU)	99,97
TOP (NL)	99,98
ARTIS (AT)	99,87
SPGT (PT)	99,86
BOF-RTGS (FI)	99,85
E-RIX (SE)	99,74
CHAPS Euro (UK)	99,95
<b>Verfügbarkeit insgesamt</b>	<b>99,81</b>

Quelle: EZB.

SWIFTNet FIN erforderlichen Änderungen vorgenommen und sämtliche TARGET-Komponenten erfolgreich umgestellt.

### KRITERIEN FÜR SYSTEMRELEVANTE ZAHLUNGEN IN TARGET

Angesichts der besonderen Bedeutung von TARGET für den Markt und seiner großen Reichweite müssen für das reibungslose und zuverlässige Funktionieren des Systems angemessene Schutzmaßnahmen gegen eine breite Palette von Gefahren getroffen werden. Bei einer Störung des Normalbetriebs ist es von größter Wichtigkeit, dass die unverzügliche Durchführung systemrelevanter Zahlungen gewährleistet ist, um der Gefahr eines Systemrisikos entgegenzuwirken. Das Eurosystem hat Notfallmaßnahmen eingerichtet, die auch im Fall einer Störung des TARGET-Betriebs die ordnungsgemäße Durchführung solcher Zahlungen sicherstellen. Die Zentralbanken führten 2004 – häufig unter Einbindung von Geschäftsbanken – Testläufe durch, die die Wirksamkeit der TARGET-Notfallmaßnahmen bestätigten. Das Eurosystem ist den Testergebnissen zufolge gut gerüstet, das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme und Finanzmärkte im Krisenfall sicherzustellen.

### TARGET-ANBINDUNG FÜR DIE NEUEN EU-MITGLIEDSTAATEN

Im Oktober 2002 beschloss der EZB-Rat, dass das Eurosystem nach der EU-Erweiterung auf Initiative der NZBen der neuen Mitgliedstaaten deren Echtzeit-Brutto-Überweisungssysteme an TARGET anbinden würde. Angesichts der bevorstehenden Ablösung des gegenwärtigen TARGET-Systems und im Hinblick auf Kosteneinsparungen entwickelte das Eurosystem Alternativen zur vollständigen Integration, die eine Anbindung der RTGS-Systeme der neuen Mitgliedstaaten an das bestehende TARGET-System ermöglichen. Eine derartige Option stellt z. B. die Anbindung an TARGET über eine NZB des Eurosystems dar. Diese Lösung wird die Banca d'Italia 2005 für das Euro-RTGS-System (SORBNET-EURO) der Narodowy Bank Polski umsetzen.

## DIALOG MIT TARGET-ANWENDERN UND BETREIBERN VON RTGS-SYSTEMEN IN ANDEREN WÄHRUNGSRÄUMEN

Das ESZB pflegt enge Kontakte zu TARGET-Anwendern um sicherzustellen, dass deren Anliegen entsprechend berücksichtigt werden. Wie in den Vorjahren kam es auch 2004 zu regelmäßigen Zusammenkünften von Vertretern der 15 an TARGET angeschlossenen EU-Zentralbanken und den nationalen TARGET-Anwendergruppen. Daneben wurden in gemeinsamen Sitzungen der TARGET Management Working Group (TMWG) des ESZB und der TARGET Working Group (TWG) des europäischen Bankensektors Fragen zum TARGET-Betrieb erörtert. Mit strategischen Themen befasste sich die Kontaktgruppe für strategische Fragen im Euro-Zahlungsverkehr (Contact Group on Euro Payments Strategy – COGEPS), der hochrangige Führungskräfte von Geschäfts- und Zentralbanken angehören.

Als Betreiber eines der weltweit größten RTGS-Systeme unterhält das Eurosystem enge Kontakte zu den RTGS-Systembetreibern in anderen Währungsräumen. Angesichts der wachsenden Verflechtungen, z. B. infolge von Continuous Linked Settlement (CLS)-Geschäften, ist es notwendig, operationale Fragen gemeinsam zu klären.

### 2.2 TARGET2

Im Dezember 2004 nahm der EZB-Rat das Angebot der Banca d'Italia, der Deutschen Bundesbank und der Banque de France, eine Gemeinschaftsplattform für TARGET2 zu entwickeln und im Auftrag des Eurosystems gemeinsam zu betreiben, an. Damit fiel der Startschuss für eine grundlegende Umgestaltung des TARGET-Verbunds, in dem die RTGS-Systeme der EZB und der einzelnen NZBen derzeit zusammengeschlossen sind. TARGET2 wird den TARGET-Anwendern ein verbessertes Leistungsspektrum sowie die Möglichkeit zur Erzielung von Skaleneffekten bieten.



Der Schwerpunkt der Vorarbeiten für TARGET2 lag im Berichtsjahr auf der Spezifikation der funktionalen Aspekte, wobei die TARGET-Anwender in diesen Prozess stark eingebunden waren. Die vom EZB-Rat im Juli 2004 genehmigte Grobspezifikation für TARGET2 beschreibt die Leistungsmerkmale und Funktionalitäten sowie die IT-Architektur des Systems. Mithilfe umfassender Liquiditätsmanagement-Funktionen werden Kreditinstitute ihre Euro-Liquidität mit TARGET2 besser überwachen und steuern können. So wird es TARGET-Teilnehmern, die mehr als ein Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssystem zur Abwicklung in Zentralbankgeld nutzen, in TARGET2 ermöglicht, sämtliche Positionen über ein einziges RTGS-Konto abzuwickeln. Im Euroraum angesiedelte Banken mit RTGS-Konten bei mehreren Zentralbanken des Eurosystems werden im Rahmen von TARGET2 außerdem eine Pooling-Funktion nutzen können, die es ihnen erlaubt, einzelne ihrer RTGS-Konten zu einer Gruppe zusammenzufassen und die gepoolte Innertagesliquidität für jedes Konto in dieser Gruppe einzusetzen. An einem stabilen Rechtsrahmen – als Grundlage für die Bereitstellung dieses Leistungsmerkmals – wird derzeit auf Ebene des Eurosystems gearbeitet. TARGET2 wird ein nach modernsten Kriterien erstelltes Konzept zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs zugrunde liegen, das im Fall von großflächigen regionalen Systemausfällen zur Anwendung kommen soll.

Auf Basis der Grobspezifikation erarbeitet das Eurosystem eine umfassende Kundenspezifikation; diese beschreibt die Leistungsmerkmale und Funktionen von TARGET2 in dem für die Aufnahme der technischen Entwicklungs- und Implementierungsarbeit erforderlichen Detaillierungsgrad. Auch die Kundenspezifikation wird mit den TARGET-Anwendern eingehend erörtert. Die Finalisierung ist für April 2005 geplant.

Das Eurosystem entwickelt darüber hinaus ein Gebührenmodell für die Grundleistungen von TARGET2, für die – anders als bisher – im nationalen und im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr identische Konditionen gelten sollen. Außerdem soll es den Teilnehmern – sofern diese Option vom EZB-Rat beschlossen wird – freistehen, entweder nur Transaktionsgebühren oder eine laufende Grundgebühr mit entsprechend niedrigeren Transaktionsgebühren zu bezahlen. Weitere Einzelheiten der TARGET2-Gebührenstruktur sollen 2005 festgelegt werden.

Die Ausgestaltung der Führungs- und Verwaltungsstruktur von TARGET2 stellte einen weiteren Tätigkeitsschwerpunkt im Berichtsjahr dar, auf den die Einrichtung einer effektiven Projektorganisation für die nächsten Projektphasen (Entwicklung, Testphase und Migration) aufbaute. Der EZB-Rat billigte interne Regelungen zur gemeinsamen Führung und Verwaltung von TARGET2, die die Rollen und Zuständigkeiten im TARGET2-Projekt des EZB-Rats, der drei NZBen, die das System aufbauen und betreiben, sowie aller sonstigen Eurosystem-Zentralbanken festlegen. Die beschlossenen Strukturen sollen einerseits in der Projektphase eine effiziente Entwicklungsarbeit ermöglichen und andererseits gewährleisten, dass nach der Inbetriebnahme von TARGET2 alle Zentralbanken des Euroraums weiterhin entsprechend in die Steuerung des Systems eingebunden sind.

Der Abschluss der Softwareentwicklung und des Aufbaus der IT-Infrastruktur für TARGET2 ist für 2005 vorgesehen, und die ersten zentralbankinternen Tests sind für Anfang

2006 geplant. Die TARGET-Anwender werden nach Gruppen und Terminen gestaffelt auf die Gemeinschaftsplattform umsteigen. Der Migrationsprozess wird sich über mehrere Monate erstrecken. Während dieser Zeit werden die nationalen Bankengemeinschaften gruppenweise auf die neue Plattform umsteigen, was einen Parallelbetrieb der gegenwärtigen TARGET-Komponenten und der neuen Gemeinschaftsplattform nach sich ziehen wird. Die gestaffelte Migration wird so organisiert sein, dass das Projektrisiko minimiert wird. Des Weiteren gilt es, potenzielle Umstellungsschwierigkeiten sowie die Kosten für die Zentralbanken und TARGET-Anwender so gering wie möglich zu halten. Der Projektplan sieht den Umstieg der ersten Ländergruppe auf TARGET2 für den 2. Januar 2007 vor. Das Eurosystem wird seine enge Zusammenarbeit mit der TARGET-Anwendergemeinschaft während des gesamten Projektverlaufs fortsetzen und regelmäßig über den Projektfortschritt berichten.

### 2.3 GRENZÜBERSCHREITENDE NUTZUNG VON SICHERHEITEN

Refinanzierungsfähige Sicherheiten können über das Korrespondenzcentralbank-Modell (CCBM) oder über zugelassene Verbindungen zwischen Wertpapierabwicklungssystemen in der EU grenzüberschreitend zur Besicherung aller Arten von Kreditgeschäften des Eurosystems genutzt werden. Während das Korrespondenzcentralbank-Modell vom Eurosystem betrieben wird, handelt es sich bei den zugelassenen Verbindungen um vom Markt initiierte Lösungen.

Der Wert der vom Eurosystem gehaltenen grenzüberschreitenden Sicherheiten erhöhte sich von 305 Mrd € im Dezember 2003 auf 370 Mrd € im Dezember 2004, sodass sich der Anteil der grenzüberschreitenden Sicherheiten an den vom Eurosystem insgesamt verwalteten Sicherheiten am Ende des Berichtsjahrs auf 43,89 % belief. Diese Werte spiegeln die seit einigen Jahren voranschreitende Integration der Finanzmärkte im Euroraum ebenso wider

wie die wachsende Bereitschaft der Geschäftspartner, in ihren Portfolios vermehrt in anderen Euro-Ländern emittierte Sicherheiten zu halten.

#### **DAS KORRESPONDENZZENTRALBANK-MODELL**

Das Korrespondenzzentralbank-Modell stellt nach wie vor den wichtigsten Kanal für die grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten dar. So wurden im Berichtsjahr 35,37 % der insgesamt an das Eurosystem gelieferten Sicherheiten über das CCBM übertragen. Der Wert der im Rahmen des CCBM hinterlegten Sicherheiten erhöhte sich von 259 Mrd € am Jahresende 2003 auf 298 Mrd € Ende 2004.

Dank der im Jahr 2003 vorgenommenen Verbesserungen hatten die NZBen bereits zu Beginn des Berichtsjahrs das Ziel erreicht, interne CCBM-Verfahren innerhalb einer Stunde durchzuführen, vorausgesetzt die Geschäftspartner (und deren Depotbanken) reichten ihre Instruktionen korrekt ein. Das Eurosystem sondiert derzeit weitere Verbesserungsmöglichkeiten und Alternativlösungen für eine effiziente und sichere grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten.

Depotbanken spielen im Rahmen der CCBM-Prozesskette häufig eine wichtige Rolle im Zusammenhang mit der Aufgabe, Sicherheiten im Auftrag von Geschäftspartnern zu liefern. Im Januar 2004 wurden die von den bedeutendsten Vereinigungen des europäischen Kreditsektors beschlossenen optimalen Verfahren (Best Practices) für an CCBM-Geschäften beteiligte Depotbanken umgesetzt. Mithilfe dieser Verfahren soll die Effizienz des CCBM optimiert werden. So wurde die erfolgreiche Abwicklung interner CCBM-Verfahren durch die NZBen innerhalb einer Stunde u. a. dank der Bemühungen von Marktteilnehmern um die Umsetzung dieser Best Practices möglich gemacht. In bestimmten Fällen, z. B. bei hohem Geschäftsaufkommen, kann es allerdings zu Abweichungen von dieser Ein-Stunden-Frist kommen.

#### **ZUGELASSENE VERBINDUNGEN ZWISCHEN WERTPAPIERABWICKLUNGSSYSTEMEN**

Die Verbindungen zwischen Wertpapierabwicklungssystemen zur grenzüberschreitenden Übertragung von Sicherheiten sind durch vertragliche bzw. operationale Vereinbarungen geregelt. Die über eine solche Verbindung auf ein anderes Wertpapierabwicklungssystem übertragenen Sicherheiten sind in lokalen Verfahren wie nationale Sicherheiten einsetzbar. Von den 59 Verbindungen, die den Geschäftspartnern zurzeit zur Verfügung stehen, wird lediglich eine geringe Anzahl tatsächlich für die Übertragung von Sicherheiten im Zusammenhang mit Kreditgeschäften des Eurosystems genutzt. Darüber hinaus decken diese Verbindungen nicht den gesamten Euroraum ab. Als Voraussetzung für die Zulassung einer Verbindung für die Kreditgeschäfte des Eurosystems muss diese die neun Anwendungsstandards des Eurosystems<sup>3</sup> erfüllen, in denen die Anforderungen der Zentralbanken für die Abwicklung ihrer Geschäfte über Wertpapierabwicklungssysteme festgehalten sind. Gemäß diesen Standards werden neue Verbindungen bzw. an zugelassenen Verbindungen vorgenommene Verbesserungen vom Eurosystem beurteilt. Im Berichtsjahr wurden drei bestehende zugelassene Verbindungen verbessert und positiv beurteilt.

Der Wert der im Rahmen dieser Verbindungen gehaltenen Sicherheiten erhöhte sich von 46 Mrd € im Dezember 2003 auf 72 Mrd € im Dezember 2004, machte jedoch nur 8,5 % der insgesamt vom Eurosystem gehaltenen grenzüberschreitenden und nationalen Sicherheiten aus.

<sup>3</sup> Siehe EZB, Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations, Januar 1998.

## 3 BANKNOTEN UND MÜNZEN

### 3.1 BARGELDUMLAUF

#### NACHFRAGE NACH EURO-BANKNOTEN UND -MÜNZEN

Der Euro-Banknotenumlauf erhöhte sich im Jahr 2004 wertmäßig um 15,0 % (2003: 22 %) von 436,1 Mrd € auf 501,3 Mrd €. Stückzahlmäßig kam es im gleichen Zeitraum zu einer Steigerung um 6,8 % von rund 9 Milliarden auf 9,7 Milliarden (2003: 10,1 %). Abbildung 37 verdeutlicht die wertmäßige Entwicklung des Bargeldumlaufs (nationale und Euro-Banknoten) zwischen 2000 und 2004, während Abbildung 38 die stückzahlmäßige Entwicklung des Euro-Banknotenumlaufs seit der Einführung des Euro-Bargelds Anfang 2002 zeigt.

Der Banknotenumlauf steigt seit der Bargeldumstellung aufgrund überdurchschnittlich großer Zuwächse bei den Banknoten mit hohem Nennwert wertmäßig stärker als stückzahlmäßig. Abbildung 39 veranschaulicht die Entwicklung des Euro-Banknotenumlaufs nach Stückelung von 2002 bis 2004. Demnach wurde im Berichtsjahr mit 28,4 % der höchste Anstieg bei den 500 €-Banknoten verzeichnet. Ebenfalls groß war die Nachfrage nach Banknoten im Wert von 50 € und 100 €, deren Umlauf sich um 12,4 % bzw. 13,5 % erhöhte.

Mit Ausnahmen in einzelnen Ländern blieb die Umlaufsteigerung bei den Stückelungen 5 €,

10 €, 20 € und 200 € bisher sehr gering. Da mit Banknoten im Wert von 10 € und 20 € hauptsächlich Güter des täglichen Bedarfs bezahlt werden, ist die Nachfrage danach immer nur im Zuge von saisonal bedingten Spitzen stark gestiegen. Bei der 50 €-Banknote wurden sowohl vergleichsweise hohe Zuwachsraten als auch deutliche saisonale Schwankungen verzeichnet. Im Unterschied dazu unterlag der Umlauf der Werte 5 € und 100 € nur mäßigen saisonalen Schwankungen, und die Nachfrage nach den größten Stückelungen (200 € und 500 €) war saisonal unabhängig. Die anhaltend starke Nachfrage nach diesen Stückelungen lässt sich nicht vollständig mit dem transaktionsbedingten Bargeldbedarf innerhalb des Euroraums erklären. Es müssen auch andere Faktoren daran beteiligt sein, vermutlich u. a. die wachsende internationale Nachfrage nach Euro-Banknoten. Neuesten Analysen zufolge werden rund 10 % bis 15 % der in Umlauf befindlichen Euro-Banknoten außerhalb des Euroraums gehalten. Darüber hinaus ist die Bargeldhaltung, nicht zuletzt aufgrund des niedrigen Zinsniveaus, gestiegen.

Im Berichtsjahr kam es zu einer wertmäßigen Zunahme des Euro-Münzumschlags (d. h. des Nettoumlaufs ohne die Reserven der NZBen) um 9,1 % von 14,1 Mrd € auf 15,3 Mrd €. Stückzahlmäßig stieg der Münzumschlag um 14,8 % und liegt nun bei 56,2 Milliarden. Nach

Abbildung 37 Banknotenumlauf von Anfang 2000 bis Ende 2004

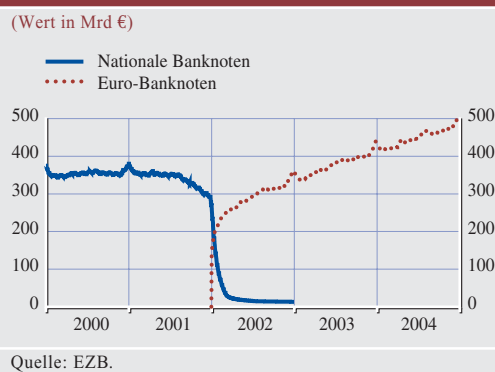


Abbildung 38 Euro-Banknotenumlauf von Anfang 2002 bis Ende 2004

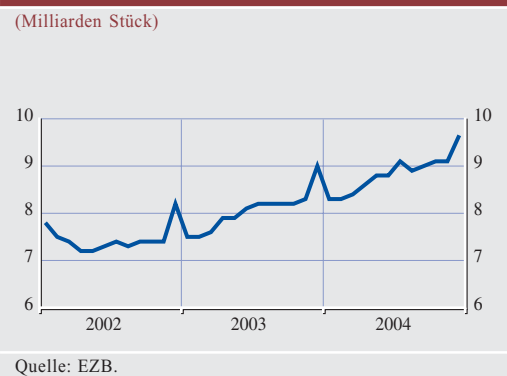
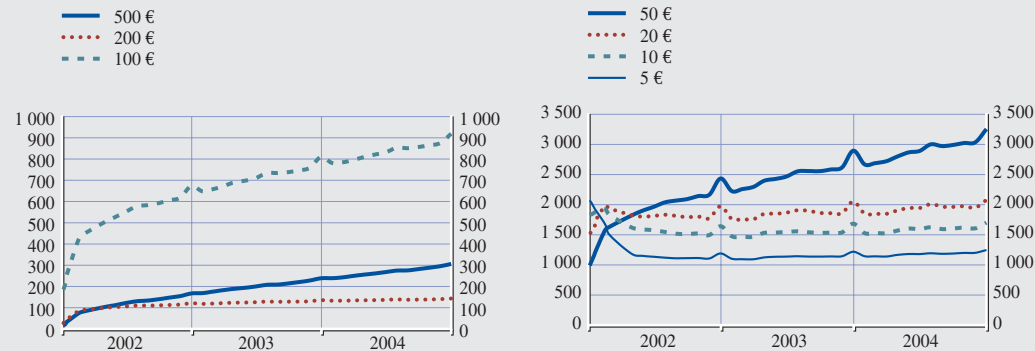


Abbildung 39 Euro-Banknotenumlauf von Anfang 2002 bis Ende 2004 nach Stückelung

(Millionen Stück)



Quelle: EZB.

einem anfänglichen Rückgang auf das ursprüngliche Niveau von 40,4 Milliarden zum Zeitpunkt der Bargeldumstellung hält der Aufwärtstrend nun bereits seit Anfang 2003 an.

### BANKNOTENBEARBEITUNG IM EUROSYSTEM

In den NZBen des gesamten Euroraums liegt das Volumen der an die Banken ausgegebenen und von ihnen rückgelieferten Euro-Banknoten seit dem zweiten Quartal 2002 auf einem recht stabilen Niveau. Etwaige Fluktuationen der monatlichen Werte spiegeln hauptsächlich die üblichen saisonal bedingten Schwankungen im Bargeldbedarf wider.

Von den NZBen des Euroraums wurden im Berichtsjahr 29,4 Milliarden Euro-Banknoten bearbeitet, was keine nennenswerte Änderung gegenüber 2003 darstellt. Zwischen Januar und Dezember 2004 wurden 30,4 Milliarden Banknoten ausgegeben, und 29,7 Milliarden flossen an die NZBen zurück. Die Rücklaufquote (d. h. wie oft eine Banknote statistisch gesehen pro Jahr zur Bearbeitung an die NZBen geliefert wird) stand im Berichtsjahr bei rund 3,4 und ist somit seit 2002 relativ stabil. Im Jahr 2004 wurden 3,8 Milliarden nicht mehr umlauffähige Banknoten vernichtet.

## 3.2 BANKNOTENFÄLSCHUNG UND FÄLSCHUNGSPRÄVENTION

### EURO-BANKNOTENFÄLSCHUNGEN

Nachdem die Fälschungshäufigkeit bei Euro-Banknoten im Jahr 2002 und einem Gutteil des Jahres 2003 stetig zugenommen hatte, steht sie seither auf einem relativ stabilen Niveau. Zwischen dem vierten Quartal 2003 und Ende 2004 wurden durchschnittlich rund 50 000 Fälschungen pro Monat aus dem Verkehr gezogen, wobei sich saisonale Spitzenwerte mit den Spitzen im Banknotenumlauf (z. B. Urlaubszeiten) deckten. Bei den nationalen Analysezentren<sup>4</sup> wurden im Berichtsjahr insgesamt 594 000 Fälschungen gezählt. Mit +7,8 % gegenüber dem Vorjahr ist hier der Zuwachs wesentlich geringer ausgefallen als 2003. Abbildung 40 zeigt eine Aufstellung der seit der Bar-

<sup>4</sup> In allen EU-Mitgliedstaaten eingerichtete Zentren für die Erstanalyse gefälschter Euro-Banknoten auf nationaler Ebene.

Tabelle 14 Fälschungen nach Stückelung

	5 €	10 €	20 €	50 €
Prozent	1	5	24	48
	100 €	200 €	500 €	Insgesamt
Prozent	17	4	1	100

Quelle: Eurosystem.

geldeinführung sichergestellten Fälschungen in Halbjahres-Intervallen.

Wie aus Tabelle 14 hervorgeht, wird die 50 €-Banknote nach wie vor am häufigsten gefälscht. Im Kampf gegen die organisierte Kriminalität gab es jedoch Hinweise auf eine Zunahme der Fälschungshäufigkeit bei Banknoten im Wert von 100 €, 200 € und 500 €. Kleine Mengen dieser Stückelungen wurden in überdurchschnittlich hoher Qualität gefälscht.

Insgesamt machen die im Jahr 2004 sichergestellten 594 000 Fälschungen nur einen winzigen Bruchteil der durchschnittlich umlaufenden Banknoten aus (8,9 Milliarden im Jahr 2004). Die Sicherheit des Euro ist also auch weiterhin gewährleistet: Der Euro ist und bleibt eine besonders sichere Währung; dafür sorgen die hoch entwickelten Sicherheitsmerkmale sowie die europäischen und nationalen Vollzugsbehörden. Dennoch ist vonseiten der Bevölkerung weiterhin Vorsicht geboten. Mit dem Test „Sehen-Kippen-Fühlen“ lassen sich nach wie vor nahezu alle Fälschungen erkennen.

### FÄLSCHUNGSPRÄVENTION

Die EZB arbeitete schon bisher mit den NZBen, Europol und der Europäischen Kommission (besonders mit dem Europäischen Amt für Betrugsbekämpfung OLAF) zusammen und schloss im Jahr 2004 auch mit Interpol ein Ab-

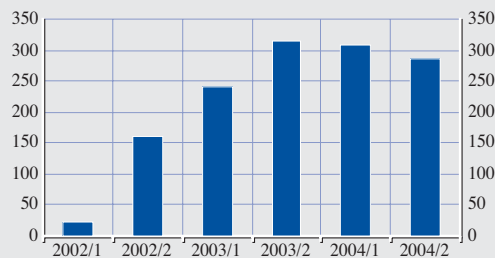


kommen zum Schutz des Euro und zur Bekämpfung der Geldfälschung ab. Außerdem ging die EZB Kooperationsabkommen mit den Zentralbanken zweier Nachbarländer der EU (Ukraine und Bulgarien) ein; weitere Abkommen dieser Art sind auch mit anderen Ländern geplant. Darüber hinaus bildet das Eurosystem professionelle Bargeldakteure innerhalb und außerhalb der EU in der Erkennung und Bearbeitung von Banknotenfälschungen aus. Das Falschgeld-Analysezentrum der EZB und die nationalen Analysezentren arbeiten auf dem Gebiet der Falschgeldbekämpfung mit der Polizei zusammen; bei Bedarf stehen den Vollzugsbehörden technische Spezialisten der nationalen Analysezentren als Sachverständige zur Verfügung oder erstellen Gutachten.

Das von der EZB gegründete internationale Forschungszentrum für Fälschungsprävention beurteilt neue Vervielfältigungstechniken und Systeme zur Fälschungsprävention und unterstützt die Arbeit der Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung, einer Gemeinschaftsinitiative von 27 Zentralbanken aus aller Welt.

**Abbildung 40 Von Anfang 2002 bis Ende 2004 sichergestellte Euro-Banknotenfälschungen**

(1 000 Stück)



Quelle: EZB.

### 3.3 BANKNOTENAUSGABE UND -PRODUKTION

#### DIE ROLLE DES EUROSYSTEMS IM BARGELDKREISLAUF

Im Dezember 2004 verständigte sich der EZB-Rat auf gemeinsame Prinzipien und Ziele bezüglich der Aufgaben und Zuständigkeiten des Eurosystems im Bargeldkreislauf. Damit wurden einerseits die Weichen für die Errichtung des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums gestellt (siehe Kapitel 3 Abschnitt 3) und andererseits wichtige Anhaltspunkte für die Partner des Eurosystems im Bargeldkreislauf (d. h. für Banken und Geldtransportunternehmen) geschaffen. Im Einklang mit dem Prinzip der Dezentralisierung hat der EZB-Rat keinen vollständig harmonisierten Bargeldservice im Euroraum eingeführt. Zwar muss eine gewisse durch die EZB koordinierte Harmonisierung und Standardisierung der Dienstleistungen im Bargeldbereich gegeben sein, doch die NZBen bleiben für die Umsetzung verantwortlich. Schließlich sind landesspezifische Gegebenheiten und Strukturen des Bankwesens ebenso zu berücksichtigen wie das bestehende Zweiganstaltennetz der NZBen, langfristige Vereinbarungen und die relative Bedeutung von Barzahlungen.

#### HANDLUNGSRAHMEN DER EZB FÜR DIE FALSCHGELDERKENNUNG UND DIE SORTIERUNG VON BANKNOTEN NACH UMLAUFFÄHIGKEIT

Nach Konsultationen mit Vertretern der Banken und Geldtransportunternehmen hat die EZB im Dezember 2004 einen Rahmen für die Falschgeldererkennung und die Sortierung von Euro-Banknoten nach Umlauffähigkeit durch Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure geschaffen. Die wichtigsten Ziele dieser Rahmenvereinbarung sind die Umsetzung einer gemeinsamen Politik im Bereich Banknotenbearbeitung für Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure sowie deren Unterstützung bei der Erfüllung ihrer Pflichten gemäß Artikel 6 der Verordnung (EG) Nr. 1338/2001 des Rates zur Erkennung und Einziehung gefälschter Euro-Banknoten. Die NZBen werden diese Rahmenvereinbarung in ihrem Zuständigkeitsbereich bis spätestens

Jahresende 2006 umsetzen. Für die Neuorganisation von Abläufen und die Umrüstung der bestehenden Geräte in den Kreditinstituten und bei anderen professionellen Bargeldakteuren wird es eine zweijährige Übergangsfrist geben, die spätestens mit Ende 2007 ausläuft.

#### PRODUKTIONSVEREINBARUNGEN

Im Jahr 2004 wurden 1,6 Milliarden Banknoten produziert (2003: 3,1 Milliarden). Dieser deutliche Rückgang hängt vorwiegend damit zusammen, dass der tatsächliche Bedarf an druckfrischen Banknoten geringer war als 2003 erwartet.

Seit 2002 werden die Euro-Banknoten von den NZBen dezentral nach dem Poolingprinzip produziert. Konkret wird die gesamte Euro-Banknotenproduktion nach einem Quotensystem unter den NZBen des Eurosystems aufgeteilt, wobei jede NZB jeweils nur für die Beschaffung der ihr zugeteilten Banknotenkategorien zuständig ist. Tabelle 15 bietet einen Überblick über die Produktionsquoten für 2004.

Die Modalitäten für die künftige Beschaffung von Banknoten sind in der Leitlinie EZB/2004/18 festgelegt, die im September 2004 vom EZB-Rat verabschiedet wurde. Im Sinne dieser Leitlinie soll die Produktion der Euro-Banknoten spätestens ab 1. Januar 2012 nach einem einheitlichen Verfahren ausgeschrieben werden. Entsprechende Übergangsfristen sollen garantieren, dass sich die NZBen und Druckereien gut darauf einstellen können. Diese Übergangsfrist beginnt nach Maßgabe des EZB-

**Tabelle 15 Produktionsquoten bei der Herstellung von Euro-Banknoten im Jahr 2004**

Stückelung	Anzahl (Millionen Banknoten)	Produziert im Auftrag der NZB von
5 €	-	-
10 €	378	DE, FR, GR, IE, AT
20 €	290	FR, PT
50 €	683	BE, DE, ES, IT, NL
100 €	124	IT, FI
200 €	-	-
500 €	124	DE, LU
Insgesamt	1 599	

Quelle: EZB.



Rats jedoch frühestens am 1. Januar 2008 und unter der Voraussetzung, dass sowohl die Anzahl der NZBen, die sich an der gemeinsamen Ausschreibung des Eurosystems beteiligen, als auch das auszuschreibende Druckvolumen eine kritische Masse erreichen.

del und die Automatenwirtschaft – mit sich brächte, und die hohen Druck- und Bearbeitungskosten.

Die Leitlinie wurde im Einklang mit dem EU-Wettbewerbsrecht und mit dem Ziel eines effizienten Ressourceneinsatzes nach den Grundsätzen einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb entwickelt. Dadurch soll insbesondere die Gleichbehandlung aller Druckereien sichergestellt sein, die an der gemeinsamen Ausschreibung des Eurosystems teilnehmen. Darüber hinaus soll ein transparenter und fairer Wettbewerb garantiert und die sichere Produktion der Euro-Banknoten auch in Zukunft gewährleistet sein. Die in der Leitlinie festgelegten Ausschreibungsbedingungen gelten für den gesamten Banknotenbedarf des Eurosystems. NZBen, die über eigene Druckereien verfügen oder staatliche Druckereien beauftragen, steht es frei, sich nicht am gemeinsamen Ausschreibungsverfahren des Eurosystems zu beteiligen, sondern ihre Banknoten-Quote weiterhin selbst zu produzieren bzw. produzieren zu lassen.

#### **ZUSÄTZLICHE BANKNOTEN MIT NIEDRIGEREM NENNWERT**

Auf mehrfache Anregung hat das Eurosystem die Vor- und Nachteile der Einführung neuer Banknoten mit niedrigerem Nennwert (1 € bzw. 2 €) untersucht. Nach sorgfältiger Prüfung blieb der EZB-Rat im November 2004 bei seiner Entscheidung aus dem Jahr 1998 gegen eine Produktion von Banknoten zu 1 € oder 2 €. Er kam nach eingehender Erörterung zu dem Schluss, dass insgesamt die negativen Aspekte überwiegen. Im Wesentlichen sprechen drei Faktoren dagegen: die unzureichende Nachfrage nach Banknoten sehr niedriger Stückelung durch die Mehrheit der Bevölkerung im Euroraum, die erhöhte Ineffizienz, die eine solche Einführung für die Mehrzahl der betroffenen Dritten – beispielsweise den Einzelhan-

## 4 STATISTIK

Die EZB erhebt mit Unterstützung der NZBen umfassende statistische Daten, die es dem ESZB ermöglichen, seine Aufgaben zu erfüllen. Die dafür notwendigen statistischen Informationen stammen entweder von den zuständigen nationalen Behörden oder direkt von den Wirtschaftsakteuren. Wie schon in den vergangenen Jahren verlief die Bereitstellung der statistischen Daten im Berichtsjahr reibungslos; gleichzeitig wurden weitere Schritte zur Verbesserung des statistischen Rahmens unternommen, und das Statistikangebot wurde im Sinne der mittelfristig ausgerichteten Strategie der EZB für den Bereich Statistik erweitert. Darüber hinaus veranstaltete die EZB eine zweite Statistikkonferenz, die sich mit der Rolle der Statistik in geld- und wirtschaftspolitischen Entscheidungsfindungsprozessen befasste.

Im Bereich der Statistiken über die öffentlichen Finanzen, die für die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie für die Glaubwürdigkeit der Haushaltsüberwachung von entscheidender Bedeutung sind, besteht zum Teil noch Handlungsbedarf, insbesondere hinsichtlich der Zuverlässigkeit des Datenmaterials. Für die Bereitstellung dieser Statistiken ist die Europäische Kommission (Eurostat) – mit Unterstützung der nationalen statistischen Ämter sowie gegebenenfalls der NZBen – zuständig. Die größtenteils von Eurostat erhobenen und aufbereiteten allgemeinen Wirtschaftsdaten werden von der EZB intensiv genutzt. Bei der Bereitstellung diesbezüglicher Statistiken für den Euroraum wurden weitere Fortschritte erzielt, etwa im Hinblick auf die Zeitnähe der vierteljährlichen BIP-Daten, die Qualität der HVPI-Vorausschätzung und die Verfügbarkeit kurzfristiger Konjunkturindikatoren. In dem im Dezember 2004 veröffentlichten Bericht „Aktualisierte Anforderungen im Bereich der Allgemeinen Wirtschaftsstatistik“ trägt die EZB den Entwicklungen der vergangenen Jahre Rechnung.



### 4.1 WEITERE VERBESSERUNGEN DES STATISTISCHEN RAHMENS FÜR DEN EURORAUM

Trotz der beachtlichen bisherigen Fortschritte in Bezug auf den statistischen Berichtsrahmen sowie der guten Qualität der Statistiken des Euroraums im Allgemeinen sollte die statistische Infrastruktur für das Euro-Währungsgebiet weiter verbessert werden. Nun gilt es, die laufende wirtschaftliche Transformation in vorausschauender Weise zu berücksichtigen sowie einige von Nutzern innerhalb und außerhalb der EZB festgestellte verbleibende Lücken im Statistikangebot nach Möglichkeit zu schließen. Im Jahr 2004 leitete die EZB weitere Optimierungsschritte für den allgemeinen Berichtsrahmen in die Wege; mit Ergebnissen ist angesichts der langen Vorlaufzeiten bei Statistikprojekten mittelfristig zu rechnen.

Die Konzipierung und Erstellung eines nach institutionellen Sektoren aufgeschlüsselten Systems für die vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen bilden einen wichtigen Bestandteil des statistischen Rahmens für den Euroraum. Dieses System wird vom Eurosystem in Kooperation mit Eurostat und den nationalen Statistikämtern erarbeitet. Die gemäß diesem System erstellten Statistiken werden die Beziehungen zwischen den erfassten Sektoren – den privaten Haushalten, nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, finanziellen

Kapitalgesellschaften, öffentlichen Haushalten und der übrigen Welt – sowie zwischen finanziellen und nichtfinanziellen Wirtschaftstransaktionen beleuchten. Mithilfe einer kurz nach dem jeweiligen Referenzzeitraum veröffentlichten ausreichend langen Zeitreihe sektorspezifischer Gesamtrechnungen kann die Transmission geldpolitischer Impulse vom Finanzsektor auf nichtfinanzielle Sektoren im Euroraum nachvollzogen werden, was schließlich auch der Analyse der Auswirkungen von ökonomischen Schocks im Euroraum zugute kommen wird. Eine solche Zeitreihe wird außerdem der Analyse zahlreicher weiterer Bereiche zuträglich sein. In den vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach institutionellen Sektoren werden zudem diverse Schlüsselindikatoren von grundlegender Bedeutung für die Konjunkturanalysen und Prognosen enthalten sein.

Infolge der EU-rechtlichen Verankerung des internationalen Rechnungslegungsstandards IAS 39 über Finanzinstrumente, wonach alle börsennotierten Unternehmen ab dem 1. Januar 2005 zur Anwendung von IAS 39 verpflichtet sind, musste die Verordnung EZB/2001/13 über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute im Hinblick auf die Wahrung der konzeptionellen Grundlage der monetären Statistiken abgeändert werden. Gemäß der am 1. Januar 2005 in Kraft getretenen Verordnung EZB/2004/21 melden die MFIs weiterhin ihre Bestände an Krediten und Einlagen zum Nominalwert, unbeschadet der letztendlich geltenden Fassung des Standards IAS 39 sowie etwaiger nach diesem Stichtag am Rechnungslegungsrahmen der EU vorgenommenen Änderungen.

#### **4.2 ERWEITERTES BZW. VERBESSERTES STATISTIKANGEBOT**

Während des Berichtsjahrs begann die EZB, einige neue Statistiken zu veröffentlichen, die für geldpolitische Zwecke und Aufgaben des ESZB, für die Wirtschaftspolitik im Allgemei-

nen, für Marktteilnehmer und für die breite Öffentlichkeit von Bedeutung sind.

Gemeinsam mit der Europäischen Kommission veröffentlichte die EZB im Frühjahr 2004 erstmals Monatsdaten zu den langfristigen Zinssätzen in den zehn neuen EU-Mitgliedstaaten, die für eine Beurteilung dieser Länder hinsichtlich des für einen WWU-Beitritt notwendigen hohen Grades an Konvergenz erforderlich sind. Seit Juni 2004 veröffentlicht die EZB außerdem monatlich die monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets. Darüber hinaus wurde von EZB und Eurostat ein Bericht über ausländische Direktinvestitionen herausgegeben, der Verbesserungsvorschläge für die diesen Statistiken zugrunde liegenden Erhebungsmethoden enthält. Nun sind vierteljährliche Leistungsbilanzdaten zur Zahlungsbilanz des Euroraums ab 1980 verfügbar. Die Außenhandelsgewichte zur Berechnung der Indizes für den effektiven Wechselkurs des Euro wurden aktualisiert und der geographische Erfassungsgrad verbessert; die Veröffentlichung neuer Datenreihen erfolgt seit September 2004. Statistiken zu den Beständen und Veränderungen börsennotierter Aktien im Euro-Währungsgebiet erscheinen nun monatlich. Sie umfassen Daten über Bruttoabsatz, Tilgungen sowie Umlauf sämtlicher von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien.

Im Rahmen des Aktionsplans des ECOFIN-Rats zum Statistikbedarf der WWU stellte die EZB 2004 eine umfassende Aufstellung von vierteljährlichen Finanzkonten und nichtfinanziellen Konten des Staatssektors bereit. Die Integration dieser Statistiken in die nach institutionellen Sektoren untergliederten vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wurde bereits in Angriff genommen.

Im Berichtsjahr wurden außerdem die rechtlichen Rahmenbedingungen der EZB verbessert, um die Veröffentlichung neuer Statistiken künftig zu erleichtern. Die Leitlinie und Emp-

fehlung der EZB über die statistischen Berichts-anforderungen im Bereich der Zahlungsbilanz, des Auslandsvermögensstatus sowie des Offenlegungstableaus für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität wurden überarbeitet. Seit Januar 2005 stellt die EZB verbesserte Statistiken zu diesem Bereich bereit, die nun u. a. auch eine geographische Aufschlüsselung enthalten. Des Weiteren veröffentlichte die EZB im Zusammenhang mit der EU-Erweiterung einen Leitfaden zur MFI-Bilanzstatistik, der eine eindeutige und einheitliche Auslegung der in Verordnung EZB/2003/10 festgelegten Anforderungen und Standards fördern soll.

Im Berichtsjahr wurden zudem Anstrengungen unternommen, einerseits die Verbreitung von Statistiken und andererseits den Zugang zum verfügbaren Datenmaterial zu verbessern. Sowohl der erstmals im Januar 2004 im neuen Design veröffentlichte Monatsbericht als auch die im Juni 2004 freigeschaltete neu gestaltete Website der EZB bieten ein optimiertes Statistikangebot.

### **4.3 STATISTIKEN ÜBER DIE ÖFFENTLICHEN FINANZEN**

Im Lauf des Berichtsjahrs wurden schwerwiegende Bedenken hinsichtlich der Zuverlässigkeit der Statistiken zur Haushaltsüberwachung gemäß EG-Vertrag und Stabilitäts- und Wachstumspakt angemeldet. Die vom ECOFIN-Rat nach seiner informellen Tagung am 11. September 2004 in Scheveningen abgegebene Stellungnahme zu hohen statistischen Standards fand die uneingeschränkte Unterstützung der EZB. Derartige Standards sollten die Unabhängigkeit, Integrität und Verantwortlichkeit der nationalen statistischen Ämter fördern. Die EZB arbeitet in dieser Frage eng mit der Europäischen Kommission zusammen, insbesondere im Rahmen des Ausschusses für Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistik, in dem hochrangige Statistikexperten von Eurostat, den nationalen statistischen Ämtern, den NZBen und der EZB vertreten sind. Die Umset-

zung der vom EZB-Rat im Februar 2005 verabschiedeten Leitlinie über staatliche Finanzstatistiken wird die Qualität der Finanzaggregate der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet weiter verbessern und damit zur Festlegung der für eine umfassendere statistische Abbildung der öffentlichen Finanzlage im Hinblick auf die Haushaltsüberwachung erforderlichen Qualitätsstandards beitragen.

## 5 FORSCHUNG IM VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN BEREICH

Die volkswirtschaftliche Forschung der EZB soll eine tragfähige konzeptionelle und empirische Basis für geldpolitische Entscheidungen schaffen. Die Ökonomen des Eurosystems arbeiten im Wesentlichen daran, die wirtschaftlichen Zusammenhänge des Euroraums zu verdeutlichen sowie Analysen, Modelle und andere Instrumentarien für die Durchführung der Geldpolitik der EZB und die Bewältigung der sonstigen Aufgaben des Eurosystems bereitzustellen.

Fünf Jahre nach ihrer Gründung im Jahr 1998 beauftragte die EZB drei unabhängige externe Berater mit der Evaluierung der wissenschaftlichen Güte ihrer volkswirtschaftlichen Forschung sowie mit der Bewertung des Forschungsbeitrags zur Zielerreichung. Im Expertengutachten<sup>5</sup> (abrufbar auf der Website der EZB) wird die Forschungsarbeit der EZB im Hinblick auf ihre wissenschaftliche Qualität und Wertschöpfung, ihre Relevanz für die Geldpolitik und die anderen Aufgaben und Funktionen der EZB sowie ihren Einfluss auf die wissenschaftliche Forschung und auf wirtschaftspolitische Entscheidungsträger generell

positiv bewertet. Auftragsgemäß machten die Gutachter auch Verbesserungsvorschläge, und zwar in Bezug auf fünf Bereiche: Motivierung der Mitarbeiter zu hochwertigen Forschungsleistungen, langfristige Orientierung des Personalmanagements, Erfassung und Koordinierung der Forschungsprojekte in den verschiedenen Geschäftsfeldern der EZB, Unterstützung der Forschungsarbeit sowie Veröffentlichung und Verbreitung der Forschungsergebnisse. Viele Anregungen deckten sich mit der Selbsteinschätzung der EZB und wurden inzwischen aufgegriffen.

### 5.1 FORSCHUNGSTHEMEN

Im Jahr 2004 konzentrierte sich die Forschungstätigkeit der EZB auf die folgenden sechs Bereiche: Makroökonomik/Geld- und Währungstheorie, Makroökonomik offener Volkswirtschaften, Finanzmarktstabilität, Finanzmarktintegration, makroökonomische Modellierung

<sup>5</sup> M. Goodfriend, R. König und R. Repullo, External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank, 2004.

Abbildung 41 Working Papers der EZB: Forschungsgebiete laut JEL-Klassifikation<sup>1)</sup>



Quelle: EZB.  
1) Journal of Economic Literature.

des Euro-Währungsgebiets sowie allgemeine realwirtschaftliche und strukturpolitische Themen. Die Erweiterung des Euroraums und Länderanalysen der neuen EU-Mitgliedstaaten stellten einen zusätzlichen Forschungsschwerpunkt dar, wobei im Hinblick auf die zu erwartende Erweiterung des Euroraums vor allem die Analyseinstrumente für gesamtwirtschaftliche Projektionen adaptiert wurden.

Die meisten der teils in Forschungs Kooperationen erarbeiteten Ergebnisse wurden in der Working-Paper-Reihe der EZB bzw. daneben auch in der Occasional-Paper-Reihe veröffentlicht sowie bei verschiedenen Konferenzen und Workshops präsentiert. Im Jahr 2004 gab die EZB insgesamt 126 Working Papers heraus (zum Vergleich: 2003 waren es 97). Zahlreiche zunächst als Working Paper erschienene Beiträge (die Reihe gibt es seit dem Jahr 1999) wurden inzwischen in Fachzeitschriften (130) oder Fachbüchern (30) publiziert bzw. stehen vor der Veröffentlichung. Angesichts der durch den Peer-Review-Prozess bedingten langen Vorlaufzeiten ist im Jahr 2005 mit einer weiteren Zunahme der Veröffentlichungen zu rechnen. Wie Abbildung 41 zeigt, liegt der Schwerpunkt der Working Papers auf geldpolitisch relevanten Themen, wobei nach dem Klassifikationsschema des Journal of Economic Literature (JEL-Klassifikation) die Kategorie „Makroökonomik/Geld- und Währungstheorie“ am häufigsten vertreten ist, gefolgt von den Bereichen „mathematische und quantitative Methoden“, „Finanzmärkte“ und „Außenwirtschaft“.

Die EZB veranstaltete im Jahr 2004 eine Reihe von Konferenzen und Workshops, zum Beispiel die dritte ECB Central Banking Conference (unter dem Motto „The new EU Member States: convergence and stability“). Dabei ging es im Wesentlichen um den wirtschaftlichen Umbruch und den Strukturwandel in den neuen EU-Mitgliedstaaten, die internationale Verflechtung dieser Staaten und ihre Wirtschaftslage sowie um den wirtschaftlichen Anpassungsprozess. Außerdem initiierte die EZB im Jahr 2004 gemeinsam mit der BIZ und den Notenbanken der G-10-Staaten eine neue Fach-



publikation mit dem Titel „International Journal of Central Banking“ (siehe Kapitel 6).

## 5.2 FORSCHUNGSNETZWERKE

In vielen Fällen erfolgt die Forschungsarbeit der EZB im Rahmen organisierter Netzwerke, wobei etwa Volkswirte der EZB, der NZBen des Euroraums, anderer Notenbanken und wirtschaftspolitischer Entscheidungsträger oder auch Vertreter der Wissenschaft gemeinsam an großen multifunktionalen Projekten arbeiten. Die EZB übernimmt dabei gänzlich oder teilweise die Koordination und organisatorische Unterstützung.

Das Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN), eine seit 2003 bestehende Forschungs Kooperation zwischen allen Notenbanken des Eurosystems, widmet sich der Analyse der Inflationsdynamik im Euroraum und in den einzelnen Euro-Ländern. Zu diesem Zweck werden umfangreiche Statistiken – z. B. Individual- und Branchendaten zu Verbraucher- und Erzeugerpreisen, gesamtwirtschaftliche Inflationsdaten und Umfrageergebnisse – ausgewertet. Die Analyseergebnisse sollen noch im Jahr 2005 veröffentlicht werden. Die empirische Analyse wurde im Jahr 2004 bereits großteils abgeschlossen. Teilergebnisse wurden von der EZB in Form von Working Papers veröffentlicht und Feedback aus der universitären For-

schung gesammelt. Darüber hinaus wurden ausgewählte Ergebnisse bei internationalen Workshops und Konferenzen präsentiert, z. B. bei einer vom IPN im Dezember 2004 organisierten Konferenz, bei der die EZB als Gastgeber fungierte. Der dabei erhaltene Input wird in die abschließende Analyse einfließen. Als Zwischenergebnis kann festgehalten werden, dass es im Euroraum bei einzelnen Konsumgütern und Dienstleistungen im Durchschnitt einmal pro Jahr, also eher selten, zu Preisänderungen kommt. Wenn Anpassungen erfolgen, fallen diese aber tendenziell stärker aus, wobei sich Erhöhungen und Reduktionen in etwa die Waage halten. Preisrigiditäten sind im Dienstleistungssektor stärker ausgeprägt als im Gütersektor, und die Euroraum-Werte sind im Durchschnitt höher als die Werte für die Vereinigten Staaten. Außerdem deuten die Analyseergebnisse darauf hin, dass es vom jeweiligen inflations- und geldpolitischen Regime abhängt, wie persistent die Inflationsentwicklung ist, und dass die Inflationspersistenz – unter sonst gleichen Bedingungen – tendenziell geringer ist, wenn Preisstabilität in der allgemeinen Erwartungshaltung fest verankert ist.

Das Euro Area Business Cycle Network (EABCN), das in Zusammenarbeit mit dem Centre for Economic Policy Research (CEPR) etabliert wurde, bietet Forschern an Universitäten, in Zentralbanken und anderen wirtschaftspolitischen Institutionen eine gemeinsame Plattform zur Analyse des Konjunkturzyklus im Euroraum. Im Jahr 2004 organisierte das EABCN zum zweiten Mal einen Kurs über Faktormodelle und Methoden der Konjunkturanalyse, wobei die belgische Notenbank und die Università Bocconi als Veranstalter fungierten. Daneben wurden bei der Oesterreichischen Nationalbank ein Workshop zum Thema Konjunktorentwicklung in den neuen EU-Mitgliedstaaten und EU-Beitrittsländern organisiert und bei der belgischen Notenbank ein Workshop zu neueren Entwicklungen auf dem Gebiet der Prognose-Kombination veranstaltet. Seit Anfang 2004 werden die Forschungsergebnisse des EABCN vorwiegend über eine

gemeinsam mit dem CEPR herausgegebene Reihe von Discussion Papers verbreitet.

Das Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe, eine seit dem Jahr 2002 bestehende Forschungs Kooperation zwischen der EZB und dem Center for Financial Studies (CFS), widmet sich der Analyse der Integration der Finanzmarktssysteme in Europa und ihrer internationalen Verflechtung unter dem Aspekt ihrer Relevanz für die Geldpolitik. Über die ersten zwei Jahre wurde mit einem Symposium in Frankfurt im Mai 2004 Bilanz gezogen (siehe Kasten 12). Die EZB und das CFS haben ihre Forschungs Kooperation bis zum Jahr 2007 verlängert und drei zusätzliche Schwerpunktthemen vereinbart: a) Zusammenhang zwischen Finanzmarktintegration und -stabilität, b) EU-Beitritt, Finanzmarktentwicklung und -integration und c) „financial system modernisation“ (gemeint ist hier die Entwicklung des Finanzsystems fortgeschrittener Volkswirtschaften im Unterschied zu jenem von Entwicklungsländern und Reformstaaten) und Wirtschaftswachstum in Europa. Das „Lamfalussy Fellowship“-Forschungsprogramm im Rahmen des Research Network wurde ebenfalls auf diese Bereiche ausgedehnt.

### 5.3 MAKROÖKONOMETRISCHE MODELLIERUNG DES EURORAUMS

Auf dem Gebiet der makroökonomischen Modellierung ist die Arbeit an der Entwicklung einer neuen Generation des makroökonomischen Strukturmodells der EZB für den Euroraum (Area-Wide Model – AWM) im Jahr 2004 hervorzuheben. Das AWM-Modell wird im Lichte der neuesten Erkenntnisse auf dem Gebiet der makroökonomischen Theorie und Schätzmethode überarbeitet. Die makroökonomischen Modelle der neuen Generation – so genannte allgemeine dynamisch-stochastische Gleichgewichtsmodelle – sind viel stärker mikroökonomisch fundiert als frühere Modelle. Die Forschungsarbeit der EZB hat dazu bei-

getragen, dass diese Modelle nun ausgereift genug sind, um in der wirtschaftspolitischen Analyse eingesetzt zu werden.<sup>6</sup> Diese Modelle sind auf dem besten Weg, in der wirtschaftspolitischen Analyse und zunehmend auch in der Prognosearbeit der Notenbanken und wirtschaftspolitischen Institutionen zum Standard zu werden. Für die Entwicklung des neuen AWM-Modells suchte die EZB die Kooperation mit dem Board of Governors des Federal Reserve Systems und mit dem IWF, also Institutionen mit Erfahrung bei der Entwicklung und dem Einsatz derartiger Modelle. Die Zusammenarbeit zwischen der EZB und dem Federal Reserve System läuft über das International Research Forum on Monetary Policy, eine Initiative, die Forschungsprojekte zu geldpolitischen Fragen aus globaler Perspektive unterstützt. Die Arbeit am Area-Wide Model wird 2005 fortgesetzt, und die abschließenden Ergebnisse sollen im Rahmen einer offenen Konferenz präsentiert werden.

<sup>6</sup> Eurosystem-Mitarbeiter haben auf diesem Gebiet wertvolle Aufbauarbeit geleistet. Siehe F. Smets und R. Wouters, An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area, Working Paper Nr. 171 der EZB, in: Journal of the European Economic Association, Band 1, Nr. 5, 2003, S. 1123–1175. Diese Arbeit wurde mit der renommierten Hicks-Tinbergen-Medaille der European Economic Association für herausragende Forschungsleistungen ausgezeichnet.



## 6 SONSTIGE AUFGABEN UND AKTIVITÄTEN

### 6.1 EINHALTUNG DES VERBOTS DER MONETÄREN FINANZIERUNG UND DES BEVORRECHTIGTEN ZUGANGS

Gemäß Artikel 237 Buchstabe d EG-Vertrag ist es Aufgabe der EZB, die Einhaltung der Bestimmungen von Artikel 101 und 102 EG-Vertrag sowie der diesbezüglichen Ratsverordnungen (EG) Nr. 3603/93 und 3604/93 durch die Zentralbanken der 25 EU-Staaten und durch die EZB selbst zu überwachen. Nach Artikel 101 ist es der EZB und den NZBen untersagt, Regierungsstellen und Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft Überziehungs- oder andere Kreditfazilitäten einzuräumen oder Schuldtitel unmittelbar von solchen Stellen zu erwerben. Nach Artikel 102 sind nicht aus aufsichtsrechtlichen Gründen getroffene Maßnahmen unzulässig, die Regierungsstellen und Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft einen bevorrechtigten Zugang zu Finanzinstituten bieten. Über die Einhaltung dieser Bestimmungen wacht neben der EZB auch die Europäische Kommission.

Die EZB überwacht ferner den Kauf von Schuldtiteln der öffentlichen Hand durch die Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten am Sekundärmarkt, und zwar sowohl den Erwerb inländischer Staatspapiere als auch jenen von Schuldtiteln anderer Mitgliedstaaten. Gemäß den Erwägungsgründen der Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates darf der Erwerb solcher Schuldtitel am Sekundärmarkt nicht zur Umgehung der Ziele von Artikel 101 EG-Vertrag genutzt werden, also nicht zu einer indirekten monetären Finanzierung der öffentlichen Hand führen.

### 6.2 BERATENDE FUNKTIONEN

Gemäß Artikel 105 Absatz 4 des EG-Vertrags und Artikel 4 der ESZB-Satzung ist die Europäische Zentralbank von den zuständigen Organen der Gemeinschaft bzw. von den jeweiligen nationalen Behörden<sup>7</sup> zu allen in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden Gesetzesvorlagen zu konsultieren. Für die Anhörung der EZB

zu nationalen Gesetzesvorlagen gelten dabei die in der Entscheidung 98/415/EG des Rates vom 29. Juni 1998 dargelegten Grenzen und Bedingungen. Seit Januar 2005 werden alle Stellungnahmen, also auch jene zu nationalen Gesetzesvorlagen, grundsätzlich sofort nach der Beschlussfassung und offiziellen Übermittlung an die konsultierende Stelle auf der Website der EZB veröffentlicht. Bei Stellungnahmen zu EU-Gesetzesentwürfen war dies bereits bisher der Fall.

Insgesamt wurden im Berichtsjahr 41 Konsultationsverfahren eingeleitet, 32 davon seitens nationaler Behörden und 9 seitens des EU-Rats (siehe Anhang). Von den von nationalen Behörden initiierten Konsultationen seien die folgenden Fälle herausgegriffen:

Die EZB beanstandete u. a. bei den Notenbankgesetzesnovellen Italiens und Ungarns Mängel im Hinblick auf die gemäß EG-Vertrag und ESZB-Satzung zu gewährleistende Notenbankunabhängigkeit, darunter die persönliche Unabhängigkeit der Mitglieder der NZB-Beschlussorgane.<sup>8</sup>

Italien, die Niederlande und die Slowakische Republik holten Stellungnahmen der EZB zu umfassenden Reformen ihrer Finanzaufsichtssysteme ein. Italien und die Niederlande avisierten ihre Absicht, die gesamte Finanzaufsicht bei der Notenbank anzusiedeln und daneben eine eigene Aufsichtsbehörde für die Überwachung des Marktverhaltens einzurichten („twin peaks“-Aufsichtsmodell).<sup>9</sup> Die EZB begrüßte beide Vorhaben und würdigte in der Stellungnahme zum niederländischen Gesetzesentwurf den umfassenden Charakter dieses Ansatzes: Einerseits würden damit die Ziele Finanzmarktstabilität und Anlegerschutz unter

<sup>7</sup> Gemäß dem Protokoll über einige Bestimmungen betreffend das Vereinigte Königreich Großbritannien und Nordirland, das dem EG-Vertrag beigelegt ist, gelten Artikel 105 Absatz 4 EG-Vertrag und Artikel 4 ESZB-Satzung nicht für das Vereinigte Königreich. Daher erstreckt sich die Verpflichtung zur Anhörung der EZB nicht auf die nationalen Behörden des Vereinigten Königreichs.

<sup>8</sup> CON/2004/16; CON/2004/35.

<sup>9</sup> CON/2004/16; CON/2004/21.

einen Hut gebracht, andererseits würde zugleich dem mit der engeren Verflechtung zwischen Kreditinstituten, Versicherungen, Wertpapierfirmen und Pensionsfonds steigenden systemischen Risiko Rechnung getragen. Die von der Slowakei vorgesehene Allfinanzaufsicht, bei der die Notenbank alleine für die gesamte Finanzmarktaufsicht zuständig sein soll, wäre ein Novum in der EU, aber nach Ansicht der EZB mit den ESZB-bezogenen Aufgaben einer NZB vereinbar.<sup>10</sup>

Belgien konsultierte die EZB zu seinem Vorhaben, eine Tobin-Steuer auf alle Devisentransaktionen einzuheben, sollte eine derartige Steuer in anderen EU-Mitgliedstaaten oder EU-weit eingeführt werden.<sup>11</sup> Zu den Beweggründen äußerte sich die EZB grundsätzlich positiv, stellte aber zugleich die wirtschaftliche und monetäre Zweckmäßigkeit einer derartigen Steuer infrage. Außerdem gab die EZB zu bedenken, dass die Steuer in der geplanten Form mit Artikel 56 des EG-Vertrags über den freien Kapital- und Zahlungsverkehr zwischen den EU-Mitgliedstaaten sowie mit Drittländern unvereinbar wäre.

Frankreich konsultierte die EZB zu einer Gesetzesvorlage, die die Koppelung der Kreditzinsen an den Inflationsindex zulassen soll.<sup>12</sup> Die EZB würdigte einerseits den Wunsch nach stärkerer Vertragsfreiheit und besserer Absicherung der Wirtschaftsakteure gegen Inflationsrisiken, gab aber andererseits zu bedenken, dass eine starke Nutzung der Indexklausel sehr kritisch zu sehen wäre, da eine umfassende Lohn- und Preisindexierung übermäßige Rigiditäten im relativen Preissystem hervorrufen und eine Inflationsspirale in Gang setzen könnte.

Die EZB gab darüber hinaus eine Stellungnahme gemäß Artikel 112 Absatz 2 Buchstabe b des EG-Vertrags und Artikel 11.2 der ESZB-Satzung zu einer Empfehlung des EU-Rates über die Neubestellung eines EZB-Direktoriumsmitglieds ab.

### **6.3 VERWALTUNG DER ANLEIHE- UND DARLEHENSGESCHÄFTE DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFT**

Gemäß Artikel 123 Absatz 2 des EG-Vertrags und Artikel 9 der Verordnung (EG) Nr. 332/2002 des Rates vom 18. Februar 2002 ist die EZB für die Verwaltung der von der Gemeinschaft im Rahmen des Systems des mittelfristigen finanziellen Beistands abgeschlossenen Anleihe- und Darlehensgeschäfte zuständig. Im Jahr 2004 hatte die EZB diesbezüglich keinen Verwaltungsaufwand, weil es zum Jahresende 2003 keine Außenstände gab und im Berichtsjahr keine neuen Geschäfte abgeschlossen wurden.

<sup>10</sup> CON/2004/31.

<sup>11</sup> CON/2004/34.

<sup>12</sup> CON/2004/20.

**LEISTUNGEN IM RAHMEN DES EURO-RESERVEMANAGEMENTS**

Im Jahr 2004 schloss das Eurosystem die 2003 begonnene Entwicklung eines umfassenden Leistungsangebots im Rahmen des Euro-Reservemanagements für außerhalb des Euroraums angesiedelte Zentralbanken, Währungsbehörden und internationale Organisationen ab. Mit diesem neuen Serviceangebot, das auf der bestehenden Infrastruktur einzelner Eurosystem-Notenbanken und deren Erfahrungen aufbaut, reagierte das Eurosystem auf die immer stärkere Nutzung des Euro als internationale Reservewährung. Das Angebot reicht von der Depotführung und damit zusammenhängenden Depot- und Abwicklungsleistungen bis zum Devisenhandel, der Verzinsung täglich fälliger Kontoguthaben und Geld- und Kapitalmarktanlagen. Unter anderem können a) Gelder direkt beim jeweiligen Dienstleister bzw. am Markt auf Tagesgeldbasis mit einer attraktiven Verzinsung automatisiert angelegt, b) die standardisierte Wertpapierleihe genutzt und c) Investitionsaufträge und Daueraufträge den Kundenwünschen entsprechend abgewickelt werden.

Eine der wichtigsten Neuerungen ist, dass das umfassende und sichere Dienstleistungsangebot für das Euro-Reservemanagement jeweils über ein einziges Zugangportal im Euroraum genutzt werden kann – ähnlich wie das Reservemanagement-Angebot der führenden Zentralbanken weltweit. Alle so genannten Eurosystem-Dienstleister – Notenbanken mit Zugangsportalen – bieten das gesamte Dienstleistungsspektrum für die Anlage von Euro-Währungsreserven an, z. B. den kompletten Depotservice für eine breite Palette von im Euroraum begebenen festverzinslichen Euro-Wertpapieren. Das Angebot ist weitgehend harmonisiert, d. h., jeder Eurosystem-Dienstleister bietet den gleichen Service zu harmonisierten Geschäftsbedingungen und marktüblichen Standards an.

Derzeit gibt es sechs Eurosystem-Dienstleister: die Deutsche Bundesbank, die Banco de España, die Banque de France, die Banca d'Italia, die Banque centrale du Luxembourg und De Nederlandsche Bank, wobei ausgewählte Dienstleistungen auch über die anderen Eurosystem-Notenbanken abgewickelt werden können. Darüber hinausgehende Zusatzleistungen sind im Einzelfall möglich. Der EZB kommt die übergeordnete Koordinierungsfunktion und damit die Aufgabe zu, für einen reibungslosen Ablauf zu sorgen.

Für die Reservemanagement-Leistungen gelten – wie für das bisherige Leistungsangebot – die für die Verwaltung der offiziellen Währungsreserven maßgeblichen Kernprinzipien, nämlich finanzielle Sicherheit und Rechtssicherheit sowie vor allem Vertraulichkeit. Die Leistungen im Rahmen des Reservemanagements sind auf die traditionellen Zentralbankkunden zugeschnitten, also auf die besonderen Bedürfnisse und Anliegen von Institutionen, die in den gleichen Zentralbankgeschäftsbereichen wie das Eurosystem selbst tätig sind.

Das neue Dienstleistungsangebot gilt seit dem 1. Januar 2005. Es wird flexibel gestaltet und laufend um die neuesten Finanzmarktentwicklungen erweitert werden, um auf Kundenwünsche nach umfassenden und modernen Euro-Reservemanagement-Leistungen prompt reagieren zu können.



**Künstler**

Jacob Dahlgren

**Titel**

Krakau, 2002

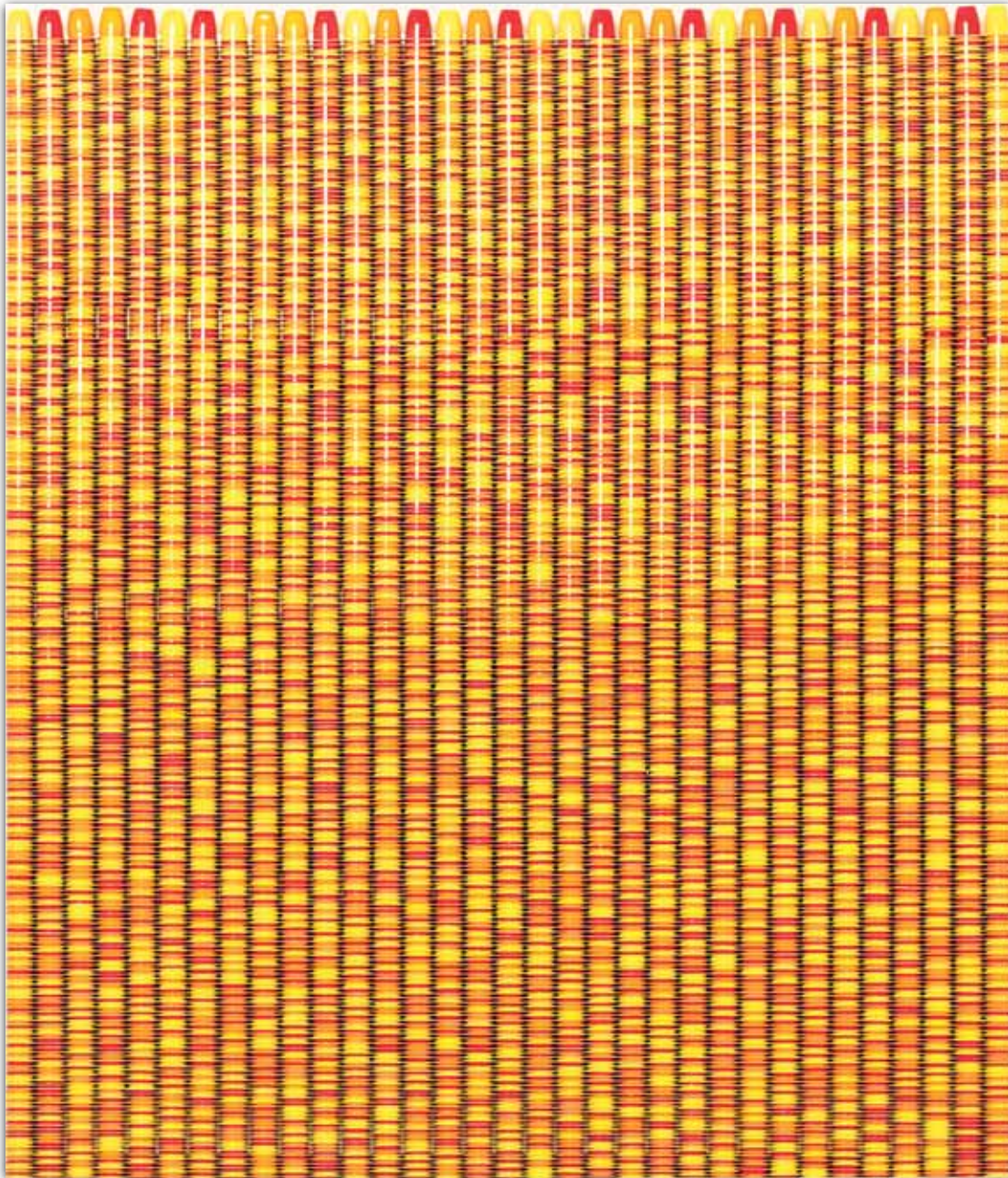
**Material**

Joghurtbecher auf Aluminium

**Format**

184 × 148 × 10 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**FINANZMARKT-  
STABILITÄT  
UND FINANZMARKT-  
INTEGRATION**

# I FINANZMARKTSTABILITÄT

Das Eurosystem trägt zur erfolgreichen Umsetzung der von den zuständigen nationalen Behörden aus der Perspektive der Bankenaufsicht und Finanzmarktstabilität ergriffenen Maßnahmen bei. Darüber hinaus berät es diese Behörden sowie die Europäische Kommission in Fragen des Geltungsbereichs und der Umsetzung der diesbezüglichen EU-Rechtsvorschriften.

## I.1 ÜBERWACHUNG DER FINANZMARKTSTABILITÄT

Die EZB beobachtet zusammen mit dem ESZB-Ausschuss für Bankenaufsicht (Banking Supervision Committee – BSC) den Finanzmarkt im Hinblick auf Stabilitätsrisiken, um die Schockresistenz des Finanzsystems entsprechend beurteilen zu können.<sup>1</sup> Nachdem im Euroraum die Kreditinstitute nach wie vor die größte Rolle im Finanzierungskreislauf spielen und somit einen bedeutenden Transmissionskanal darstellen, liegt der Schwerpunkt dabei auf dem Bankensektor. Da andere Finanzinstitutionen und Märkte allerdings zunehmend an Bedeutung gewinnen und durch ihre Verflechtung mit dem Bankenmarkt ein gewisses Ansteckungsrisiko bergen, bleiben die Überwachungsaktivitäten nicht auf die Banken beschränkt.

### KONJUNKTURELLE ENTWICKLUNGEN

Die Schockresistenz der Finanzmärkte im Euroraum hat sich im Jahr 2004 verbessert. Die Finanzinstitutionen profitierten von einem weltweit besser als erwartet ausgefallenen Konjunkturverlauf, einer Bilanzstärkung bei Großunternehmen und der anhaltenden Risikobereitschaft der Investoren. Dementsprechend verbesserte sich die Ertragslage der Banken und Versicherungen. Gleichzeitig ist anzumerken, dass das Risiko eines Anstiegs der derzeit sehr niedrigen langfristigen Zinsen nach wie vor eine potenzielle Belastung für die internationalen Finanzmärkte darstellt.

Im Bankensektor des Euroraums festigte sich im Berichtsjahr die seit 2003 beobachtete tendenzielle Verbesserung der Ertragslage bei den

Großbanken, was im Wesentlichen durch weitere Einsparungen und einen geringeren Wertberichtigungsbedarf bedingt war. Die meisten Banken, darunter auch die ertragschwächsten, konnten ihre Eigenkapitalrendite steigern.

Zur Verbesserung der Ertragslage führten vor allem Einsparungen über Filialschließungen und den Abbau von Personal. Das Wertberichtigungsvolumen war im Jahr 2004 weiterhin rückläufig, nicht zuletzt weil das Kreditrisiko angesichts des Konjunkturaufschwungs von den Banken geringer eingeschätzt wurde. Die bessere Beurteilung dürfte mit der erwarteten Konsolidierung der Ertragslage im Unternehmenssektor und einer weiteren Bilanzstärkung bei Großunternehmen im Euroraum zu erklären sein. Gleichzeitig gab es Anzeichen dafür, dass sich die Aussichten für Klein- und Mittelbetriebe weiterhin ungünstiger darstellten als für Großunternehmen.

Der Nettozinsertrag – die wichtigste Ertragskomponente der Banken – war allerdings im Jahr 2004 trotz der Ertragszuwächse weiter rückläufig, obwohl es erste Anzeichen für eine Ausweitung der Unternehmenskredite gab und die Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten stark blieb. Der rückläufige Nettozinsertrag war in erster Linie auf das niedrige Zinsniveau und eine Abflachung der Zinsstrukturkurven zurückzuführen, was zwar einerseits die Kreditnachfrage ankurbelte, aber andererseits die Zinsspannen der Banken im Euro-Währungsgebiet drückte. Im zinsunabhängigen Geschäft konnten die Banken die im Jahr 2003 dank Aktienhausse und sinkender Kredit-Spreads erzielten außerordentlichen Handelsgewinne nicht wiederholen. Bei einigen Großbanken im Euroraum dürfte das Marktrisiko im Berichtsjahr gestiegen sein. Gleichzeitig wirkten sich besonders der verstärkte Eigenhandel

<sup>1</sup> Im Jahr 2004 veröffentlichte die EZB erstmals einen Bericht über die Finanzmarktstabilität im Euroraum („Financial Stability Review“) sowie auf Basis der wichtigsten Ergebnisse der laufenden Beobachtungstätigkeit des BSC zum dritten Mal einen Bericht über die Stabilität des EU-Bankensektors („EU banking sector stability“). Beide Publikationen sind auf der Website der EZB abrufbar.

und ein stärkeres Engagement in der Vermögensverwaltung positiv auf die Provisionserträge aus.

Die Großbanken im Euroraum verzeichneten im Jahr 2004 eine weitere Verbesserung der Solvabilitätskoeffizienten. Bemerkenswert ist, dass auch die Banken mit den schwächsten Kennziffern ihre Eigenmittelsituation verbessern konnten und damit schockresistenter wurden, was sich wiederum positiv auf die Finanzmarktstabilität im Euroraum auswirkte.

Auch die Ertragslage der Versicherungen verbesserte sich im Jahr 2004 weiter. In der Sparte der Nichtlebensversicherer ist diese Entwicklung hauptsächlich auf das stabile Nettoprämieneinkommen zurückzuführen, das mit einer risikobewussteren Preispolitik und strengeren Vorschriften im Underwriting-Geschäft erzielt wurde. Dank des besser laufenden Kerngeschäfts konnten die Nichtlebensversicherer ihre bereits günstige Solvabilität weiter stärken. In der Lebensversicherungssparte wuchs das Prämieeinkommen in den meisten Ländern aufgrund der stärkeren Nachfrage nach fondsgebundenen Produkten. Zusammen mit einem gestiegenen Nettovermögenseinkommen trug dies zu einer Verbesserung der Solvabilitätsposition bei. Die finanzschwächsten Lebensversicherungsunternehmen bleiben jedoch weiterhin unter Druck.

Bei Hedgefonds setzte sich der weltweite Aufschwung im Jahr 2004 weiter fort. Trotz der geringen Renditen im Berichtsjahr gab es kaum klare Anzeichen dafür, dass die Anleger Gelder abzogen. Im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität sind die Zuwächse in dieser Branche vor allem aufgrund ihrer Verflechtung mit dem Bankensektor relevant. Durch den scharfen Wettbewerb unter jenen Brokern, die Finanzgeschäfte für Hedgefonds abwickeln und finanzieren („Prime Broker“), haben Hedgefonds nun leichter Zugang zu finanziellen Mitteln. Im Prime-Broker-Geschäft engagieren sich üblicherweise Banken und Wertpapierfirmen, darunter auch einige wichtige Marktakteure aus dem Euroraum. Das Adressenausfallrisiko

konnten die Prime Broker nach dem Beinahezusammenbruch von Long-Term Capital Management (LTCM) im Jahr 1998 durch umfassende Value-at-Risk-Berechnungen und Stresstests besser in den Griff bekommen.

## STRUKTURELLE ENTWICKLUNGEN

Strukturelle Änderungen in der Bankenlandschaft können sich auf längere Sicht nachhaltig auf die Finanzmarktstabilität auswirken. Strategische Entscheidungen von Banken schlagen sich im Ertrags-Risiko-Profil nieder und beeinflussen so wiederum die Schockresistenz des Finanzmarkts. Neben den Veränderungen im aufsichtsrechtlichen Umfeld (siehe Abschnitt 2 dieses Kapitels) stand die strukturelle Entwicklung auch 2004 im Zeichen von Konsolidierung, Internationalisierung, Intermediation und Outsourcing.<sup>2</sup>

Im Bankensektor des Euroraums ist seit einigen Jahren ein Konsolidierungsprozess im Gange. Zwischen 1997 und 2004 wurden knapp 2 300 Kreditinstitute aufgrund von Fusionen und Übernahmen bzw. konzerninternen Umstrukturierungen geschlossen. Umstrukturierungen können sich positiv auf die Ertragslage der Banken auswirken und sollten somit das Bankensystem letztlich stärken. In dem Maße, in dem dadurch jedoch große und komplexe systemrelevante Finanzinstitutionen entstehen, ist allerdings auch mit weniger positiven Konsequenzen zu rechnen. Darin zeigen sich die Notwendigkeit besserer Mechanismen für die interne Risikokontrolle und die Bedeutung einer wirksamen Aufsicht.

In diesem Bereich wurden selten Länder übergreifende Fusionen und Übernahmen verzeichnet. In den letzten zehn Jahren entfielen nur 15 % des gesamten Fusionsvolumens im Bankensektor auf grenzüberschreitende Transaktionen, verglichen mit rund 40 % in der Industrie. Diese Tendenz dürfte sich unter anderem damit erklären lassen, dass bei nationalen Konsolidierungen die Kostensynergien höher aus-

<sup>2</sup> Eine genauere Analyse der strukturellen Entwicklungen findet sich im Bericht des BSC mit dem Titel „Review of structural developments in the EU banking sector“, November 2004.





fallen dürften und Probleme hinsichtlich unterschiedlicher Steuersysteme, Verbraucherschutzbestimmungen und Unternehmenskulturen wegfallen.

Trotz der relativ geringen Länder übergreifenden Fusions- und Übernahmeaktivitäten schreitet der Internationalisierungsprozess voran. Mittlerweile entfallen mehr als 10 % der unkonsolidierten Bilanzsumme der Banken im Euroraum auf deren Zweigstellen und Töchter im Euroraum-Ausland. Außerdem bieten die Banken verstärkt im Ausland Finanzdienstleistungen an, ohne vor Ort eine Niederlassung zu unterhalten. Im Interbankenmarkt und im Großkundensegment ist diese Entwicklung sehr häufig erkennbar, während grenzüberschreitende Transaktionen im Privatkundengeschäft nach wie vor eine sehr kleine Rolle spielen.

Das Privatkundengeschäft hat in den letzten Jahren vor allem im Zuge der stark ansteigenden Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten zunehmend an Bedeutung gewonnen. Das zeigt, wie wichtig es für die Banken im Euroraum ist, sich auf das Kerngeschäft zu konzentrieren und immer besser über ihre Kunden informiert zu sein.

Outsourcing-Möglichkeiten wurden auch im Jahr 2004 verstärkt genutzt, sowohl durch die Auslagerung von Aufgaben an externe Dienstleister als auch durch konzerninterne Auslagerungen. Support- und Back-Office-Tätigkeiten werden in der Regel an externe Firmen ausgelagert, während das Kerngeschäft weiterhin intern abgewickelt wird. In einem größeren Konzernverbund werden bestimmte Kernaufgaben von darauf spezialisierten Töchtern übernommen, deren Produkte dann von anderen Kon-

zernunternehmungen vertrieben werden. Meistens geben Kostenfaktoren den Ausschlag für eine Outsourcing-Lösung, oft wird aber auch die Möglichkeit genutzt, professionelles Management und Know-how zuzukaufen bzw. Ressourcen für das Kerngeschäft zu schaffen. Aus Stabilitätsüberlegungen ist es wichtig, diese Entwicklungen entsprechend zu beobachten, besonders wenn viele Finanzinstitutionen Aufgabenbereiche an ein- und denselben Dienstleister auslagern.

## 1.2 ZUSAMMENARBEIT IN KRISENSITUATIONEN

Die Notenbanken und Aufsichtsbehörden haben ihre Zusammenarbeit im Bereich des Krisenmanagements weiter verbessert. Im Juni 2004 übernahmen auch die entsprechenden Instanzen der neuen Mitgliedstaaten das im März 2003 von den Notenbanken und Aufsichtsbehörden der damaligen EU-Mitgliedstaaten unterzeichnete Memorandum of Understanding über die grenzüberschreitende Zusammenarbeit dieser Institutionen im Krisenmanagement.

Außerdem gründeten der Ausschuss für Bankenaufsicht und der Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden (Committee of European Banking Supervisors – CEBS) eine gemeinsame Arbeitsgruppe für Krisenmanagement, die von allen EU-Bankaufsichtsbehörden und EU-Notenbanken besetzt wird. Die Arbeitsgruppe soll Vorschläge für eine engere Zusammenarbeit ausarbeiten und insbesondere Musterlösungen für das Krisenmanagement bei grenzüberschreitenden Finanzkrisen aufzeigen. Ferner wird sie den Wirtschafts- und Finanzausschuss in Fragen des Krisenmanagements beraten.

## 2 FINANZMARKTREGULIERUNG UND FINANZMARKTAUFSICHT

### 2.1 BANKENSEKTOR

Die Entwicklungen in der Bankenaufsicht standen im Jahr 2004 weiter im Zeichen der Reform der Eigenkapitalregelung. Im Juni verabschiedeten die Zentralbankpräsidenten und die Leiter der Bankenaufsichtsbehörden der G-10-Staaten die Neue Basler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II). Mit diesem wichtigen Schritt steht das Projekt nach fünfjährigen Reformbemühungen unter Federführung des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (Basel Committee on Banking Supervision – BCBS) kurz vor dem Abschluss. Die neuen Bestimmungen sollen ab Ende 2006 zur Anwendung kommen, wobei die komplexeren Ansätze zur Berechnung der erforderlichen Eigenmittel erst ab Ende 2007 zugelassen sind.

Nach der Einigung über die neuen Bestimmungen konzentrieren sich die Bemühungen europaweit und international auf Umsetzungsfragen und die Arbeit der Accord Implementation Group des BCBS. Eine Reihe von Ländern, darunter auch G-10-Länder, werden eine vierte Studie über die quantitativen Auswirkungen von Basel II (Quantitative Impact Study – QIS4) durchführen. Die Ergebnisse sollten Ende 2005 vorliegen und können noch bis 2006 weitere quantitative Anpassungen nach sich ziehen. Der BCBS hat darüber hinaus technische Bereiche aufgezeigt, in denen noch Handlungsbedarf besteht. Die EZB wird diesen Prozess weiter unterstützen und ihren Beitrag über den BCBS, in dem sie Beobachterstatus hat, und dessen Untergremien, darunter die Accord Implementation Group, einbringen.

Das geltende EU-Recht wird an die neuen, auf Basel II aufbauenden EU-Eigenkapitalvorschriften über eine Änderung der kodifizierten Bankenrichtlinie und der Kapitaladäquanzrichtlinie angepasst. Im Gegensatz zu Basel II, das nur für international tätige Banken relevant ist, gelten die Eigenkapitalvorschriften der EU auf konsolidierter und unkonsolidierter Basis darüber hinaus auch für Wertpapierfirmen. Die EU-Bestimmungen sorgen bei internationalen Konzernen durch eine Stärkung der Rolle der

für die Beaufsichtigung auf Konzernebene zuständigen Behörde – jenes nationalen Aufsehers, der die Konzernmutter zugelassen hat – für eine verbesserte Kooperation und Koordination zwischen den zuständigen nationalen Stellen. Diesem so genannten „consolidating supervisor“ würde es obliegen, die Zulassung konzerninterner Risikomessverfahren, die bei komplexeren Ansätzen zur Berechnung des Eigenmittelerfordernisses herangezogen werden, zu koordinieren und gegebenenfalls darüber zu entscheiden. Dieses System führt auf Konzernebene zu einer Reduzierung der aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

Nach einer diesbezüglichen Anfrage des EU-Rats gab die EZB eine grundsätzlich positive Stellungnahme zu den neuen Eigenkapitalbestimmungen der EU ab. Sie plädierte im Sinne der Wettbewerbsneutralität zwischen europäischen Banken und ihren Konkurrenten in Drittstaaten dafür, das neue EU-Regelwerk parallel zu Basel II einzuführen. Ferner verwies die EZB auf die Notwendigkeit einer engeren Zusammenarbeit zwischen den nationalen Aufsichtsbehörden bei der Umsetzung der EU-Bestimmungen in nationales Recht und nationale Methoden. Es ist zu erwarten, dass der CEBS dabei eine tragende Rolle spielen wird.

### 2.2 WERTPAPIERSEKTOR

Eine der wichtigsten Maßnahmen im Rahmen des Financial Services Action Plan (FSAP) war die Verabschiedung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente im Mai 2004, die die Wertpapierdienstleistungsrichtlinie aus dem Jahr 1993 ersetzt. Die neue Richtlinie gilt für sämtliche Marktplätze (regulierte Märkte, multilaterale Handelsplattformen und bankinterne Handelssysteme) und stärkt somit auch die Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden mit dem Ziel, einen wirksamen EU-weiten Aufsichtsrahmen zu schaffen.

Außerdem wird an einer weiteren Harmonisierung der Publizitätsvorschriften für Wertpapierfirmen, die an den europäischen Kapital-

märkten notiert sind, gearbeitet. Der EU-Rat verständigte sich im Mai 2004 auf eine neue Richtlinie, die so genannte Transparenzrichtlinie. Harmonisierte und verbesserte Publizitätsvorschriften werden sich positiv auf die europäische Wirtschaft auswirken.

Beide Initiativen werden angesichts ihrer Bedeutung für die Integration der europäischen Finanzmärkte und die Stärkung der Finanzmarktstabilität voll und ganz vom Eurosystem unterstützt, das den Gesetzgebungsprozess genau mitverfolgt. Auch die EZB hat im Rahmen des Europäischen Wertpapierausschusses daran mitgearbeitet.

### 2.3 RECHNUNGSLEGUNG

Die Entwicklung harmonisierter Rechnungslegungsvorschriften ist dem Eurosystem aufgrund der möglichen Auswirkungen auf die Banken und letztlich auf die Finanzmarktstabilität ein Anliegen. Das Eurosystem unterstützt die Entwicklung der neuen Vorschriften auch deshalb, weil sie sich positiv auf die Finanzmarktintegration und die Effizienz der Finanzmärkte in Europa auswirken werden. Im Jahr 2004 arbeitete das International Accounting Standards Board (IASB) weiter an der Reform der Rechnungslegungsvorschriften, insbesondere am internationalen Rechnungslegungsstandard 39 (IAS 39), der die Zeitwertbilanzierung (Fair-Value Accounting) von Finanzinstrumenten regelt, weil davon ein Großteil der Bilanzpositionen betroffen ist.

Das IASB reagierte auf die vor allem vom EZB-Rat und von den Aufsichtsbehörden geäußerten stabilitätspolitischen Bedenken mit einem überarbeiteten Entwurf des IAS 39, der die optionale Anwendung der Zeitwertbilanzierung auf Finanzinstrumente einschränkt. Der Tenor der Stellungnahme des EZB-Rats zum überarbeiteten Entwurf, der auch quantitative Elemente berücksichtigt, war – unter der Voraussetzung, dass die Banken die Fair-Value-Option überlegt anwenden – insgesamt positiv. Der Präsident der EZB übermittelte diese Stellung-

nahme im September 2004 in einem Schreiben an das IASB. Dabei sprach er sich auch dafür aus, dass die Fair-Value-Option möglichst nur zur Einschränkung künstlicher Volatilität angewendet werden soll.<sup>3</sup> Der Dialog mit dem IASB wird im Jahr 2005 fortgesetzt.

<sup>3</sup> Das Schreiben wurde zusammen mit den Hauptergebnissen der empirischen Analyse auf der Website der EZB veröffentlicht.

### 3 FINANZMARKTINTEGRATION

Das ESZB ist dem Ziel der Integration der europäischen Finanzmärkte und Marktinfrastrukturen verpflichtet, da diese eine zentrale Rolle für die Transmission der Geldpolitik sowie für die Finanzmarktstabilität spielen. Zudem soll die Finanzmarktintegration dazu beitragen, für alle Wirtschaftsakteure ungeachtet ihres Standorts in der EU gleiche Wettbewerbsbedingungen zu schaffen. Darüber hinaus unterstützt das ESZB nach Maßgabe des Artikels 105 EG-Vertrag die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist; dabei kommt der Finanzmarktintegration ein hoher Stellenwert zu. Das ESZB ergreift zum einen konkrete Maßnahmen und fördert zum anderen das kollektive Handeln der Marktteilnehmer.

#### BEITRAG ZUR FINANZDIENSTLEISTUNGSPOLITIK DER EU

Der von der Europäischen Kommission im Mai 1999 eingeführte Aktionsplan für Finanzdienstleistungen (Financial Services Action Plan – FSAP) zielte auf den Abschluss der zur EU-weiten effektiven Ausübung der Marktfreiheiten bei Finanzdienstleistungen notwendigen Legislativmaßnahmen ab. Die Verabschiedung von 39 der 42 im FSAP vorgesehenen Maßnahmen der Gemeinschaft bis zum Ende der Legislaturperiode des Europäischen Parlaments Mitte 2004 führte zu einer grundlegenden Verbesserung der Regulierung des Finanzsektors in der EU und stellt einen wichtigen Schritt im Integrationsprozess der europäischen Finanzmärkte und Finanzmarktinfrastrukturen dar. Im Juni 2004 beteiligte sich die EZB an einer von der Europäischen Kommission organisierten High-Level-Konferenz zur europäischen Finanzmarktintegration, die zu einer ersten Bestandsaufnahme der im Rahmen des FSAP erreichten Ziele diente. Die EZB vertrat dabei wie zahlreiche andere Teilnehmer die Ansicht, dass das Ausmaß, in dem der FSAP zur effektiven Schaffung eines gemeinsamen Finanzmarkts beitragen könne, von der konsistenten Implementierung und Durchsetzung der darin vorgesehenen Maßnahmen seitens der Mitgliedstaaten abhängt. Allerdings dürfte es

einige Zeit dauern, bevor die Auswirkungen des FSAP auf die Finanzmärkte und -institute ihre volle Wirkung entfalten, da eine ganze Reihe wichtiger FSAP-Maßnahmen erst kürzlich verabschiedet wurden und die meisten davon noch auf nationaler Ebene umgesetzt werden müssen.

Im Hinblick auf künftige Aktivitäten misst die EZB der Entwicklung eines straffen aufsichtsrechtlichen Rahmenwerks für Finanzinstitute vorrangige Bedeutung bei. Ein solcher Rahmen sollte einen höheren EU-weiten Harmonisierungsgrad aufweisen als das derzeitige Regelwerk und außerdem flexibel genug sein, um eine Anpassung an ein dynamisches Umfeld zu ermöglichen. Dieses Vorhaben sollte außerdem durch intensive Bemühungen zur Annäherung der Aufsichtspraktiken im Rahmen einer verstärkten Zusammenarbeit der nationalen Behörden, u. a. in den Stufe-3-Ausschüssen, ergänzt werden. Des Weiteren sollte in diesem Zusammenhang die Beziehung zwischen Finanzmarktintegration und -stabilität eingehend analysiert werden, wobei insbesondere der für das aufsichtsrechtliche Rahmenwerk der EU zentralen Frage, inwiefern sich die Entwicklung des grenzüberschreitenden Bankgeschäfts auf die Grundsätze der Beaufsichtigung im Herkunftsland auswirkt, weiter nachzugehen ist. Auch der Wettbewerbspolitik sollte aufgrund ihrer Schlüsselrolle bei der Entwicklung eines gesamteuropäischen Marktes im Anschluss an die vollständige Umsetzung des FSAP gebührend Rechnung getragen werden. Ein wirksamer Beitrag zur Förderung der Finanzmarktintegration könnte außerdem darin bestehen, die Rolle des privaten Sektors über die Selbstregulierung zu stärken. Die EZB wird dazu beitragen, FSAP-Folgeinitiativen festzulegen, und stützt sich dabei auf ihre Forschungsaktivitäten zu Themen der Finanzmarktintegration (siehe Kasten 12).

#### INITIATIVE FÜR KURZFRISTIGE WERTPAPIERE

Der private Sektor kann zur Finanzmarktintegration durch kollektives Handeln zur Förderung der Konvergenz von Marktgepflogenheiten beitragen. Dass die EZB in diesem Prozess

**FORSCHUNGSNETZWERK FÜR KAPITALMÄRKTE UND FINANZMARKTINTEGRATION IN EUROPA**

Im Jahr 2002 riefen die EZB und das Center for Financial Studies (CFS) ein Forschungsnetzwerk für die Themenbereiche Kapitalmärkte und Finanzmarktintegration in Europa ins Leben. Dieses Netzwerk sollte ursprünglich über einen Zeitraum von zwei Jahren bestehen; den Endpunkt dieser Zeitspanne markierte im Mai 2004 ein Symposium zu den fünf Themenschwerpunkten des Netzwerks.

Als besonders aufschlussreich erwiesen sich die Forschungsergebnisse zum Schwerpunkt europäische Anleihemärkte. Durch die Einführung eines gesamteuropäischen elektronischen Handelssystems (EuroMTS) wurde eine beträchtliche Reduzierung der Transaktionskosten erzielt. Damit wurden nicht nur die Integration dieses Marktsegments verbessert, sondern – insbesondere bei in Daueremission begebenen Schatzwechseln – auch die Liquidität erhöht und die Renditen gesenkt. Dennoch bestehen speziell bei längerfristigen Anleihen nach wie vor Unterschiede zwischen den Renditeabständen in den einzelnen Ländern, was hauptsächlich durch einen internationalen Risikofaktor zu erklären ist. Liquiditätsdifferenzen spielen nur im Zusammenhang mit Letzterem eine Rolle. Der sich dynamisch entwickelnde Markt für Unternehmensanleihen weist einen relativ hohen Integrationsgrad auf; in welchem Land eine Anleihe begeben wurde, hat nur einen sehr geringfügigen Einfluss auf die Renditeabstände von Unternehmensanleihen.

In den ersten beiden Jahren seiner Forschungsarbeit trug das Forschungsnetzwerk dazu bei, drei politische Schlüsselbereiche zu identifizieren: a) Befassung mit den strukturellen Merkmalen von Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen, die einer weiteren Integration im Weg stehen, b) aktiver Einsatz der Wettbewerbspolitik mit dem Ziel, Marktgepflogenheiten, die ausländische Finanzdienstleister diskriminieren, vorzubeugen und c) Beseitigung der auf nationaler Ebene verbleibenden Unterschiede in der Finanzmarktregulierung, die eine EU-weite Bereitstellung von Finanzdienstleistungen unnötig verteuern.

Nach der erfolgreichen Bilanz der ersten beiden Jahre beschlossen EZB und CFS, die Forschungsaktivitäten des Netzwerks bis 2007 fortzusetzen. In der zweiten Projektphase umfasst das Netzwerk nun auch die neuen EU-Mitgliedstaaten. Mögliche Forschungsschwerpunkte für diesen Zeitraum sind die anfänglichen Auswirkungen des FSAP auf die Funktionsweise des europäischen Finanzsystems sowie eine Reihe von bisher noch nicht behandelten Themenbereichen. Zu den vorrangigen Forschungsgebieten des Netzwerks zählen daher nun auch die folgenden drei Themenbereiche: a) der Zusammenhang zwischen Finanzmarktintegration und -stabilität, b) EU-Beitritt, Finanzmarktentwicklung und -integration und c) Modernisierung des Finanzsystems und Wirtschaftswachstum in Europa.

<sup>1</sup> Ausführliche Zusammenfassungen der Ergebnisse aus der ersten Projektphase des Forschungsnetzwerks wurden in dem Bericht „Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years“ (EZB und CFS, 2004) veröffentlicht sowie in einer Sonderausgabe des Oxford Review of Economic Policy, Bd. 20(4), 2004, zum Thema „European financial integration“, die in Zusammenarbeit mit dem Forschungsnetzwerk herausgegeben wurde.

eine Katalysatorfunktion übernehmen kann, hat sie bereits im Rahmen der Initiative für kurzfristige Wertpapiere (Short-Term European Paper – STEP) unter Beweis gestellt. Diese Initiative wurde von der Finanzmarktorganisation ACI ergriffen, um die Konvergenz von Standards und Marktusancen auf dem fragmentierten europäischen Markt für kurzfristige Wertpapiere voranzutreiben. Konvergenz soll durch die freiwillige Einhaltung von Standards durch die Marktakteure erzielt werden; die Standards werden in einer Marktkonvention festgelegt sein, die die Bereiche Offenlegungspflicht, Dokumentation, Abwicklung sowie die Bereitstellung von Daten für das ESZB zur Erstellung von Statistiken umfasst. Die ACI wird bestehende Emissionsprogramme, die diese Standards erfüllen, mit einem STEP-Siegel auszeichnen. Dieses Siegel wird sich jedoch weder auf die finanzielle Solidität des Emittenten beziehen noch auf den Liquiditätsgrad der betreffenden Vermögenswerte oder die Richtigkeit der im Informationsmemorandum enthaltenen Angaben. Darüber hinaus werden weiterhin die für Schuldverschreibungen geltenden nationalen Regelungen zur Anwendung kommen. Im März 2004 veröffentlichten die Initiatoren einen Bericht mit ihren Empfehlungen, von denen einige an das ESZB gerichtet waren.

Der EZB-Rat hat die Empfehlungen der ACI geprüft und steht ihnen insgesamt positiv gegenüber. Im Hinblick auf die Empfehlungen an das ESZB wurde beschlossen, dass das ESZB unter gewissen Bedingungen die mit der Einführung des STEP-Siegels verbundenen Aktivitäten über einen Zeitraum von zwei Jahren ab dessen Einführung technisch unterstützen wird. Die Verantwortung für das STEP-Siegel sollte jedoch dem STEP Market Committee obliegen. Die technische Unterstützung bei der Einführung des STEP-Siegels verpflichtet das ESZB keinesfalls dazu, bei Nichteinhaltung der in der Marktkonvention festgelegten Anforderungen durch einen Emittenten etwaige Maßnahmen, wie etwa ein Emissionsverbot oder eine Aussetzung, zu veranlassen. In einem solchen Fall bestünde die einzige Konsequenz

darin, dass die ACI dem Emissionsprogramm das STEP-Siegel entzieht. Der EZB-Rat beschloss außerdem, der Empfehlung zu entsprechen, Statistiken über Renditen und Volumina zu erstellen und zu veröffentlichen, sofern im Vorfeld die Effizienz des Datenerhebungsvorgangs überprüft wurde. Unter Berücksichtigung der Beschlüsse des EZB-Rats ist die ACI derzeit mit der Umsetzung der STEP-Initiative befasst.

#### **Einheitlicher Euro-Zahlungsverkehrsraum**

Die EZB spielt ferner eine Katalysatorrolle bei der Schaffung des einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (Single Euro Payments Area – SEPA), einem 2002 vom europäischen Bankgewerbe initiierten Projekt mit dem Ziel, dass im gesamten Eurogebiet von einem einzigen Bankkonto grenzüberschreitende Zahlungen ebenso einfach und sicher wie nationale Zahlungen getätigt werden können. Bei sämtlichen Zahlungen soll ein zumindest gleich hoher Grad an Sicherheit und Effizienz erzielt werden wie bei den leistungsfähigsten nationalen Zahlungssystemen. Die EZB nimmt als Beobachter am European Payments Council (EPC) teil, der vom europäischen Bankgewerbe zur Steuerung dieses Projekts eingesetzt wurde. Während des Berichtsjahrs arbeitete das Eurosystem über die Contact Group on Euro Payments Strategy weiterhin eng mit den Marktteilnehmern zusammen. Außerdem bestand eine enge Kooperation mit der Europäischen Kommission im Hinblick auf die sich ergänzenden Rollen der beiden Institutionen bei der Förderung des SEPA-Prozesses.

Im dritten Fortschrittsbericht über den einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum nahm der EZB-Rat eine formelle Bewertung der Errungenschaften des Bankensektors in diesem Bereich vor.<sup>4</sup> Begrüßt wurde dabei das Ziel des Bankensektors, bis Ende 2010 eine voll funktionsfähige SEPA-Infrastruktur zu implementie-

<sup>4</sup> Siehe EZB, Auf dem Weg zu einem einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum – Dritter Fortschrittsbericht, Dezember 2004.

ren. Das Eurosystem empfahl, als Vorstufe zum einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum den Bürgern und Unternehmen bereits ab 2008 die Möglichkeit zu bieten, europaweite Zahlungsinstrumente und -standards auch für nationale Zahlungen zu nutzen. Während der EPC für die Definition der SEPA-Ziele und die entsprechende Gesamtstrategie zuständig ist, kann deren Umsetzung von lokalen Gegebenheiten abhängen. Um die Umsetzung auf nationaler Ebene voranzutreiben, lud das Eurosystem die nationalen Bankensektoren des Eurogebiets ein, dem EPC im Lauf des Jahres 2005 nationale Pläne für einen schrittweisen Übergang zum einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraum bis Ende 2010 vorzulegen.

#### **ELEKTRONISCHER ZAHLUNGSVERKEHR**

Elektronische Zahlungen sind Zahlungen, die elektronisch generiert und verarbeitet werden. Die Aktivitäten des Eurosystems in diesem Bereich umfassen die Unterstützung der Zusammenarbeit und Konsensbildung im elektronischen Zahlungsverkehr, die Beobachtung der Marktentwicklungen, die Förderung der Sicherheit und die Verbesserung der in diesem Bereich relevanten Statistiken. Im Jahr 2004 betrieb die EZB weiterhin die Website der Beobachtungsstelle für elektronische Zahlungssysteme (e-Payment Systems Observatory – ePSO).<sup>5</sup> Im November 2004 veranstaltete die EZB eine Konferenz zum elektronischen Zahlungsverkehr ohne Grenzen mit dem Titel „E-payments without frontiers“ und gab dazu im Vorfeld ein Thesenpapier zur öffentlichen Begutachtung und Stellungnahme heraus. Obwohl insgesamt einige Fortschritte verzeichnet werden konnten, werden noch beträchtliche Anstrengungen vonnöten sein, um sichere, benutzerfreundliche und effiziente Systeme für den grenzüberschreitenden elektronischen Zahlungsverkehr zur Verfügung stellen zu können. Dies gilt im Besonderen für den elektronischen Massenzahlungsverkehr, da sich in diesem Bereich die operationalen Merkmale, Gebühren und Vorschriften noch erheblich voneinander unterscheiden.

#### **KARTENZAHLUNGSSYSTEME**

Das Eurosystem misst Zahlungskarten als einem der wichtigsten bargeldlosen Zahlungsinstrumente – insbesondere im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr – besondere Bedeutung bei. Um mehr Informationen über die Struktur des Kartenzahlungsgeschäfts in Europa sowie über die unterschiedlichen Verarbeitungs- und Abwicklungsmöglichkeiten von Kartenzahlungen einzuholen, führte die EZB eine Umfrage durch, die Aspekte wie Führungs- und Verwaltungsstruktur, Kartenausgabe und -erwerb, allgemeine technische Infrastruktur sowie Risikomanagement und rechtliche Rahmenbedingungen umfasste. Des Weiteren organisierte die EZB für die wichtigsten Beteiligten und Akteure in diesem Bereich einen Runden Tisch zum Thema Zahlungskarten. Bei dieser Veranstaltung betonte das Eurosystem sein steigendes Interesse an diesem Fachgebiet im Rahmen seiner Aktivitäten zur Förderung eines einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums, und es wurden eine Reihe von Fragestellungen identifiziert, die noch eingehender untersucht werden sollten, wie z. B. Zahlungsverkehrsgebühren, die Annahme von Zahlungskarten, aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen und Betrugsbekämpfung.

#### **INFRASTRUKTUR FÜR WERTPAPIERCLEARING UND -ABRECHNUNG**

Im April 2004 veröffentlichte die Europäische Kommission zu Konsultationszwecken eine Mitteilung zu Clearing und Abrechnung im Wertpapiergeschäft, in der sie ihre zur Förderung der europäischen Integration und Effizienz in diesem Bereich geplanten Aktivitäten darlegt. Die diesbezügliche Stellungnahme des Eurosystems fiel positiv aus.<sup>6</sup>

Die EZB unterstützt die Integration und Reform im Bereich Clearing und Abrechnung durch ihr Mitwirken in der von der Europäischen Kommission im Jahr 2004 eingerichteten

<sup>5</sup> ePSO ([www.e-pso.info](http://www.e-pso.info)) dient als Plattform für den Austausch von Informationen über elektronische Zahlungen.

<sup>6</sup> Siehe EZB, Mitteilung zum Thema Clearing und Abrechnung – die Antwort des Eurosystems, Juli 2004.

Sachverständigengruppe für Clearing und Abrechnung (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group – CESAME). Auf diese Weise trägt die EZB zur Koordination von Initiativen des privaten und öffentlichen Sektors bei und pflegt Kontakte mit dem Markt; Ziel ist dabei, die von der Giovannini-Gruppe – einem Finanzexpertenforum, das die Europäische Kommission zu Fragen des Finanzsektors berät – festgestellten technischen Hindernisse möglichst rasch abzubauen. Darüber hinaus hielt die EZB eine gemeinsame Sitzung mit der Europäischen Vereinigung der Wertpapiersammelbanken (European Central Securities Depositories Association – ECSDA) und der Central and Eastern European Central Securities Depositories Association (CEECSDA) ab, die sich schwerpunktmäßig mit der Integration der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme in der EU befasste. Die EZB würde weitere Schritte zur Schaffung einer gemeinsamen europäischen Vereinigung für zentrale Wertpapierverwahrstellen begrüßen.

Mit dem Zusammenschluss der finnischen und schwedischen zentralen Wertpapierverwahrstellen setzte sich im Berichtsjahr der Konsolidierungsprozess der europäischen Wertpapierinfrastruktur fort. Langfristig beabsichtigt die neue Gruppe den Einsatz einer gemeinsamen technologischen Plattform.

#### **ÜBERWACHUNG DER FINANZMARKTINTEGRATION**

Die EZB hat verschiedene Indikatoren entwickelt, um den Grad der Finanzmarktintegration im Euro-Währungsgebiet zu messen. Eine Reihe dieser Indikatoren, die als Grundlage für die Bewertung der Integrationsfortschritte an verschiedenen Finanzmärkten dienen, wurden 2004 in einem Occasional Paper der EZB veröffentlicht.<sup>7</sup> Nähere Informationen zur Integration der Kreditmärkte im Euroraum finden sich in Kasten 13. Die EZB beabsichtigt, die Fortschritte der Finanzmarktintegration auch weiterhin zu bewerten.

<sup>7</sup> Siehe L. Baele et al., Measuring financial integration in the euro area, EZB, Occasional Paper Nr. 14, Mai 2004.

#### **Kasten 13**

##### **FINANZMARKTINTEGRATION DER KREDITMÄRKTE DES EURORAUMS**

Der länderübergreifende Vergleich von Zinssätzen liefert einen wichtigen Indikator für die Integration des Kundengeschäfts der Banken. Bei voranschreitender Integration kann man davon ausgehen, dass der Zinsabstand für gleichartige Bankprodukte im Ländervergleich abnimmt. Unterschiede bei Produkten und Institutionen machen es jedoch schwierig, in der Praxis festzustellen, ob sich die Zinsabstände tatsächlich verringern. Dies trifft insbesondere auf das Kundengeschäft der Banken zu, das sich im Euroraum nach wie vor größtenteils auf lokale Märkte konzentriert. Abgesehen von geographischen Barrieren werden die Zinsabstände zwischen einzelnen Ländern von zahlreichen anderen – etwa wirtschaftlichen, strukturellen und institutionellen – Faktoren beeinflusst, die wiederum auf Unterschiede in den Bereichen Rechtsvorschriften, Wettbewerb, Kundenbeziehungen der Banken und in der allgemeinen Entwicklung des Finanzsystems zurückzuführen sind.

Als Maßstab für die Integration der Kreditmärkte im Euroraum kann die harmonisierte Zinssatzstatistik der EZB dienen. Bei der Interpretation der statistischen Daten ist jedoch zu beachten, dass die unter den einzelnen Zinssatzkategorien erfassten nationalen Datenreihen trotz allem noch äußerst heterogen sein können. Dies liegt beispielsweise an der Aggregation verschiedener Instrumente innerhalb der derzeit definierten Laufzeitbänder und an der Aggregation besicherter und unbesicherter Kredite innerhalb derselben Kategorie. Unter Berücksichtigung der nur begrenzten Vergleichbarkeit der Daten zeigen einige Integrationskennzahlen, die



sich aus der euroraumweiten Streuung der Zinssätze errechnen, dass der Integrationsgrad der unterschiedlichen Marktsegmente deutlich variiert. So scheint er bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte sowie kurzfristigen Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergleichsweise höher zu sein als bei den Überziehungskrediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Konsumentenkrediten an private Haushalte.

## 4 ÜBERWACHUNG DER MARKTINFRASTRUKTUREN

Die Überwachung der Zahlungs- und Clearingsysteme zählt zu den gesetzlichen Aufgaben des Eurosystems und soll die effiziente und sichere Organisation der Zahlungsströme in der Volkswirtschaft sicherstellen. Darüber hinaus hat das Eurosystem ein grundsätzliches Interesse an anderen Infrastrukturen, die zur Wertpapierübertragung eingesetzt werden, wie z. B. an Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen, da Probleme beim Transfer von Sicherheiten die Durchführung der Geldpolitik und das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme gefährden können.

### 4.1 ÜBERWACHUNG DER EURO-GROSSBETRAGSZAHLUNGSSYSTEME UND -INFRASTRUKTUREN

Das Überwachungsmandat des Eurosystems erstreckt sich auf sämtliche, einschließlich der von ihm selbst betriebenen, Euro-Zahlungssysteme. Für die eigenen Systeme wendet das Eurosystem dieselben Mindestaufsichtsstandards an wie für die vom Privatsektor betriebenen Zahlungssysteme. Diese Standards sind in den „Grundprinzipien für Zahlungssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“ niedergelegt, die der EZB-Rat im Jahr 2001 als Grundlage für seine Überwachungs politik im Hinblick auf systemrelevante Zahlungssysteme beschlossen hat.

#### TARGET UND ANDERE EURO-GROSSBETRAGSZAHLUNGSSYSTEME

Der Überwachungsrahmen für TARGET wurde um die Definition methodischer Mindestanforderungen erweitert, die sämtliche NZBen und die EZB bei der TARGET-Überwachung einhalten sollten. Des Weiteren befassen sich die für TARGET zuständigen Aufsichtsbehörden bereits mit den aufsichtlichen Aspekten von TARGET2.

Ausgehend von der Sachlage Mitte 2003 wurden die Euro-Großbetragszahlungssysteme im Berichtsjahr anhand der Grundprinzipien beurteilt. Gemäß dem im Mai 2004 veröffentlichten

Gesamtergebnis weisen sämtliche TARGET-Komponenten einen hohen Grad an Übereinstimmung mit den Grundprinzipien auf. Geringer Verbesserungsbedarf wurde im Bereich wirtschaftliche Effizienz sowie bei den Maßnahmen zur Aufrechterhaltung der Geschäftsabwicklung festgestellt. Die TARGET-Aufsichtsbehörden und -Betreiber werden dem nachgehen. Erstere bestätigten die bedeutende Rolle, die die TARGET-Betreiber bei der Gewährleistung der Sicherheit des TARGET-Betriebs durch entsprechendes Risikomanagement spielen, und beurteilten den von den TARGET-Betreibern erstellten Sachverhaltsbericht zur Risikosituation bei TARGET im Großen und Ganzen positiv. Die Überprüfung der vom Privatsektor betriebenen Euro-Großbetragszahlungssysteme ergab keine nennenswerten Mängel.

#### EURO1

Im Mittelpunkt der Überwachung von EURO1 standen Pläne des Systembetreibers, der EBA Clearing Company, zur Weiterentwicklung eines flexiblen Abwicklungsmechanismus („Flexible Settlement Mechanism“), der es den Banken ermöglicht, ihre STEP2-Positionen über EURO1 abzuwickeln, auch wenn sie keine Direktteilnehmer oder Anteilseigner von EURO1 sind. STEP2 ist das Massenzahlungssystem der EBA. Vorbehaltlich der Zustimmung der EZB als zuständige Aufsichtsbehörde beabsichtigt die EBA, die derzeit auf „Pre-fund“-Teilnehmer der EURO1-Plattform beschränkte Funktion dahin gehend zu erweitern, dass sämtliche EURO1-Teilnehmer Zentralbankgeld über das TARGET-System an EURO1 überweisen können, um so ihre Verarbeitungskapazität im Rahmen von EURO1 zu erhöhen.

#### CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Dank der von Continuous Linked Settlement (CLS) unterstützten Zug-um-Zug-Abwicklung von Devisentransaktionen wird das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel großteils ausgeschaltet. Über CLS werden derzeit Transaktionen in 15 international gehandelten Währungen abgewickelt, zu denen seit Dezember 2004 auch der

Hongkong-Dollar, der Neuseeland-Dollar, der südkoreanische Won und der südafrikanische Rand gehören.

Im Dezember 2004 wurden über CLS im Tagesdurchschnitt 69 000 Geschäfte im Wert von durchschnittlich 960 Mrd USD abgewickelt.<sup>8</sup> Laut einer von der BIZ im April 2004 durchgeführten Umfrage deckte CLS zum Umfragezeitpunkt rund ein Viertel des gesamten Devisenmarkts ab. Nach dem US-Dollar ist der Euro die wichtigste Währung im CLS; im Dezember 2004 wurden über CLS täglich Euro-Transaktionen in Höhe von durchschnittlich 309 Mrd EUR abgewickelt, was wertmäßig 20 % des gesamten Abwicklungsvolumens entspricht (Transaktionen in US-Dollar kamen auf 46 %). Der Anteil des Euro ging gegenüber 2003 leicht zurück, was auf die höhere Anzahl der über das System abgewickelten Währungen sowie auf Bewertungseffekte zurückzuführen ist.

Die EZB hat im Hinblick auf CLS eine doppelte Funktion: Einerseits ist sie an der Systemaufsicht beteiligt, andererseits stellt sie Abwicklungsdienste zur Verfügung. Die EZB nimmt an der kooperativen Überwachung des CLS-Systems teil, die von den Notenbanken jener G-10- und Nicht-G-10-Länder durchgeführt wird, deren Währungen über CLS abgewickelt werden. Das Federal Reserve System fungiert als hauptverantwortliche Aufsichtsinstanz. Im Jahr 2004 befasste sich die EZB im Rahmen der Systemaufsicht hauptsächlich damit, die Ausfallsicherheit des CLS-Systems weiter zu stärken sowie die Entwicklung objektiver Rahmenbedingungen für die Erweiterung des Systems um neue Währungen zu gewährleisten.

CLS stellt aus Sicht der EZB eine sehr überzeugende Lösung zur Reduktion des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel im Zusammenhang mit Euro-Transaktionen dar. Allerdings wird nur ein geringer Prozentsatz der internationalen Devisengeschäfte in Euro über CLS abgewickelt. Aus diesem Grund wurden die Banken gebeten, ihre Abwicklungsgewohnheiten bei Devisentransaktionen zu überprüfen und fest-

zustellen, ob sie angemessene Methoden zur Risikominderung anwenden.

### SWIFT

Die Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) stellt Finanzinstituten ein Nachrichtennetzwerk zum sicheren Austausch von Finanznachrichten zur Verfügung. Obwohl selbst weder Bank noch Finanzinstitut, unterliegt SWIFT aufgrund seiner Bedeutung für das reibungslose Funktionieren des weltweiten Finanzsystems der Überwachung durch die Zentralbanken. Die EZB ist in Zusammenarbeit mit den G-10-Zentralbanken und der hauptverantwortlichen Aufsichtsinstanz, der belgischen Notenbank, an der Überwachung von SWIFT beteiligt. Im Berichtsjahr wurde das Überwachungsregelwerk gestärkt, um eine angemessene Beteiligung aller G-10-Aufsichtsinstanzen sicherzustellen und um das Berichtswesen sowie die Kommunikation zwischen SWIFT und den Aufsichtsorganen effizienter zu gestalten. Schwerpunkte der Aufsichtstätigkeit waren die Krisenbeständigkeit von SWIFT, interne Risikomanagementprozesse und die infrastrukturelle Umstellung vom alten SWIFT-Netzwerk auf eine internetbasierte Technologie (SWIFTNet).

### KORRESPONDENZBANKBEZIEHUNGEN

Häufig bestehen zwischen Banken Vereinbarungen über die Erbringung wechselseitiger Zahlungs- und sonstiger Dienstleistungen, insbesondere im grenzüberschreitenden Zahlungsverkehr. Derartige Vereinbarungen werden als Korrespondenzbankbeziehungen bezeichnet. Im Berichtsjahr führte das Eurosystem die vierte Umfrage zu Korrespondenzbankbeziehungen durch, deren Ergebnisse bestätigten, dass sich Euro-Korrespondenzbankbeziehungen auf nur einige wenige Marktteilnehmer in der EU konzentrieren. Derzeit stellt dies kein unmittelbares Systemrisiko dar;

<sup>8</sup> Jedes Geschäft umfasst zwei Transaktionen (je eine Transaktion pro beteiligter Währung). So wurden über CLS im Dezember 2004 im Tagesdurchschnitt Transaktionen im Gesamtwert von 1 920 Mrd USD abgewickelt.

allerdings wird das Eurosystem im Hinblick auf sein Interesse an der Stabilität des gesamten Finanzsystems die Entwicklungen in diesem Bereich auch weiterhin beobachten.

## 4.2 MASSENZAHLUNGSVERKEHR

### ÜBERWACHUNG VON MASSENZAHLUNGSSYSTEMEN

Auf Grundlage der vom EZB-Rat im Jahr 2003 verabschiedeten „Standards für die Überwachung von Euro-Massenzahlungssystemen“ wurden im Zuge einer 2004 durchgeführten Kategorisierung 15 Euro-Massenzahlungssysteme identifiziert, die der Überwachung durch das Eurosystem unterliegen. Sechs davon wurden als systemrelevant, d. h. als für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam, klassifiziert und müssen daher alle zehn Grundprinzipien erfüllen. Sieben Zahlungsverkehrssysteme gelten als besonders bedeutsam und müssen somit den Eurosystem Retail Standards, einer Auswahl der Grundprinzipien, entsprechen. Zwei Massenzahlungssysteme fielen in keine der beiden Kategorien; für sie gelten die jeweils seitens der zuständigen Aufsichtsbehörde festgelegten Überwachungsstandards. Die systemrelevanten sowie besonders bedeutsamen Systeme werden von den jeweiligen NZBen auf Grundlage der Überwachungsstandards beurteilt; die Überprüfung des STEP2-Systems der EBA hingegen obliegt der EZB. Die Koordination der Gesamtbeurteilung unter Wahrung der länderübergreifenden Konsistenz erfolgt auf Ebene des Eurosystems.

### E-GELD-SYSTEME

Im Einklang mit den 2003 definierten Sicherheitszielen für E-Geld-Systeme und auf Grundlage freiwilliger Selbstüberprüfungen einiger E-Geld-Systeme begann das Eurosystem im Berichtsjahr, die methodischen Erfordernisse und den Referenzrahmen für die für 2005 geplante Beurteilung relevanter Systeme im Detail festzulegen.



## 4.3 WERTPAPIERCLEARING- UND -ABWICKLUNGSSYSTEME

Das Eurosystem erfüllt im Hinblick auf das reibungslose Funktionieren von Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen und deren Überwachung zwei Funktionen. Zum einen beurteilt der EZB-Rat, ob Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme in der EU neun festgelegten Anwenderstandards entsprechen.<sup>9</sup> Zum anderen arbeitet das Eurosystem mit anderen Stellen zusammen, die auf EU-Ebene für die Regulierung und Überwachung von Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen zuständig sind. In diesem Zusammenhang regte die EZB im Rahmen ihrer Teilnahme an der Sachverständigengruppe für Clearing und Abrechnung (CESAME) der Europäischen Kommission Gespräche über die Entwicklung gesamteuropäischer Rahmenbedingungen im Bereich Wertpapierclearing- und -abwicklung an. Die Zusammenarbeit des ESZB mit dem Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR) war für die Entwicklung gesamteuropäischer Standards für Wert-

<sup>9</sup> Da es in der EU keine harmonisierten Aufsichtsstandards gibt, werden die Anwenderstandards de facto als gemeinsame Standards für EU-Wertpapierabwicklungssysteme angesehen und daher auch in diesem Kapitel behandelt. Die Anwenderstandards stellen jedoch keinesfalls eine vollständige Sammlung von Standards für die Aufsicht oder Überwachung von Wertpapierabwicklungssystemen dar.

papierclearing und -abwicklung von zentraler Bedeutung. Darüber hinaus leistete die EZB einen Beitrag zur Arbeit der international besetzten Expertengruppe Group of Thirty, indem sie dafür Sorge trug, dass bei der Umsetzung der 2003 veröffentlichten Empfehlungen dieser Gruppe für Wertpapierclearing und -abwicklung auf Vereinbarkeit mit den relevanten EU-Initiativen geachtet wurde. Die EZB war zudem maßgeblich an der Initiative der Europäischen Kommission beteiligt, die 1998 verabschiedete Finalitätsrichtlinie zu aktualisieren. Schließlich gestaltete die EZB auch die vom Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) und von der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) erarbeiteten Empfehlungen für zentrale Kontrahenten mit.

#### **BEWERTUNG VON WERTPAPIERABWICKLUNGSSYSTEMEN**

Sämtliche Kreditgeschäfte des Eurosystems sind mit angemessenen Sicherheiten in Form refinanzierungsfähiger Aktiva zu unterlegen. Dazu zählen Wertpapiere, die dem Eurosystem über Wertpapierabwicklungssysteme zur Verfügung gestellt werden, d. h. über Dienstleistungsanbieter, die auf die Übertragung des Eigentums bzw. gleichwertiger Rechte an refinanzierungsfähigen Sicherheiten zwischen zwei Parteien spezialisiert sind. Um sicherzustellen, dass das Eurosystem in diesem Prozess kein unverhältnismäßiges Risiko eingeht, bewertet es die Wertpapierabwicklungssysteme, mit denen es arbeitet, jährlich anhand der neun Anwenderstandards.<sup>10</sup> Im Berichtsjahr wurden 18 Wertpapierabwicklungssysteme bewertet, wobei festgestellt wurde, dass die untersuchten Systeme einen hohen Grad an Übereinstimmung mit den Anwenderstandards aufweisen und dass an weiteren Verbesserungen gearbeitet wird. Bei einigen Systemen konnte die Betriebszuverlässigkeit gesteigert werden; außerdem wurden Maßnahmen zur Verbesserung der Finanzkraft der Systembetreiber getroffen. Das Eurosystem verfolgt und begrüßt sämtliche Be-

mühungen, die auf eine Verbesserung der Effizienz und Sicherheit jener Wertpapierabwicklungssysteme abzielen, auf die es bei seinen Kreditgeschäften zurückgreift.

#### **KOOPERATION MIT DEM AUSSCHUSS DER EUROPÄISCHEN WERTPAPIERREGULIERUNGSBEHÖRDEN**

Im Jahr 2001 genehmigte der EZB-Rat eine Rahmenvereinbarung für die Zusammenarbeit im Bereich der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme zwischen dem ESZB und dem Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR). Es wurde eine Arbeitsgruppe eingesetzt, in der sämtliche ESZB-Zentralbanken und CESR-Wertpapierregulierungsbehörden durch jeweils eine Person vertreten sind. Der von dieser Arbeitsgruppe verfasste Bericht „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“<sup>11</sup> wurde im Oktober 2004 von EZB-Rat und CESR gemeinsam verabschiedet. Auf Grundlage der von CPSS und IOSCO verabschiedeten Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme („CPSS/IOSCO-Empfehlungen“) enthält der ESZB/CESR-Bericht 19 Standards zur Erhöhung der Sicherheit, Stabilität und Effizienz von Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen in der EU (siehe Kasten 14). Gegenüber den CPSS/IOSCO-Empfehlungen zielen die ESZB/CESR-Standards auf eine Vertiefung und Stärkung der Anforderungen in einigen Bereichen unter Rücksichtnahme auf die besonderen Gegebenheiten der europäischen Märkte ab. Im Sinne des übergeordneten Ziels der ESZB/CESR-Standards, die Integration der Kapitalmärkte in der EU zu fördern, wird verstärktes Augenmerk auf gemeinsame Lösungen und Interoperabilität gelegt. Die diesbezüglichen Aktivitäten der Europäischen Kommission wurden dabei ebenfalls berücksichtigt.

Die Vorgehensweise der ESZB/CESR-Arbeitsgruppe ist geprägt von Offenheit und Transparenz. Interessierte Parteien aus dem Bereich

<sup>10</sup> Siehe EZB, Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations, Januar 1998.

<sup>11</sup> Abrufbar auf der Website der EZB.

Wertpapierclearing und -abwicklung wurden in mehreren Konsultationsverfahren eingeladen, zur gemeinsamen Arbeit von ESZB und CESR Stellung zu nehmen. Die Arbeitsgruppe hat die erhaltenen Beiträge sorgfältig geprüft und darauf geachtet, dass die jeweiligen Stellungnahmen so weit wie möglich in den Standards berücksichtigt wurden. Die Standards werden in Kraft treten, sobald als Nachfolgeaktivität des Berichts der Gruppe eine Methodik zur Beurteilung der Systeme entwickelt

worden ist. Seit Oktober 2004 befasst sich die Arbeitsgruppe mit den folgenden vier Themenschwerpunkten: a) Entwicklung einer Beurteilungsmethodik für die Standards für Wertpapierabwicklungssysteme, b) Entwicklung von Standards und einer Bewertungsmethodik für zentrale Kontrahenten, c) Analyse von Themen, die bedeutende Depotbanken betreffen, und d) Analyse von Fragen der Zusammenarbeit zwischen Regulierungs-, Aufsichts- und Überwachungsbehörden.

#### Kasten 14

### STANDARDS FÜR WERTPAPIERCLEARING UND -ABWICKLUNG IN DER EUROPÄISCHEN UNION

#### *Standard 1: Gesetzlicher Rahmen*

Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme und die zwischen diesen Systemen bestehenden Direktverbindungen sollten in allen betroffenen Rechtsordnungen über eine solide, klare und transparente Rechtsgrundlage verfügen.

#### *Standard 2: Handelsbestätigung und Abwicklungsabstimmung*

Die Bestätigung von Handelsgeschäften zwischen unmittelbaren Marktteilnehmern sollte so bald wie möglich nach Handelsabschluss, jedoch spätestens am Handelstag (T+0) erfolgen. Wenn eine Bestätigung von Handelsgeschäften zwischen mittelbaren Marktteilnehmern (z. B. institutionelle Investoren) erforderlich ist, sollte diese so bald wie möglich nach Abschluss des Geschäfts erfolgen, vorzugsweise am Tag T+0, spätestens aber am Tag T+1. Abwicklungsanweisungen sollte so rasch wie möglich abgestimmt werden; für Abwicklungszyklen, die über T+0 hinausgehen, sollte die Abstimmung spätestens am Tag vor dem festgelegten Abwicklungstag erfolgen.

#### *Standard 3: Abwicklungszyklen und Betriebszeiten*

Eine „fortlaufende Abwicklung“ sollte an allen Wertpapiermärkten stattfinden. Die endgültige Abwicklung sollte spätestens am Tag T+3 erfolgen. Kosten und Nutzen eines gegenüber T+3 verkürzten EU-weiten Abwicklungszyklus sollten abgewogen werden. Zentralverwahrer und gegebenenfalls zentrale Kontrahenten sollten ihre Betriebszeiten und Geschäftstage harmonisieren und zumindest während der TARGET-Betriebszeiten für Transaktionen in Euro zur Verfügung stehen.

#### *Standard 4: Zentrale Kontrahenten*

Kosten und Nutzen der Einrichtung eines zentralen Kontrahenten sollten bewertet werden. Wenn ein zentraler Kontrahent eingeführt ist, sollte dieser die von ihm eingegangenen Risiken streng überwachen.

#### *Standard 5: Wertpapierleihe*

Wertpapierleihegeschäfte (oder Repogeschäfte und andere wirtschaftlich gleichwertige Transaktionen) sollten als Verfahren zur Vermeidung von Abwicklungsstörungen und zur Be-

schleunigung der Abwicklung von Wertpapiergeschäften gefördert werden. Barrieren, die Wertpapierleihegeschäfte zu Abwicklungszwecken behindern, sollten beseitigt werden. Die Vereinbarungen zu Wertpapierleihegeschäften sollten solide, sicher und effizient sein.

*Standard 6: Zentralverwahrer*

Wertpapiere sollten weitestgehend immobilisiert oder dematerialisiert und durch Kontobuchungen bei Zentralverwahrern übertragen werden. Um die Integrität von Wertpapieremissionen und die Interessen der Anleger zu schützen, sollten Zentralverwahrer sicherstellen, dass Emission, Haltung und Transfer von Wertpapieren auf adäquate und sachgerechte Weise erfolgen.

*Standard 7: Lieferung gegen Zahlung*

Das Erfüllungsrisiko sollte dadurch ausgeschlossen werden, dass die Übertragung von Wertpapieren derart mit der geldlichen Verrechnung verknüpft ist, dass eine Abwicklung Lieferung gegen Zahlung erreicht wird.

*Standard 8: Endgültigkeit der Abwicklung*

Innertages-Endgültigkeit sollte durch Echtzeit-Abwicklung oder Multiple-Batch-Abwicklung angeboten werden, um systemübergreifend Risiken zu verringern und eine effektive Abwicklung zu ermöglichen.

*Standard 9: Kontrolle des Kredit- und Liquiditätsrisikos*

Aus Gründen der Systemstabilität ist ein störungsfreier Betrieb der Zentralverwahrer wichtig. Daher sollten Zentralverwahrer, sofern sie durch die nationale Gesetzgebung zur Kreditvergabe berechtigt sind, ihre Kreditaktivitäten ausschließlich auf Tätigkeiten beschränken, die zum reibungslosen Funktionieren von Wertpapierabwicklung und Asset-Servicing erforderlich sind. Zentralverwahrer, die Kredite (einschließlich Innertages- und Übernachtskredite) gewähren, sollten ihr Kreditengagement nach Möglichkeit in vollem Ausmaß besichern. Unbesicherte Kredite sollten auf eine begrenzte Anzahl klar definierter Fälle eingeschränkt werden und angemessenen Risikokontrollmaßnahmen unterliegen, wie der Begrenzung des Risikoengagements oder Vorgaben zur Qualität der Geschäftspartner und zur Kreditlaufzeit.

Die meisten Depotbanken unterliegen den bankenaufsichtsrechtlichen Regelungen der EU. Im Hinblick auf Depotbanken, die in signifikantem Ausmaß für die Abwicklung von Wertpapiertransaktionen verantwortlich sind, sowie auf das Ziel, die mit deren Abwicklungstätigkeit verbundenen Systemrisiken möglichst gering zu halten, sollten nationale Wertpapierregulierungs- und Bankenaufsichtsbehörden in Zusammenarbeit mit den Zentralbanken in ihrer Eigenschaft als Systemaufseher die von den Depotbanken angewandte Risikosteuerungspolitik dahin gehend überprüfen, ob diese den Risiken, die dem Finanzsystem aus ihrer Tätigkeit erwachsen, gerecht werden. Insbesondere sollte überprüft werden, inwiefern das Ausmaß der Besicherung des Kreditengagements (einschließlich Innertageskredite) erhöht werden kann. Die Betreiber von Netto-Abwicklungssystemen sollten zumindest über solche Risikokontrollen verfügen, die den rechtzeitigen Abschluss der Abwicklung auch dann gewährleisten, wenn der Teilnehmer mit der größten Zahlungsverpflichtung ausfällt. Das zuverlässigste Kontrollinstrumentarium besteht hier aus Besicherungsanforderungen in Verbindung mit einer eingeschränkten Kreditvergabe.

*Standard 10: Für den Zahlungsausgleich verwendete Aktiva*

Aktiva, die zur Begleichung von aus Wertpapiergeschäften resultierenden Zahlungsverpflichtungen verwendet werden, sollten nur mit einem geringen oder gar keinem Kredit- oder Liquiditätsrisiko behaftet sein. Falls kein Zentralbankgeld verwendet wird, müssen Maßnahmen ergriffen werden, um die Systemteilnehmer vor potenziellen Verlusten und Liquiditätsengpässen zu schützen, die sich aus dem Ausfall des Zahlungsagenten, dessen Aktiva für diesen Zweck benutzt werden, ergeben können.

*Standard 11: Operationelle Zuverlässigkeit*

Die Ursachen für das mit dem Clearing- und Abwicklungsprozess verbundene operationelle Risiko sollten bestimmt, überwacht und regelmäßig bewertet werden. Das operationelle Risiko sollte durch den Einsatz geeigneter Systeme und wirksamer Kontrollen und Verfahren minimiert werden. Die Systeme und damit verbundene Funktionen sollten a) zuverlässig und sicher sein, b) auf stabilen technischen Lösungen beruhen, c) im Einklang mit bewährten Verfahren entwickelt und gewartet werden, d) über eine angemessene, mengenelastische Kapazität verfügen, e) über angemessene Verfahren zur Aufrechterhaltung der Geschäftsabwicklung im Katastrophenfall sowie entsprechende Notfallmechanismen verfügen und f) im Hinblick auf jene Verfahren, die eine rechtzeitige Wiederaufnahme des Betriebs und den Abschluss des Abwicklungsprozesses ermöglichen, häufigen und unabhängigen Überprüfungen unterliegen.

*Standard 12: Schutz der Wertpapierbestände von Kunden*

Verwahrer von Wertpapieren sollten Verfahren der Buchführung und Verwahrung anwenden, die die Wertpapierbestände von Kunden in vollem Umfang schützen. Wesentlich ist, dass Kundenwertpapiere vor Ansprüchen der Gläubiger sämtlicher in der Verwahrungskette vertretener Körperschaften geschützt sind.

*Standard 13: Führungs- und Verwaltungsstruktur*

Die Führungs- und Verwaltungsstrukturen von Zentralverwahrern und zentralen Kontrahenten sollten so gestaltet sein, dass sie das öffentliche Interesse wahren und den Zielen der Eigentümer und Marktteilnehmer dienen.

*Standard 14: Zugang*

Zentralverwahrer und zentrale Kontrahenten sollten über objektive und öffentlich bekannt gegebene Teilnahmekriterien verfügen, die einen gleichberechtigten und offenen Zugang ermöglichen. Regelungen und Anforderungen, die den Zugang einschränken, sollten auf die Risikokontrolle abzielen.

*Standard 15: Effizienz*

Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme sollten unter Aufrechterhaltung eines sicheren Betriebs effizient sein.

*Standard 16: Kommunikationsverfahren, Nachrichtenstandards und vollautomatisierte Abwicklung (straight-through processing – STP)*

Körperschaften, die Wertpapierclearing- und -abwicklungsdienste zur Verfügung stellen, sowie die Teilnehmer an diesen Systemen sollten die einschlägigen internationalen Kommunikationsverfahren, Standards zur Nachrichtenübermittlung sowie Referenzdaten nutzen bzw. ihre Nutzung ermöglichen, um systemübergreifend effizientes Clearing und effiziente Abwicklung



zu erleichtern. Diese Vorgehensweise unterstützt STP über den gesamten Wertpapiertransaktionsprozess hinweg.

Dienstleistungsanbieter sollten STP anstreben, um zu einer zeitnahen, sicheren und kostenwirksamen Wertpapierabwicklung (einschließlich Bestätigung, Abstimmung, Verrechnung, Zahlungsausgleich und Aufbewahrung) beizutragen.

#### *Standard 17: Transparenz*

Zentralverwahrer und zentrale Kontrahenten sollten den Marktteilnehmern genügend Informationen zur Verfügung stellen, damit diese die mit Wertpapierclearing- und -abwicklungsdiensten verbundenen Risiken und Kosten bestimmen und genau bewerten können.

Bedeutende Depotbanken sollten ihren Kunden ausreichend Informationen zur Verfügung stellen, sodass diese die mit Wertpapierclearing- und -abwicklungsdiensten verbundenen Risiken bestimmen und genau bewerten können.

#### *Standard 18: Regulierung, Aufsicht und Überwachung*

Körperschaften, die Wertpapierclearing- und -abwicklungsdienste anbieten, sollten zumindest transparenten, konsistenten und wirksamen Regulierungs- und Aufsichtsmechanismen unterliegen. Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme/-vereinbarungen sollten einer zumindest transparenten, konsistenten und wirksamen Überwachung durch die Zentralbanken unterliegen. Zentralbanken, Wertpapierregulierungs- und Bankenaufsichtsbehörden sollten sowohl auf nationaler als auch auf internationaler Ebene (insbesondere innerhalb der Europäischen Union) auf wirksame und transparente Weise zusammenarbeiten.

#### *Standard 19: Risiken systemübergreifender Direktverbindungen<sup>1</sup>*

Zentralverwahrer, die Direktverbindungen zur Abwicklung systemübergreifender Wertpapiertransaktionen eingerichtet haben, sollten diese so gestalten und handhaben, dass die mit der systemübergreifenden Abwicklung verbundenen Risiken wirksam verringert werden.

<sup>1</sup> Dieser Standard bezieht sich nicht auf Verbindungen, die von zentralen Kontrahenten eingerichtet werden. Solche Verbindungen werden im Rahmen der künftigen Zusammenarbeit von ESZB und CESR zum Thema zentrale Kontrahenten behandelt.



**Künstlerin**

Ana Luisa Ribeiro

**Titel**

Ohne Titel, 2002

**Material**

Öl auf Leinwand

**Format**

150 × 230 cm

© Europäische Zentralbank



**EUROPÄISCHE  
UND INTERNATIONALE  
BEZIEHUNGEN**

# I EUROPÄISCHE THEMEN

## I.1 POLITISCHE THEMEN

### STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKT

Im Jahr 2004 wurde in zwei Ländern des Eurogebiets – Griechenland und den Niederlanden – sowie in sechs der zehn neuen EU-Mitgliedstaaten – nämlich der Tschechischen Republik, Zypern, Ungarn, Malta, Polen und der Slowakei – ein übermäßiges Defizit festgestellt (siehe auch Kapitel 1 Abschnitt 2.5). Die 2003 gegen Deutschland und Frankreich eingeleiteten Defizitverfahren blieben aufrecht, wenngleich es aufgrund der Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rats vom 25. November 2003 de facto zu einer Aussetzung der Verfahren kam. In seinen Schlussfolgerungen hatte der ECOFIN-Rat festgehalten, dass Deutschland und Frankreich ihr übermäßiges Defizit jeweils bis 2005 abzubauen hätten, und nicht bis 2004, wie ursprünglich in den vom ECOFIN-Rat gemäß Artikel 104 Absatz 7 des Vertrags über die Europäische Union abgegebenen Empfehlungen für diese Länder vorgesehen. Das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gegen Portugal wurde aufgehoben.

Die Entscheidung des ECOFIN-Rats vom 25. November 2003, die Verfahren wegen übermäßiger Defizite gegen Deutschland und Frankreich auszusetzen und die ursprünglichen Empfehlungen für diese beiden Länder abzuändern, wurde im Juli 2004 vom Europäischen Gerichtshof für nichtig erklärt. Letzterer betonte, dass den im EU-Vertrag sowie im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Regelungen und Verfahren stets Folge zu leisten sei und dass das Initiativrecht der Europäischen Kommission immer berücksichtigt werden müsse.

Die EZB begrüßte dieses Urteil, welches bekräftigte, dass die im Vertrag sowie im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Regelungen und Verfahren vollständig anzuwenden sind, und forderte die betroffenen Institutionen auf, die für die uneingeschränkte Einhaltung dieser Regelungen und Verfahren notwendigen Maßnahmen zu ergreifen.

Im September 2004 veröffentlichte die Europäische Kommission in einer Mitteilung zur Stärkung der Economic Governance und Klärung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts eine Reihe von Vorschlägen zur Reformierung des Paktes. Im Präventivbereich umfassten diese Vorschläge den schnelleren und aktiven Einsatz von Frühwarnmaßnahmen im Sinne einer rascheren Korrektur unangemessener Haushaltsentwicklungen, eine stärkere Berücksichtigung länderspezifischer Gegebenheiten bei der Definition mittelfristiger Budgetziele und ein verstärktes Augenmerk auf Schuldenstand und langfristige Tragfähigkeit bei der Überwachung der Haushaltspositionen. Im Bereich der Korrekturmaßnahmen schlug die Kommission eine Neudefinition der „besonderen Umstände“ vor, unter denen eine Defizitquote über dem Referenzwert von 3 % des BIP nicht als übermäßig zu werten ist. Ferner seien die Vorgehensweise bei der Bestimmung geeigneter Anpassungspfade zum Abbau übermäßiger Defizite zu überdenken und das im Vertrag vorgesehene Schuldenstandskriterium zu konkretisieren.

In der Debatte um die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts brachte der EZB-Rat zum Ausdruck, dass eine verbesserte Umsetzung des Paktes möglich und sinnvoll sei. Diesbezüglich seien die Vorschläge der Europäischen Kommission für eine effizientere Durchführung der Präventivmaßnahmen von Nutzen. Gleichzeitig warnte der EZB-Rat vor einer Änderung des Paktes und insbesondere des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, da er die Glaubwürdigkeit der 3 %-Defizitgrenze als wesentliche Voraussetzung sieht, um die Erwartungen hinsichtlich der Haushaltsdisziplin zu verankern.

Im September 2004 wies Griechenland Defizit- und Verschuldungszahlen für die Zeit von 2000 bis 2003 aus, die die zuvor veröffentlichten Zahlen erheblich überschritten. Die Defizitquote lag über dem Referenzwert von 3 % des BIP und auch die anschließend veröffentlichten revidierten Zahlen für den Zeitraum von 1997 bis 1999 belegten Defizite über der 3 %-

Referenzmarke (siehe auch Kapitel 1 Abschnitt 2.5). Die EZB erachtet eine zuverlässige Erhebung und eine korrekte zeitnahe Meldung der Statistiken zu den öffentlichen Finanzen als unerlässlich für die Glaubwürdigkeit der Haushaltsüberwachung und der Wirtschafts- und Währungsunion im Allgemeinen. Sämtliche Arten von Einnahmen und Ausgaben sind stringent im Einklang mit den europäischen Bilanzierungsregeln zu erfassen, wobei Letztere in allen Mitgliedstaaten dauerhaft auf einheitliche Weise anzuwenden sind.

### LISSABON-STRATEGIE

Im März 2000 entwarf der Europäische Rat bei seinem Treffen in Lissabon einen 10-Jahres-Plan – die Lissabon-Strategie – der die EU bis zum Jahr 2010 zur „dynamischsten und wettbewerbsfähigsten wissensbasierten Wirtschaft der Welt“ machen und gleichzeitig nachhaltiges Wirtschaftswachstum, mehr und bessere Arbeitsplätze sowie größeren sozialen Zusammenhalt mit sich bringen sollte. Die bis 2004 im Zuge der Umsetzung der Lissabon-Strategie erreichten Ergebnisse waren gemischt; während auf einigen Gebieten, wie z. B. in Arbeitsmarktfragen, Fortschritte erzielt wurden, konnte großteils lediglich ein mäßiger Reformertfolg verzeichnet werden. Es wurde klar, dass das Reformtempo erheblich beschleunigt werden müsste, um die Ziele von Lissabon innerhalb der gesetzten Frist zu erreichen.

Angesichts dieser Entwicklungen beschloss der Europäische Rat bei seinem Treffen im Frühjahr 2004, eine Halbzeitüberprüfung der Lissabon-Strategie in die Wege zu leiten. In einem ersten Schritt wurde die Europäische Kommission gebeten, eine hochrangig besetzte Sachverständigengruppe – unter dem Vorsitz von Wim Kok – einzusetzen, die ein unabhängiges Gutachten über die im Rahmen der Lissabon-Strategie erzielten Fortschritte erstellen sollte. Auf der Grundlage dieser Einschätzung sollte die Halbzeitüberprüfung durch die Kommission und den Europäischen Rat rechtzeitig bis zur Frühjahrstagung des Europäischen Rats im März 2005 abgeschlossen werden.



In ihrem im November 2004 präsentierten Bericht „Die Herausforderung annehmen“ betonte die Hochrangige Sachverständigengruppe, dass angesichts des steigenden globalen Wettbewerbsdrucks und der zunehmenden Überalterung der Bevölkerung eine Aufrechterhaltung des Status quo keine Option für die EU sei, insbesondere wenn es gilt, die Zukunft des europäischen Sozialmodells zu sichern. Entsprechend gelangte die Hochrangige Sachverständigengruppe in ihrem Bericht zu dem Schluss, dass an den ambitionierten Zielen der Lissabon-Strategie festgehalten und deren Umsetzung unverändert bis 2010 angestrebt werden sollte. Laut dem Bericht sind eine gezieltere Festlegung von Prioritäten und dringende Maßnahmen in den folgenden politischen Schlüsselbereichen erforderlich: Wissensgesellschaft, Binnenmarkt, Wirtschaftsklima, Arbeitsmarkt und ökologische Nachhaltigkeit.

Die EZB hat sich wiederholt zu den Zielen von Lissabon bekannt und öffentlich bekundet, dass sie die diesbezüglichen Bemühungen aufseiten der Regierungen und Sozialpartner unterstützt. Die EZB drängt überdies auf eine Beschleunigung der erforderlichen Maßnahmen sowie ein effektiveres Benchmarking der Reformfortschritte. Reformen sind unabdingbar für die künftige Sicherung von Wirtschafts-

wachstum und Beschäftigungschancen sowie eine effektivere Abfederung ökonomischer Schocks durch das Eurogebiet. Vor allem Reformen im Bereich der Arbeits-, Kapital- sowie Waren- und Dienstleistungsmärkte können zur Ankurbelung der Investitionstätigkeit und durch verstärkten Wettbewerb zur Verringerung des anhaltenden Preisauftriebs beitragen. Die EU sollte die Halbzeitüberprüfung nutzen, um die Umsetzung der Strategie von Lissabon zu beleben und die Strukturreformen stärker voranzutreiben.

## 1.2 INSTITUTIONELLE THEMEN

### EINE VERFASSUNG FÜR EUROPA

Hinsichtlich des Vertrags über eine Verfassung für Europa (Europäische Verfassung) erzielten die Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten auf der Abschlussstagung der Regierungskonferenz vom 17. bis zum 18. Juni 2004 eine Einigung. Die Europäische Verfassung wurde am 29. Oktober 2004 in Rom unterzeichnet und soll nach Ratifizierung durch alle 25 Mitgliedstaaten gemäß den jeweiligen nationalen Bestimmungen – dieser Prozess beinhaltet in einigen Mitgliedstaaten eine Volksabstimmung – am 1. November 2006 in Kraft treten.

Die EZB verfolgte die Regierungskonferenz mit besonderer Aufmerksamkeit und leistete sowohl formelle als auch informelle Beiträge bei Verhandlungen zu Themen im Zusammenhang mit den Aufgaben und dem Mandat der EZB, des Eurosystems und des ESZB. In Übereinstimmung mit dem in Artikel 48 des Vertrags über die Europäische Union verankerten Anhörungsrecht der EZB verabschiedete der EZB-Rat am 19. September 2003 eine Stellungnahme zum Entwurf eines Vertrags über eine Verfassung für Europa.<sup>1</sup> Darüber hinaus führte der Präsident der EZB in Schreiben an den Vorsitzenden des Europäischen Rats im November 2003 und im April 2004 die offizielle Stellungnahme der EZB weiter aus.

Die EZB begrüßte die vom Europäischen Konvent zur Zukunft Europas und im Zuge der anschließenden Regierungskonferenz unternommenen Bemühungen zur Vereinfachung, Straffung und Konkretisierung des rechtlichen und institutionellen Rahmens der EU. Gleichzeitig betonte sie, dass die derzeit für die WWU geltenden Bestimmungen – sowohl im Hinblick auf ihre Zielsetzung als auch auf die Verteilung von Zuständigkeiten – einwandfrei seien.

Die EZB unterstrich insbesondere die Notwendigkeit, Preisstabilität nicht nur weiterhin als das vorrangige Ziel der EZB und des ESZB zu betrachten, sondern auch als explizite Zielsetzung der EU in der Verfassung zu verankern. Diesem Anliegen wird in der Europäischen Verfassung zur Gänze Rechnung getragen.

Die EZB hielt es darüber hinaus im Sinne einer erfolgreichen Erfüllung ihrer Aufgaben für unabdingbar, die besonderen institutionellen Merkmale der EZB und des ESZB, die die EZB von anderen europäischen Institutionen unterscheiden, zu bewahren. Die Europäische Verfassung sichert diese institutionellen Besonderheiten; die Unabhängigkeit der EZB, des ESZB und der NZBen sowie die Rechtspersönlichkeit und Rechtssetzungsbefugnis der EZB bleiben in vollem Umfang bestehen. Zusätzlich unterstrichen wird der Sonderstatus der EZB durch den Umstand, dass sie in der Verfassung in dem Abschnitt über „Die sonstigen Organe und die beratenden Einrichtungen der Union“ genannt wird. Die EZB wird also getrennt von den „Organen der Union“ behandelt, d. h. dem Europäischen Parlament, dem Europäischen Rat, dem Ministerrat, der Europäischen Kommission und dem Gerichtshof der Europäischen Union, die laut der Verfassung den „institutionellen Rahmen“ der EU bilden.

Auf ausdrückliches Ersuchen der EZB wurde die Bezeichnung „Eurosystem“ in die Europäische Verfassung aufgenommen. Dieser 1999 vom EZB-Rat eingeführte Überbegriff für die EZB und die NZBen des Euroraums erleichtert

<sup>1</sup> CON/2003/20.

die Unterscheidung zwischen dem ESZB, dem die Zentralbanken sämtlicher EU-Mitgliedstaaten angehören, und dem Zentralbankensystem des Eurogebiets. Die Bezeichnung „Eurosystem“ wird auch dem Umstand gerecht, dass die EZB und die NZBen der Euro-Länder integraler Bestandteil *eines* Systems sind (siehe auch Kapitel 8).

In Anbetracht der oben dargelegten Ergebnisse ist die EZB zu der Auffassung gelangt, dass die Europäische Verfassung die bestehenden Rahmenbedingungen der europäischen Geldpolitik wahrt und bekräftigt, und würde daher den erfolgreichen Abschluss des Ratifizierungsprozesses begrüßen.

#### **NEUE ARBEITSWEISE DER EUROGRUPPE**

Beim informellen Treffen des ECOFIN-Rats vom 10. bis zum 11. September 2004 in Scheveningen (Niederlande) einigten sich die Wirtschafts- und Finanzminister der Euro-Länder auf eine neue Arbeitsweise innerhalb der Eurogruppe mit dem Ziel, die Effizienz und Effektivität der Eurogruppe zu steigern.

So sollen unter anderem verstärkt zukunftsgerichtete strategische Diskussionen – vor allem im Bereich der Strukturreformen – geführt und ein neues Modell zur Regelung des Vorsitzes über die Eurogruppe eingeführt werden. Während der Vorsitz bislang alle sechs Monate rotierte, soll nunmehr im Sinne erhöhter Kontinuität im Zweijahresabstand ein Vorsitzender bestimmt werden. Vorsitzende werden mit einfacher Mehrheit von den Mitgliedern der Eurogruppe gewählt. In Scheveningen wurde Jean-Claude Juncker, der luxemburgische Regierungschef und Finanzminister, für 2005 und 2006 zum ersten Vorsitzenden nach der neuen Regelung gewählt.

Die regelmäßig zu Treffen der Eurogruppe eingeladenen EZB beteiligte sich an der Entwicklung der neuen Modalitäten. Die EZB vertrat den Standpunkt, dass die Neuregelungen – wie die längere Vorsitzdauer – dazu beitragen werden, die Arbeit der Eurogruppe effizienter und effektiver zu gestalten. Die Aufteilung der

Kompetenzen zwischen der EZB und den Finanzministern der Euro-Länder im Rahmen der WWU bleibt jedoch von den Änderungen unberührt. Die neue Arbeitsweise innerhalb der Eurogruppe unterstreicht aber die gemeinsame Verantwortung der Regierungen, eine solide Fiskal- und Strukturpolitik zu betreiben – ein unerlässliches Erfordernis für den weiteren Erfolg des Euro.



## 2 INTERNATIONALE THEMEN

### 2.1 WICHTIGE ENTWICKLUNGEN IM INTERNATIONALEN WÄHRUNGS- UND FINANZSYSTEM

#### ÜBERWACHUNG DER INTERNATIONALEN WIRTSCHAFTSPOLITIK

Die internationale Wirtschaftspolitik, vor allem die Politik der großen Industriestaaten, prägt das internationale Umfeld für die Geldpolitik und die sonstigen Aufgaben der EZB. Das Eurosystem ist an der Überwachung der Wirtschaftspolitik durch internationale Finanzinstitutionen und -foren beteiligt, wobei insbesondere Sitzungen des IWF-Exekutivdirektoriums, der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G 7 sowie Treffen der G-10-Zentralbankpräsidenten zu diesem Zweck genutzt werden. Die EZB sucht dabei den Meinungsaustausch und engagiert sich bei der Prüfung von Maßnahmen, die zu einem stabilen Wirtschaftsumfeld, einer soliden Wirtschaftspolitik und Preisstabilität im Eurogebiet beitragen können.

Das globale Wirtschaftsklima stand im Jahr 2004 im Zeichen von starkem Wachstum und meist gedämpftem Inflationsdruck. Während in den Schwellenländern Asiens und Osteuropas das dynamische Wirtschaftswachstum weiter anhielt, kam es in vielen Industriestaaten und auch in Lateinamerika zum ersehnten Aufschwung. Globale Ungleichgewichte – u. a. das Handelsbilanz- und Haushaltsdefizit der Vereinigten Staaten – blieben jedoch bestehen oder verstärkten sich sogar.

Die EZB unterstreicht immer wieder die Risiken und Unsicherheiten eines Fortbestands solcher Ungleichgewichte, wobei sie die Einschätzung der internationalen Gemeinschaft teilt, dass auf drei Ebenen gegengesteuert werden müsse: Wichtig ist, dass Defizitländer die Lücke zwischen der Spar- und der Investitionsquote schließen, dass Länder mit relativ niedrigem Potenzialwachstum mittels Strukturreformen die Weichen für nachhaltiges Wachstum stellen und dass große Länder und Regionen

mit starren Wechselkurssystemen Flexibilisierungsmaßnahmen ergreifen. Zum Thema Wechselkursentwicklung betonten die G-7-Staaten in ihren Kommuniqués im Jahr 2004 und zuletzt im Februar 2005 immer wieder, dass die Wechselkurse die wirtschaftlichen Fundamentaldaten reflektieren sollten und dass übermäßige Volatilität sowie sprunghafte Wechselkursentwicklungen das Wirtschaftswachstum beeinträchtigen.

Die wachsende Bedeutung ostasiatischer Staaten für die Weltwirtschaft, die sich in deren beachtlichem Welthandelsanteil und Wachstumsbeitrag zum weltweiten BIP manifestiert, war ein zentrales Thema im Jahr 2004. Die EZB beobachtete die Entwicklung in diesen Ländern genau und verstärkte ihre direkten Beziehungen zu den asiatischen Notenbanken. So organisierte sie gemeinsam mit der Währungsbehörde von Singapur ein High-Level-Seminar, an dem die elf Präsidenten des Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP),<sup>2</sup> die Präsidenten der Notenbanken des Euroraums und der Präsident der EZB im Juli 2004 in Singapur teilnahmen. Thematisch konzentrierte sich das Seminar auf die wachsende wirtschaftliche Bedeutung vieler ostasiatischer Länder, die Rolle internationaler Währungen und die regionale Integration und Zusammenarbeit.

Die Kapitalströme in die Schwellenländer, welche die EZB aufgrund deren Relevanz für die internationale Finanzmarktstabilität laufend überwacht, blieben dynamisch. Dies galt auch für die wirtschaftliche Entwicklung dieser Länder im Allgemeinen. Maßgeblich für das solide Wirtschaftswachstum waren günstige Außenfinanzierungskonditionen, hohe internationale Exportpreise für Rohstoffe und die gestiegene Importnachfrage in den Industrieländern. Die Folge waren Leistungsbilanzüberschüsse und – bis auf einige Ausnahmen – ein genereller Rückgang der Auslandsverschul-

<sup>2</sup> Die am EMEAP beteiligten Länder sind: Australien, China, Indonesien, Japan, Malaysia, Neuseeland, die Philippinen, Singapur, Südkorea, Hongkong und Thailand.

dung. In den Schwellenländern nutzten öffentliche wie private Schuldner die günstigen Finanzierungsbedingungen und beanspruchten die internationalen Rentenmärkte stark, um langfristig von den niedrigen Zinsen profitieren zu können. Nach einer vorübergehenden Ausweitung im zweiten Quartal 2004 pendelte sich der Zinsabstand der Schwellenländer wieder auf einem historisch niedrigen Niveau ein.

Schließlich wurde auch der Euroraum selbst von internationalen Gremien geprüft. Sowohl der IWF als auch die OECD führten nicht nur die regulären Länderprüfungen durch, sondern setzten sich auch mit der Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik des Euroraums in seiner Gesamtheit auseinander. Die Artikel-IV-Konsultationen des IWF und die Prüfung durch den Länderprüfungsausschuss der OECD sorgten für einen wertvollen Meinungsaustausch zwischen diesen Organisationen, der EZB, dem Vorsitzenden der Eurogruppe und der Europäischen Kommission. Im Anschluss an diese Gespräche legten der IWF und die OECD jeweils einen Bericht über den Euroraum vor.<sup>3</sup> Beide Prüfungen gingen speziell auf die EU-Erweiterung am 1. Mai 2004 ein.

### **INTERNATIONALE FINANZARCHITEKTUR**

Angesichts der starken Verflechtung der EU mit der Weltwirtschaft ist es dem ESZB und dem Eurosystem ein Anliegen, dass das weltweite Finanzsystem reibungslos funktioniert. Das ESZB und das Eurosystem engagieren sich daher in der Diskussion internationaler Institutionen und Foren über die internationale Finanzarchitektur, wobei die EZB teils aktiv teilnimmt, teils Beobachterstatus hat. Das ESZB beteiligt sich auch an der Arbeit auf EU-Ebene, insbesondere im Wirtschafts- und Finanzausschuss.

Im Rahmen der Zusammenarbeit zwischen den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten der G 10 begrüßte die EZB, dass immer mehr Staatsanleihen mit Umschuldungsklauseln (Collective Action Clauses – CACs) ausgestattet werden. Bei nach New Yorker Recht be-

geben Staatsanleihen gehören derartige Klauseln nach nicht einmal zwei Jahren bereits zum Standard, wobei allerdings nicht alle Empfehlungen der G 10 umgesetzt wurden.

Des Weiteren diskutierte die EZB Lösungsansätze für Finanzkrisen, die die Einbindung des privaten Sektors forcieren, und zog Bilanz über die Erfahrungen mit Maßnahmen, die in diesem Zusammenhang ergriffen wurden. Sie verfolgte auch die Entwicklung der „Principles for Stable Capital Flows and Fair Debt Restructuring in Emerging Markets“, die im November 2004 von den staatlichen Emittenten einiger Schwellenländer und von einer Reihe privatwirtschaftlicher Gläubiger veröffentlicht wurden. Zweck dieser bisher als „Code of Conduct“ bekannten Grundsätze ist die Offenlegung der Verschuldungssituation, die Etablierung eines regelmäßigen Dialogs zwischen Schuldner und Gläubigern, das Bekenntnis zu ernsthaften Umschuldungsverhandlungen und eine gerechte Behandlung aller betroffenen Gläubiger. Diese – auch von den Finanzministern und Zentralbankpräsidenten der G 20 unterstützten – Prinzipien zeigen Lösungsansätze für offene Probleme in der internationalen Finanzarchitektur auf. Sie sollen, wenn sie einmal umgesetzt sind, die internationale Gemeinschaft bei den längerfristigen Bemühungen um ein der weltweiten Kooperation, dem Wachstum und der Finanzmarktstabilität förderliches Umfeld ein großes Stück weiterbringen.

Auch der Finanzlage des IWF gilt das Interesse der EZB. Beim Treffen im Oktober 2004 waren sich die Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G 10 einig, dass der IWF – der ja nur aus einer starken Finanzposition heraus seiner Verantwortung gerecht werden kann – angesichts der Entwicklungen in der Weltwirtschaft vor neue Herausforderungen gestellt ist. Um diese Herausforderungen bewältigen zu können, wären eine Reihe von Maßnahmen erforderlich, u. a. eine intensivere Überwachung,

<sup>3</sup> IWF, Euro Area Policies: Staff Report, August 2004; OECD, Economic Survey – Euro Area 2004, Juli 2004.



ein stärkeres Augenmerk bei der Kreditvergabe auf die Schuldentragfähigkeit, eine strenge Einhaltung der neu vereinbarten Sonderfinanzhilfe-Kriterien (Exceptional Access Framework) sowie eventuelle weitere Anpassungen der Finanzstruktur des IWF, die die pünktliche Tilgung von Krediten erleichtern und so zu weniger Folgevereinbarungen führen.

#### **REGIONALE INTEGRATION UND KOOPERATION**

Da die EU selbst das Ergebnis eines langfristigen wirtschaftlichen Integrationsprozesses ist, ist die EZB inzwischen ein idealer Ansprechpartner für Währungsbehörden verschiedener regionaler Zusammenschlüsse weltweit, und ihre Erfahrung ist bei wirtschaftspolitischen Entscheidungsträgern und gelegentlich auch in der Wissenschaft gefragt. Dabei geht es der EZB nicht nur darum, das europäische Beispiel insbesondere im Bereich der geldpolitischen Zusammenarbeit zu erläutern, sondern auch darum, Einblicke in die wirtschaftliche Integration von Volkswirtschaften außerhalb der EU zu gewinnen.

Im September 2004 veranstaltete die EZB gemeinsam mit der chinesischen Notenbank in Peking einen G-20-Workshop zum Thema regionale wirtschaftliche Integration im Zeichen der Globalisierung. Diskutiert wurden u. a. wichtige Voraussetzungen für regionale Kooperationen und die Kompatibilität zwischen regionalen Handelsabkommen und den Bestim-

mungen der Welthandelsorganisation. Außerdem wurde erörtert, wie die wirtschaftliche Integration und die geld- und finanzpolitische Kooperation optimal zeitlich aufeinander abzustimmen wären.

Im Jahr 2004 vertiefte die EZB auch ihre Beziehungen zu den regionalen Währungsbehörden in Afrika. Konkret baute die EZB zusammen mit den Notenbanken einiger Euro-Länder die technische Unterstützung des Western African Monetary Institute (mit Sitz in der ghanaischen Hauptstadt Accra) aus, das bei der technischen Vorbereitung für die geldpolitische Integration der englischsprachigen Länder Westafrikas federführend ist.

#### **DIE INTERNATIONALE ROLLE DES EURO**

Der Euro war auch im Jahr 2004 an den internationalen Kapital- und Devisenmärkten sowie als Anker-, Reserve- und Interventionswährung gefragt. Für einzelne Euro-Länder dürfte der Euro als Fakturierungs- und Abrechnungswährung im internationalen Handel immer wichtiger werden. Dabei werden in den meisten Fällen Exporte offensichtlich häufiger als Importe in Euro abgerechnet und Warenexporte wiederum häufiger als Dienstleistungsexporte. Wie aus Daten für 2003 hervorgeht, konnte auch bei den meisten neuen EU-Mitgliedstaaten und beitrtrittswilligen Ländern ein nennenswerter Anstieg des Euro-Anteils im internationalen Handel beobachtet werden, und zwar häufig in stärkerem Maße, als das Handelsvolumen dieser Länder mit dem Euroraum insgesamt zunahm – was darauf hindeutet, dass der Euro von diesen Ländern immer öfter auch für Transaktionen mit Handelspartnern außerhalb des Euroraums herangezogen wird.<sup>4</sup>

Die EZB baute ihre Statistiken zur Analyse der internationalen Rolle des Euro weiter aus. Auf Basis früherer Forschungsprojekte wurden zwei neue Datenreihen entwickelt, mit denen die Beanspruchung des Euroraum-Anleihe markts durch gebietsfremde Emittenten analysiert werden kann.

<sup>4</sup> Siehe EZB, Review of the international role of the euro, Dezember 2004.

## 2.2 ZUSAMMENARBEIT MIT LÄNDERN AUSSERHALB DER EU

Das Eurosystem intensivierte seine Kontakte zur Zentralbankgemeinschaft außerhalb der EU in erster Linie durch die Organisation von Seminaren und Workshops, aber auch durch Projekte zur technischen Unterstützung. Solche Veranstaltungen bieten Gelegenheit zum Informations- und Meinungsaustausch über wirtschaftliche und monetäre Entwicklungen in verschiedenen Regionen der Welt, die das Weltwirtschaftsklima und die Lage im Euroraum beeinflussen können.

Die Umsetzung des Eurosystem-Projekts zur technischen Unterstützung der Bank von Russland, das von der EU im Rahmen des Tacis-Programms (Technical Assistance for the Commonwealth of Independent States) finanziert wird, verläuft plangemäß. Im Rahmen dieses Zweijahresprojekts, zu dem der Startschuss im November 2003 fiel, soll die Bankenaufsichtsfunktion der Bank von Russland weiter gestärkt und damit ein entscheidender Beitrag zur Finanzmarktstabilität in Russland geleistet werden. Im Ausbildungsplan, der im Januar 2004 zwischen der Bank von Russland, den Notenbanken von neun Euro-Ländern, drei nationalen Aufsichtsbehörden und der EZB abgestimmt wurde, sind 64 Kurse, acht Studienaufenthalte und vier High-Level-Seminare vorgesehen. Davon haben bis Ende des vergangenen Jahres schon 34 Kurse, vier Studienbesuche und zwei Seminare stattgefunden, wobei etwa 400 Mitarbeiter der Bank von Russland teilnahmen. Neben dem Tacis-Projekt veranstaltete das Eurosystem im Mai 2004 das erste bilaterale High-Level-Seminar mit der Bank von Russland. Organisiert wurde es von der Suomen Pankki und der EZB in Helsinki. Im Zentrum standen dabei die Themen Geld- und Wechselkurspolitik, freier Kapitalverkehr, die Wirtschafts- und Handelsbeziehungen zwischen der EU und Russland sowie Entwicklungen im Bankensektor und Fragen der Finanzmarktstabilität.

Zur Pflege der bilateralen Beziehungen, die das Eurosystem mit den Zentralbanken im Mittelmeerraum aufgebaut hat, veranstaltete die EZB im Januar 2004 in Neapel gemeinsam mit der Banca d'Italia das erste High-Level-Seminar mit den Zentralbankpräsidenten der Partnerstaaten im Barcelona-Prozess.<sup>5</sup> Nach einem Experten-Workshop im September 2004 fand im Februar 2005 in Cannes das zweite High-Level-Seminar statt. Im Mittelpunkt dieses von der EZB gemeinsam mit der Banque de France organisierten Seminars standen die jüngsten finanz- und geldpolitischen Entwicklungen im Mittelmeerraum, die Wirtschaftsbeziehungen zwischen dem Euroraum und den Mittelmeerlandern (vor allem in Bezug auf Gastarbeiterüberweisungen) sowie das Thema Notenbankunabhängigkeit.

In Südosteuropa hat die EZB mit einer Reihe von Arbeitsbesuchen auf Führungsebene Beziehungen zu den jeweiligen Notenbanken (darunter die Centralna banka Bosne i Hercegovine und die Narodna banka Srbije, also die Notenbanken von Bosnien-Herzegowina und Serbien) aufgebaut. Damit sollte ein Dialog zwischen der EZB und den Notenbanken dieser Länder, die ja potenzielle EU-Beitrittskandidaten sind, in Gang kommen.

Das Eurosystem setzte sich aus stabilitätspolitischen Überlegungen auch weiter mit den Entwicklungen in den großen lateinamerikanischen Ländern auseinander. So veranstaltete die EZB gemeinsam mit der Banco Central do Brasil, der Banco de Portugal und der Banco de España das zweite High-Level-Seminar des Eurosystems und der lateinamerikanischen Notenbanken. Dieses Seminar fand im November 2004 in Rio de Janeiro im Anschluss an einen Vorbereitungsworkshop in Lissabon statt. Die Teilnehmer tauschten sich über mögliche Sachzwänge für die Geldpolitik aus, die sich aus der Fiskalpolitik, Schuldenrisiken und bestimmten Finanzmarktstrukturen ergeben.

<sup>5</sup> Ägypten, Algerien, Israel, Jordanien, Libanon, Marokko, Palästinensische Gebiete, Syrien, Türkei und Tunesien.

Im Nahen Osten vertiefte die EZB ihre Beziehungen zum Generalsekretariat des Golfkooperationsrats (GKR) und den Währungsbehörden und Zentralbanken der GKR-Staaten,<sup>5</sup> die bis zum Jahr 2010 eine gemeinsame Währung einführen wollen.

<sup>5</sup> Bahrain, Katar, Kuwait, Oman, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate.



**Künstlerin**

Xenia Hausner

**Titel**

Traumspiel, 2004

**Material**

Farblithografie auf handgeschöpftem Papier, nummeriert (16/25)

**Format**

96 × 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



# **RECHENSCHAFTSPFLICHT**



## I RECHENSCHAFTSPFLICHT GEGENÜBER DER ÖFFENTLICHKEIT UND DEM EUROPÄISCHEN PARLAMENT

Die Pflicht zur Rechenschaftslegung kann als rechtliche und institutionelle Verpflichtung einer unabhängigen Zentralbank definiert werden, ihre Entscheidungen den Bürgern und deren gewählten Vertretern klar und umfassend zu erläutern und sich an den gesteckten Zielen messen zu lassen. Damit bildet die Rechenschaftspflicht ein entscheidendes Gegenstück zur Notenbankunabhängigkeit.

Die EZB ist sich der grundlegenden Bedeutung ihrer Rechenschaftspflicht seit ihrer Gründung bewusst und sucht daher regelmäßig den Dialog mit den Bürgern und deren gewählten Vertretern. Sie kommt allen ihren Berichtspflichten laut EG-Vertrag nach, indem sie Jahresberichte, Quartalsberichte und konsolidierte Wochenausweise herausgibt und sich Anhörungen im Europäischen Parlament stellt. Mit der Herausgabe von Monatsberichten und mit monatlichen Pressekonferenzen übererfüllt die EZB diese Vorgaben sogar. Daneben gibt der EZB-Rat seit Dezember 2004 auch Einblick in die neben den Zinsbeschlüssen getroffenen Entscheidungen (siehe auch Kapitel 6 Abschnitt 1). Auf institutioneller Ebene wurde dem Europäischen Parlament im EG-Vertrag eine zentrale Rolle im Zusammenhang mit der Rechenschaftspflicht der EZB eingeräumt.

Auch im Jahr 2004 hielten die Mitglieder des EZB-Rats zahlreiche Vorträge, um der Öffentlichkeit die Politik der EZB näher zu bringen. Dem Europäischen Parlament erstattete die EZB im Sinne von Artikel 113 EG-Vertrag regelmäßig Bericht über ihre geldpolitischen Beschlüsse und die Erfüllung ihrer sonstigen Aufgaben, wobei die vierteljährlichen Anhörungen des EZB-Präsidenten durch den Ausschuss für Wirtschaft und Währung wiederum das wichtigste Dialogforum darstellten. Der Präsident stellte in diesem Ausschuss und im Plenum des Europäischen Parlaments auch den EZB-Jahresbericht 2003 vor.

Der Ausschuss für Wirtschaft und Währung lud auch ein weiteres Mitglied des EZB-Direktoriums ein, die Ansichten der EZB zur Wirtschaftslage und zu wichtigen Strukturreform-

fragen darzulegen. Ferner nahm die EZB an einer von diesem Ausschuss zum Thema Euro-Zahlungsverkehrsraum organisierten Anhörung teil.

Obwohl die EZB gemäß EG-Vertrag nicht dazu verpflichtet ist, beantwortete sie auch im Jahr 2004 auf freiwilliger Basis schriftliche Anfragen von Mitgliedern des Europäischen Parlaments im Hinblick auf die Erfüllung ihres Mandats. Wie in den Jahren zuvor kam darüber hinaus eine Delegation von Mitgliedern des Ausschusses für Wirtschaft und Währung mit den Direktoriumsmitgliedern zu einem Meinungsaustausch bei der EZB zusammen.

Laut Artikel 112 des EG-Vertrags ist das Europäische Parlament auch vor der Ernennung neuer EZB-Direktoriumsmitglieder anzuhören; derartige Ernennungen müssen einvernehmlich durch die Regierungen der Euro-Länder auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs erfolgen. Nach einer entsprechenden Empfehlung durch den EU-Rat wurde José Manuel González-Páramo vom Europäischen Parlament eingeladen, dem Ausschuss für Wirtschaft und Währung seine Ansichten darzulegen und sich den Fragen der Ausschussmitglieder zu stellen. Nach dieser Anhörung stimmte die Vollversammlung des Europäischen Parlaments seiner Ernennung zum Nachfolger von Eugenio Domingo Solans im Direktorium der EZB zu.

## 2 STANDPUNKT DER EZB ZU THEMEN, DIE BEI SITZUNGEN IM EUROPÄISCHEN PARLAMENT ERÖRTERT WURDEN

Im Vordergrund der Anhörungen des Präsidenten im Europäischen Parlament stand der Meinungsaustausch über die wirtschafts- und geldpolitische Entwicklung und die Geldpolitik der EZB. Auf weitere Fragen, die zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament diskutiert bzw. in der im Oktober 2004 verabschiedeten Entschließung des Parlaments zum EZB-Jahresbericht 2003 thematisiert wurden, wird im Folgenden eingegangen.

### BEITRAG DER GEMEINSAMEN GELDPOLITIK ZUR ALLGEMEINEN WIRTSCHAFTSPOLITIK IN DER GEMEINSCHAFT

Ein zentrales Thema im Dialog zwischen dem Präsidenten und dem Parlament war der Beitrag der gemeinsamen Geldpolitik zur allgemeinen Wirtschaftspolitik in der Gemeinschaft. Während einige Mitglieder des Ausschusses für Wirtschaft und Währung argumentierten, dass mit der Aufrechterhaltung von Preisstabilität alleine Wachstum und Beschäftigung nicht hinreichend gesichert werden könnten und Zielkonflikte zwischen der Inflationsbekämpfung und dem Abbau von Arbeitslosigkeit bestünden, hielten andere Ausschussmitglieder die Bestimmungen von Artikel 105 EG-Vertrag für durchaus angemessen und sprachen sich dafür aus, dass die Gewährleistung von Preisstabilität das vorrangige Ziel der gemeinsamen Geldpolitik bleiben sollte.

Wie der Präsident hervorhob, leistet die EZB mit einer glaubhaften Preisstabilitätspolitik und der erfolgreichen Stabilisierung der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen den bestmöglichen Beitrag zur Schaffung eines wirtschaftlichen Umfelds, in dem nachhaltiges Wachstum möglich ist. Das Europäische Parlament schloss sich dieser Ansicht in seiner Entschließung zum EZB-Jahresbericht 2003 an und würdigte die konsequente Preisstabilitätspolitik der EZB.

### FINANZMARKTINTEGRATION UND FINANZMARKT-REGULIERUNG

Im Rahmen der vierteljährlichen Anhörungen des Präsidenten interessierten sich die Mitglieder des Ausschusses für Wirtschaft und Wäh-

rung auch für den Standpunkt der EZB zu Fragen der Finanzmarktintegration und -regulierung, insbesondere für die Aktivitäten des ESZB und des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR) im Bereich Wertpapierclearing und -verrechnung. In der Entschließung zum EZB-Jahresbericht 2003 verlieh das Europäische Parlament seiner Sorge Ausdruck, dass das ESZB und der CESR mit den von ihnen entwickelten Standards im gerade anlaufenden Gesetzgebungsprozess Entscheidungen vorwegnehmen könnten.

Der Präsident stellte klar, dass die EZB keineswegs die Gesetzgebung präjudizieren wolle. Sollte es zu einem späteren Zeitpunkt eine Clearing- und Verrechnungsrichtlinie geben, müssten die vorgeschlagenen Standards auf ihre Vereinbarkeit mit der Richtlinie geprüft und entsprechend abgeändert werden, falls dies für notwendig befunden wird (siehe auch Kapitel 3 Abschnitt 4).

### RECHENSCHAFTSPFLICHT UND TRANSPARENZ DER EZB

In seiner Entschließung zum EZB-Jahresbericht 2003 äußerte sich das Europäische Parlament sehr positiv über den Dialog mit der EZB, weil die Geldpolitik der EZB durch den regelmäßigen Erfahrungsaustausch für die Öffentlichkeit transparenter und nachvollziehbarer werde. Das ändert nichts daran, dass sich die Standpunkte der EZB und des Europäischen Parlaments in Fragen der Rechenschaftslegung und Transparenz nicht immer decken. So plädierte das Europäische Parlament in seiner Entschließung abermals für die Veröffentlichung von Sitzungsprotokollen und die Offenlegung des Stimmenverhältnisses bei EZB-Ratssitzungen.

Zur Frage der Sitzungsprotokolle betonte der Präsident, dass die Kommunikationskanäle der EZB effektiver, weil unmittelbarer seien. Insbesondere die monatlichen Pressekonferenzen direkt im Anschluss an EZB-Ratssitzungen vermitteln zeitnah ein umfassendes Bild der Beweggründe für die Ratsbeschlüsse, und die

jeweiligen Pressemitteilungen erfüllen damit im Grunde die Funktion eines Protokolls. Außerdem gewährt der EZB-Rat damit bereits viel früher Einblick in seinen Entscheidungsprozess, als dies mit einem formell zu beschließenden Protokoll möglich wäre. Mit den Pressekonferenzen, den Monatsberichten und monatlichen Pressemitteilungen über die zusätzlich zu den Zinsbeschlüssen getroffenen EZB-Ratsentscheidungen ist die EZB eine der transparentesten Notenbanken weltweit.

Im Hinblick auf den Wunsch nach Offenlegung des Abstimmverhaltens der EZB-Ratsmitglieder gab der Präsident zu bedenken, dass angesichts der besonderen institutionellen Umstände, unter denen die gemeinsame Geldpolitik betrieben wird, der nationale Druck auf einzelne Mitglieder zu hoch werden könnte, nationale Interessen über die Interessen des Euroraums zu stellen. Die EZB wird daher auch weiterhin keine Angaben zu individuellen Auffassungen und zum Abstimmverhalten machen. Dies führt auch dazu, dass die Aufmerksamkeit der Öffentlichkeit sich eher auf die ökonomischen Beweggründe für die geldpolitischen Beschlüsse als auf das individuelle Abstimmverhalten richtet. Außerdem entspricht dieser Ansatz der Tatsache, dass der EZB-Rat als Kollegialorgan und für den Euroraum als Ganzem agiert.

### **BANKNOTENFÄLSCHUNG UND BANKNOTENSICHERHEIT**

Die Mitglieder des Ausschusses für Wirtschaft und Währung sprachen auch das Thema Banknotenfälschung an. In seiner Entschließung zum EZB-Jahresbericht 2003 appellierte das Europäische Parlament an die EZB, diesbezüglich äußerst wachsam zu sein und die Erfahrungswerte bei der Gestaltung der nächsten Euro-Banknotenserie entsprechend zu berücksichtigen.

Im Zuge der Anhörungen vor dem Ausschuss bekräftigte der Präsident, dass die EZB das Problem der Banknotenfälschung sehr ernst nehme und laufend an entsprechenden Gegenmaßnahmen arbeite. So habe sie im Kampf ge-

gen Banknotenfälschungen Kooperationsvereinbarungen mit verschiedenen nationalen und internationalen Stellen getroffen. Außerdem fließe die Erfahrung mit sichergestellten Fälschungen in die Forschung und Entwicklung neuer Sicherheitsmerkmale für die nächste Generation der Banknoten ein. Daten über sichergestellte Fälschungen werden zentral in einer EZB-Datenbank gespeichert, auf die alle EU-Notenbanken und nationalen Strafverfolgungsbehörden Zugriff haben (siehe auch Kapitel 2 Abschnitt 3).



**Künstler**

Philippe Cognée

**Titel**

Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

**Material**

Enkaustik auf Leinwand

**Format**

154 × 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



# **ÖFFENTLICHKEITSARBEIT**

## I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

Kommunikation ist ein integraler Bestandteil der Geldpolitik der EZB und spielt auch bei der Durchführung ihrer sonstigen Aufgaben eine zentrale Rolle. Die Öffentlichkeitsarbeit der EZB ist im Wesentlichen von zwei Prinzipien geprägt: Offenheit und Transparenz. Beide tragen zur Wirksamkeit, Effizienz und Glaubwürdigkeit ihrer Geldpolitik bei. Darüber hinaus unterstützen diese Prinzipien die EZB in ihrem Bestreben, umfassend Rechenschaft über ihre Tätigkeiten abzulegen (siehe Kapitel 5).

Im Bereich Öffentlichkeitsarbeit hat die EZB hohe Maßstäbe gesetzt. Geldpolitische Beschlüsse werden unmittelbar nach der Entscheidungsfindung im EZB-Rat im Zuge einer Pressekonferenz erläutert. Anschließend an die ausführlichen einleitenden Bemerkungen stellen sich Präsident und Vizepräsident der EZB der Presse und beantworten die Fragen der Journalisten. Durch die seit 1999 etablierte Praxis, regelmäßig, aktuell und detailliert Einblicke in ihre geldpolitischen Entscheidungen und Standpunkte zu gewähren, sorgt die EZB in ihrer Kommunikationspolitik für ein auf Notenbankebene einzigartig hohes Maß an Offenheit und Transparenz.

Auch Beschlüsse zu den sonstigen Aufgaben des EZB-Rats werden verstärkt öffentlich kommuniziert; seit Dezember 2004 informieren die Notenbanken des Eurosystems darüber regelmäßig auf ihrer jeweiligen Website.

Als Teil des institutionellen Rahmens der EU hat die EZB die Verpflichtung, Rechtsakte und Publikationen, zu deren Veröffentlichung sie satzungsgemäß verpflichtet ist (d. h. Jahresbericht, Quartalsbericht, konsolidierter Wochenanweis des Eurosystems und Konvergenzbericht), in allen Amtssprachen der Gemeinschaft zugänglich zu machen. Mit der EU-Erweiterung am 1. Mai 2004 ist die Zahl der EU-Amtssprachen von 11 auf 20 gestiegen. Im Sinne der Transparenz und Rechenschaftspflicht gegenüber den EU-Bürgern und deren gewählten Vertretern veröffentlicht die EZB auch andere Dokumente in allen Amtssprachen, insbesondere Pressemitteilungen zu geldpolitischen Beschlüssen, zu von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen sowie zu geldpolitischen Positionen, die für die breite Öffentlichkeit von Interesse sind. Bei der Erstellung, Veröffentlichung und Verbreitung der wichtigsten EZB-Publikationen in den einzelnen Landessprachen arbeitet die EZB eng mit den jeweiligen NZBen zusammen.



## 2 KOMMUNIKATIONSMITTEL

Die Kommunikation der EZB stützt sich auf eine Reihe von Publikationen und Instrumentarien, die ständig verbessert werden, um das Informationsangebot für die breite Öffentlichkeit und für Interessenten effektiver gestalten zu können.

Der Jahresbericht bietet einen umfassenden Überblick über die Aktivitäten der EZB im vergangenen Jahr und ist zugleich ein Rechenschaftsbericht. Im Monatsbericht vermittelt die EZB ihre aktuelle Beurteilung der wirtschaftlichen und geldpolitischen Entwicklungen, genaue Angaben zu den Faktoren, die ihren geldpolitischen Beschlüssen zugrunde liegen, sowie allgemeine Beiträge zu notenbankrelevanten Themen. Ferner trägt sie durch die Veröffentlichung von Working Papers und Occasional Papers sowie durch die Veranstaltung von wissenschaftlichen Konferenzen, Seminaren und Workshops zur Verbreitung von Forschungsergebnissen bei.

Im Jahr 2004 initiierte die EZB zusammen mit der BIZ und den Zentralbanken der G 10 eine neue Fachpublikation mit dem Titel „International Journal of Central Banking“, die auf wirtschaftspolitisch relevante Themen zur Theorie und Praxis des Zentralbankwesens und dabei insbesondere auf die Bereiche Geldpolitik und Finanzmarktstabilität ausgerichtet ist. Die ers-

te Ausgabe dieser vierteljährlichen Publikation wird 2005 erscheinen.

Anhörungen vor dem Europäischen Parlament und den nationalen Parlamenten sowie Medienauftritte und öffentliche Vorträge zeugen vom Engagement aller Mitglieder des EZB-Rats, das Wissen der Bevölkerung über die Aufgaben und Zielsetzungen der EZB sowie das Verständnis für diese Bereiche zu vertiefen. Im Jahr 2004 haben die sechs Mitglieder des Direktoriums etwa 220 Reden gehalten, zahlreiche Interviews gegeben und Beiträge in Zeitungen und Zeitschriften veröffentlicht. Durch Besuche in den EU-Mitgliedstaaten und in anderen Ländern haben der EZB-Präsident und andere Direktoriumsmitglieder im Jahr 2004 dazu beigetragen, die EZB und ihre Tätigkeit den Bürgern Europas und der ganzen Welt näher zu bringen. Mit ihrer Öffentlichkeitsarbeit richtete sich die EZB bereits vor der EU-Erweiterung im Mai 2004 in zunehmendem Maße auch an Zielgruppen in den neuen Mitgliedstaaten.

Auch die NZBen des Euroraums spielen eine wichtige Rolle in der Öffentlichkeitsarbeit. Sie stellen sicher, dass Informationen über den Euro und über die Aktivitäten des Eurosystems auf nationaler Ebene an Bevölkerung und Interessenten weitergegeben werden und wenden



sich in der jeweiligen Landessprache und unter Nutzung der nationalen Infrastrukturen an eine Reihe regionaler und nationaler Zielgruppen.

Ein weiterer wichtiger Kanal für den Informationsfluss zu den Finanzmärkten ist das automatisierte Informationssystem der EZB. Dieses System leitet in Echtzeit Informationen an ausgewählte Nachrichtenagenturen weiter, die auf ihren Bildschirmen Seiten mit den EZB-Leitzinssätzen und Daten zu Marktaktivitäten und zur Liquiditätsversorgung im Euroraum anzeigen. Diese Seiten werden von der EZB zur Verfügung gestellt und regelmäßig aktualisiert. Die Zahl der Nachrichtenagenturen, denen die EZB Zugang zu diesem System gewährt, ist im Jahr 2004 von drei auf fünf angestiegen.

Sämtliche von der EZB im Internet veröffentlichten Dokumente sind unter [www.ecb.int](http://www.ecb.int) verfügbar; auch die zahlreichen Aktivitäten der EZB werden dort vorgestellt. Die Website wurde im Jahr 2004 inhaltlich umstrukturiert und durch ein neues Design benutzerfreundlicher gestaltet. Die neue Website dient auch als Anlaufstelle für Anfragen aus der Bevölkerung und als Plattform für die Einleitung öffentlicher Konsultationsverfahren der EZB. Im Jahr 2004 sind über verschiedene Kanäle rund 47 000 Anfragen eingelangt und bearbeitet worden.

Die EZB praktiziert Offenheit auch im wörtlichen Sinn, indem sie Besuche vor Ort in Frankfurt ermöglicht. Im Berichtsjahr nutzten etwa 8 000 Besucher die Möglichkeit, bei Vorträgen und Präsentationen von EZB-Mitarbeitern Informationen aus erster Hand zu erhalten. Der Großteil der Besucher waren Studierende und Fachleute aus dem Finanzbereich.



**Künstler**

Jan Fabre

**Titel**

Ohne Titel, 1987

**Material**

Tinte auf Papier

**Format**

200 × 158 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**ERWEITERUNG DER  
EUROPÄISCHEN UNION**

## I ZEHN NEUE MITGLIEDSTAATEN

Mit Estland, Lettland, Litauen, Malta, Polen, der Slowakei, Slowenien, der Tschechischen Republik, Ungarn und Zypern traten der EU am 1. Mai 2004 zehn Länder aus Mittel- und Osteuropa sowie dem Mittelmeerraum bei. Mit diesem Beitritt wurden auch die NZBen der neuen Mitgliedstaaten in das Europäische System der Zentralbanken eingegliedert; ihre Präsidenten gehören seither dem Erweiterten Rat als vollwertige Mitglieder an. Ihre Vertreter auf Expertenebene haben in den ESZB-Ausschüssen bei der Erörterung von Angelegenheiten, die in den Zuständigkeitsbereich des Erweiterten Rats fallen, ebenfalls den Status von Vollmitgliedern.

Die Eingliederung der neuen Mitglieder in das ESZB verlief reibungslos. Die nötigen Vorbereitungen, insbesondere in den Bereichen Zentralbankgeschäfte, Zahlungs- und Abrechnungssysteme, Statistik, Banknoten, IT-Infrastruktur und IT-Anwendungen wurden auf Basis des 2003 von der EZB entwickelten Masterplans für die Erweiterung getroffen. Die hinsichtlich Zuverlässigkeit und Sicherheit optimierte IT-Infrastruktur des ESZB verbindet nunmehr alle 25 NZBen und die EZB. Der Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der EZB wurde erweitert, und die NZBen der neuen Mitgliedstaaten haben einen bestimmten Prozentsatz des von ihnen gezeichneten Kapitals als Beitrag zu den Betriebskosten der EZB einbezahlt.

Das fünfte High-Level-Seminar über den Beitrittsprozess, das im März 2004 in Paris stattfand, leitete die Abschlussphase der Beitrittsvorbereitungen ein. An dem gemeinsam von EZB und Banque de France veranstalteten Seminar nahmen die Präsidenten und hochrangige Vertreter der Zentralbanken des ESZB, der zehn beitretenden Länder sowie von Bulgarien und Rumänien teil. Letztere standen zu diesem Zeitpunkt kurz vor dem Abschluss ihrer EU-Beitrittsverhandlungen. Themenschwerpunkte des Seminars waren geld- und wechselkurspolitische Fragen sowie praktische Aspekte der Funktionsweise des WKM II, die Haushaltsdisziplin im Rahmen des Stabilitäts- und Wach-

tumspakts und schließlich Fragen der Finanz- und Rechnungslegungsvorschriften und der Corporate Governance.

Die im Zuge des Erweiterungsprozesses gewonnenen Erfahrungen wurden inzwischen ausgewertet; sie werden in die Vorbereitungen auf zukünftige Erweiterungen der Union und des Euroraums einfließen.

Die Europäische Kommission und die EZB veröffentlichten am 20. Oktober 2004 jeweils einen Konvergenzbericht, in dem sie Bilanz zogen über die Fortschritte, die die neuen Mitgliedstaaten und die anderen EU-Länder mit einer Ausnahmeregelung bei der Verwirklichung der WWU gemacht haben. Laut dem Konvergenzbericht der EZB erfüllt noch keines der betrachteten Länder alle Bedingungen für die Einführung des Euro, einschließlich der erforderlichen gesetzlichen Rahmenbedingungen zur Gewährleistung der Zentralbankunabhängigkeit.

Die Erweiterung vom Mai 2004 war zwar hinsichtlich der Anzahl der beitretenden Länder die bedeutendste in der Geschichte der europäischen Integration, aber wirtschaftlich betrachtet haben sich die Eckdaten der EU dadurch nicht wesentlich verändert. Die wirtschaftliche Diversität innerhalb der EU hat jedoch zugenommen, denn die institutionellen und strukturellen Merkmale der neuen Mitgliedstaaten unterscheiden sich in vieler Hinsicht von jenen der anderen Mitgliedstaaten. Der in der Mehrzahl der neuen Mitgliedstaaten vollzogene Übergang von einer Plan- zu einer Marktwirtschaft hat tief greifende institutionelle und strukturelle Veränderungen nach sich gezogen. Auf längere Sicht sollte die Erweiterung – wie auch schon während der zehnjährigen Beitrittsvorbereitung – das Wirtschaftswachstum in der EU positiv beeinflussen. Im Folgenden werden einige der wichtigsten makroökonomischen Indikatoren der Union vor und nach dem Beitritt der neuen Mitgliedstaaten mit den Daten für die Vereinigten Staaten und Japan verglichen.

## BEVÖLKERUNG UND WIRTSCHAFTSLEISTUNG

Durch die Erweiterung im Jahr 2004 hat sich die Bevölkerungszahl der EU um beinahe 20 % auf nunmehr 457,7 Millionen erhöht (siehe Tabelle 16); gemessen an der Bevölkerungszahl war die EU aber auch schon davor die größte Wirtschaftseinheit in der industrialisierten Welt.

Die am nominalen BIP gemessene Wirtschaftsleistung der EU 25 belief sich im Jahr 2003 auf 9 752 Mrd €, wobei der Beitrag der neuen Mitgliedstaaten 4,5 % ausmachte. Die wirtschaftliche Dimension dieser Erweiterung war also im historischen Vergleich relativ begrenzt. So nahm beispielsweise das Gesamt-BIP der Europäischen Gemeinschaft bei der Erweiterung auf zwölf Mitglieder durch den Beitritt Spaniens und Portugals im Jahr 1986 um gut 8 % zu, und

beim Beitritt von Finnland, Österreich und Schweden im Jahr 1995 um gut 7 %. Durch den Beitritt der zehn neuen Mitgliedsstaaten erhöhte sich der Anteil der EU am Welt-BIP jedoch nur von 30,4 % auf 31,8 % (auf Grundlage von BIP- und Wechselkursdaten aus dem Jahr 2003). Solche internationalen Vergleiche sind allerdings stark von Wechselkursentwicklungen beeinflusst. Zur Ausschaltung derartiger Schwankungen und dadurch bedingter Verzerrungen bieten sich Vergleiche auf der Basis von Kaufkraftparitäten an, obwohl auch Kaufkraftparitäten statistisch nicht unproblematisch sind. In Kaufkraftparitäten gemessen führte die jüngste Erweiterung zu einem Anstieg des EU-BIP um 9,5 %, womit die EU 25 nun (basierend auf Daten für 2003) vor den Vereinigten Staaten liegen.

**Tabelle 16 Ausgewählte volkswirtschaftliche Indikatoren für die EU (EU 15 bzw. EU 25)**

	Berichtszeitraum	Einheit	EU 15	EU 25	Vereinigte Staaten	Japan
Bevölkerung	2004	in Millionen	384,5	457,7	293,9	127,5
BIP (Anteil am Welt-BIP) <sup>1)</sup>	2003	in %	30,4	31,8	30,4	11,9
BIP	2003	in Mrd €	9 310	9 752	9 673	3 800
	2003	in Mrd KKP	9 310	10 193	9 957	3 254
BIP pro Kopf	2003	in Tsd €	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	in Tsd KKP	24,3	22,3	34,2	25,5
Exporte im weiteren Sinn	2003	in % des BIP	14,0	12,4	9,3	12,2
Importe im weiteren Sinn	2003	in % des BIP	13,3	12,1	13,8	10,6
Wirtschaftssektoren <sup>2)</sup>						
Land- und Forstwirtschaft	2003	in % des BIP	2,0	2,1	0,8	1,2
Industrie (einschließlich Baugewerbe)	2003	in % des BIP	26,6	26,8	19,7	29,2
Dienstleistungen	2003	in % des BIP	71,4	71,1	79,5	69,6
Arbeitslosenquote	2003	in %	8,1	9,1	6,0	5,3
Erwerbsquote <sup>3)</sup>	2003	in %	70,0	69,3	75,8	78,2
Beschäftigungsquote <sup>4)</sup>	2003	in %	64,4	63,0	71,2	68,4
Öffentliche Haushalte <sup>5)</sup>						
Überschuss (+) oder Defizit (-)	2003	in % des BIP	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Ausgaben	2003	in % des BIP	48,5	48,5	34,4	39,1
Einnahmen	2003	in % des BIP	45,8	45,6	29,8	31,6
Schulden (brutto)	2003	in % des BIP	64,2	63,2	63,1	156,9
Bankeinlagen <sup>6)</sup>	2003	in % des BIP	83,9	82,4	47,8	120,2
Kreditvergabe an den privaten Sektor <sup>7)</sup>	2003	in % des BIP	99,2	96,3	51,4	118,8
Börsenkapitalisierung	2003	in % des BIP	66,3	65,2	126,7	61,6

Quellen: Eurostat, Europäische Kommission, IWF, BIZ, EZB und EZB-Berechnungen.

1) Auf Basis des nominalen BIP der jeweiligen Region ausgedrückt in US-Dollar.

2) Anteil an der nominalen Bruttowertschöpfung.

3) Anteil der Erwerbspersonen (= Erwerbstätigen und Arbeitslosen) an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre).

4) Anteil der Erwerbstätigen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (15 bis 64 Jahre).

5) Gesamtstaat gemäß ESVG 95.

6) EU 15 und EU 25: Gesamteinlagen bei MFIs; Vereinigte Staaten: Sicht-, Termin- und Spareinlagen bei Kreditinstituten; Japan: Sicht- und Termineinlagen bei Depositenbanken.

7) EU 15 und EU 25: Kredite von MFIs an sonstige Gebietsansässige; Vereinigte Staaten: Kreditvergabe durch Geschäftsbanken, Sparkassen und Kreditgenossenschaften; Japan: Kreditvergabe an den privaten Sektor.

Da die neuen Mitgliedsländer im Verhältnis zu ihrer aktuellen Wirtschaftsleistung eine relativ hohe Bevölkerungszahl aufweisen, bringt ihr Beitritt einen Rückgang des durchschnittlichen BIP pro Kopf in der EU mit sich. Im Zuge des fortschreitenden Aufholprozesses ist hier jedoch wieder mit einer schrittweisen Erhöhung zu rechnen. Gegenüber den Vereinigten Staaten und Japan ist das BIP pro Kopf in der EU 25 verhältnismäßig niedrig, wobei der Abstand zu Japan in Kaufkraftparitäten gemessen deutlich geringer ist (wiederum auf Basis der Zahlen für 2003).

Aufgrund der veränderten Rahmenbedingungen für den freien Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Kapital und Personen – die so genannten vier Freiheiten – wird der Beitritt der neuen Mitgliedstaaten auch auf längere Sicht die Wirtschaftsaktivität zwischen den neuen und den anderen EU-Ländern beeinflussen, selbst wenn einige Jahre lang Einschränkungen für die Zuwanderung gelten. So wird die Anwendung der vier Freiheiten in allen 25 Ländern im Zuge der Ausweitung des Binnenmarkts voraussichtlich den Wettbewerb ankurbeln und zu einer Kostendegression führen. Ausmaß und Tempo dieser Auswirkungen werden jedoch von vielen Faktoren, darunter auch der künftigen Wirtschaftspolitik der einzelnen EU-Mitgliedstaaten, abhängen.

#### **INTERNATIONALER HANDEL**

In der EU 25 wird das Handelsaufkommen zwischen der EU 15 und den neuen Mitgliedstaaten (sowie der Handel zwischen den neuen Mitgliedern) nicht mehr dem internationalen Handel zugerechnet, sondern folgerichtig als EU-Binnenhandel gewertet. Umgekehrt gilt das Handelsaufkommen zwischen den neuen Mitgliedstaaten und der übrigen Welt mit Ausnahme der EU 15 nunmehr als EU-Außenhandel. Obwohl die meisten neuen Mitgliedstaaten ausgesprochen offene Volkswirtschaften sind, hat sich infolge der Erweiterung die Handelsöffnung der EU insgesamt leicht verringert, denn das Handelsvolumen zwischen der EU 15 und den neuen Mitgliedsländern fällt stärker ins Gewicht als die Handelsverflechtung der

neuen Mitglieder mit Drittstaaten. Daten aus dem Jahr 2003 zufolge machte der Export von Waren und Dienstleistungen in der erweiterten EU 12,4 % des BIP aus, verglichen mit 9,3 % in den Vereinigten Staaten und 12,2 % in Japan.

#### **PRODUKTIONSSTRUKTUR**

Im Vergleich zur EU 15 ist die Produktionsstruktur in den neuen Mitgliedstaaten durch einen höheren BIP-Anteil der landwirtschaftlichen Produktion (3,2 %) und der Industrie (31,9 %) sowie durch einen geringeren Anteil des Dienstleistungssektors (64,9 %) gekennzeichnet. Sektorale Unterschiede in der Beschäftigung sind in den neuen Mitgliedstaaten tendenziell stärker ausgeprägt als in der EU 15. Dennoch haben sich infolge der Erweiterung die Beiträge der drei Sektoren zum EU-BIP und die jeweiligen Beschäftigungszahlen nur geringfügig verändert. Ein Vergleich mit anderen bedeutenden Wirtschaftsräumen zeigt, dass der Agrarsektor der EU größer als jener der Vereinigten Staaten und Japans ist. Hinsichtlich der Industrieproduktion liegt die EU vor den Vereinigten Staaten, jedoch hinter Japan, während sie beim Dienstleistungssektor vor Japan und hinter den Vereinigten Staaten gereiht ist.

#### **ARBEITSMARKT**

In den neuen Mitgliedstaaten ist die durchschnittliche Arbeitslosenquote höher als in den Ländern der EU 15, d. h. sie ist in der EU 25 durch die Erweiterung etwas gestiegen. Trotz des Rückgangs in den späten Neunzigerjahren ist die Arbeitslosenquote sowohl in der EU 15 als auch in der EU 25 (8,1 % bzw. 9,1 % im Jahr 2003) weiterhin deutlich höher als in den Vereinigten Staaten und Japan (6,0 % bzw. 5,3 %). Aufgrund von strukturellen Anpassungen beim Übergang zur Marktwirtschaft ist in den vergangenen zehn Jahren die Arbeitslosenquote in den neuen mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländern gestiegen, und regionale Unterschiede im Ausmaß der Arbeitslosigkeit haben sich verstärkt. Die Beschäftigungsaussichten sollten sich jedoch in den kommenden Jahren verbessern, da der mit der Umstrukturierung von Unternehmen einhergehende Abbau von Arbeitsplätzen nachlassen dürfte. Längerfris-

tig wird voraussichtlich auch das Aufholpotenzial der neuen Mitgliedstaaten hinsichtlich ihres Pro-Kopf-BIP zu einer günstigen Beschäftigungsentwicklung und einer niedrigeren Arbeitslosigkeit beitragen.

Durch den Beitritt der neuen Mitgliedstaaten ist die Beschäftigungsquote in der EU um 1,4 Prozentpunkte auf 63,0 % gesunken. Eine Aufschlüsselung dieser Zahlen für die neuen Mitglieder zeigt, dass vor allem die Erwerbsbeteiligung von Männern merklich unter dem Niveau der EU 15 liegt, während der Abstand bei den Frauen geringer ist. Die Beschäftigungsquote der 55- bis 64-Jährigen in den neuen Mitgliedsländern liegt ebenfalls deutlich unter jener der EU 15. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten und Japan ist die Erwerbsquote in der EU insgesamt niedrig. In Kombination mit der höheren Arbeitslosigkeit bleibt daher auch die Beschäftigungsquote in der EU hinter jener in den Vereinigten Staaten und in Japan zurück.

#### **HAUSHALTSLAGE UND ANTEIL DES ÖFFENTLICHEN SEKTORS**

Trotz hoher Haushaltsdefizite in den meisten neuen Mitgliedsländern hat sich die gewichtete durchschnittliche Defizitquote in der EU nicht nennenswert verändert (siehe Kapitel 1 Abschnitt 2.5). Der BIP-Anteil von Staatsausgaben und öffentlichen Einnahmen liegt in den meisten neuen Mitgliedsländern zwar ein wenig unter den Vergleichswerten für die EU 15, in Relation zum Einkommensniveau ist er jedoch hoch. Aufgrund der relativ geringen wirtschaftlichen Bedeutung der neuen Mitgliedsländer bleibt der Anteil des öffentlichen Sektors in der EU 25 nach der Erweiterung dennoch weitgehend unverändert. Durch die Erweiterung ist der durchschnittliche Schuldenstand in der EU infolge der generell deutlich niedrigeren Verschuldung der neuen Mitgliedsländer nun sogar leicht gesunken.

Das durchschnittliche gesamtstaatliche Budgetdefizit der EU 25 ist mit 2,8 % (2003) niedriger als in den Vereinigten Staaten und in Japan. Hingegen ist in der EU 25 die Staatsquote mit einer staatlichen Ausgabenquote von



beinahe 49 % und einer staatlichen Einnahmenquote von knapp 46 % höher als in den Vereinigten Staaten und in Japan. In den Vereinigten Staaten entsprechen die Ausgaben der öffentlichen Hand gut 34 % des BIP, die Einnahmen knapp 30 %. Japan verzeichnet aufgrund der höheren Differenz zwischen den Staatsausgaben (gut 39 % des BIP) und den öffentlichen Einnahmen (knapp 32 %) auch ein höheres Staatsdefizit. Gleichzeitig ist Japan auch stärker verschuldet als die EU und die Vereinigten Staaten, in denen die laufende Neuverschuldung zu einer ähnlich hohen Schuldenquote geführt hat.

#### **FINANZSTRUKTUR**

Die Finanzstruktur der EU hat sich durch die Erweiterung insgesamt nicht tief greifend verändert, obwohl im Vergleich zur EU 15 die Finanzintermediation in den neuen Mitgliedstaaten im Durchschnitt stärker über Banken erfolgt. In den meisten neuen Mitgliedsländern ist der Finanzsektor gemessen an der Bilanzsumme des Bankensektors und der Börsenkapitalisierung relativ klein. Doch das Ausmaß der Finanzintermediation hat in einigen neuen Mitgliedsländern in jüngster Zeit recht rasch zugenommen. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten ist der EU-Finanzsektor weiterhin stärker auf das Bankgeschäft konzentriert, wäh-



rend die Aktienmärkte eine geringere Rolle spielen. Im Vergleich mit Japan stellt sich die Situation genau umgekehrt dar: Bankgeschäfte sind in der EU weniger bedeutend, und die Börsen spielen eine wichtigere Rolle.

## 2 BEZIEHUNGEN ZU KANDIDATENLÄNDERN

Derzeit gibt es vier Länder, die sich offiziell um eine EU-Mitgliedschaft bewerben: Bulgarien, Kroatien, Rumänien und die Türkei. Nach dem erfolgreichen Abschluss der Beitrittsverhandlungen mit Bulgarien und Rumänien rief der Europäische Rat im Dezember 2004 dazu auf, die Beitrittsverträge mit diesen beiden Ländern im Hinblick auf eine Unterzeichnung im April 2005 fertig zu stellen. Bulgarien und Rumänien könnten der EU dann voraussichtlich im Januar 2007 beitreten. Kroatien wurde der Status eines Kandidatenlands im Juni 2004 zuerkannt, und die Beitrittsverhandlungen werden im März 2005 beginnen, sofern das Land uneingeschränkt mit dem Internationalen Tribunal für Verbrechen im ehemaligen Jugoslawien kooperiert. Der Türkei hat der Europäische Rat 1999 in Helsinki den Status eines Kandidatenlands zuerkannt. Im Hinblick auf einen Bericht und eine Empfehlung der Kommission hat der Europäische Rat im Dezember 2004 entschieden, dass die Türkei nach In-Kraft-Treten entsprechender Rechtsakte die politischen Kriterien von Kopenhagen für die Aufnahme von Beitrittsverhandlungen in ausreichendem Maß erfüllt. Vor diesem Hintergrund hat er die Kommission im Dezember aufgefordert, einen Entwurf mit den Rahmenbedingungen für die Verhandlungen im Hinblick auf deren Aufnahme am 3. Oktober 2005 vorzubereiten.

Das Eurosystem hat auch 2004 die monetären und wirtschaftlichen Entwicklungen in den Kandidatenländern überwacht und sich dabei insbesondere auf die Aspekte Inflationsabbau, Finanzsektor und strukturelle Annäherung an die EU konzentriert.

Ferner hat die EZB ihre bilateralen Beziehungen zu den Zentralbanken von Bulgarien und Rumänien weiter ausgebaut. Die ersten Besuche von Mitgliedern des EZB-Direktoriums bei diesen Zentralbanken fanden im Oktober 2004 statt. Wichtigstes Ziel dieser Besuche war die Erörterung der künftigen Zusammenarbeit mit dem Eurosystem. So wird die EZB den Dialog mit den Zentralbanken der Kandidatenländer schon vor deren Beitritt suchen. Nach der Unterzeichnung des Beitrittsvertrags wird der

Präsident der betreffenden Zentralbank eingeladen, als Beobachter an den Sitzungen des Erweiterten Rats teilzunehmen. Auch die Experten dieser Zentralbank haben in den ESZB-Ausschüssen Beobachterstatus, sofern dort Angelegenheiten im Zuständigkeitsbereich des Erweiterten Rats behandelt werden. Ein Besuch bei der kroatischen Notenbank ist für März 2005 geplant.

Die EZB hat außerdem ihren Dialog mit der türkischen Zentralbank auf höchster Ebene weitergeführt, der alljährlich ein Treffen auf Direktoriumsebene beinhaltet. Im Mittelpunkt der Beratungen standen der gesamtwirtschaftliche Stabilisierungsprozess der Türkei, die Geld- und Wechselkurspolitik der türkischen Zentralbank und die wirtschaftliche Lage im Euroraum. Über den politischen Dialog hinaus wurde auch die technische Zusammenarbeit zwischen Geschäftsbereichen der EZB und der türkischen Zentralbank fortgesetzt.

**Künstler**

Reinhold A. Goelles

**Titel**

Ohne Titel

**Material**

Acryl auf Leinwand

**Format**

152 × 100 cm

© Europäische Zentralbank



**INSTITUTIONELLER  
RAHMEN,  
ORGANISATION UND  
JAHRESABSCHLUSS**



# I BESCHLUSSORGANE UND KONTROLLINSTANZEN DER EZB

## I.1 DAS EUROSISTEM UND DAS EUROPÄISCHE SYSTEM DER ZENTRALBANKEN



Die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken (NZB) der zwölf Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, bilden das Zentralbankensystem des Euro-Währungsgebiets: das Eurosystem. Der EZB-Rat verständigte sich auf die Bezeichnung „Eurosystem“, um die komplexe Struktur des Zentralbankensystems im Euroraum besser zu veranschaulichen. Dieser Begriff, der die gemeinsame Identität, Teamarbeit und Kooperation aller Mitglieder des Eurosystems unterstreicht, wurde auch in dem am 29. Oktober 2004 in Rom unterzeichneten Vertrag über eine Verfassung für Europa eingeführt. In diesem Sinn hat der EZB-Rat für das Eurosystem ein Leitbild sowie strategische Leitlinien und organisatori-

sche Grundsätze für die Erfüllung der Aufgaben durch alle Mitglieder des Eurosystems verabschiedet (siehe Kasten 15).

Das ESZB setzt sich aus der EZB und den NZB aller EU-Mitgliedstaaten zusammen (seit 1. Mai 2004 25 Mitgliedstaaten), d. h., es sind auch die NZB der Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, darin vertreten. Die Unterscheidung zwischen Eurosystem und ESZB ist notwendig, solange der Euro nicht in allen Mitgliedstaaten eingeführt ist.

Die EZB besitzt Rechtspersönlichkeit im Sinne des Völkerrechts. Als zentrale Schaltstelle des Eurosystems und des ESZB stellt sie sicher,

dass sämtliche Aufgaben der beiden Systeme entweder von ihr selbst oder von den NZBen erfüllt werden.

Jede NZB besitzt eigenständige Rechtspersönlichkeit gemäß dem jeweils geltenden innerstaatlichen Recht, wobei die NZBen der Euro-Länder integraler Bestandteil des Eurosystems sind und die dem Eurosystem übertragenen Aufgaben gemäß den von den Beschlussorganen der EZB erlassenen Vorschriften ausführen. Durch ihre Teilnahme an den einzelnen Ausschüssen des Eurosystems bzw. des ESZB (siehe Abschnitt 1.5 dieses Kapitels) gestalten die NZBen die Tätigkeit des Eurosystems und des ESZB aktiv mit. Aufgaben, die nicht mit dem Eurosystem zusammenhängen, können von den NZBen in eigener Verantwortung weiterhin wahrgenommen werden, es sei denn, der EZB-Rat stellt fest, dass diese nicht mit den Zielen und Aufgaben des Eurosystems vereinbar sind.

An der Spitze des Eurosystems und des ESZB stehen die Beschlussorgane der EZB: der EZB-Rat und das EZB-Direktorium. Innerhalb des

Eurosystems und des ESZB ist die Entscheidungsfindung zentralisiert. Strategisch wie operativ trägt jedoch die EZB gemeinsam mit den NZBen des Eurogebiets – unter gebührender Berücksichtigung des in der ESZB-Satzung verankerten Grundsatzes der Dezentralisierung – zur Erreichung der gemeinsamen Ziele bei. Solange es Mitgliedstaaten gibt, die den Euro noch nicht eingeführt haben, fungiert der Erweiterte Rat als drittes Beschlussorgan. Die Zuständigkeit der Beschlussorgane ist im EG-Vertrag, in der ESZB-Satzung und in den einschlägigen Geschäftsordnungen geregelt.<sup>1</sup> Im Jahr 2004 wurden die Geschäftsordnungen der EZB und des Erweiterten Rats der EZB überprüft, um sowohl den Entwicklungen seit 1999 als auch den aus der Erweiterung des ESZB resultierenden Veränderungen Rechnung zu tragen.

<sup>1</sup> Siehe Beschluss EZB/2004/2 vom 19. Februar 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank, ABl. L 80 vom 18.3.2004, S. 33; Beschluss EZB/2004/12 vom 17. Juni 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Erweiterten Rates der EZB, ABl. L 230 vom 30.6.2004, S. 61 sowie Beschluss EZB/1999/7 vom 12. Oktober 1999 hinsichtlich der Geschäftsordnung des Direktoriums der Europäischen Zentralbank, ABl. L 314 vom 8.12.1999, S. 34. Alle angeführten Dokumente sind auch auf der EZB-Website abrufbar.

## Kasten 15

### DAS LEITBILD DES EUROSISTEMS

Das Leitbild des Eurosystems wurde im Januar 2005 veröffentlicht, nachdem es durch den EZB-Rat sowie das EZB-Direktorium – Letzteres im August 2003 – verabschiedet worden war. Es fußt auf dem seit 1999 innerhalb des gemeinsamen Zentralbankensystems für den Euroraum aufgebauten Erfahrungskapital sowie dem Fachwissen und den unverzichtbaren Beiträgen aller Zentralbanken des Eurosystems. Es folgt das Leitbild des Eurosystems im Wortlaut:

*„Die Europäische Zentralbank und die nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, bilden das Eurosystem, die Währungsbehörde des Eurogebiets. Unser vorrangiges Ziel ist die Gewährleistung von Preisstabilität im Interesse des Gemeinwohls. Als führende Instanz im Finanzsektor trägt das Eurosystem außerdem eine besondere Verantwortung für die Stabilität des Finanzsystems und die Förderung der Finanzmarktintegration in Europa.*

*Glaubwürdigkeit, Vertrauen, Transparenz und Rechenschaftspflicht sind tragende Werte bei der Umsetzung unserer Ziele. Eine erfolgreiche Kommunikation mit den Bürgerinnen und Bürgern Europas sowie mit den Medien ist für uns von größter Bedeutung. Unsere Beziehungen zu*

*europäischen Institutionen und nationalen Behörden gestalten wir als Mitglieder des Eurosystems in voller Übereinstimmung mit den Bestimmungen des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft und im Einklang mit dem Prinzip der Unabhängigkeit von Zentralbanken.*

*Strategisch wie operativ tragen wir alle – unter gebührender Berücksichtigung des Grundsatzes der Dezentralisierung – zur Erreichung der gemeinsamen Ziele bei. Wir verpflichten uns dem Prinzip der Good Governance und nehmen unsere Aufgaben im Geist von Kooperation und Teamarbeit effektiv und wirtschaftlich wahr. Gestützt auf unser enormes Erfahrungskapital sowie auf den Austausch von Wissen wollen wir, die Mitglieder des Eurosystems, im Rahmen klar festgelegter Rollen und Zuständigkeiten unsere gemeinsame Identität stärken, mit einer Stimme sprechen und Synergieeffekte nutzen.“*

Gestützt auf organisatorische Grundsätze und eine Reihe von strategischen Leitlinien legt das Leitbild die gemeinsamen Ziele der Zentralbanken des Eurosystems sowie deren Zusammenwirken und Kooperation auf der Basis gemeinsamer Werte fest (weitere Informationen finden sich auf der EZB-Website). Außerdem soll das Leitbild allen Mitarbeitern des Eurosystems konkrete Anhaltspunkte bieten und die Öffentlichkeit darüber informieren, wie das Eurosystem den ihm durch EG-Vertrag und ESZB-Satzung zugewiesenen Aufgaben und Zielen nachkommt.

## 1.2 DER EZB-RAT

Der EZB-Rat setzt sich aus allen Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der NZBen derjenigen Mitgliedstaaten zusammen, deren Währung der Euro ist. Die Hauptaufgaben des EZB-Rats bestehen gemäß EG-Vertrag darin,

- die Leitlinien zu erlassen und die Beschlüsse zu fassen, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem Eurosystem übertragenen Aufgaben zu gewährleisten,
- die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets festzulegen – gegebenenfalls durch Beschlüsse zur Festsetzung geldpolitischer Zwischenziele und der Leitzinssätze sowie zur Bereitstellung von Zentralbankgeld im Eurosystem – und die zur Umsetzung dieser Beschlüsse notwendigen Leitlinien zu erlassen.

Der EZB-Rat tritt in der Regel alle zwei Wochen in den Räumlichkeiten der EZB in Frank-

furt am Main zusammen. Bei seiner ersten Sitzung im Monat führt der EZB-Rat unter anderem eine eingehende Analyse der monetären und wirtschaftlichen Entwicklung durch und fasst die damit verbundenen Beschlüsse, während bei der zweiten Sitzung im Monat vorwiegend Fragen behandelt werden, die mit den übrigen Aufgaben und Verantwortungsbereichen der EZB und des Eurosystems zusammenhängen. Im Jahr 2004 fanden zwei Sitzungen außerhalb Frankfurts statt, und zwar bei der Suomen Pankki in Helsinki und bei der belgischen Notenbank in Brüssel.

Bei der Beschlussfassung in geldpolitischen Angelegenheiten und anderen Aufgaben der EZB und des Eurosystems agieren die Mitglieder des EZB-Rats nicht als Vertreter ihres jeweiligen Landes, sondern vollkommen unabhängig in persönlicher Funktion. Dies zeigt sich auch an dem Grundsatz, dass jedes Mitglied im EZB-Rat über eine gleichberechtigte Stimme verfügt („ein Mitglied – eine Stimme“).



Gemäß der im Vertrag von Nizza enthaltenen Ermächtigungsklausel fasste der EU-Rat in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs auf Grundlage einer Empfehlung der EZB am 21. März 2003 einstimmig den Beschluss zur Änderung der Abstimmungsregeln im EZB-Rat (Artikel 10.2 der ESZB-Satzung); dieser trat nach Ratifizierung durch alle Mitgliedstaaten am 1. Juni 2004 in Kraft. Dementsprechend werden weiterhin sämtliche Mitglieder des EZB-Rats an den Sitzungen und Beratungen teilnehmen. Die Anzahl der jeweils stimmberechtigten Präsidenten darf jedoch zu keinem Zeitpunkt 15 überschreiten, wobei ein System rotierender Stimmrechte zur Anwendung kommt, sobald dem EZB-Rat mehr als 15 NZB-Präsidenten angehören. Die 15 Stimmrechte werden nach Maßgabe vorab festgelegter Regeln einer Rotation unter den NZB-Präsidenten unterliegen. Die sechs Direktoriumsmitglieder behalten ihr dauerhaftes Stimmrecht.

## DER EZB-RAT



### **Jean-Claude Trichet**

Präsident der EZB

### **Lucas D. Papademos**

Vizepräsident der EZB

### **Jaime Caruana**

Gouverneur, Banco de España

### **Vítor Constâncio**

Gouverneur, Banco de Portugal

### **Eugenio Domingo Solans** (bis 31. Mai 2004)

Mitglied des Direktoriums der EZB

### **Antonio Fazio**

Gouverneur, Banca d'Italia

### **Nicholas C. Garganas**

Gouverneur, Bank von Griechenland

### **José Manuel González-Páramo**

(seit 1. Juni 2004)

Mitglied des Direktoriums der EZB

### **John Hurley**

Gouverneur, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland

### **Otmar Issing**

Mitglied des Direktoriums der EZB

### **Klaus Liebscher**

Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank

### **Erkki Liikanen** (seit 12. Juli 2004)

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Matti Louekoski**

(von 1. April bis 11. Juli 2004)

Amtierender Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Yves Mersch**

Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg

### **Christian Noyer**

Gouverneur, Banque de France

### **Tommaso Padoa-Schioppa**

Mitglied des Direktoriums der EZB

### **Guy Quaden**

Gouverneur, Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique

### **Jürgen Stark** (von 7. bis 29. April 2004)

Amtierender Präsident, Deutsche Bundesbank

### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

Mitglied des Direktoriums der EZB

### **Matti Vanhala** (bis 31. März 2004)

Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank

### **Axel A. Weber** (seit 30. April 2004)

Präsident, Deutsche Bundesbank

### **Nout Wellink**

Präsident, De Nederlandsche Bank

### **Ernst Welteke** (bis 6. April 2004)

Präsident, Deutsche Bundesbank

### **Hintere Reihe**

(von links nach rechts):

Klaus Liebscher, Nout Wellink, Erkki Liikanen, Tommaso Padoa-Schioppa, Antonio Fazio, Jaime Caruana

### **Mittlere Reihe**

(von links nach rechts):

Axel A. Weber, Nicholas C. Garganas, Christian Noyer, Vítor Constâncio, José Manuel González-Páramo, Guy Quaden

### **Vordere Reihe**

(von links nach rechts):

Gertrude Tumpel-Gugerell, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Yves Mersch, Otmar Issing, John Hurley

Am 29. September 2004 verstarb Matti Vanhala, Mitglied des EZB-Rats von 1998 bis 2004. Am 9. November 2004 verstarb Eugenio Domingo Solans, Mitglied des Direktoriums der EZB und des EZB-Rats von 1998 bis 2004.

### 1.3 DAS DIREKTORIUM

Dem Direktorium gehören der Präsident, der Vizepräsident und vier weitere Mitglieder an. Ihre Ernennung erfolgt einvernehmlich durch die Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben. Das Direktorium tritt in der Regel einmal wöchentlich zusammen und ist insbesondere verantwortlich für:

- die Vorbereitung der EZB-Ratssitzungen,
- die Ausführung der Geldpolitik im Euroraum gemäß den Leitlinien und Beschlüssen

des EZB-Rats sowie die Erteilung diesbezüglicher Weisungen an die nationalen Zentralbanken des Euroraums,

- die Führung der laufenden Geschäfte der EZB,
- die Ausübung bestimmter, vom EZB-Rat übertragener Befugnisse, einschließlich gewisser Befugnisse normativer Art.

Der Management-Ausschuss, dem ein Mitglied des Direktoriums vorsitzt, steht dem Direktorium in der Verwaltung der EZB, der Geschäftsplanung und beim jährlichen Haushaltsverfahren beratend und unterstützend zur Seite.

#### Hintere Reihe

(von links nach rechts):

José Manuel González-Páramo,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

#### Vordere Reihe

(von links nach rechts):

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



#### Jean-Claude Trichet

Präsident der EZB

#### Lucas D. Papademos

Vizepräsident der EZB

#### Eugenio Domingo Solans (bis 31. Mai 2004)

Mitglied des Direktoriums der EZB

#### José Manuel González-Páramo

(seit 1. Juni 2004)

Mitglied des Direktoriums der EZB

#### Otmar Issing

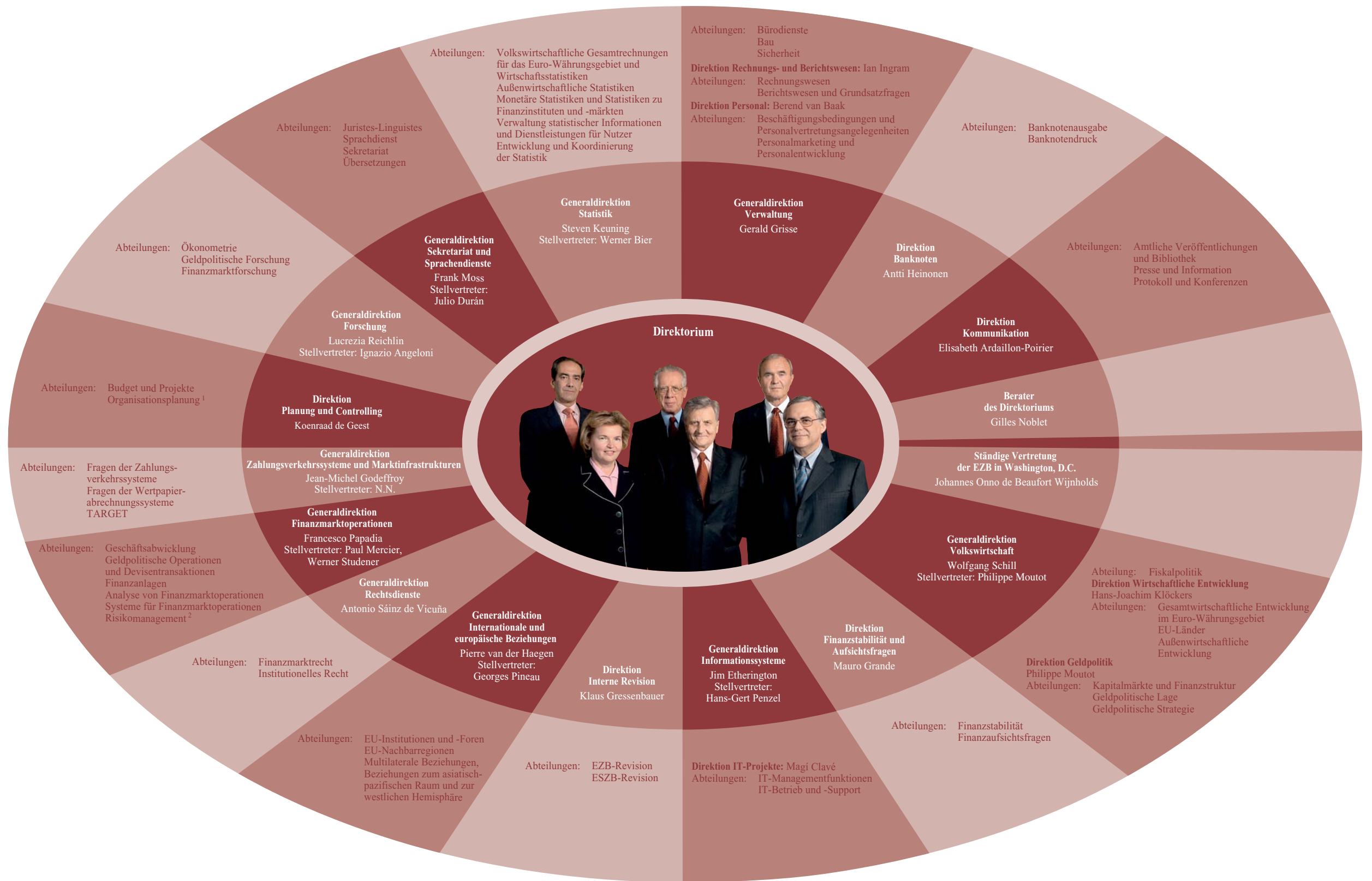
Mitglied des Direktoriums der EZB

#### Tommaso Padoa-Schioppa

Mitglied des Direktoriums der EZB

#### Gertrude Tumpel-Gugerell

Mitglied des Direktoriums der EZB



**Direktorium**

Hintere Reihe (von links nach rechts): José Manuel González-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing  
Vordere Reihe (von links nach rechts): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (Präsident), Lucas D. Papademos (Vizepräsident)

<sup>1</sup> Einschl. Datenschutzfunktion.

<sup>2</sup> Die Abteilung ist bei bestimmten Fragen unmittelbar dem Direktorium unterstellt.

#### I.4 DER ERWEITERTE RAT

Der Erweiterte Rat besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der nationalen Zentralbanken aller EU-Mitgliedstaaten. Er nimmt jene Aufgaben wahr, mit denen ursprünglich das Europäische Währungsinstitut betraut war und die aufgrund der Tatsache, dass der Euro noch nicht von allen Mitgliedstaaten eingeführt wur-

de, von der EZB weiterhin zu erfüllen sind. Im Jahr 2004 trat der Erweiterte Rat fünfmal zusammen. Am 17. Juni 2004 nahmen die Präsidenten der NZBen der neuen Mitgliedstaaten, die ab dem Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beitrittsvertrags als Beobachter zu den Sitzungen des Erweiterten Rats eingeladen wurden, zum ersten Mal als Mitglieder an einer Sitzung des Erweiterten Rats teil.

##### Hintere Reihe

###### (von links nach rechts):

Vahur Kraft, Lars Heikensten,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink

##### Mittlere Reihe

###### (von links nach rechts):

Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Vitor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,  
Leszek Balcerowicz, Bodil Nyboe  
Andersen, Klaus Liebscher,  
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,  
Antonio Fazio

##### Vordere Reihe

###### (von links nach rechts):

Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,  
Christodoulos Christodoulou,  
Michael C. Bonello,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Marián Jusko, John Hurley



**Jean-Claude Trichet** Präsident der EZB  
**Lucas D. Papademos** Vizepräsident der EZB  
**Bodil Nyboe Andersen**  
Gouverneurin, Danmarks Nationalbank  
**Leszek Balcerowicz**  
Präsident, Narodowy Bank Polski  
**Michael C. Bonello**  
Gouverneur, Bank Ċentrali ta' Malta/  
Central Bank of Malta  
**Jaime Caruana**  
Gouverneur, Banco de España  
**Christodoulos Christodoulou**  
Gouverneur, Zentralbank von Zypern  
**Vitor Constâncio**  
Gouverneur, Banco de Portugal  
**Antonio Fazio** Gouverneur, Banca d'Italia  
**Nicholas C. Garganas**  
Gouverneur, Bank von Griechenland  
**Mitja Gaspari** Gouverneur, Banka Slovenije  
**Lars Heikensten**  
Gouverneur, Sveriges Riksbank  
**John Hurley**  
Gouverneur, Central Bank and Financial  
Services Authority of Ireland  
**Zsigmond Járαι**  
Präsident, Magyar Nemzeti Bank  
**Marián Jusko** (bis 31. Dezember 2004)  
Gouverneur, Národná banka Slovenska  
**Mervyn King** Gouverneur, Bank of England  
**Vahur Kraft** Gouverneur, Eesti Pank

**Klaus Liebscher**  
Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank  
**Erkki Liikanen** (seit 12. Juli 2004)  
Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Matti Louekoski** (von 1. April bis 11. Juli 2004)  
Amtierender Präsident, Suomen Pankki –  
Finlands Bank  
**Yves Mersch**  
Gouverneur, Banque centrale du Luxembourg  
**Christian Noyer**  
Gouverneur, Banque de France  
**Guy Quaden**  
Gouverneur, Nationale Bank van België/  
Banque Nationale de Belgique  
**Ilmārs Rimšēvičs** Gouverneur, Latvijas Banka  
**Reinoldijus Šarkinas**  
Vorsitzender des Direktoriums, Lietuvos bankas  
**Ivan Šramko** (seit 1. Januar 2005)  
Gouverneur, Národná banka Slovenska  
**Jürgen Stark** (von 7. bis 29. April 2004)  
Amtierender Präsident, Deutsche Bundesbank  
**Zdeněk Tůma**  
Gouverneur, Česká národní banka  
**Matti Vanhala** (bis 31. März 2004)  
Gouverneur, Suomen Pankki – Finlands Bank  
**Axel A. Weber** (seit 30. April 2004)  
Präsident, Deutsche Bundesbank  
**Nout Wellink** Präsident, De Nederlandsche Bank  
**Ernst Welteke** (bis 6. April 2004)  
Präsident, Deutsche Bundesbank

## I.5 AUSSCHÜSSE DES EUROSYSTEMS/ESZB UND HAUSHALTSAUSSCHUSS



Die Ausschüsse des Eurosystems bzw. des ESZB haben auch im Berichtsjahr die Beschlussorgane der EZB bei der Erfüllung ihrer Aufgaben maßgeblich unterstützt. Die Ausschüsse wurden vom EZB-Rat und vom Direktorium in ihrem jeweiligen Zuständigkeitsbereich mit der Bearbeitung bestimmter Fragen betraut und haben durch ihre Expertise zur Entscheidungsfindung beigetragen. Im Regelfall ist die Mitgliedschaft in den Ausschüssen auf Mitarbeiter der Zentralbanken des Eurosystems beschränkt. Die NZBen jener Mitgliedsstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, entsenden jedoch Vertreter in die Ausschusssitzungen, wenn Themen aus dem Zuständigkeitsbereich des Erweiterten Rats erörtert werden. Gegebenenfalls können auch andere zuständige Gremien – wie im Fall des Ausschusses für Bankenaufsicht etwa Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden – zur Teilnahme eingeladen werden. Derzeit gibt es zwölf Aus-

schüsse des Eurosystems bzw. des ESZB, die alle gemäß Artikel 9 der EZB-Geschäftsordnung eingerichtet wurden.

In Budgetfragen steht der gemäß Artikel 15 der EZB-Geschäftsordnung eingerichtete Haushaltsausschuss dem EZB-Rat beratend zur Seite.

## I.6 CORPORATE GOVERNANCE

Neben den Beschlussorganen der EZB nimmt eine Reihe externer und interner Kontrollinstanzen Aufgaben der Unternehmenskontrolle über die EZB wahr; die Unternehmenskontrolle erstreckt sich auch auf die Regelung des Zugangs der Öffentlichkeit zu Dokumenten der EZB.

### EXTERNE KONTROLLINSTANZEN

Die ESZB-Satzung sieht zwei Instanzen vor: einen unabhängigen externen Rechnungsprüfer,<sup>2</sup> der den Jahresabschluss der EZB prüft (Artikel 27.1 ESZB-Satzung), und den Europäischen Rechnungshof, der die operative Effizienz der Verwaltung der EZB prüft (Artikel 27.2). Der jährliche Bericht des Europäischen Rechnungshofs und die entsprechende Stellungnahme der EZB werden im Amtsblatt der Europäischen Union und auf der Website der EZB veröffentlicht.

Um die Unabhängigkeit der externen Rechnungsprüfer der EZB bestmöglich sicherzustellen, entschied der EZB-Rat im August 2002, dass die Rechnungsprüfer einem Rotationsprinzip unterliegen sollen. Dieser Beschluss wurde im Rahmen des Verfahrens zur Bestellung der externen Rechnungsprüfer der EZB umgesetzt.

### INTERNE KONTROLLINSTANZEN

Auch im Jahr 2004 führte die interne Revision der EZB im Auftrag des Direktoriums Prüfungen durch. Die Aufgaben der Direktion Interne Revision sind in den Richtlinien für das Revisionswesen der EZB („ECB Audit Charter“) festgelegt.<sup>3</sup> Die interne Revision beurteilt und bewertet von Fall zu Fall die Angemessenheit und Effizienz der EZB-internen Kontrollen sowie die Qualität, mit der die EZB die ihr übertragenen Aufgaben durchführt. Die interne Revision erfolgt nach den vom Institute of Internal Auditors im Rahmen der „International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing“ festgelegten internationalen Standards.

Der Ausschuss der internen Revision, ein im Auftrag des EZB-Rats ins Leben gerufener Eurosystem/ESZB-Ausschuss, setzt sich aus den Leitern der für die interne Revision zuständigen Abteilungen der EZB und der NZBen zusammen.

Die Struktur der EZB-internen Kontrolle basiert auf einem funktionellen Ansatz, demzufolge jede Organisationseinheit (Abteilung, Direktion, Generaldirektion) für die interne

Kontrolle und Effizienz im eigenen Zuständigkeitsbereich selbst verantwortlich zeichnet. Dementsprechend kommen in den jeweiligen Zuständigkeitsbereichen verschiedene Verfahren zur laufenden Überwachung zum Einsatz, so etwa eine Reihe von Regeln und Verfahren (die so genannte Chinese Wall), die die Weitergabe von Insiderinformationen – etwa zwischen den für die Umsetzung geldpolitischer Maßnahmen und den für die Verwaltung der Währungsreserven und Eigenmittel der EZB zuständigen Bereichen – unterbinden sollen. Zusätzlich zu diesen Kontrollmaßnahmen innerhalb der einzelnen Organisationseinheiten unterbreiten die Direktion Planung und Controlling sowie die Abteilung Risikomanagement und die Direktion Interne Revision Vorschläge hinsichtlich jener Aspekte der Unternehmenskontrolle, die die EZB in ihrer Gesamtheit betreffen.

Die EZB-Ratsmitglieder sind an einen Verhaltenskodex gebunden, der ihrer Verantwortung Rechnung trägt, die Integrität und das Ansehen des Eurosystems zu wahren sowie die Effektivität der Operationen des Eurosystems zu gewährleisten.<sup>4</sup> Zudem hat der EZB-Rat einen Berater ernannt, der seinen Mitgliedern zu Fragen des beruflichen Verhaltens Orientierungshilfen bieten soll. Zusätzlich dient der Verhaltenskodex der Europäischen Zentralbank den Beschäftigten der EZB und den Direktoriumsmitgliedern als Richtschnur und Maßstab für ihr berufliches Verhalten. Von den Beschäftigten und den Mitgliedern des Direktoriums der EZB wird erwartet, dass sie in der Ausübung ihrer Tätigkeit einen hohen Standard an Berufsethik wahren.<sup>5</sup>

2 Im Zuge einer öffentlichen Ausschreibung im Jahr 2002 wurde die KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft mit einem Fünfjahresmandat für die Geschäftsjahre 2003 bis 2007 zum externen Rechnungsprüfer der EZB bestellt.

3 Um die für die EZB gültigen Rechnungsprüfungsbestimmungen transparenter zu machen, wird die „ECB Audit Charter“ auf der EZB-Website veröffentlicht.

4 Siehe Verhaltenskodex für die Mitglieder des EZB-Rates, ABl. C 123 vom 24.5.2002, S. 9 und EZB-Website.

5 Siehe Verhaltenskodex der Europäischen Zentralbank gemäß Artikel 11 Absatz 3 der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank, ABl. C 76 vom 8.3.2001, S. 12 und EZB-Website.

Es ist EZB-Mitarbeitern und Direktoriumsmitgliedern verboten, ihnen zugängliche Insiderinformationen selbst oder mittelbar durch Dritte auszunutzen, indem sie entweder auf eigenes Risiko und eigene Rechnung oder auf Risiko und Rechnung Dritter private Finanztransaktionen tätigen.<sup>6</sup> Ein vom Direktorium ernannter Berater in ethischen Angelegenheiten stellt die konsistente Auslegung dieser Vorschriften sicher.

### **MASSNAHMEN ZUR BETRUGSBEKÄMPFUNG**

Im Jahr 1999 wurde eine Verordnung<sup>7</sup> über die Untersuchungen des Europäischen Amtes für Betrugsbekämpfung (OLAF) vom Europäischen Parlament und dem Rat der Europäischen Union verabschiedet. Die OLAF-Verordnung sollte ein schärferes Vorgehen gegen Betrug, Korruption und sonstige rechtswidrige Handlungen zum Nachteil der finanziellen Interessen der Gemeinschaften ermöglichen. Sie sieht u. a. interne Untersuchungen der vom Europäischen Amt für Betrugsbekämpfung vermuteten Fälle von Betrug innerhalb der Organe, Einrichtungen, Ämter und Agenturen der Gemeinschaft vor.

Gemäß der OLAF-Verordnung soll jede dieser gemeinschaftlichen Stellen entsprechende Beschlüsse fassen, die es dem Europäischen Amt für Betrugsbekämpfung ermöglichen, interne Untersuchungen durchzuführen. Im Juni 2004 verabschiedete der EZB-Rat einen Beschluss<sup>8</sup> über die Bedingungen und Modalitäten der Untersuchungen des Europäischen Amtes für Betrugsbekämpfung in der Europäischen Zentralbank; dieser trat am 1. Juli 2004 in Kraft. Die EZB und OLAF haben Kontakte zueinander hergestellt, um das einwandfreie Funktionieren dieses Handlungsrahmens für Untersuchungen des OLAF sicherzustellen.

### **ZUGANG DER ÖFFENTLICHKEIT ZU DOKUMENTEN DER EZB**

Der vom EZB-Rat im März 2004 gefasste Beschluss EZB/2004/3 über den Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der EZB<sup>9</sup> soll gewährleisten, dass der diesbezügliche rechtliche Rahmen der EZB ähnliche Zielsetzungen und

Standards wie die entsprechenden Regelungen anderer Organe und Einrichtungen der EU vorsieht. Einerseits wird damit die Transparenz erhöht, andererseits soll gleichzeitig der Unabhängigkeit der EZB und der NZBen Rechnung getragen und die Vertraulichkeit bestimmter, speziell die Erfüllung der Aufgaben der EZB betreffender, Angelegenheiten sichergestellt werden.

6 Siehe Abschnitt 1.2 der Dienstvorschriften der EZB mit den Regeln über berufliches Verhalten und Geheimhaltung, ABl. C 92 vom 16.4.2004, S. 31 und EZB-Website.

7 Verordnung (EG) Nr. 1073/1999 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 25. Mai 1999 über die Untersuchungen des Europäischen Amtes für Betrugsbekämpfung (OLAF), ABl. L 136 vom 31.5.1999, S. 1.

8 Beschluss EZB/2004/11 über die Bedingungen und Modalitäten der Untersuchungen des Europäischen Amtes für Betrugsbekämpfung in der Europäischen Zentralbank zur Bekämpfung von Betrug, Korruption und sonstigen rechtswidrigen Handlungen zum Nachteil der finanziellen Interessen der Europäischen Gemeinschaften und zur Änderung der Beschäftigungsbedingungen für das Personal der Europäischen Zentralbank, ABl. L 230 vom 30.6.2004, S. 56. Dieser Beschluss wurde infolge des Urteils des Europäischen Gerichtshofes vom 10. Juli 2003 in der Rechtssache C-11/00 Kommission gegen EZB erlassen.

9 ABl. L 80 vom 18.3.2004, S. 42.



## 2 ORGANISATORISCHE ENTWICKLUNGEN

### 2.1 PERSONAL

#### PERSONALSTAND

Insgesamt waren für das Berichtsjahr 1 362,5 Vollzeitplanstellen vorgesehen. Zu Jahresende beschäftigte die EZB 1 314 Mitarbeiter mit unbefristeten Verträgen oder Verträgen mit zumindest zwölfmonatiger Laufzeit, was 1 309,0 Vollzeitäquivalenten (gegenüber 1 213,5 Ende 2003) entspricht. Im Durchschnitt hatte die EZB im Berichtsjahr 1 261 Mitarbeiter, verglichen mit 1 160 im Jahr 2003. Von den insgesamt 1 309 Planstellen waren 71 mit Mitarbeitern aus den zehn neuen EU-Mitgliedstaaten (mit Dienstverträgen von mehr als einem Jahr) besetzt. Im Jahr 2004 wurden 137 neue Mitarbeiter eingestellt, 41 Mitarbeiter verließen die EZB. Für 2005 sind 1 369,5 Vollzeitplanstellen budgetiert, was einem Anstieg von 0,5 % gegenüber 2004 entspricht.

Zusätzlich verbrachten 128 Experten nationaler Notenbanken durchschnittlich fünfmonatige Arbeitsaufenthalte bei der EZB, darunter 63 Experten aus den neuen EU-Mitgliedstaaten. Sowohl bei den Beitrittsvorbereitungen als auch bei der Eingliederung der NZBen der neuen Mitgliedstaaten in das ESZB haben sich diese Kurzaufenthalte für die EZB und die jeweiligen NZBen als besonders hilfreich und nützlich erwiesen.

Für EZB-Mitarbeiter, die Mutterschutz, Elternzeit oder unbezahlten Urlaub in Anspruch nahmen, wurden im Berichtsjahr 123 Mitarbeiter mit Kurzzeitverträgen mit einer Laufzeit von weniger als zwölf Monaten angestellt, verglichen mit 113 im Jahr 2003.

Im Jahr 2004 konnten 172 Studierende und Hochschulabsolventen mit zumeist wirtschaftswissenschaftlichem Hintergrund ein Praktikum (durchschnittlich drei Monate) bei der EZB absolvieren (2003: 166 Praktika). Im Berichtsjahr waren 54 der Praktikanten Staatsbürger eines der neuen Mitgliedstaaten, weitere 6 kamen aus Rumänien und Bulgarien. Von den 172 Praktikantenstellen wurden 11 (2003: 12) im Rahmen des EZB-Forschungsprojekts

für graduierte Ökonomen zur Förderung hochbegabter Wissenschaftler angeboten.

Im Rahmen des Programms für renommierte Gastforscher, das auf Forschungsprojekte zu Spezialfragen im Bereich Geldpolitik zugeschnitten ist, waren im Berichtsjahr 18 Gastforscher bei der EZB tätig, verglichen mit 24 im Jahr 2003.

#### INTERNE MOBILITÄT

Im Jahr 2004 bewarben sich 95 EZB-Mitarbeiter erfolgreich um andere Stellen innerhalb der EZB. Darüber hinaus wurden zeitlich befristete interne Arbeitsplatzwechsel gefördert. So konnten 51 Mitarbeiter in anderen Bereichen Berufserfahrung sammeln oder vorübergehende Mitarbeiterengpässe überbrücken, um anschließend wieder an ihre ursprünglichen Arbeitsplätze zurückzukehren.

#### EXTERNE MOBILITÄT

Im Rahmen des 2003 eingerichteten Entsendungsprogramms zur Erlangung externer Berufserfahrung können EZB-Mitarbeiter zu NZBen und anderen relevanten internationalen und europäischen Institutionen entsandt werden. Im Jahr 2004 nahmen sieben Mitarbeiter der EZB für einen Zeitraum von vier bis zehn Monaten an diesem Programm teil. Darüber hinaus bewilligt die EZB jenen Mitarbeitern, die vorübergehend zu anderen Finanzorganisationen wechseln möchten, unbezahlten Urlaub für eine Dauer von bis zu drei Jahren. Diese Möglichkeit nahmen im Berichtsjahr zwölf Mitarbeiter in Anspruch. In den vom EZB-Rat genehmigten und im Januar 2005 veröffentlichten „Organisatorischen Grundsätzen“ heißt es: „Der Austausch von Personal, Wissen und Erfahrung wird durch alle Mitglieder und zwischen allen Mitgliedern des Eurosystems gefördert.“

#### „ECB IN MOTION“

Im Oktober 2003 beauftragte das EZB-Direktorium eine Projektgruppe mit der Überwachung und Bewertung der Umsetzung von im Rahmen eines Programms für organisatorischen Wandel beschlossenen Maßnahmen. Ziel dieser Ini-



tiative namens „ECB in Motion“ war es, vor allem in den Bereichen Verwaltungsstrukturen, fachliche Weiterentwicklung, interne Kommunikation und Bürokratieabbau für Effizienzsteigerungen zu sorgen. Nach deutlichen Fortschritten in allen vier Bereichen wurde 2004 der Abschlussbericht vorgelegt. Nachdem bestimmte Maßnahmen erst mittelfristig greifen werden, sollen die Fortschritte in diesen Bereichen auch weiterhin beobachtet werden.

#### **ÜBERPRÜFUNG DER PERSONALPOLITIK**

Seit 1998 hat sich die EZB im Wesentlichen auf den Aufbau ihrer Organisationseinheiten, die Formulierung und Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik sowie die Einführung des Euro konzentriert. Daher war die Personalpolitik bislang sehr stark auf die Rekrutierung von Experten für bestimmte Aufgabenbereiche ausgerichtet. Inzwischen wurde die Personalpolitik überdacht; die Ergebnisse dieses Prozesses wurden im Jahr 2004 vorgestellt.

Als wichtigste Schlussfolgerung ging hervor, dass in der Personalbeschaffung breitere Kompetenzen stärker gewichtet werden sollten. Darüber hinaus sollten Personalentwicklung und -mobilität verstärkt gefördert werden, um innerhalb der EZB Synergien zu verstärken und den Erfahrungsaustausch zu fördern. In der externen Personalbeschaffung setzt man nun auf Berufsanfänger mit einem eher allgemeinen Hintergrund; die Aufnahme neuer Mitarbeiter und die Besetzung von Führungspositionen erfolgt nur noch über befristete Arbeitsverträge. Ergänzend dazu will die EZB ab dem Jahr 2005 mit dem ECB Graduates' Programme speziell Studienabgänger mit einem breiten Bildungshintergrund ansprechen. Darüber hinaus wurde eine dritte Managementebene geschaffen, um angesichts des raschen Personalwachstums der letzten Jahre eine vernünftige Leitungsspanne einzuführen. Für den Aufbau von Führungskräften soll das Schulungs- und Coachingangebot verstärkt werden. Außerdem wird die Per-

sonalpolitik künftig auch auf die vom Leitbild abgeleiteten sechs gemeinsamen Werte ausgerichtet sein: Kompetenz, Effizienz und Effektivität, Integrität, Teamgeist, Transparenz und Rechenschaftspflicht, sowie die Arbeit für Europa. Auch das derzeit EZB-weit erstellte Kompetenzmodell und die in diesem Zusammenhang definierten Kompetenzprofile sollen hier eine zentrale Rolle spielen.

#### **DIVERSITÄTSMANAGEMENT**

Durch gezieltes Diversitätsmanagement soll ein produktives und respektvolles Arbeitsumfeld geschaffen werden, in dem die Fähigkeiten sämtlicher Mitarbeiter optimal eingebracht und die Unternehmensziele erreicht werden. Gerade für die EZB hat Diversitätsmanagement einen besonderen Stellenwert, da sie Mitarbeiter aus allen EU-Mitgliedstaaten beschäftigt, eng mit den 25 NZBen der EU zusammenarbeitet und im Dienst der europäischen Öffentlichkeit steht. Das Diversitätsmanagement ist daher ein fixer Bestandteil der täglichen Arbeit, denn auf diese Weise können die individuellen Fähigkeiten der Mitarbeiter anerkannt werden und zu dem für die Erfüllung der Aufgaben der EZB erforderlichen hohen Leistungsniveau beitragen.

#### **2.2 DAS NEUE GEBÄUDE DER EZB**

Im Jahr 2004 wurden bei der Planung des EZB-Neubaus entscheidende Fortschritte gemacht. Im Februar gab eine internationale Jury unter dem Vorsitz des EZB-Vizepräsidenten die drei besten Entwürfe aus dem vorangegangenen Architekturwettbewerb bekannt. Platz eins belegte das Wiener Architektenbüro COOP HIMMELB(L)AU, der zweite Preis ging an ASP Schweger Assoziierte aus Berlin und der dritte Preis an 54f architekten + ingenieure aus Darmstadt, Deutschland, in Zusammenarbeit mit T. R. Hamzah & Yeang aus Selangor, Malaysia. Von den zwölf Kandidaten, die 2003 in

die engere Auswahl kamen, hatten die Preisträger die vorgegebenen Kriterien am besten erfüllt. Diese Kriterien waren:

- gesamte städtebauliche Planung, Architektur und Landschaftsgestaltung,
- Einhaltung der wichtigsten Merkmale des Funktions- und Raumprogramms,
- Durchführbarkeit des Energie-/Umweltkonzepts und Einhaltung der wichtigsten Elemente der technischen Anforderungen der EZB,
- Einhaltung der relevanten Vorschriften, insbesondere in den Bereichen Bau- und Umweltrecht.

Der EZB-Neubau soll auf dem Gelände der Großmarkthalle entstehen, eines denkmalgeschützten Gebäudes, in dem zuvor Frankfurts Großmarkt für Obst und Gemüse untergebracht war. Eine der größten Herausforderungen für die Wettbewerbsteilnehmer bestand darin, den großen historischen Ziegelbau in ein modernes Bürogebäudekonzept einzubinden, ohne sein grundlegendes Aussehen zu verändern.

Der Bekanntgabe der Preisträger folgte eine Ausstellung im Deutschen Architektur Museum in Frankfurt, in deren Rahmen der Öffentlichkeit die Entwürfe aller 71 Architekten, die an dem Wettbewerb teilgenommen hatten, präsentiert wurden.

Im März 2004 beschloss der EZB-Rat, die drei Preisträger zur nächsten Projektphase einzuladen; in dieser Phase sollten die Entwürfe vor allem unter Berücksichtigung der Empfehlungen und Anforderungen der Jury, der EZB und der Stadt Frankfurt überarbeitet werden.

Nach dem Umzug der Obst- und Gemüsegroßhändler an ihren neuen Standort begann die Stadtverwaltung in Vorbereitung der Übergabe an die EZB mit der Räumung des Großmarkthallengeländes, das die EZB im Jahr 2002 von der Stadt Frankfurt erworben hatte. Die Über-

gabe erfolgte im Dezember 2004. Im Einklang mit den geltenden Denkmalschutzvorschriften wurde besonders darauf geachtet, dass der zentrale Gebäudeteil der Großmarkthalle sowie der Ost- und Westflügel nicht verändert wurden. Die Teile des Geländes, die sich für die Errichtung einer Gedenk- und Informationsstätte zur Erinnerung an die Deportation jüdischer Bürgerinnen und Bürger aus der Großmarkthalle eigneten, wurden ebenfalls unverändert gelassen. Die EZB, die Jüdische Gemeinde Frankfurt und die Stadt Frankfurt einigten sich auf eine enge Zusammenarbeit bei der Durchführung eines Gestaltungswettbewerbs für diese Gedenkstätte. Der Wettbewerb soll noch vor Ende 2005 ausgeschrieben werden.

Am 13. Januar 2005 traf der EZB-Rat die Entscheidung über die Gestaltung des künftigen Standorts der EZB. Nach eingehenden Diskussionen und einer sorgfältigen Bewertung der Stärken und Schwächen der drei prämierten Entwürfe anhand der Auswahlkriterien kam er zu dem Schluss, dass COOP HIMMELB(L)AU mit seinem überarbeiteten Entwurf die funktionalen und technischen Vorgaben der EZB am besten erfüllt und darüber hinaus die Werte der EZB architektonisch optimal umsetzt. Diese Entscheidung bestätigte das Urteil der internationalen Jury, dieses Projekt mit dem ersten Preis auszuzeichnen. Der nächste Schritt besteht nun in einer Optimierungsphase, in welcher der Entwurf – speziell im Hinblick auf optimale Ressourcennutzung und Kostenminimierung – noch einmal überprüft wird. Nähere Einzelheiten zum Wettbewerb und zum prämierten Entwurf sind auf der Website der EZB abrufbar.

### 3 SOZIALER DIALOG IM ESZB

Der Soziale Dialog des ESZB ist ein beratendes Forum, an dem EZB-Vertreter, Arbeitnehmervertreter aller Zentralbanken des ESZB sowie Vertreter der europäischen Gewerkschaftsverbände teilnehmen. Ziel des Sozialen Dialogs ist es, für den entsprechenden Informationsfluss zu sorgen und Entscheidungen des Erweiterten Rats und des EZB-Rats zu erörtern, sofern diese wesentliche Auswirkungen auf die Beschäftigungssituation der Zentralbanken des ESZB haben können.

Bei der neunten Zusammenkunft im Rahmen des Sozialen Dialogs des ESZB waren auch Arbeitnehmervertreter der NZBen von sieben neuen EU-Mitgliedstaaten zugegen. Die Teilnehmer bekräftigten ihr Engagement für den Integrationsprozess im ESZB im Allgemeinen und für den Sozialen Dialog des ESZB im Besonderen. Die EZB ermutigte die NZBen aller neuen Mitgliedsländer, ihren Arbeitnehmervertretern die Teilnahme am Sozialen Dialog des ESZB zu ermöglichen.

Die wichtigsten Tagesordnungspunkte der neunten und auch der zehnten Zusammenkunft im Rahmen des Sozialen Dialogs des ESZB waren TARGET2, die Banknotenproduktion und die Weiterführung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen (FSAP) der Europäischen Kommission. Es kamen auch allgemeinere Themen zur Sprache, etwa Möglichkeiten zur Entwicklung einer gemeinsamen Identität für das ESZB und zur Intensivierung der Zusammenarbeit auf Grundlage gemeinsamer Prinzipien. Die EZB betonte, dass es dem ESZB ein Anliegen sei, die Zentralbankfunktionen auf hohem Niveau zu möglichst geringen Kosten zu bieten, was nur durch ein hohes Maß an Effizienz und Effektivität erreicht werden könne. Weiters wurden die Teilnehmer darüber in Kenntnis gesetzt, dass der EZB-Rat ein Leitbild, strategische Leitlinien und organisatorische Grundsätze für das Eurosystem verabschiedet hat. Die Arbeitnehmervertreter wiesen auf die Bedeutung ihrer Rolle in der Gestaltung dieser Bereiche hin und betonten, wie wichtig es sei, die kulturellen Unterschiede zwischen den Zentralbanken zu respektieren.

Bei der zehnten Zusammenkunft im Rahmen des Sozialen Dialogs des ESZB würdigten die EZB und die Personalvertreter erneut den großen Wert dieses einzigartigen beratenden Forums.



## 4 JAHRESABSCHLUSS DER EZB

# MANAGEMENTBERICHT

## I HAUPTTÄTIGKEITEN

Die Tätigkeiten der EZB im Jahr 2004 werden in den entsprechenden Kapiteln des Jahresberichts näher beschrieben.

## 2 JAHRESABSCHLUSS

Gemäß Artikel 26.2 der Satzung des ESZB wird der Jahresabschluss der EZB vom Direktorium nach den vom EZB-Rat aufgestellten Grundsätzen erstellt. Danach wird der Jahresabschluss vom EZB-Rat festgestellt und sodann veröffentlicht.

## 3 JAHRESERGEBNIS

Der Jahresabschluss der EZB zum 31. Dezember 2004 weist, wie auf den Seiten 194 bis 212 dargelegt, einen Nettoverlust in Höhe von 1 636 Mio € auf, nach einem Nettoverlust in Höhe von 477 Mio € im Jahr 2003. Wie bereits letztes Jahr war der Verlust im Wesentlichen auf die anhaltende Stärke des Euro zurückzuführen, die zu Berichtigungen des Euro-Gegenwerts der US-Dollarbestände der EZB führte. Der Nettoverlust wird nach Berücksichtigung aller Erträge der EZB, einschließlich ihrer Einkünfte aus dem Banknotenumlauf in Höhe von 733 Mio €, ausgewiesen. Die Zinserträge der EZB wurden im Jahr 2004 weiterhin durch das historisch niedrige Zinsniveau für Anlagen in Euro und in Fremdwährung beeinflusst.

Da die meisten Forderungen und Verbindlichkeiten der EZB regelmäßig anhand der aktuellen Devisenmarktkurse und Wertpapierpreise neu bewertet werden, hängt das Jahresergebnis der EZB erheblich von den Wechselkursbewegungen und, in geringerem Maße, von den Zinsänderungsrisiken ab. Diese Risiken sind in erster Linie auf ihre umfangreichen offiziellen Bestände an Fremdwährungsreserven des Eurosystems zurückzuführen, die in zinstragende Instrumente investiert sind.

Die harmonisierten Rechnungslegungsgrundsätze für die EZB und das Eurosystem, die in den Erläuterungen zum Jahresabschluss beschrieben sind, wurden entwickelt, um diese erheblichen Risiken zu berücksichtigen, und beruhen in erster Linie auf dem Vorsichtsprinzip. Insbesondere sollen sie gewährleisten, dass buchmäßige Gewinne, die sich aus der Neubewertung von Forderungen und Verbindlichkeiten ergeben, nicht erfolgswirksam berücksichtigt werden und deshalb nicht als Gewinne ausgeschüttet werden können. Umgekehrt werden sich aus Neubewertungen ergebende nicht realisierte Verluste zum Jahresende in der Gewinn- und Verlustrechnung als Aufwendungen gebucht.

Die Währungsreserven der EZB sind in erster Linie in US-Dollar, aber auch in japanischen Yen, Gold und SZR angelegt. Der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar von 1,2630 USD zum 31. Dezember 2003 auf 1,3621 USD zum 31. Dezember 2004 (um rund 8 %) auf, und in geringerem Maße auch gegenüber dem japanischen Yen. Infolgedessen führte die Neubewertung der Nettobestände dieser Währungen zu einem Rückgang ihres Euro-Gegenwerts um 2,1 Mrd €.

Der Personalstand der EZB betrug zum Bilanzstichtag 1 309 Mitarbeiter (darunter 131 Mitarbeiter in Führungspositionen) gegenüber 1 213 im Vorjahr. Die Erhöhung im Jahr 2004 war hauptsächlich auf die Folgen der EU-Erweiterung zurückzuführen. Nähere Einzelheiten finden sich in Kapitel 8 des Jahresberichts, Abschnitt 2 „Organisatorische Entwicklungen“, sowie im Jahresabschluss unter den „Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung“.

Die gesamten Sachaufwendungen der EZB, einschließlich Abschreibungen, stiegen von 316 Mio € im Jahr 2003 um 18 % auf 374 Mio € im Jahr 2004. Der wichtigste Einzelfaktor innerhalb dieses Anstiegs war die Zunahme der Pensionsverpflichtungen der EZB gemäß den Berechnungen des Aktuars, die erheblich dazu beitrugen, dass die Personalkos-

ten von 130 Mio € auf 161 Mio € anstiegen. Die Bezüge der Direktoriumsmitglieder beliefen sich im Jahr 2004 auf insgesamt 2,1 Mio € (gegenüber 2,0 Mio € im Jahr 2003).

Rund 90 Mio € wurden in Sachanlagen investiert. Den Hauptposten (rund 61 Mio €) bildete die Aktivierung der Grundstückskosten für den Neubau der EZB nach der letzten Zahlung.

#### **Finanzierung der Verluste der EZB im Jahr 2004**

Am 11. März 2005 beschloss der EZB-Rat, den Verlust für 2004, gemäß den Bestimmungen aus Artikel 33.2 der Satzung des ESZB, unter Verwendung a) der gesamten verbleibenden Allgemeinen Reserve in Höhe von rund 296 Mio € sowie b) der monetären Einkünfte der NZBen in Höhe von rund 1 340 Mio € auszugleichen. Die Höhe der verwendeten monetären Einkünfte der NZBen betrug rund 15 % der gesamten monetären Einkünfte des Eurosystems. Die Art und Weise, wie der Verlust zugewiesen werden sollte, wurde vom EZB-Rat im Prinzip genehmigt, bevor die NZBen ihre Konten für 2004 geschlossen hatten, mit dem Ergebnis, dass sich dies auch auf ihre Gewinne für dieses Jahr auswirkte. Jede NZB trug, entsprechend ihrem Gewichtsanteil im Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der EZB, einen Teil ihrer monetären Einkünfte bei.

#### **4 VERÄNDERUNGEN IN DER KAPITALSTRUKTUR DER EZB IM JAHR 2004**

Gemäß Artikel 29.3 der ESZB-Satzung wird der Schlüssel, nach dem die NZBen Anteile am Kapital der EZB zeichnen, alle fünf Jahre angepasst. Die erste derartige Anpassung nach der Errichtung der EZB erfolgte mit Wirkung zum 1. Januar 2004. Am 1. Mai 2004 erfolgte eine zweite Änderung des Schlüssels als Folge des Beitritts zehn neuer Mitgliedstaaten. Zusammengekommen hatten diese beiden Schritte die folgenden Auswirkungen:

- a) eine Verringerung der gesamten Gewichtsanteile der NZBen des Euroraums im Kapitalschlüssel der EZB,
- b) gleichzeitig eine Verringerung der Ansprüche der NZBen des Euroraums an die EZB, die aus der Übertragung der Währungsreserven auf die EZB mit dem Beitritt zum Euro-Währungsgebiet entstanden, und
- c) eine Erhöhung der eingezahlten Kapitalbeiträge der NZBen der Länder, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören; dies war eine Folge des Beitritts von zehn neuen Mitgliedstaaten und der damit verbundenen Heraufsetzung des Mindestprozentsatzes des von den 13 NZBen, die nicht dem Euroraum angehören, eingezahlten gezeichneten Kapitals von 5 % auf 7 %.

Nähere Angaben zu diesen Veränderungen finden sich in Erläuterung 15 des Jahresabschlusses.

#### **5 INVESTITIONSTÄTIGKEIT UND RISIKOMANAGEMENT**

Das Währungsreserveportfolio der EZB setzt sich zusammen aus den Währungsreserven, die ihr gemäß Artikel 30 der Satzung des ESZB von den NZBen des Euroraums übertragen wurden, und den sich hieraus ergebenden Einkünften. Es soll zur Finanzierung der Devisenmarktgeschäfte der EZB zu den im EG-Vertrag dargelegten Zwecken dienen.

Das Eigenmittelportfolio der EZB besteht aus ihrem eingezahlten Kapital, der Allgemeinen Reserve und den in der Vergangenheit in diesem Portfolio akkumulierten Einkünften. Sein Zweck besteht darin, die EZB mit Reservemitteln zum Ausgleich möglicher Verluste auszustatten.

Die Investitionstätigkeit der EZB und ihr Ansatz zur Steuerung der diesbezüglichen Risiken sind in Kapitel 2 des Jahresberichts näher beschrieben.



## **6 UNTERNEHMENSKONTROLLE DER EZB**

Angaben zur Unternehmenskontrolle der EZB finden sich in Kapitel 8 des Jahresberichts.

## **7 BESCHÄFTIGTE**

Nähere Angaben zur Personalstrategie der EZB und zum Personalstand werden in Kapitel 8 des Jahresberichts gemacht.



## BILANZ ZUM 31. DEZEMBER 2004

AKTIVA	ERLÄUTERUNG NR.	2004 €	2003 €
<b>Gold und Goldforderungen</b>	<b>1</b>	<b>7 928 308 842</b>	<b>8 145 320 117</b>
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>2</b>		
Forderungen an den IWF		163 794 845	211 651 948
Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva		26 938 993 980	28 593 384 857
		<b>27 102 788 825</b>	<b>28 805 036 805</b>
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>2</b>	<b>2 552 016 565</b>	<b>2 799 472 504</b>
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>3</b>		
Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite		<b>87 660 507</b>	<b>474 743 402</b>
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>4</b>	<b>25 000</b>	<b>25 000</b>
<b>Intra-Eurosystem-Forderungen</b>	<b>5</b>		
Forderungen aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems		40 100 852 165	34 899 471 205
Sonstige Intra-Eurosystem-Forderungen (netto)		3 410 918 324	4 599 894 403
		<b>43 511 770 489</b>	<b>39 499 365 608</b>
<b>Sonstige Aktiva</b>	<b>6</b>		
Sachanlagen		187 318 304	128 911 950
Sonstiges Finanzanlagevermögen		6 428 319 567	5 573 756 258
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten		770 894 480	590 646 023
Sonstiges		6 933 022	37 791 421
		<b>7 393 465 373</b>	<b>6 331 105 652</b>
<b>Bilanzverlust</b>		<b>1 636 028 702</b>	<b>476 688 785</b>
<b>Aktiva insgesamt</b>		<b>90 212 064 303</b>	<b>86 531 757 873</b>

PASSIVA	ERLÄUTERUNG NR.	2004 €	2003 €
<b>Banknotenumlauf</b>	<b>7</b>	<b>40 100 852 165</b>	<b>34 899 471 205</b>
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>8</b>	<b>1 050 000 000</b>	<b>1 065 000 000</b>
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>9</b>	<b>137 462 706</b>	<b>146 867 501</b>
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>10</b>	<b>4 967 080</b>	<b>0</b>
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b> Einlagen, Guthaben und sonstige Verbindlichkeiten	<b>10</b>	<b>1 254 905 957</b>	<b>1 452 432 822</b>
<b>Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten</b> Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven	<b>11</b>	<b>39 782 265 622</b>	<b>40 497 150 000</b>
<b>Sonstige Passiva</b> Passive Rechnungsabgrenzungsposten Sonstiges	<b>12</b>	1 136 708 542 327 802 782 <b>1 464 511 324</b>	1 162 299 071 174 890 973 <b>1 337 190 044</b>
<b>Rückstellungen</b>	<b>13</b>	<b>110 636 285</b>	<b>87 195 777</b>
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	<b>14</b>	<b>1 921 117 190</b>	<b>2 176 464 065</b>
<b>Kapital und Rücklagen</b> Kapital Rücklagen	<b>15</b>	4 089 277 550 296 068 424 <b>4 385 345 974</b>	4 097 229 250 772 757 209 <b>4 869 986 459</b>
<b>Passiva insgesamt</b>		<b>90 212 064 303</b>	<b>86 531 757 873</b>

# GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG FÜR DAS GESCHÄFTSJAHR 2004

	ERLÄUTERUNG NR.	2004 €	2003 €
Zinserträge aus Währungsreserven		422 418 698	541 294 375
Zinserträge aus der Verteilung des Euro- Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems		733 134 472	698 245 187
Sonstige Zinserträge		1 456 650 188	1 449 963 923
<i>Zinserträge</i>		<i>2 612 203 358</i>	<i>2 689 503 485</i>
Zinsaufwendungen für die NZB-Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven		(693 060 433)	(807 683 148)
Sonstige Zinsaufwendungen		(1 229 369 015)	(1 166 693 660)
<i>Zinsaufwendungen</i>		<i>(1 922 429 448)</i>	<i>(1 974 376 808)</i>
<b>Nettozinsergebnis</b>	<b>18</b>	<b>689 773 910</b>	<b>715 126 677</b>
Realisierte Gewinne (Verluste) aus Finanzgeschäften	<b>19</b>	136 045 810	525 260 622
Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen	<b>20</b>	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)
Auflösung von (Zuführung zu) Rückstellungen für Fremdwährungs- und Preisrisiken		0	2 568 708 838
<b>Nettoergebnis aus Finanzgeschäften, Abschreibungen und Rückstellungen</b>		<b>(1 957 239 299)</b>	<b>(878 720 100)</b>
<b>Nettoaufwendungen aus Gebühren und Provisionen</b>	<b>21</b>	<b>(261 517)</b>	<b>(63 466)</b>
<b>Sonstige Erträge</b>	<b>22</b>	<b>5 956 577</b>	<b>2 911 280</b>
<b>Nettoerträge insgesamt</b>		<b>(1 261 770 329)</b>	<b>(160 745 609)</b>
Personalaufwendungen	<b>23 &amp; 24</b>	(161 192 939)	(129 886 988)
Sachaufwendungen	<b>25</b>	(176 287 651)	(153 549 282)
Abschreibungen auf Sachanlagen		(33 655 824)	(30 410 140)
Aufwendungen für Banknoten	<b>26</b>	(3 121 959)	(2 096 766)
<b>Jahresfehlbetrag</b>		<b>(1 636 028 702)</b>	<b>(476 688 785)</b>

Frankfurt am Main, 4. März 2005

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

Jean-Claude Trichet  
Präsident

# RECHNUNGSLEGUNGSGRUNDSÄTZE<sup>1</sup>

## FORM UND DARSTELLUNG DES JAHRESABSCHLUSSES

Der Jahresabschluss der Europäischen Zentralbank (EZB) ist so konzipiert, dass er ein getreues Bild der Finanzlage der EZB und der finanziellen Ergebnisse ihrer Tätigkeit vermittelt. Die Basis für die Erstellung bilden die hier angeführten Rechnungslegungsgrundsätze,<sup>2</sup> die der EZB-Rat als für die Tätigkeiten einer Zentralbank angemessen erachtet.

## BILANZIERUNGS- UND BEWERTUNGSGRUNDSÄTZE

Die folgenden Grundsätze kamen zur Anwendung: Bilanzwahrheit/Bilanzklarheit, Bilanzvorsicht, Berücksichtigung von Ereignissen nach dem Bilanzstichtag, Wesentlichkeit, Periodenabgrenzung, Unternehmensfortführung, Stetigkeit und Vergleichbarkeit.

## BEWERTUNGSANSATZ

Die Bewertung erfolgt grundsätzlich zu historischen Anschaffungskosten. Abweichend davon werden marktfähige Wertpapiere, Gold und alle sonstigen Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten (einschließlich außerbilanziell geführter Positionen) zum Marktwert angesetzt. Für die Erfassung von Geschäftsfällen ist der Erfüllungstag maßgeblich.

## GOLD, FREMDWÄHRUNGSFORDERUNGEN UND -VERBINDLICHKEITEN

Auf Fremdwährung lautende Forderungen und Verbindlichkeiten werden zu dem am Bilanzstichtag geltenden Wechselkurs in Euro umgerechnet. Für Erträge und Aufwendungen ist der zum Transaktionszeitpunkt geltende Wechselkurs maßgeblich. Die Bewertung der Fremdwährungsbestände (einschließlich außerbilanziell geführter Positionen) erfolgt einzeln für jede Währung, ohne Aufrechnung zwischen den Währungen.

Bei der Bewertung von Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten werden Preis- und Wechselkursbestandteile getrennt behandelt.

Die Bewertung der Goldposition wird zum Marktpreis am Jahresultimo vorgenommen, wobei nicht zwischen Preis- und Wechselkursbestandteilen differenziert wird. Für den Jahresabschluss 2004 erfolgte die Bewertung zum Preis in Euro pro Feinunze Gold, der sich aus dem Umrechnungskurs des Euro zum US-Dollar am 31. Dezember 2004 errechnete.

## WERTPAPIERE

Die Bewertung aller marktfähigen und ähnlichen Wertpapiere erfolgt zum Mittelkurs am Bilanzstichtag für jedes Wertpapier getrennt. Für das Geschäftsjahr 2004, das am 31. Dezember endete, wurden die Mittelkurse vom 30. Dezember herangezogen. Nicht marktfähige Wertpapiere wurden zu Anschaffungskosten bewertet.

## ERFOLGSERMITTLUNG

Aufwendungen und Erträge werden zu dem Zeitpunkt erfasst, zu dem sie wirtschaftlich anfallen. Beim Verkauf von Fremdwährungsbeständen, Gold und Wertpapieren realisierte Gewinne und Verluste werden erfolgswirksam verbucht, wobei die durchschnittlichen Anschaffungskosten der jeweiligen Position als Berechnungsgrundlage herangezogen werden.

Buchmäßige Gewinne werden nicht erfolgswirksam berücksichtigt, sondern unter dem Ausgleichsposten aus Neubewertung direkt in der Bilanz ausgewiesen.

Buchmäßige Verluste werden in die Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt, wenn sie die im betreffenden Ausgleichsposten erfassten Bewertungsgewinne aus Vorperioden übersteigen. Buchmäßige Verluste bei einem Wertpapier, einer Währung oder Gold werden nicht gegen buchmäßige Gewinne aus anderen Wertpapieren, anderen Währungen oder Gold ver-

<sup>1</sup> Die detaillierten Rechnungslegungsgrundsätze der EZB sind in einem Beschluss des EZB-Rats vom 5. Dezember 2002 festgelegt (EZB/2002/11), ABl. L 58, 3.3.2003, S. 38–59.

<sup>2</sup> Diese Grundsätze stehen im Einklang mit den Bestimmungen des Artikels 26.4 der ESZB-Satzung über die Harmonisierung der Buchführung und Finanzberichterstattung über die Geschäftstätigkeit des Eurosystems.

rechnet. Ergibt die Bewertung einer Position am Jahresende einen buchmäßigen Verlust, dann werden die durchschnittlichen Anschaffungskosten dieser Position mit dem Wechselkurs bzw. Marktpreis zum Jahresultimo angepasst.

Beim Kauf von Wertpapieren anfallende Agio- oder Disagiobeträge werden als Teil des Zinsertrags behandelt und über die Restlaufzeit des Wertpapiers abgeschrieben.

#### **BEFRISTETE TRANSAKTIONEN**

Im Rahmen eines Repogeschäfts (Repos) verkauft die EZB Wertpapiere, wobei sie sich verpflichtet, diese Wertpapiere zu einem vereinbarten Preis zu einem bestimmten Termin wieder zurückzukaufen. Derartige Rückkaufvereinbarungen werden auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen und daraus resultierende Zinsaufwendungen in die Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt. Alle im Zuge von Repogeschäften verkauften Wertpapiere verbleiben in der Bilanz der EZB.

Bei einem Reverse Repo kauft die EZB Wertpapiere, wobei sie sich verpflichtet, diese Wertpapiere zu einem vereinbarten Preis zu einem bestimmten Termin rückzuübertragen. Diese Geschäfte werden auf der Aktivseite der Bilanz ausgewiesen, erhöhen aber nicht den Wertpapierbestand der EZB. Zinserträge werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

Im Rahmen eines standardisierten Wertpapierleihprogramms abgewickelte Rückkaufvereinbarungen und Wertpapierleihgeschäfte sind nur dann bilanzwirksam, wenn die EZB dafür für die gesamte Laufzeit Barsicherheiten erhält. Dies war im Jahr 2004 bei keiner derartigen Transaktion der Fall.

#### **AUSSERBILANZIELLE GESCHÄFTE**

Devisentermingeschäfte, die Terminseite von Devisenswaps und andere Währungsinstrumente, bei denen ein Tausch zwischen zwei Währungen zu einem zukünftigen Termin vereinbart wird, werden in die Nettofremdwäh-

rungsposition für die Berechnung von Kursgewinnen und -verlusten einbezogen. Zinsinstrumente werden einzeln bewertet. Offene Zinsfutures-Positionen werden außerbilanziell erfasst. Die täglichen Nachschussleistungen werden in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesen.

#### **EREIGNISSE NACH DEM BILANZSTICHTAG**

Bei der Bewertung von Forderungen und Verbindlichkeiten werden Sachverhalte berücksichtigt, die erst zwischen dem Bilanzstichtag und der Feststellung des Jahresabschlusses durch den EZB-Rat bekannt wurden, falls sie als wesentlich für die Darstellung der Aktiva und Passiva in der Bilanz erachtet werden.

#### **INTRA-ESZB-SALDEN/INTRA-EUROSYSTEM-SALDEN**

Intra-ESZB-Transaktionen sind grenzüberschreitende Transaktionen zwischen den Zentralbanken zweier EU-Mitgliedstaaten. Diese Transaktionen werden vorwiegend über TARGET – das transeuropäische automatisierte Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem (siehe Kapitel 2) – abgewickelt und auf bilateralen Konten verbucht, welche die über TARGET vernetzten Zentralbanken der EU-Mitgliedstaaten führen. Diese bilateralen Salden werden täglich in eine Gesamtposition pro NZB gegenüber der EZB aufgerechnet, die den Nettoforderungen bzw. Nettoverbindlichkeiten jeder einzelnen NZB gegenüber dem Rest des ESZB entspricht.

Die Intra-ESZB-Salden der dem Eurosystem angehörenden Zentralbanken gegenüber der EZB (nicht eingerechnet ihre Kapitalanteile an der EZB und ihre Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven an die EZB) werden in der EZB-Bilanz saldiert als Intra-Eurosystem-Forderungen bzw. Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten ausgewiesen.

Aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems resultierende Intra-Eurosystem-Salden werden als Gesamt-nettoforderung unter den „Forderungen aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs inner-

halb des Eurosystems“ ausgewiesen (siehe „Banknotenumlauf“).

Intra-ESZB-Salden der nicht dem Eurosystem angehörenden NZBen (Danmarks Nationalbank, Sveriges Riksbank und Bank of England) gegenüber der EZB werden unter „Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ ausgewiesen.

### SACHANLAGEN

Abgesehen von Grundstücken werden Sachanlagen zu Anschaffungskosten vermindert um Abschreibungen angesetzt; Grundstücke werden zu Anschaffungskosten bilanziert. Abschreibungen werden, beginnend mit dem auf die Anschaffung folgenden Quartal, linear über die erwartete wirtschaftliche Nutzungsdauer vorgenommen. Dabei wird wie folgt unterschieden:

EDV-Ausstattung und entsprechende Hardware/Software sowie Kraftfahrzeuge	4 Jahre
Betriebs- und Geschäftsausstattung sowie Einbauten	10 Jahre
Gebäude- und Herstellungsaufwand	25 Jahre
Sachanlagen im Wert von unter 10 000 €	Abschreibung im Anschaffungsjahr

Beim Gebäude- und Herstellungsaufwand für die derzeitigen EZB-Gebäude wurde eine niedrigere Abschreibungsdauer angesetzt, damit dieser bis zum Umzug der EZB an ihren endgültigen Standort vollständig abgeschrieben ist.

### DIE PENSIONSKASSE DER EZB

Das zweckgewidmet für die Deckung der Ansprüche der Mitglieder der Pensionskasse bzw. ihrer Angehörigen angelegte Kapital wird unter den sonstigen Aktiva der EZB erfasst; nähere Angaben dazu werden in den Erläuterungen zur Bilanz gemacht. Bewertungsgewinne und -verluste werden im Jahr ihres Entstehens als Pensionskassenerträge oder -aufwendungen verbucht. Die von der EZB geleisteten Beiträge werden auf dem Grundpensionskonto der Mitglieder angespart, wobei für die damit abzude-

ckenden Leistungen bestimmte Mindestgarantien gelten.

### BANKNOTENUMLAUF

Der Gesamtwert des Euro-Banknotenumlaufs wird jeweils am letzten Geschäftstag im Monat auf die EZB und die NZBen der zwölf Euro-Länder, die zusammen das Eurosystem bilden und durch die die Ausgabe der Euro-Banknoten erfolgt,<sup>3</sup> auf Basis des Banknoten-Verteilungsschlüssels verbucht.<sup>4</sup> Der auf die EZB verbuchte Anteil (8 %) ist auf der Passivseite der Bilanz unter der Position „Banknotenumlauf“ ausgewiesen. Der EZB-Anteil an der gesamten Euro-Banknotenausgabe ist durch entsprechende Forderungen an die NZBen gedeckt. Diese Forderungen sind verzinst<sup>5</sup> und werden in der Unterposition „Intra-Eurosystem-Forderungen: Forderungen aus der Verteilung des Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems“ ausgewiesen (siehe „Intra-ESZB-Salden/Intra-Eurosystem-Salden“). Der Zinsertrag der EZB aus diesen Forderungen („Seigniorage“) wird in der Position „Nettozinsergebnis“ erfasst. Laut Beschluss des EZB-Rats wird die Seigniorage der EZB quartalsweise als Gewinnvorauszahlung<sup>6</sup> an die NZBen verteilt. Zeigt sich allerdings im Zuge der Erstellung des Jahresabschlusses, dass das Nettojahresergebnis der EZB unter ihrem Seigniorage-Gewinn geblieben ist, kann die EZB Vorauszahlungen rückfordern. Der zur Vorauszahlung anstehende Betrag kann aber auch auf Beschluss

3 Beschluss der EZB vom 6. Dezember 2001 über die Ausgabe von Euro-Banknoten (EZB/2001/15), ABl. L 337 vom 20.12.2001, S. 52–54, geändert durch EZB/2003/23, ABl. L 9, 15.1.2004, S. 40–41 und EZB/2004/9, ABl. L 205, 9.6.2004, S. 17–18.

4 Der „Banknoten-Verteilungsschlüssel“ bezeichnet die Prozentsätze, die sich unter Berücksichtigung des Anteils der EZB an den insgesamt ausgegebenen Euro-Banknoten und aus der Anwendung des Kapitalzeichnungsschlüssels auf den Anteil der NZBen an den insgesamt ausgegebenen Banknoten ergeben.

5 Beschluss der EZB vom 6. Dezember 2001 über die Verteilung der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Mitgliedstaaten ab dem Geschäftsjahr 2002 (EZB/2001/16), ABl. L 337 vom 20.12.2001, S. 55–61, geändert durch EZB/2003/22, ABl. L 9, 15.1.2004, S. 39.

6 Beschluss der EZB vom 21. November 2002 über die Verteilung der Einkünfte der Europäischen Zentralbank aus dem Euro-Banknotenumlauf an die nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Mitgliedstaaten (EZB/2002/9), ABl. L 323 vom 28.11.2002, S. 49–50.



des EZB-Rats um anteilige Kosten der EZB für die Banknotenausgabe und -bearbeitung gekürzt werden.

#### **SONSTIGES**

Nach Ansicht des EZB-Direktoriums würde angesichts der Zentralbankfunktion der EZB die Veröffentlichung einer Cashflow-Rechnung den Bilanzadressaten keine zusätzlichen relevanten Informationen bieten.

Als externer Rechnungsprüfer wurde für den Fünfjahreszeitraum bis Ende des Geschäftsjahres 2007 die KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestellt. Die Bestellung erfolgte gemäß Artikel 27 der ESZB-Satzung auf Empfehlung des EZB-Rats mit Billigung durch den Rat der Europäischen Union.

# ERLÄUTERUNGEN ZUR BILANZ

## I GOLD UND GOLDFORDERUNGEN

Die EZB hielt am 31. Dezember 2004 unverändert 24,7 Mio Unzen Feingold, da im Berichtsjahr keine Goldtransaktionen durchgeführt wurden. Die Änderung in der Bilanzposition resultiert aus der Neubewertung zum Jahresende (siehe „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

## 2 FORDERUNGEN IN FREMDWÄHRUNG AN ANSÄSSIGE AUßERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS SOWIE AN ANSÄSSIGE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

### *Forderungen an den IWF*

In dieser Position werden die Bestände der EZB an Sonderziehungsrechten (SZR) zum 31. Dezember 2004 ausgewiesen. Die Veränderungen im Vorjahresvergleich ergaben sich aus Transaktionen des Internationalen Währungsfonds (IWF). Der IWF ist entsprechend einer Vereinbarung mit der EZB autorisiert, im Namen der EZB innerhalb einer vereinbarten Bandbreite SZR gegen Euro zu kaufen bzw. zu verkaufen. Ein SZR ist als ein Korb der vier weltweit bedeutendsten Währungen (Euro, japanischer Yen, Pfund Sterling, US-Dollar) definiert; sein Wert ergibt sich aus der Gewichtung der einzelnen Währungen auf Basis der jeweiligen Wechselkurse. Bilanztechnisch werden SZR-Bestände wie Fremdwährungen behandelt (siehe „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

### *Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva; Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet*

Diese Position besteht aus Guthaben bei Banken, Krediten in Fremdwährung und Wertpapieranlagen in US-Dollar and japanischen Yen und setzt sich wie folgt zusammen:

<i>Forderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>	2004 €	2003 €	Veränderung €
Giroeinlagen	2 682 171 017	1 365 187 080	1 316 983 937
Geldmarkteinlagen	848 227 002	1 197 220 582	(348 993 580)
Reverse Repos	2 408 046 989	3 834 025 154	(1 425 978 165)
Wertpapieranlagen	21 000 548 972	22 196 952 041	(1 196 403 069)
Insgesamt	26 938 993 980	28 593 384 857	(1 654 390 877)

<i>Forderungen an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</i>	2004 €	2003 €	Veränderung €
Giroeinlagen	26 506	26 740	(234)
Geldmarkteinlagen	2 547 022 979	2 799 445 764	(252 422 785)
Reverse Repos	4 967 080	0	4 967 080
Insgesamt	2 552 016 565	2 799 472 504	(247 455 939)

Der Rückgang in den einzelnen Positionen im Jahr 2004 ergab sich im Wesentlichen aus der Neubewertung der US-Dollarbestände der EZB zum Jahresende. Die US-Dollar-Abwertung sowie, in einem geringeren Ausmaß, die Abwertung des japanischen Yen, führten zu einem deutlichen Rückgang des Euro-Gegenwerts (siehe „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“ und „Erfolgsermittlung“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

## 3 FORDERUNGEN IN EURO AN ANSÄSSIGE AUßERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Zum 31. Dezember 2004 waren in dieser Position Bankeinlagen bei Geschäftspartnern erfasst, die ihren Sitz nicht im Euroraum haben.

#### 4 SONSTIGE FORDERUNGEN IN EURO AN KREDIT-INSTITUTE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Zum 31. Dezember 2004 umfasste diese Position eine Bankeinlage bei einem Geschäftspartner mit Sitz im Euroraum.

#### 5 INTRA-EUROSYSTEM-FORDERUNGEN

##### *Forderungen aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems*

In dieser Position werden die Forderungen der EZB gegenüber den NZBen des Euroraums erfasst, die sich aus der Anwendung des Banknoten-Verteilungsschlüssels ergeben (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

##### *Sonstige Forderungen innerhalb des Eurosystems (netto)*

Diese Position beinhaltet die TARGET-Verrechnungssalden der NZBen des Euroraums gegenüber der EZB und Forderungen der EZB im Zusammenhang mit ihren Seigniorage-Gewinnvorauszahlungen. Der Stand dieser Forderungen betrug zum 31. Dezember 2004 536 Mio € und entsprach damit den für die ersten drei Quartale rückgeforderten Gewinnvorauszahlungen (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze sowie Erläuterung Nr. 18 im Abschnitt Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung).

	2004 €	2003 €
Forderungen an die NZBen des Euroraums aus dem TARGET-Zahlungsverkehr	64 024 554 579	49 646 309 854
Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums aus dem TARGET-Zahlungsverkehr	(61 149 859 140)	(45 579 175 620)
Netto-TARGET-Position	2 874 695 439	4 067 134 234
Forderungen an die (Verbindlichkeiten gegenüber den) NZBen des Euroraums aus der Seigniorage-Gewinnvorauszahlung	536 222 885	532 760 169
Sonstige Intra-Eurosystem-Forderungen (netto)	3 410 918 324	4 599 894 403

#### 6 SONSTIGE AKTIVA

##### *Sachanlagen*

Diese Position gliedert sich wie folgt auf:

	Buchwert zum 31.12.2004 €	Buchwert zum 31.12.2003 €	Veränderung €
Grund und Gebäude	135 997 016	54 929 962	81 067 054
EDV-Ausstattung	43 089 388	45 407 622	(2 318 234)
Betriebs-/Geschäftsausstattung, Einbauten und Kraftfahrzeuge	3 809 292	2 149 813	1 659 479
In Bau befindliche Anlagen	3 215 050	23 259 861	(20 044 811)
Sonstige Sachanlagen	1 207 558	3 164 692	(1 957 134)
Insgesamt	187 318 304	128 911 950	58 406 354

Der größte Anstieg in der Position „Grund und Gebäude“ ergab sich aus:

- dem Erwerb des Grundstücks für den endgültigen Sitz der EZB. Bezogen auf die geplante Nutzfläche wurde ein Mindestkaufpreis von 61,4 Mio € vereinbart, der in Teilbeträgen bis spätestens 31. Dezember 2004, d. h. bis zum Übergang der Eigentumsrechte an die EZB, zu zahlen war. Diese Summe wurde inzwischen vollständig gezahlt und ist daher unter dem Punkt „Grund und Gebäude“ aufgeführt; sowie
- der Umbuchung aktivierter Herstellungskosten von der Position „im Bau befindliche Anlagen“ nach Inbetriebnahme der Anlagen am dritten Standort der EZB.

### Sonstiges Finanzanlagevermögen

Dazu zählen folgende Hauptkomponenten:

	2004 €	2003 €	Veränderung €
Auf Euro lautende Wertpapiere	5 399 222 333	5 276 052 927	123 169 406
Reverse Repos in Euro	869 977 933	167 100 400	702 877 533
Forderungen im Zusammenhang mit der EZB-Pensionskasse	120 243 662	91 727 194	28 516 468
Sonstiges Finanzanlagevermögen	38 875 639	38 875 737	(98)
Insgesamt	6 428 319 567	5 573 756 258	854 563 309

- a) Die hier erfassten auf Euro lautenden Wertpapiere und Reverse Repos dienen der Anlage der Eigenmittel der EZB (siehe Erläuterung Nr. 12).
- b) Die Kapitalanlagen der für EZB-Mitarbeiter eingerichteten Pensionskasse wurden mit 120,2 Mio € bewertet (2003: 91,7 Mio €). Dabei handelt es sich um die Finanzmittel, in denen die angesparten Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbeiträge zur Pensionskasse zum 31. Dezember 2004 angelegt waren. Dieses Vermögen wird von einem externen Fondsmanager verwaltet, der die laufenden Beiträge der EZB und der Pensionskassenmitglieder monatlich investiert. Das Pensionskapital wird getrennt von den anderen Finanzanlagen der EZB angelegt. Der Nettoertrag steht nicht der EZB zu; er wird thesauriert und bleibt zweckgewidmet. Der Wert der Kapitalanlagen wird vom externen Fondsmanager auf Basis der Marktpreise zum Jahresultimo ermittelt.
- c) Die EZB hält 3 000 Aktien an der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ), die zu den Anschaffungskosten von 38,5 Mio € ausgewiesen sind.

### Aktive Rechnungsabgrenzungsposten

Die im Zusammenhang mit den Forderungen der EZB aus ihrem Anteil am Euro-Banknotenumlauf zum 31. Dezember 2004 abgegrenzten Zinserträge in Höhe von 197 Mio € (2003: 165 Mio €) entsprachen dem Zinsertrag für das letzte Quartal 2004 (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

Der restliche Teil der Position setzt sich im Wesentlichen aus abgegrenzten Zinserträgen aus Wertpapieranlagen und anderen Finanzanlagen zusammen.

### Sonstiges

Im Jahr 2004 umfasste diese Position im Wesentlichen eine Forderung gegen das deutsche Bundesministerium der Finanzen auf Rückvergütung der Umsatzsteuer sowie anderer indirekter Steuern. Der Rückvergütungsanspruch ergibt sich aus den Bestimmungen von Artikel 3 des Protokolls über die Vorrechte und Befreiungen der Europäischen Gemeinschaften, das kraft Artikel 40 der ESZB-Satzung auch für die EZB gilt.

## 7 BANKNOTENUMLAUF

Der in dieser Position ausgewiesene Betrag entspricht dem Anteil der EZB am Gesamtwert des Euro-Banknotenumlaufs (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

## 8 VERBINDLICHKEITEN IN EURO GEGENÜBER SONSTIGEN ANSÄSSIGEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In dieser Position werden Einlagen der Mitglieder der Euro Banking Association (EBA) erfasst, mit denen über TARGET abgewickelte EBA-Zahlungen besichert werden.

## 9 VERBINDLICHKEITEN IN EURO GEGENÜBER ANSÄSSIGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Bei diesen Verbindlichkeiten handelt es sich hauptsächlich um Salden auf den TARGET-Konten, die die EZB für nicht am Eurosystem teilnehmende NZBen führt (siehe „Intra-EZB-Salden/Intra-Eurosystem-Salden“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

## 10 VERBINDLICHKEITEN IN FREMDWÄHRUNG GEGENÜBER ANSÄSSIGEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET SOWIE AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

In dieser Position sind Verbindlichkeiten zusammengefasst, die sich aus Repogeschäften mit im Euroraum und außerhalb des Euroraums ansässigen Geschäftspartnern im Rahmen der Verwaltung der Währungsreserven der EZB ergeben:

Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	2004 €	2003 €	Veränderung €
Repo-geschäfte	4 967 080	0	4 967 080

Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	2004 €	2003 €	Veränderung €
Repo-geschäfte	1 254 905 957	1 452 432 822	(197 526 865)

## 11 INTRA-EUROSYSTEM-VERBINDLICHKEITEN

In dieser Position sind die Verbindlichkeiten ausgewiesen, die die EZB im Rahmen der Übertragung der Währungsreserven durch die NZBen eingegangen ist. Die Verbindlichkeiten sind zum Einbringungswert in Euro angesetzt und werden zum jeweils geltenden marginalen Zinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eu-

rosystems – vermindert um einen Abschlag für die unverzinsten Goldbestände – verzinst (siehe Erläuterung Nr. 18 im Abschnitt Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung).

	Bis 31.12.2003 €	1.1.2004 bis 30.4.2004 €	Ab 1.5.2004 €
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	1 432 900 000	1 414 850 000	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	12 246 750 000	11 702 000 000	11 761 707 508
Bank von Griechenland	1 028 200 000	1 080 700 000	1 055 840 343
Banco de España	4 446 750 000	4 390 050 000	4 326 975 513
Banque de France	8 416 850 000	8 258 750 000	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	424 800 000	512 700 000	513 006 858
Banca d'Italia	7 447 500 000	7 286 300 000	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	74 600 000	85 400 000	87 254 014
De Nederlandsche Bank	2 139 000 000	2 216 150 000	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	1 179 700 000	1 150 950 000	1 157 451 203
Banco de Portugal	961 600 000	1 006 450 000	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	698 500 000	714 900 000	717 118 926
<b>Insgesamt</b>	<b>40 497 150 000</b>	<b>39 819 200 000</b>	<b>39 782 265 622</b>

Infolge der Anpassung des Kapitalschlüssels der EZB für die NZBen am 1. Januar 2004, der anschließenden Anpassung des Kapitalschlüssels am 1. Mai 2004 (siehe Erläuterung Nr. 15) und der damit verbundenen Verringerung der Gewichtsanteile der NZBen des Euroraums insgesamt wurde der ursprüngliche Stand der Verbindlichkeiten von 40 497 150 000 € in zwei Phasen durch Beschlüsse des EZB-Rates

gemäß Artikel 30.3 der Satzung des ESZB auf 39 782 265 622 € gesenkt. Diese Anpassungen erfolgten, damit die NZBen, die dem Eurosystem zu einem späteren Zeitpunkt beitreten, Währungsreserven entsprechend den festgelegten Anteilen, die sie am Kapital der EZB zeichnen, in voller Höhe an die EZB übertragen können. Der Rückgang der Verbindlichkeiten in Euro erforderte keine Rückübertragungen von Währungsreserven zwischen der EZB und den NZBen.

## 12 SONSTIGE PASSIVA

In dieser Position sind im Wesentlichen Zinsansprüche der NZBen im Zusammenhang mit ihren Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven erfasst (siehe Erläuterung Nr. 11). Daneben umfasst diese Position die Verpflichtungen der EZB im Zusammenhang mit ihrem Pensionskassenmodell. Inklusiv einer Rückstellung auf Basis des versicherungsmathematischen Gutachtens (siehe Erläuterung Nr. 13) standen diese Verpflichtungen Ende 2004 bei 148,8 Mio € (2003: 100,6 Mio €). Ferner sind in dieser Position passive Rechnungsabgrenzungsposten sowie offene Repo-Geschäfte in Höhe von 200 Mio € im Zusammenhang mit der Verwaltung der Eigenmittel der EZB erfasst (siehe Erläuterung Nr. 6).

## 13 RÜCKSTELLUNGEN

Diese Position umfasst Pensionsrückstellungen und Rückstellungen für Lieferungen und Leistungen sowie – im Zusammenhang mit dem Umzug zum endgültigen Standort der EZB – eine Rückstellung zur Erfüllung der vertraglichen Verpflichtung der EZB, den ursprünglichen Zustand der derzeit angemieteten Räumlichkeiten nach deren Verlassen wiederherzustellen.

## 14 AUSGLEICHSPOSTEN AUS NEUBEWERTUNG

Dieser Posten entspricht einer Bewertungsreserve, die aus buchmäßigen Gewinnen aus Forderungen und Verbindlichkeiten gebildet wird.

	2004 €	2003 €	Veränderung €
Gold	1 853 957 106	2 070 968 381	(217 011 275)
Devisen	0	1 901	(1 901)
Wertpapiere	67 160 084	105 493 783	(38 333 699)
Insgesamt	1 921 117 190	2 176 464 065	(255 346 875)

## 15 KAPITAL UND RÜCKLAGEN

### *Kapital*

#### *a) Anpassung des Kapitalschlüssels der EZB*

Gemäß Artikel 29.3 der ESZB-Satzung wird der Schlüssel, nach dem die NZBen Anteile am Kapital der EZB zeichnen, alle fünf Jahre angepasst. Die erste derartige Anpassung wurde am 1. Januar 2004 wirksam. Eine weitere Anpassung des Kapitalschlüssels erfolgte am 1. Mai 2004 im Zuge des Beitritts von zehn neuen Mitgliedstaaten. Im Sinne des Beschlusses des Rates vom 15. Juli 2003 über die statistische Datenbasis, die bei der Anpassung des Schlüssels für die Zeichnung des Kapitals der Europäischen Zentralbank anzuwenden ist, traten am 1. Januar 2004 und am 1. Mai 2004 folgende Kapitalschlüssel in Kraft:

	Bis 31.12.2003 %	1.1.2004 bis 30.4.2004 %	Ab 1.5.2004 %
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,8658	2,8297	2,5502
Deutsche Bundesbank	24,4935	23,4040	21,1364
Bank von Griechenland	2,0564	2,1614	1,8974
Banco de España	8,8935	8,7801	7,7758
Banque de France	16,8337	16,5175	14,8712
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,8496	1,0254	0,9219
Banca d'Italia	14,8950	14,5726	13,0516
Banque centrale du Luxembourg	0,1492	0,1708	0,1568
De Nederlandsche Bank	4,2780	4,4323	3,9955
Oesterreichische Nationalbank	2,3594	2,3019	2,0800
Banco de Portugal	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,3970	1,4298	1,2887
<b>NZBen des Euroraums</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>	<b>71,4908</b>

	Bis 31.12.2003 %	1.1.2004 bis 30.4.2004 %	Ab 1.5.2004 %
Česká národní banka	0,0000	0,0000	1,4584
Danmarks Nationalbank	1,6709	1,7216	1,5663
Eesti Pank	0,0000	0,0000	0,1784
Zentralbank von Zypern	0,0000	0,0000	0,1300
Latvijas Banka	0,0000	0,0000	0,2978
Lietuvos bankas	0,0000	0,0000	0,4425
Magyar Nemzeti Bank	0,0000	0,0000	1,3884
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0000	0,0000	0,0647
Narodowy Bank Polski	0,0000	0,0000	5,1380
Banka Slovenije	0,0000	0,0000	0,3345
Národná banka Slovenska	0,0000	0,0000	0,7147
Sveriges Riksbank	2,6537	2,6636	2,4133
Bank of England	14,6811	15,9764	14,3822
<b>NZBen der Länder außerhalb des Euroraums</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>	<b>28,5092</b>
<b>Insgesamt</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

### b) Kapital der EZB

Im Zuge der Anpassung des Kapitalschlüssels der EZB reduzierte sich der (jeweils zu 100 % eingezahlte) Anteil aller NZBen des Euro-raums am Kapital der EZB in Höhe von 5 Mrd € von 4 049 715 000 € zum 1. Januar 2004 um 1,3559 % auf insgesamt 3 981 920 000 €. Infolge des Beitritts der zehn neuen Mitgliedstaaten verringerte sich der Anteil zum 1. Mai 2004 weiter auf 3 978 226 562 €.

Gemäß Artikel 49.3 der Satzung des ESZB, der der Satzung durch den Beitrittsvertrag ange-

fügt wurde, erhöht sich das gezeichnete Kapital der EZB künftig automatisch, wenn ein neuer Mitgliedstaat der EU beitrifft und sich seine NZB dem ESZB anschließt. Die Erhöhung bestimmt sich durch die Multiplikation des geltenden Betrags des gezeichneten Kapitals (d. h. 5 Mrd €) mit dem Faktor, der im Rahmen des erweiterten Kapitalschlüssels das Verhältnis zwischen dem Gewichtsanteil der beitretenden NZB(en) und dem Gewichtsanteil der NZBen, die bereits Mitglied des ESZB sind, ausdrückt. Somit erhöhte sich das gezeichnete Kapital der EZB am 1. Mai 2004 auf 5 565 Mrd €.

Die 13 NZBen, die nicht dem Eurosystem angehören, müssen als Beitrag zu den Betriebskosten der EZB einen Mindestprozentsatz des von ihnen gezeichneten Kapitals einzahlen. Am 1. Mai 2004 wurde dieser Prozentsatz von 5 % auf 7 % erhöht. Einschließlich der Beiträge von den 10 neuen NZBen, die nicht dem Eurosystem angehören, beliefen sich die Beiträge zu diesem Termin auf insgesamt 111 050 988 €. Im Gegensatz zu den NZBen des Euroraums haben diese NZBen keinen Anspruch auf ausschüttbare Gewinne der EZB, einschließlich

Seigniorage, sie müssen allerdings auch nicht für Verluste der EZB aufkommen.

Als Folge der drei oben genannten Entwicklungen verringerte sich das eingezahlte Kapital vom 31. Dezember 2003 zum 1. Januar 2004 von 4 097 229 250 € auf 4 032 824 000 € und erhöhte sich dann zum 1. Mai 2004 auf 4 089 277 550 €, wie sich aus folgender Tabelle ablesen lässt:

### *Rücklagen*



	Gezeichnetes Kapital bis 31.12.2003	Eingezahltes Kapital bis 31.12.2003	Gezeichnetes Kapital 1.1.2004 bis 30.4.2004	Eingezahltes Kapital 1.1.2004 bis 30.4.2004	Gezeichnetes Kapital ab 1.5.2004 <sup>1)</sup>	Eingezahltes Kapital ab 1.5.2004
	€	€	€	€	€	€
Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	143 290 000	143 290 000	141 485 000	141 485 000	141 910 195	141 910 195
Deutsche Bundesbank	1 224 675 000	1 224 675 000	1 170 200 000	1 170 200 000	1 176 170 751	1 176 170 751
Bank von Griechenland	102 820 000	102 820 000	108 070 000	108 070 000	105 584 034	105 584 034
Banco de España	444 675 000	444 675 000	439 005 000	439 005 000	432 697 551	432 697 551
Banque de France	841 685 000	841 685 000	825 875 000	825 875 000	827 533 093	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	42 480 000	42 480 000	51 270 000	51 270 000	51 300 686	51 300 686
Banca d'Italia	744 750 000	744 750 000	728 630 000	728 630 000	726 278 371	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	7 460 000	7 460 000	8 540 000	8 540 000	8 725 401	8 725 401
De Nederlandsche Bank	213 900 000	213 900 000	221 615 000	221 615 000	222 336 360	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	117 970 000	117 970 000	115 095 000	115 095 000	115 745 120	115 745 120
Banco de Portugal	96 160 000	96 160 000	100 645 000	100 645 000	98 233 106	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	69 850 000	69 850 000	71 490 000	71 490 000	71 711 893	71 711 893
<b>NZBen des Euroraums</b>	<b>4 049 715 000</b>	<b>4 049 715 000</b>	<b>3 981 920 000</b>	<b>3 981 920 000</b>	<b>3 978 226 562</b>	<b>3 978 226 562</b>
Česká národní banka	0	0	0	0	81 155 136	5 680 860
Danmarks Nationalbank	83 545 000	4 177 250	86 080 000	4 304 000	87 159 414	6 101 159
Eesti Pank	0	0	0	0	9 927 370	694 916
Zentralbank von Zypern	0	0	0	0	7 234 070	506 385
Latvijas Banka	0	0	0	0	16 571 585	1 160 011
Lietuvos bankas	0	0	0	0	24 623 661	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	0	0	0	0	77 259 868	5 408 191
Bank Ċentrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0	0	0	0	3 600 341	252 024
Narodowy Bank Polski	0	0	0	0	285 912 706	20 013 889
Banka Slovenije	0	0	0	0	18 613 819	1 302 967
Národná banka Slovenska	0	0	0	0	39 770 691	2 783 948
Sveriges Riksbank	132 685 000	6 634 250	133 180 000	6 659 000	134 292 163	9 400 451
Bank of England	734 055 000	36 702 750	798 820 000	39 941 000	800 321 860	56 022 530
<b>NZBen der Länder außerhalb des Euroraums</b>	<b>950 285 000</b>	<b>47 514 250</b>	<b>1 018 080 000</b>	<b>50 904 000</b>	<b>1 586 442 685</b>	<b>111 050 988</b>
<b>Insgesamt</b>	<b>5 000 000 000</b>	<b>4 097 229 250</b>	<b>5 000 000 000</b>	<b>4 032 824 000</b>	<b>5 564 669 247</b>	<b>4 089 277 550</b>

1) Die einzelnen Beträge wurden auf den nächsten vollen Euro gerundet. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

In dieser Position ist die gemäß Artikel 33 der ESZB-Satzung gebildete Allgemeine Reserve ausgewiesen.

## AUSSERBILANZIELLE GESCHÄFTE

### 16 STANDARDISIERTES WERTPAPIERLEIHPROGRAMM

Im Rahmen der Eigenmittelverwaltung hat die EZB eine Vereinbarung über die Nutzung eines standardisierten Wertpapierleihprogramms abgeschlossen. Dabei nimmt sie die Dienste eines Mittlers in Anspruch, der autorisiert ist, in ihrem Auftrag Wertpapierleihgeschäfte mit Geschäftspartnern durchzuführen, die die EZB für solche Geschäfte zugelassen hat. Diesbezüglich waren am 31. Dezember 2004 befristete Transaktionen in Höhe von 1 Mrd € (2003: 0,4 Mrd €) offen (siehe „Befristete Transaktionen“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

### 17 ZINSFUTURES

Im Jahr 2004 wurden im Rahmen der Verwaltung der Währungsreserven der EZB Fremdwährungs-Zinsfutures verwendet. Zum 31. Dezember 2004 waren die folgenden Geschäfte offen (Angaben zum Nominalwert):

Fremdwährungs- Zinsfutures	Kontraktwert €
Käufe	1 077 349 366
Verkäufe	91 770 061

# ERLÄUTERUNGEN ZUR GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG

## 18 NETTOZINSERGEBNIS

### Zinserträge aus Währungsreserven

Diese Position beinhaltet die im Zusammenhang mit den Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten angefallenen Zinserträge abzüglich der Zinsaufwendungen:

	2004 €	2003 €	Veränderung €
Zinserträge aus Giroeinlagen	3 744 188	3 679 287	64 901
Zinserträge aus Geldmarkteinlagen	49 854 512	45 699 455	4 155 057
Reverse Repos	63 759 141	66 206 740	(2 447 599)
Nettoertrag aus Wertpapieranlagen	317 073 827	445 357 205	(128 283 378)
<b>Bruttozins- erträge aus Währungs- reserven</b>	<b>434 431 668</b>	<b>560 942 687</b>	<b>(126 511 019)</b>
Zinsauf- wendungen für Giroeinlagen	(32 020)	(73 292)	41 272
Repogeschäfte	(11 947 990)	(19 575 020)	7 627 030
Sonstige Nettozins- aufwendungen	(32 960)	0	(32 960)
<b>Nettozins- erträge aus Währungs- reserven</b>	<b>422 418 698</b>	<b>541 294 375</b>	<b>(118 875 677)</b>

### Zinserträge aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems

In dieser Position werden die Zinserträge der EZB (Seigniorage) aus ihrem achtprozentigen Anteil am Gesamtwert des Euro-Banknotenumlaufs erfasst. Die Verzinsung richtet sich nach dem jeweils geltenden marginalen Zinssatz des Hauptrefinanzierungsinstruments des Eurosystems. Der Modus für die Verteilung des Seigniorage-Gewinns an die NZBen ist unter „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze beschrieben.

Im Hinblick auf das voraussichtliche Bilanzergebnis der EZB für das Geschäftsjahr 2004 beschloss der EZB-Rat im Dezember 2004:

- die für die ersten drei Quartale erfolgten Gewinnvorauszahlungen an die NZBen im Umfang von 536 Mio € zurückzufordern und
- die Gewinnvorauszahlung für das vierte Quartal im Umfang von 197 Mio € einzubehalten.

### Zinsaufwendungen für die NZB-Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven

In dieser Position wird die Verzinsung der NZB-Forderungen gegenüber der EZB aus den gemäß Artikel 30.1 der ESZB-Satzung übertragenen Währungsreserven erfasst.

### Sonstige Zinserträge und Zinsaufwendungen

Die hier erfassten Zinserträge und -aufwendungen ergeben sich aus den Salden auf den TARGET-Konten und anderen auf Euro lautenden Aktiva und Passiva.

Im Jahr 2004 wurde das Nettozinsergebnis weiterhin von den niedrigen Zinssätzen für Anlagen in Euro und in Fremdwährung beeinflusst.

## 19 REALISIERTE GEWINNE (VERLUSTE) AUS FINANZGESCHÄFTEN

Realisierte Nettogewinne aus Finanzoperationen setzten sich 2004 wie folgt zusammen:

	2004 €	2003 €	Veränderung €
Realisierte Wertpapierkursgewinne (netto)	94 643 135	528 606 147	(433 963 012)
Realisierte Wechselkursgewinne (netto) (Realisierte Wechselkursverluste (netto))	41 402 675	(3 345 525)	44 748 200
Bei Finanzgeschäften realisierte Gewinne	136 045 810	525 260 622	(389 214 812)

## 20 ABSCHREIBUNGEN AUF FINANZANLAGEN UND -POSITIONEN

	2004 €	2003 €	Veränderung €
Buchmäßige Wertpapierkursverluste	(28 485 006)	(10 349 709)	(18 135 297)
Buchmäßige Wechselkursverluste	(2 064 800 103)	(3 962 339 851)	1 897 539 748
Insgesamt	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)	1 879 404 451

Diese Aufwendungen ergaben sich – infolge der anhaltenden Abwertung des US-Dollars gegenüber dem Euro – in erster Linie aus der Abschreibung der durchschnittlichen Anschaffungskosten der US-Dollarbestände der EZB auf den Marktwert gemäß Wechselkurs vom 31. Dezember 2004.

## 21 NETTOERGEBNIS AUS GEBÜHREN UND PROVISIONEN

	2004 €	2003 €	Veränderung €
Erträge aus Gebühren und Provisionen	297 964	700 271	(402 307)
Aufwendungen für Gebühren und Provisionen	(559 481)	(763 737)	204 256
Nettoaufwendungen aus Gebühren und Provisionen	(261 517)	(63 466)	(198 051)

Die in dieser Position erfassten Erträge ergaben sich in erster Linie aus Verzugszinsen, die Kreditinstitute bei Nichterfüllung des Mindestreserve-Solls entrichten müssen. Die Aufwendungen bestehen im Wesentlichen aus Kontoführungsgebühren und Spesen, die bei der Abwicklung von Fremdwährungs-Zinsfutures anfallen (siehe Erläuterung Nr. 17 im Abschnitt Erläuterungen zur Bilanz).

## 22 SONSTIGE ERTRÄGE

Diese Position resultiert im Wesentlichen aus der Auflösung nicht in Anspruch genommener Rückstellungen für Sachaufwendungen. Ab dem Jahr 2004 sind in dieser Position auch die Beiträge der NZBen der zehn neuen Mitgliedstaaten zu den Jahresservicegebühren enthalten, die sich aus ihrer Anbindung an die sichere IT-Infrastruktur des ESZB seit ihrem Beitritt ergeben. Diese Kosten werden zunächst zentral von der EZB getragen.

Die Beiträge der NZBen entfallen ab dem Beitritt der jeweiligen Mitgliedstaaten zum Euro-Währungsgebiet.

## 23 PERSONALAUFWENDUNGEN

Unter dieser Position werden die Kosten für Gehälter, Zulagen und Versicherungsbeiträge für Arbeitnehmer (2004: 120,0 Mio €; 2003: 108,2 Mio €) sowie die Arbeitgeberbeiträge zur EZB-Pensionskasse ausgewiesen. Die Bezüge der Direktoriumsmitglieder beliefen sich auf insgesamt 2,1 Mio € (2003: 2,0 Mio €). Im Berichtsjahr waren keine Pensionszahlungen an frühere Direktoriumsmitglieder oder deren Angehörige zu entrichten. Die scheidenden Direktoriumsmitglieder erhielten ein Übergangsgeld. Die Gehälter und Zulagen der EZB-Mitarbeiter einschließlich der Bezüge der Geschäftsführung orientieren sich im Wesentlichen am Gehaltsschema der Europäischen Gemeinschaften und sind mit diesem vergleichbar.

Der Anstieg in dieser Position im abgelaufenen Jahr ist vorrangig auf entsprechend dem versicherungsmathematischen Gutachten erhöhte Pensionsverpflichtungen der EZB zurückzuführen (siehe Erläuterung Nr. 24).

Ende 2004 lag der Personalstand der EZB bei 1 309 Mitarbeitern, von denen 131 Führungspositionen bekleideten. Die Veränderung des Mitarbeiterstands stellt sich wie folgt dar:

	2004	2003
Stand zum 1. Januar	1 213	1 105
Neuaufnahmen	137	149
Austritte	41	41
Stand zum 31. Dezember	1 309	1 213
Durchschnittlicher Personalstand	1 261	1 160

## 24 DIE PENSIONSKASSE DER EZB

Nach den Bestimmungen des Pensionsplans der EZB muss alle drei Jahre ein umfassendes versicherungsmathematisches Gutachten erstellt werden. Das letzte Gutachten wurde zum Stichtag 31. Dezember 2003 vorgelegt, wobei unterstellt wurde, dass mit diesem Tag alle Mitglieder der Pensionskasse aus der EZB ausscheiden und ihre pensionsbegründende Dienstzeit damit endet.

Der Pensionsaufwand der EZB im Rahmen des Pensionsplans wird mit Unterstützung eines geprüften Aktuars ermittelt. Zum Bilanzstichtag betrug der so errechnete Pensionsaufwand (inklusive einer Rückstellung für Berufsunfähigkeitsrenten und andere Rentenleistungen) 41,1 Mio € (2003: 21,7 Mio €). Darin eingeschlossen sind Rückstellungen für die Pensionen der Direktoriumsmitglieder in Höhe von 1,8 Mio € (2003: 1,9 Mio €) und etwaige Beitragsanpassungen aufgrund der Nachschusspflicht des Arbeitgebers. Der erforderliche Beitragssatz der EZB liegt bei 16,5 % der pensionsfähigen Mitarbeiterbezüge.

## 25 SACHAUFWENDUNGEN

In dieser Position sind alle sonstigen laufenden Aufwendungen erfasst, insbesondere Mieten, Gebäudeinstandhaltung, nicht aktivierungsfähige Ausgaben für Sachanlagen und Honorare. Dazu kommen die mit der Einstellung und Weiterbildung von Mitarbeitern verbundenen Ausgaben, einschließlich der Umzugskosten.

## 26 AUFWENDUNGEN FÜR DIE BANKNOTENHERSTELLUNG

Diese Aufwendungen bezogen sich im Jahr 2004 wie auch im Vorjahr auf Kosten für den Transport von Euro-Banknoten zwischen den einzelnen NZBen, um unerwartete Nachfragespitzen auszugleichen. Diese Kosten werden zentral von der EZB getragen.

## ERLÄUTERUNGEN ZUR VERLUSTABDECKUNG

*Diese Erläuterung ist nicht Bestandteil des Jahresabschlusses der EZB für das Jahr 2004. Sie wird lediglich zu Informationszwecken im Jahresbericht veröffentlicht.*

### EINKÜNFTE DER EZB AUS DEM BANKNOTENUMLAUF (SEIGNIORAGE)

Gemäß Beschluss des EZB-Rats wurde der Seigniorage-Gewinn der EZB aus ihrem Anteil am Euro-Banknotenumlauf im Jahr 2004 (733 Mio €) zur Gänze einbehalten, um zu vermeiden, dass die Gewinnausschüttung das Nettojahresergebnis übersteigt.

### ABDECKUNG VON VERLUSTEN DER EZB

Nach Artikel 33.2 der ESZB-Satzung kann ein Verlust der EZB auf zwei Arten abgedeckt werden: aus der Allgemeinen Reserve der EZB sowie erforderlichenfalls, nach einem entsprechenden EZB-Ratsbeschluss, aus den monetären Einkünften für das betreffende Geschäftsjahr, und zwar im Verhältnis der gemäß Artikel 32.5 an die NZBen rückverteilten Beträge und höchstens in diesem Ausmaß.<sup>1</sup>

Zur Abdeckung des Fehlbetrags für das Geschäftsjahr 2004 traf der EZB-Rat in der Sitzung vom 11. März 2005 folgenden Beschluss:

	2004 €	2003 €
Jahresfehlbetrag	(1 636 028 702)	(476 688 785)
Auflösung der Allgemeinen Reserve	296 068 424	476 688 785
Deckung durch die gemeinsamen monetären Einkünfte	1 339 960 278	0
Insgesamt	0	0

<sup>1</sup> Gemäß Artikel 32.5 der ESZB-Satzung wird die Summe der monetären Einkünfte der nationalen Zentralbanken unter ihnen entsprechend ihren eingezahlten Anteilen am Kapital der EZB verteilt.



## Prüfbericht

An den Präsidenten und den Rat  
der Europäischen Zentralbank

Frankfurt am Main

Wir haben die Bilanz der Europäischen Zentralbank zum 31. Dezember 2004 und die Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2004 sowie die diesbezüglichen Erläuterungen geprüft. Für die Erstellung dieses Jahresabschlusses ist das Direktorium der Europäischen Zentralbank zuständig. In unserer Verantwortung liegt es, einen Prüfbericht darüber vorzulegen.

Wir haben unsere Prüfung unter Beachtung der „International Standards on Auditing“ durchgeführt. Danach hatten wir die Abschlussprüfung so zu planen und durchzuführen, dass wir mit hinreichender Sicherheit beurteilen konnten, dass der Jahresabschluss keine wesentlichen Fehlaussagen enthält. Unter anderem prüften wir stichprobenartig die Belege, auf denen die Zahlen und Angaben im Abschluss basieren. Außerdem beurteilten wir die Anwendung der Rechnungslegungsgrundsätze und die wesentlichen Einschätzungen durch das Management sowie die Gesamtdarstellung des Jahresabschlusses. Wir sind der Auffassung, dass wir auf dieser Basis eine hinreichend sichere Beurteilung vornehmen konnten.

Nach unserer Einschätzung vermittelt der Jahresabschluss gemessen an den in den Erläuterungen beschriebenen Rechnungslegungsgrundsätzen ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Finanzlage der Europäischen Zentralbank zum 31. Dezember 2004 und der finanziellen Ergebnisse ihrer Tätigkeit im Geschäftsjahr 2004.

Frankfurt am Main, den 4. März 2005

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Gerhard Brackert

Vorstand:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Axel Berger  
WP RA StB  
Dr. Bernd Erle  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Gerd Geib  
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB  
Dr. Hartwich Lüßmann  
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas  
WP StB  
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Rüdiger Reinke  
CPA Kenneth D. Russell  
WP Dipl.-Oec.  
Bernd Ulrich Schmid  
WP Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Wienand Schruff  
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB  
Prof. Dr. Harald Wiedmann  
Sprecher  
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc  
Gottfried Wohlmannstetter  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Hans Zehnder  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Wolfgang Zielke  
stellv. Sprecher  
Zertifiziert nach  
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und  
Frankfurt am Main

Handelsregister:  
Charlottenburg (HRB 1077)  
und Frankfurt am Main  
(HRB 14345)

Bankverbindung:  
Deutsche Bank AG,  
Frankfurt a. M., 096 386 800  
BLZ 500 700 10

USt.-IdNr.: DE 136 751 547



## 5 KONSOLIDIERTE BILANZ DES EUROSYSTEMS ZUM 31. DEZEMBER 2004

(MIO €)

AKTIVA	31. DEZEMBER 2004	31. DEZEMBER 2003
<b>1 Gold und Goldforderungen</b>	<b>125 730</b>	<b>130 344</b>
<b>2 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>153 856</b>	<b>175 579</b>
2.1 Forderungen an den IWF	23 948	29 130
2.2 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva	129 908	146 449
<b>3 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>16 974</b>	<b>17 415</b>
<b>4 Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>6 849</b>	<b>6 049</b>
4.1 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite	6 849	6 049
4.2 Forderungen aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0
<b>5 Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euroraum</b>	<b>345 112</b>	<b>298 163</b>
5.1 Hauptrefinanzierungsgeschäfte	270 000	253 001
5.2 Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	75 000	45 000
5.3 Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
5.4 Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
5.5 Spitzenrefinanzierungsfazilität	109	134
5.6 Forderungen aus Margenausgleich	3	28
<b>6 Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>3 763</b>	<b>729</b>
<b>7 Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>70 244</b>	<b>54 466</b>
<b>8 Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	<b>41 317</b>	<b>42 686</b>
<b>9 Sonstige Aktiva</b>	<b>120 479</b>	<b>109 365</b>
<b>Aktiva insgesamt</b>	<b>884 324</b>	<b>834 796</b>

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

## PASSIVA

31. DEZEMBER  
200431. DEZEMBER  
2003

<b>1 Banknotenumlauf</b>	<b>501 256</b>	<b>436 128</b>
<b>2 Verbindlichkeiten in Euro aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>138 735</b>	<b>147 328</b>
2.1 Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	138 624	147 247
2.2 Einlagefazilität	106	80
2.3 Termineinlagen	0	0
2.4 Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
2.5 Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	5	1
<b>3 Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>126</b>	<b>257</b>
<b>4 Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	<b>0</b>	<b>1 054</b>
<b>5 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>42 187</b>	<b>39 865</b>
5.1 Einlagen von öffentlichen Haushalten	35 968	34 106
5.2 Sonstige Verbindlichkeiten	6 219	5 759
<b>6 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>10 912</b>	<b>10 279</b>
<b>7 Verbindlichkeiten in Fremdwährungen gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	<b>247</b>	<b>499</b>
<b>8 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	<b>10 679</b>	<b>11 205</b>
8.1 Einlagen, Guthaben und sonstige Verbindlichkeiten	10 679	11 205
8.2 Verbindlichkeiten aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0
<b>9 Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	<b>5 573</b>	<b>5 761</b>
<b>10 Sonstige Passiva</b>	<b>51 791</b>	<b>54 757</b>
<b>11 Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	<b>64 581</b>	<b>67 819</b>
<b>12 Kapital und Rücklagen</b>	<b>58 237</b>	<b>59 844</b>
<b>Passiva insgesamt</b>	<b>884 324</b>	<b>834 796</b>



# ANHANG

## ANHANG

### RECHTSINSTRUMENTE DER EZB

Diese Aufstellung bietet einen Überblick über die Rechtsinstrumente, die im Jahr 2004 und Anfang 2005 von der EZB verabschiedet und im Amtsblatt der Europäischen Union (erhältlich beim Amt für amtliche Veröffentlichungen

der Europäischen Gemeinschaften) veröffentlicht wurden. Eine Aufstellung aller von der EZB seit ihrer Gründung verabschiedeten Rechtsinstrumente findet sich auf der EZB-Website.

Nr.	Titel	Fundstelle im Amtsblatt
EZB/2004/1	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 13. Februar 2004 zur Änderung der Leitlinie EZB/2003/2 über bestimmte statistische Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank und die von den nationalen Zentralbanken anzuwendenden Verfahren zur Meldung statistischer Daten im Bereich der Geld- und Bankenstatistik	ABl. L 83, 20.3.2004, S. 29
EZB/2004/2	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 19. Februar 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank	ABl. L 80, 18.3.2004, S. 33
EZB/2004/3	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 4. März 2004 über den Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der Europäischen Zentralbank	ABl. L 80, 18.3.2004, S. 42
EZB/2004/4	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 21. April 2004 zur Änderung der Leitlinie EZB/2001/3 über ein transeuropäisches automatisches Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem (TARGET)	ABl. L 205, 9.6.2004, S. 1
EZB/2004/5	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 22. April 2004 über die prozentualen Anteile der nationalen Zentralbanken im Schlüssel für die Zeichnung des Kapitals der Europäischen Zentralbank	ABl. L 205, 9.6.2004, S. 5
EZB/2004/6	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 22. April 2004 zur Bestimmung der Maßnahmen, die zur Einzahlung des Kapitals der Europäischen Zentralbank durch die teilnehmenden nationalen Zentralbanken erforderlich sind	ABl. L 205, 9.6.2004, S. 7
EZB/2004/7	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 22. April 2004 zur Festlegung der Bedingungen für die Übertragung der Kapitalanteile der Europäischen Zentralbank zwischen den nationalen Zentralbanken und für die Anpassung des eingezahlten Kapitals	ABl. L 205, 9.6.2004, S. 9
EZB/2004/8	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 22. April 2004 zur Festlegung der Maßnahmen, die für den Beitrag zum kumulierten Wert der Eigenmittel der Europäischen Zentralbank, für die Anpassung der den übertragenen Währungsreserven entsprechenden Forderungen der nationalen Zentralbanken sowie für hiermit zusammenhängende finanzielle Angelegenheiten erforderlich sind	ABl. L 205, 9.6.2004, S. 13

Nr.	Titel	Fundstelle im Amtsblatt
EZB/2004/9	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 22. April 2004 zur Änderung des Beschlusses EZB/2001/15 vom 6. Dezember 2001 über die Ausgabe von Euro-Banknoten	ABl. L 205, 9.6.2004, S. 17
EZB/2004/10	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 23. April 2004 zur Bestimmung der Maßnahmen, die zur Einzahlung des Kapitals der Europäischen Zentralbank durch die nicht teilnehmenden nationalen Zentralbanken erforderlich sind	ABl. L 205, 9.6.2004, S. 19
EZB/2004/11	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 3. Juni 2004 über die Bedingungen und Modalitäten der Untersuchungen des Europäischen Amtes für Betrugsbekämpfung in der Europäischen Zentralbank zur Bekämpfung von Betrug, Korruption und sonstigen rechtswidrigen Handlungen zum Nachteil der finanziellen Interessen der Europäischen Gemeinschaften und zur Änderung der Beschäftigungsbedingungen für das Personal der Europäischen Zentralbank	ABl. L 230, 30.6.2004, S. 56
EZB/2004/12	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 17. Juni 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Erweiterten Rates der Europäischen Zentralbank	ABl. L 230, 30.6.2004, S. 61
EZB/2004/13	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 1. Juli 2004 über die Erbringung von Dienstleistungen im Bereich der Verwaltung von Währungsreserven in Euro durch das Eurosystem für Zentralbanken außerhalb der Europäischen Union, Länder außerhalb der Europäischen Union und internationale Organisationen	ABl. L 241, 13.7.2004, S. 68
EZB/2004/14	Entscheidung der Europäischen Zentralbank vom 9. Juli 2004 zur Änderung der Entscheidung EZB/2003/15 vom 28. November 2003 über die Genehmigung des Umfangs der Ausgabe von Münzen im Jahr 2004	ABl. L 248, 22.7.2004, S. 14
EZB/2004/15	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 16. Juli 2004 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank im Bereich der Zahlungsbilanz, des Auslandsvermögensstatus sowie des Offenlegungstableaus für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität	ABl. L 354, 30.11.2004, S. 34
EZB/2004/16	Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 16. Juli 2004 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank im Bereich der Zahlungsbilanz, des Auslandsvermögensstatus sowie des Offenlegungstableaus für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität	ABl. C 292, 30.11.2004, S. 21
EZB/2004/17	Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 30. Juli 2004 an den Rat der Europäischen Union im Hinblick auf die externen Rechnungsprüfer der Banca d'Italia	ABl. C 202, 10.8.2004, S. 1

Nr.	Titel	Fundstelle im Amtsblatt
EZB/2004/18	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 16. September 2004 über die Beschaffung von Euro-Banknoten	ABl. L 320, 21.10.2004, S. 21
EZB/2004/19	Entscheidung der Europäischen Zentralbank vom 14. Dezember 2004 über die Genehmigung des Umfangs der Ausgabe von Münzen im Jahr 2005	ABl. L 379, 24.12.2004, S. 107
EZB/2004/20	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 16. Dezember 2004 zur Änderung der Leitlinie EZB/2004/13 über die Erbringung von Dienstleistungen im Bereich der Verwaltung von Währungsreserven in Euro durch das Eurosystem für Zentralbanken außerhalb der Europäischen Union, Länder außerhalb der Europäischen Union und internationale Organisationen	ABl. L 385, 29.12.2004, S. 85
EZB/2004/21	Verordnung der Europäischen Zentralbank vom 16. Dezember 2004 zur Änderung der Verordnung EZB/2001/13 über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute und der Verordnung EZB/2001/18 über die Statistik über die von monetären Finanzinstituten angewandten Zinssätze für Einlagen und Kredite gegenüber privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	OJ L 371, 18.12.2004, S. 42
EZB/2005/1	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 21. Januar 2005 zur Änderung der Leitlinie EZB/2001/3 über ein transeuropäisches automatisches Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem („TARGET“)	ABl. L 30, 3.2.2005, S. 21
EZB/2005/2	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 3. Februar 2005 zur Änderung der Leitlinie EZB/2000/7 über geldpolitische Instrumente und Verfahren des Eurosystems	Noch nicht im Amtsblatt veröffentlicht
EZB/2005/3	Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 11. Februar 2005 an den Rat der Europäischen Union zu den externen Rechnungsprüfern der Banco de Portugal	ABl. C 50, 26.2.2005, S. 6
EZB/2005/4	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 15. Februar 2005 zur Änderung der Leitlinie EZB/2003/2 über bestimmte statistische Berichtsansforderungen der Europäischen Zentralbank und die von den nationalen Zentralbanken anzuwendenden Verfahren zur Meldung statistischer Daten im Bereich der Geld- und Bankenstatistik	Noch nicht veröffentlicht
EZB/2005/5	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 17. Februar 2005 über die statistischen Berichtsansforderungen der Europäischen Zentralbank und die Verfahren für den Austausch statistischer Daten innerhalb des Europäischen Systems der Zentralbanken im Bereich der staatlichen Finanzstatistiken	Noch nicht veröffentlicht

## STELLUNGNAHMEN DER EZB

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von der EZB im Jahr 2004 und Anfang 2005 gemäß Artikel 105 Absatz 4 EG-Vertrag und Artikel 4 ESZB-Satzung, Artikel 112 Absatz 2 Buchstabe b) EG-Vertrag und Artikel 11.2 ESZB-Satzung verabschiedeten Stellungnahmen. Eine Aufstellung aller von der EZB seit ihrer Gründung abgegebenen Stellungnahmen findet sich auf der EZB-Website.

### a) Stellungnahmen der EZB nach Konsultationen durch Mitgliedstaaten<sup>1</sup>

Nr. <sup>2</sup>	Ursprung	Gegenstand
CON/2004/1	Finnland	Maßnahmen mit Auswirkungen auf die finanzielle Unabhängigkeit der Suomen Pankki, Ermächtigung der Bank zum Erlass von Normen
CON/2004/2	Schweden	MFI-Meldungen für die Geld- und Bankenstatistik
CON/2004/3	Luxemburg	Schaffung eines rechtlichen Rahmens für Verbriefungstransaktionen
CON/2004/5	Österreich	Zusätzliche Beaufsichtigung bei Finanzkonglomeraten (Finanzkonglomeratengesetz)
CON/2004/6	Frankreich	Ausgleich der Wechselkursverluste der Banque de France
CON/2004/8	Frankreich	Rechtlicher Rahmen für das erneute In-Umlauf-Bringen von Euro-Banknoten und -Münzen
CON/2004/9	Belgien	Insolvenz- und Konkursverfahren für Kreditinstitute, Clearinghäuser und Wertpapierfirmen
CON/2004/15	Frankreich	Börsenfähige Schuldverschreibungen
CON/2004/16	Italien	Einlagensicherung
CON/2004/17	Schweden	Banknoten und Münzen, die ihre Gültigkeit als gesetzliches Zahlungsmittel verlieren
CON/2004/18	Portugal	Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten
CON/2004/20	Frankreich	Inflationsindexierte Bankkredite
CON/2004/21	Niederlande	Finanzmarktaufsicht
CON/2004/22	Frankreich	Eigentumsübergang bei Finanzinstrumenten
CON/2004/23	Deutschland	Änderung der Außenwirtschaftsverordnung
CON/2004/24	Österreich	Statistische Erhebungen über die Importe und Exporte von Dienstleistungen

<sup>1</sup> Laut Beschluss des EZB-Rats vom Dezember 2004 werden Stellungnahmen der EZB bei Konsultationen durch nationale Behörden grundsätzlich unmittelbar nach ihrer Verabschiedung und anschließenden offiziellen Übermittlung veröffentlicht.

<sup>2</sup> Die Konsultationen sind in der Reihenfolge ihrer Verabschiedung durch den EZB-Rat nummeriert.



Nr. <sup>2</sup>	Ursprung	Gegenstand
CON/2004/25	Estland	Aufsichtsbehörden für E-Geld-Institute
CON/2004/26	Österreich	Meldeverordnungsentwurf für Zahlungsbilanzmeldungen (ausgenommen Dienstleistungen und Übertragungen)
CON/2004/27	Belgien	Bestimmungen zu Finanzsicherheiten
CON/2004/28	Schweden	Banknoten- und Münzumsatz
CON/2004/29	Malta	Ausnahmen von den maltesischen Mindestreservebestimmungen
CON/2004/30	Frankreich	Fertigstellung der rechtlichen Grundlage für die Gründung von Zweckgesellschaften
CON/2004/31	Slowakei	Zuständigkeit der Národná banka Slovenska für die Finanzmarktaufsicht
CON/2004/33	Ungarn	Statistische Meldebestimmungen für das Informationssystem der ungarischen Notenbank
CON/2004/34	Belgien	Besteuerung von Devisentransaktionen
CON/2004/35	Ungarn	Geldpolitische Beschlussfassung
CON/2004/36	Tschechische Republik	Programm für statistische Erhebungen für das Jahr 2005
CON/2004/37	Tschechische Republik	Einführung von E-Geld-Instituten
CON/2004/38	Dänemark	Gesetzliche Regelung und Schaffung einer Aufsichtsstruktur für Hedge-Fonds
CON/2004/39	Spanien	Ausgliederung des Verrechnungssystems für Massenzahlungen
CON/2005/3	Ungarn	Bargelddbearbeitung und -verteilung
CON/2005/5	Malta	Statistische Meldebestimmungen der Central Bank of Malta für Kreditinstitute

### b) Stellungnahmen der EZB nach Konsultationen durch eine europäische Institution<sup>3</sup>

Nr. <sup>4</sup>	Ursprung	Gegenstand	Fundstelle im Amtsblatt
CON/2004/4	EU-Rat	Erstellung von vierteljährlichen nichtfinanziellen Sektorkonten	ABl. C 42, 18.2.2004, S. 23
CON/2004/7	EU-Rat	Neue EU-Ausschussstruktur im Finanzdienstleistungsbereich zur Anwendung der Lamfalussy-Methode auf den gesamten Finanzsektor	ABl. C 58, 6.3.2004, S. 23
CON/2004/10	EU-Rat	Umrechnungskurse zwischen dem Euro und den Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro einführen	ABl. C 88, 8.4.2004, S. 20
CON/2004/11	EU-Rat	Ernennung eines neuen Mitglieds des Direktoriums der EZB	ABl. C 87, 7.4.2004, S. 37
CON/2004/12	EU-Rat	Vereinbarung über die Währungsbeziehungen zum Fürstentum Andorra	ABl. C 88, 8.4.2004, S. 18
CON/2004/13	EU-Rat	Medaillen und Marken mit ähnlichen Merkmalen wie Euro-Münzen	ABl. C 134, 12.5.2004, S. 11
CON/2004/14	EU-Rat	Erhebung und Übermittlung von Daten zum vierteljährlichen öffentlichen Schuldenstand	ABl. C 134, 12.5.2004, S. 14
CON/2004/19	EU-Rat	Konjunkturstatistiken	ABl. C 158, 15.6.2004, S. 3
CON/2004/32	EU-Rat	Aufnahme von Verhandlungen über eine Vereinbarung über die Währungsbeziehungen zu Andorra	ABl. C 256, 16.10.2004, S. 9
CON/2005/2	EU-Rat	Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und Finanzierung des Terrorismus	ABl. C 40, 17.2.2005, S. 9
CON/2005/4	EU-Rat	Rechtsvorschriften für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen zur Kapitaladäquanz	ABl. C 52, 2.3.2005, S. 37

<sup>3</sup> Die Stellungnahmen werden auch auf der EZB-Website veröffentlicht.

<sup>4</sup> Die Konsultationen sind in der Reihenfolge ihrer Verabschiedung durch den EZB-Rat nummeriert.



## PUBLIKATIONEN DER EZB SEIT JANUAR 2004

Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2004 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von Dezember 2004 bis Februar 2005 aufgeführt. Die Publikationen werden von der Presse- und Informationsabteilung kostenlos an Interessenten abgegeben. Anfragen sind schriftlich an die im Impressum angegebene Postanschrift zu richten.

Eine vollständige Liste der Publikationen der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Währungsinstituts kann auf der Website der EZB (<http://www.ecb.int>) abgerufen werden.

### JAHRESBERICHT

„Jahresbericht 2003“, April 2004.

### AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

- „Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik“, Januar 2004.
- „Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet – Merkmale und Nutzen“, Januar 2004.
- „Messung und Analyse der Gewinnentwicklung im Euro-Währungsgebiet“, Januar 2004.
- „Die Volkswirtschaften der beitretenden Staaten an der Schwelle zur Mitgliedschaft in der Europäischen Union“, Februar 2004.
- „Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten“, Februar 2004.
- „Die Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung auf den europäischen Bankensektor im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität“, Februar 2004.
- „Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise“, April 2004.
- „Zukünftige Entwicklung des TARGET-Systems“, April 2004.
- „Die Mittelmeerpartnerstaaten im Barcelona-Prozess und ihre Beziehungen mit dem Euro-Währungsgebiet“, April 2004.
- „Die Wirtschaft der EU nach dem Beitritt der neuen Mitgliedstaaten“, Mai 2004.
- „Der natürliche Realzins im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2004.
- „Methoden zur Risikominderung in den Kreditgeschäften des Eurosystems“, Mai 2004.
- „Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet: Gesamtwirtschaftliche und sektorale Trends“, Juli 2004.
- „Gründe für die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors der EU seit dem Jahr 2000“, Juli 2004.
- „Die europäische Verfassung und die EZB“, August 2004.
- „Eigenschaften und Nutzen von Vierteljahresdaten zum Staatssektor“, August 2004.
- „Euro-Banknoten: Erfahrungen der ersten Jahre“, August 2004.
- „Monetäre Analyse in Echtzeit“, Oktober 2004.
- „Wirtschaftliche Integration in ausgewählten Regionen außerhalb der Europäischen Union“, Oktober 2004.
- „Die Ölpreise und die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet“, November 2004.
- „Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen“, November 2004.
- „Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität“, November 2004.
- „Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung: Wesentliche Merkmale und Auswirkungen“, Januar 2005.

- „Kapitalströme in die Schwellenländer: Veränderungen in den Trends und neuere Entwicklungen“, Januar 2005.
- „Marktdisziplin im Bankensektor“, Februar 2005.
- „Erste Erfahrungen mit den Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems“, Februar 2005.
- „Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen“, Februar 2005.

### STATISTICS POCKET BOOK

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

### OCCASIONAL PAPERS

9. „Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications“ von M. G. Briotti, Februar 2004.
10. „The acceding countries’ strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review“ von einem Mitarbeiterteam unter der Leitung von P. Backé und C. Thimann sowie O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl und C. Nerlich, Februar 2004.
11. „Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases“ von A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich und C. Thimann, Februar 2004.
12. „Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages“ von R. Anderton, F. di Mauro und F. Moneta, April 2004.
13. „Fair value accounting and financial stability“ von einem Mitarbeiterteam unter Leitung von Andrea Enria unter Mitwirkung von Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires und Paolo Poloni, April 2004.
14. „Measuring financial integration in the euro area“ von L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova und C. Monnet, April 2004.
15. „Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics“ von Henning Ahnert und Geoff Kenny, Mai 2004.
16. „Market dynamics associated with credit ratings: a literature review“ von F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland und C. Zins, Juni 2004.
17. „Corporate ‚excesses‘ and financial market dynamics“ von A. Maddaloni und D. Pain, Juli 2004.
18. „The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents“ von A. Geis, A. Mehl und S. Wredenburg, Juli 2004.
19. „Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective“ von MPC Task Force of the ESCB, Juli 2004.
20. „The supervision of mixed financial services groups in Europe“ von F. Dierick, August 2004.
21. „Governance of securities clearing and settlement systems“ von D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti und C. Papathanassiou, Oktober 2004.
22. „Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective“ von A. Musso und T. Westermann, Januar 2005.
23. „The bank lending survey for the euro area“ von J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt und S. Scopel, Februar 2005.

24. „Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries“ von V. Genre, D. Momferatou und G. Mourre, Februar 2005.

#### **WORKING PAPERS**

419. „The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries“ von M. Hallerberg, R. Strauch und J. von Hagen, Dezember 2004.
420. „On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union“ von C. Detken, V. Gaspar und B. Winkler, Dezember 2004.
421. „EU fiscal rules: issues and lessons from political economy“ von L. Schuknecht, Dezember 2004.
422. „What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances“ von M. Tujula und G. Wolswijk, Dezember 2004.
423. „Price setting in France: new evidence from survey data“ von C. Loupias und R. Ricart, Dezember 2004.
424. „An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates“ von F. Breedon und P. Vitale, Dezember 2004.
425. „Geographic versus industry diversification: constraints matter“ von P. Ehling und S. Brito Ramos, Januar 2005.
426. „Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds“ von D. P. Miller und J. J. Puthenpurackal, Januar 2005.
427. „Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment?“ von K. Kauko, Januar 2005.
428. „Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings“ von V. Pons-Sanz, Januar 2005.
429. „Cross-border diversification in bank asset portfolios“ von C. M. Buch, J. C. Driscoll und C. Ostergaard, Januar 2005.
430. „Public policy and the creation of active venture capital markets“ von M. Da Rin, G. Nicodano und A. Sembenelli, Januar 2005.
431. „Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry“ von G. Calzolari und G. Loranth, Januar 2005.
432. „Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms“ von Y. Chung Cheung, F. de Jong und B. Rindi, Januar 2005.
433. „Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility“ von R. Beetsma und X. Debrun, Januar 2005.
434. „Interest rates and output in the long run“ von Y. Aksoy und M. Léon-Ledesma, Januar 2005.
435. „Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?“ von L. Schuknecht und V. Tanzi, Februar 2005.
436. „Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany“ von L. Cappiello und S. Guéné, Februar 2005.
437. „What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants“ von E. Papaioannou, Februar 2005.
438. „Quality of public finances and growth“ von A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht und M. Thöne, Februar 2005.
439. „A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market“ von V. Brousseau und A. Manzanares, Februar 2005.
440. „Estimating and analysing currency options’ implied risk-neutral density functions for the largest new EU Member States“ von O. Castrén, Februar 2005.

441. „The Phillips curve and long-term unemployment“ von R. Llaudes, Februar 2005.
442. „Why do financial systems differ? History matters“ von C. Monnet und E. Quintin, Februar 2005.
443. „Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data“ von S. Rosati und S. Secola, Februar 2005.
444. „Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy“ von L. Stracca und A. al-Nowaihi, Februar 2005.
445. „Welfare implications of joining a common currency“ von M. Ca’Zorzi, R. A. De Santis und F. Zampolli, Februar 2005.
446. „Trade effects of the euro: evidence from sectoral data“ von R. E. Baldwin, F. Skudelny und D. Taglioni, Februar 2005.
447. „Foreign exchange option and returns-based correlation forecasts: evaluation and two applications“ von O. Castrén und S. Mazzotta, Februar 2005.

#### SONSTIGE PUBLIKATIONEN

- „Assessment of accession countries’ securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations“, Januar 2004.
- „The monetary policy of the ECB“, Januar 2004.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, Februar 2004.
- „Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10“, Februar 2004.
- „Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)“, Februar 2004.
- „Foreign direct investment task force report“, März 2004.
- „External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank“, April 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.
- „TARGET compensation claim form“, April 2004.
- „Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe“, April 2004.
- „The use of central bank money for settling securities transactions“, Mai 2004.
- „TARGET Annual Report 2003“, Mai 2004.
- „Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles“, Mai 2004.
- „Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management“, Mai 2004.
- „Risk Management for Central Bank Foreign Reserves“, Mai 2004.
- „Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan“, Juni 2004.
- „The development of statistics for Economic and Monetary Union“ von Peter Bull, Juli 2004.
- „ECB staff macroeconomic projections for the euro area“, September 2004.
- „Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option“, September 2004.
- „Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure“, Oktober 2004.

„Konvergenzbericht 2004“, Oktober 2004.  
 „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“, Oktober 2004.  
 „The European Central Bank – History, role and functions“, Oktober 2004.  
 „E-payments without frontiers“, Oktober 2004.  
 „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“, November 2004.  
 „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries“, November 2004.  
 „Report on EU banking structure 2004“, November 2004.  
 „EU banking sector stability 2004“, November 2004.  
 „Letter from the ECB President to the President of the European Parliament“, November 2004.  
 „Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs“, November 2004.  
 „Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area“, Dezember 2004.  
 „Towards a single euro payments area – third progress report“, Dezember 2004.  
 „The euro bond market study 2004“, Dezember 2004.  
 „Financial Stability Review“, Dezember 2004.  
 „Review of the requirements in the field of general economic statistics“, Dezember 2004.  
 „Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years“, Dezember 2004.  
 „Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting by credit institutions and other professional cash handlers“, Januar 2005.  
 „Review of the international role of the euro“, Januar 2005.  
 „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, Januar 2005.  
 „Banking structures in the new EU Member States“, Januar 2005.  
 „Fortschrittsbericht über TARGET2“, Februar 2005.  
 „Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“, Februar 2005.  
 „Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation“, Februar 2005.  
 „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures“ („Blue Book“), Februar 2005.

#### **INFORMATIONSBROSCHÜREN**

„Information guide for credit institutions using TARGET“, Juli 2003.  
 „TARGET2 – the future TARGET system“, September 2004.  
 „TARGET – the current system“, September 2004.





# CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSISTEMS <sup>1</sup>

## 8. JANUAR 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

## 12. JANUAR 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2004 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 15 Mrd € auf 25 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2004 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2005 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

## 5. FEBRUAR, 4. MÄRZ 2004

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

## 10. MÄRZ 2004

Gemäß dem Beschluss des EZB-Rats vom 23. Januar 2003 wird die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt und die Mindestreserve-Erfüllungsperiode für das Reserve-Soll des Eurosystems geändert. Sie beginnt zukünftig nicht mehr am 24. eines Monats, sondern am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des

EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist.

## 1. APRIL, 6. MAI, 3. JUNI, 1. JULI, 5. AUGUST, 2. SEPTEMBER, 7. OKTOBER, 4. NOVEMBER, 2. DEZEMBER 2004 UND 13. JANUAR 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

## 14. JANUAR 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2005 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 25 Mrd € auf 30 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2005 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2006 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

## 3. FEBRUAR 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems für die Jahre 1999 bis 2003 ist im Jahresbericht 1999 auf Seite 181 ff., im Jahresbericht 2000 auf Seite 225 ff., im Jahresbericht 2001 auf Seite 237 ff., im Jahresbericht 2002 auf Seite 248 ff. bzw. im Jahresbericht 2003 auf Seite 235 ff. zu finden.



## GLOSSAR

*Dieses Glossar enthält ausgewählte Begriffe, die im Jahresbericht verwendet werden. Ein umfassenderes Glossar kann auf der Website der EZB abgerufen werden.*

**Aktienmarkt** (equity market): Markt, an dem Eigentumsanteile an Unternehmen (Aktien) begeben und gehandelt werden.

**Anleihemarkt** (bond market): Markt, an dem längerfristige **Schuldverschreibungen** begeben und gehandelt werden.

**Auslandsvermögensstatus** (international investment position – i.i.p.): Bestandsstatistik, die den Wert und die Zusammensetzung der finanziellen Nettoforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland ausweist.

**Befristete Transaktion** (reverse transaction): Geschäft, bei dem die Zentralbank Vermögenswerte im Rahmen einer **Rückkaufsvereinbarung** kauft oder verkauft oder gegen Überlassung von **Sicherheiten** Kredite gewährt.

**Beitretende Staaten** (accessing countries): Jene zehn Länder, die im Jahr 2003 den EU-Beitrittsvertrag unterzeichnet haben und der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind: die Tschechische Republik, Estland, Zypern, Lettland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slowenien und die Slowakei.

**Benchmark-Portfolio** (benchmark portfolio): Im Zusammenhang mit Investitionen ein Vergleichsportfolio oder ein Index auf der Basis von Zielgrößen für Liquidität, Risiko und Anlagerendite, an dem die Wertentwicklung des jeweiligen Portfolios gemessen wird.

**Corporate Governance:** Siehe **Unternehmenskontrolle**.

**Devisenswap** (foreign exchange swap): Gleichzeitige Durchführung eines Kassa- und eines Termingeschäfts, bei dem ein Währungsaustausch erfolgt.

**Direktinvestitionen** (direct investment): Grenzüberschreitende Investitionen mit dem Ziel, eine langfristige Beteiligung an einem in einer anderen Volkswirtschaft ansässigen Unternehmen zu erwerben (in der Praxis durch den Erwerb von mindestens 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts).

**Dividendenwerte** (equities): Wertpapiere, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften umfassen. Hierzu zählen Aktien, die an Börsen gehandelt werden (börsennotierte Aktien), nichtbörsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Sie erbringen in der Regel Erträge in Form von Dividenden.

**Echtzeit-Bruttosystem:** Siehe **RTGS-System**.

**ECOFIN-Rat** (ECOFIN Council): Der EU-Rat (Ministerrat) in der Zusammensetzung der Wirtschafts- und Finanzminister.

**Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real)** (effective exchange rate of the euro – EER, nominal/real): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des **Euro-Währungsgebiets**. Die **Europäische Zentral-**

**bank** veröffentlicht nominale effektive Wechselkursindizes für den Euro gegenüber zwei Gruppen von Handelspartnern: der EWK-23-Gruppe, die die 13 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie die 10 wichtigsten Handelspartner außerhalb der EU umfasst, und der EWK-42-Gruppe, die sich aus der EWK-23-Gruppe und 19 weiteren Ländern zusammensetzt. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euro-Währungsgebiets wider und berücksichtigen den Wettbewerb an Drittmärkten. Reale effektive Wechselkurse sind nominale effektive Wechselkurse, deflationiert mit dem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen und Kosten. Damit sind sie ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit.

**EG-Vertrag** (Treaty): Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft („Vertrag von Rom“). Der EG-Vertrag wurde mehrmals abgeändert, insbesondere durch den Vertrag über die Europäische Union („Vertrag von Maastricht“), der den Grundstein für die **Wirtschafts- und Währungsunion** legte und die **ESZB**-Satzung enthielt.

**Einlagefazilität** (deposit facility): **Ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die den **Geschäftspartnern** die Möglichkeit bietet, täglich fällige Einlagen zum dafür festgesetzten Zinssatz bei der nationalen Zentralbank anzulegen (siehe auch **Leitzinsen der EZB**).

**EONIA (Euro Overnight Index Average)**: Auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittzinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft. Er wird als gewichteter Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Euro-Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe bestimmter Institute im **Euro-Währungsgebiet** gemeldet werden, berechnet.

**Erfüllungsrisiko** (settlement risk): Oberbegriff für das Risiko, dass die Abwicklung in einem Übertragungssystem nicht wie erwartet stattfindet. Dieses Risiko kann sowohl das **Kredit-** als auch das **Liquiditätsrisiko** umfassen.

**Erweiterter Rat** (General Council): Eines der Beschlussorgane der **EZB**, das sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Zentralbankpräsidenten sämtlicher EU-Mitgliedstaaten zusammensetzt.

**ESVG 95**: Siehe **Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen**.

**ESZB**: Siehe **Europäisches System der Zentralbanken**.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)**: Durchschnittzinssatz, zu dem ein erstklassiges **Kreditinstitut** bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität Euro-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich für Interbankeinlagen mit Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

**Eurogebiet**: Siehe **Euro-Währungsgebiet**.

**Euro-Länder** (euro area countries): Die am **Euro-Währungsgebiet** teilnehmenden Mitgliedstaaten.

**Europäische Zentralbank (EZB)** (European Central Bank – ECB): Die EZB ist der Mittelpunkt

des **Eurosystems** und des **Europäischen Systems der Zentralbanken** und besitzt gemäß Gemeinschaftsrecht eigene Rechtspersönlichkeit. Sie stellt sicher, dass die dem Eurosystem und dem ESZB übertragenen Aufgaben entweder durch sie selbst oder durch die Tätigkeit der NZBen nach Maßgabe der ESZB-Satzung erfüllt werden. Die EZB wird vom **EZB-Rat** und dem **EZB-Direktorium** geleitet. Ein drittes Beschlussorgan ist der **Erweiterte Rat**.

**Europäisches System der Zentralbanken (ESZB)** (European System of Central Banks – ESCB): Das ESZB besteht aus der **Europäischen Zentralbank** und den NZBen aller 25 EU-Mitgliedstaaten, d. h., es umfasst außer den Mitgliedern des **Eurosystems** auch die NZBen jener Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben. Das ESZB wird vom **EZB-Rat** und dem **EZB-Direktorium** geleitet. Ein drittes Beschlussorgan ist der **Erweiterte Rat**.

**Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95)** (European System of Accounts – ESA 95): System einheitlicher statistischer Definitionen und Klassifikationen, das auf eine harmonisierte quantitative Darstellung der Volkswirtschaften der EU-Mitgliedstaaten abzielt. Das ESVG 95 ist die EU-Version des internationalen System of National Accounts 1993 (SNA 1993).

**Europäisches Währungsinstitut (EWI)** (European Monetary Institute – EMI): Eine mit Beginn der zweiten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion** (am 1. Januar 1994) für einen befristeten Zeitraum eingerichtete Institution, die nach der Errichtung der **Europäischen Zentralbank** am 1. Juni 1998 aufgelöst wurde.

**Euroraum:** Siehe **Euro-Währungsgebiet**.

**Eurosystem** (Eurosystem): Zentralbanksystem des **Euro-Währungsgebiets**. Das Eurosystem setzt sich aus der **Europäischen Zentralbank** und den NZBen der Mitgliedstaaten, die den Euro in der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion** eingeführt haben, zusammen.

**Euro-Währungsgebiet (Eurogebiet, Euroraum)** (euro area): Gebiet, das jene Mitgliedstaaten umfasst, in denen der Euro gemäß **EG-Vertrag** als gemeinsame Währung eingeführt wurde und in denen unter der Verantwortung des **EZB-Rats** eine gemeinsame Geldpolitik betrieben wird. Zum Euro-Währungsgebiet gehören derzeit Belgien, Deutschland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Irland, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland.

**EWI:** Siehe **Europäisches Währungsinstitut**.

**EWK:** Siehe **Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real)**.

**EZB:** Siehe **Europäische Zentralbank**.

**EZB-Direktorium** (Executive Board): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank**, das sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie vier weiteren Mitgliedern zusammensetzt, die von den Staats- und Regierungschefs der **Euro-Länder** ernannt werden.

**EZB-Rat** (Governing Council): Oberstes Beschlussorgan der **Europäischen Zentralbank**, das

sich aus den Mitgliedern des **EZB-Direktoriums** und den Zentralbankpräsidenten der **Euro-Länder** zusammensetzt.

**Feinsteuerungsoperation** (fine-tuning operation): Vom **Eurosystem** unregelmäßig durchgeführtes **Offenmarktgeschäft**, das hauptsächlich darauf abzielt, unerwartete Liquiditätsschwankungen am Markt auszugleichen.

**Geldmarkt** (money market): Markt, an dem unter Verwendung von Finanzinstrumenten, die in der Regel eine Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr haben, kurzfristige Mittel aufgenommen, investiert und gehandelt werden.

**Geschäftspartner** (counterparty): Kontrahent bei einem Finanzgeschäft (z. B. bei einer Transaktion mit einer Zentralbank).

**Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)** (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße der Verbraucherpreise, die von Eurostat ermittelt wird und für alle EU-Mitgliedstaaten harmonisiert ist.

**Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG)** (main refinancing operation): Regelmäßiges **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in Form einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. Seit dem 10. März 2004 werden HRGs über wöchentliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel einer Woche durchgeführt.

**HRG**: Siehe **Hauptrefinanzierungsgeschäft**.

**HVPI**: Siehe **Harmonisierter Verbraucherpreisindex**.

**Implizite Volatilität** (implied volatility): Messgröße für die erwartete Volatilität (Standardabweichung im Sinne der annualisierten prozentualen Veränderung) von beispielsweise Anleihe- oder Aktienkursen (oder den entsprechenden Terminkontrakten), die sich aus den Preisen von **Optionen** ableiten lässt.

**Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors** (consolidated balance sheet of the MFI sector): Bilanz, die durch Saldierung der in der aggregierten **MFI-Bilanz** enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite und Einlagen bei MFIs) erstellt wird. Sie enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet** (z. B. **öffentliche Haushalte** und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz der MFIs ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der monetären Aggregate und dient als Basis für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von **M3**.

**Kreditinstitut** (credit institution): a) Ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums entgegenzunehmen und Kredite für eigene Rechnung zu gewähren, oder b) ein Unternehmen oder eine sonstige juristische Person, das/die kein Kreditinstitut im Sinne von a) ist und Zahlungsmittel in Form von elektronischem Geld ausgibt.

**Kreditrisiko** (credit risk): Das Risiko, dass ein **Geschäftspartner** eine Verpflichtung weder bei

Fälligkeit noch zu einem späteren Zeitpunkt in voller Höhe erfüllt. Eingeschlossen sind auch das Ersatzkostenrisiko, das **Erfüllungsrisiko** sowie das Ausfallrisiko der Abwicklungsbank.

**Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs** (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten, **Schuldverschreibungen** von im **Euro-Währungsgebiet** ansässigen **MFIs** mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors im Euroraum.

**Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG)** (longer-term refinancing operation): Regelmäßiges **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in Form von **befristeten Transaktionen** durchgeführt wird. LRGs werden über monatliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel drei Monaten durchgeführt.

**Leitzinsen der EZB** (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom **EZB-Rat** festgelegt werden und die den geldpolitischen Kurs der **Europäischen Zentralbank** widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den **Mindestbietungssatz** für die **Hauptrefinanzierungsgeschäfte**, den Zinssatz für die **Spitzenrefinanzierungsfazilität** und den Zinssatz für die **Einlagefazilität**.

**Liquiditätsrisiko** (liquidity risk): Das Risiko, dass ein **Geschäftspartner** eine Verpflichtung in voller Höhe nicht bei Fälligkeit, sondern erst zu einem nicht definierten späteren Zeitpunkt erfüllt.

**LRG:** Siehe **längerfristiges Refinanzierungsgeschäft**.

**M1:** Eng gefasstes Geldmengenaggregat, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen bei **MFIs** und beim **Zentralstaat** (z. B. bei der Post oder dem Schatzamt) umfasst.

**M2:** Mittleres Geldmengenaggregat, das **M1** sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. kurzfristige Termineinlagen) bei **MFIs** und beim **Zentralstaat** umfasst.

**M3:** Weit gefasstes Geldmengenaggregat, das **M2** sowie marktfähige Finanzinstrumente, insbesondere **Repogeschäfte**, Geldmarktfondsanteile und von **MFIs** begebene **Schuldverschreibungen** mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umfasst.

**MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der **MFIs** an Nicht-MFIs im **Euro-Währungsgebiet** (einschließlich der **öffentlichen Haushalte** und des privaten Sektors) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euroraum begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstige **Dividendenwerte** sowie **Schuldverschreibungen**).

**MFIs (Monetäre Finanzinstitute)** (MFIs – monetary financial institutions): Alle Finanzinstitute, die den Geldschöpfungssektor des **Euro-Währungsgebiets** bilden. Hierzu zählen die **Europäische Zentralbank**, die NZBen der **Euro-Länder** sowie im Euroraum ansässige **Kreditinstitute** und Geldmarktfonds.



**MFI-Zinssätze** (MFI interest rates): Zinssätze, die von gebietsansässigen **MFIs** (ohne Zentralbanken und Geldmarktfonds) für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im **Euro-Währungsgebiet** ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewendet werden.

**Mindestbietungssatz** (minimum bid rate): Niedrigster **Zinssatz**, zu dem **Geschäftspartner** bei **Hauptrefinanzierungsgeschäften** nach dem Zinstenderverfahren Gebote abgeben können. Der Mindestbietungssatz zählt zu den **Leitzinsen der EZB**, die den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln.

**Mindestreservebasis** (reserve base): Summe der mindestreservepflichtigen Bilanzposten (insbesondere Verbindlichkeiten), die die Basis für die Berechnung des **Mindestreserve-Solls** eines **Kreditinstituts** darstellen.

**Mindestreserve-Erfüllungsperiode** (maintenance period): Zeitraum, für den die Einhaltung der **Mindestreservepflicht** durch die **Kreditinstitute** berechnet wird. Seit dem 10. März 2004 beginnt die Erfüllungsperiode jeweils am Abwicklungstag des ersten **Hauptrefinanzierungsgeschäfts**, das auf die Sitzung des **EZB-Rats** folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Die **Europäische Zentralbank** veröffentlicht mindestens drei Monate vor Jahresbeginn einen Kalender für die Mindestreserve-Erfüllungsperioden.

**Mindestreservepflicht**: Siehe **Mindestreserve-Soll**.

**Mindestreservesatz** (reserve ratio): Satz, der von der Zentralbank für jede Kategorie mindestreservepflichtiger Bilanzposten festgelegt und zur Berechnung des **Mindestreserve-Solls** verwendet wird.

**Mindestreserve-Soll (Mindestreservepflicht)** (reserve requirement): Verpflichtung eines **Kreditinstituts**, Mindestreserven beim **Eurosystem** zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserve Guthabens innerhalb einer etwa einmonatigen **Mindestreserve-Erfüllungsperiode**.

**Monetäre Analyse** (monetary analysis): Eine Säule innerhalb des Rahmenwerks der **Europäischen Zentralbank** zur umfassenden Analyse der Risiken für die **Preisstabilität**, das die Grundlage für die geldpolitischen Beschlüsse des **EZB-Rats** bildet. Die monetäre Analyse dient zur Beurteilung mittel- bis langfristiger Inflationstrends vor dem Hintergrund des engen Zusammenhangs, der über längere Zeithorizonte hinweg zwischen Geldmenge und Preisen besteht. In der monetären Analyse wird die Entwicklung einer Reihe monetärer Indikatoren beobachtet, einschließlich der Geldmenge **M3**, ihrer Komponenten und Gegenposten (insbesondere Kredite), sowie verschiedener Messgrößen der Überschussliquidität (siehe auch **wirtschaftliche Analyse**).

**Monetäre Einkünfte** (monetary income): Einkünfte, die den NZBen aus der Erfüllung der währungspolitischen Aufgaben im **Eurosystem** zufließen. Sie ergeben sich aus Vermögenswerten, die gemäß Leitlinien des **EZB-Rats** gesondert erfasst werden und als Gegenposten zum Banknoten- und zu den Verbindlichkeiten aus Einlagen der **Kreditinstitute** gehalten werden.

**Monetäre Finanzinstitute**: Siehe **MFIs**.

**Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets** (MFI net external assets): Forderungen von MFIs im **Euro-Währungsgebiet** gegenüber Gebietsfremden (z. B. in Form von Gold, nicht auf Euro lautenden Banknoten und Münzen, von Ansässigen außerhalb des Euroraums begebenen Wertpapieren sowie an Gebietsfremde vergebenen Krediten) abzüglich der Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets (wie Einlagen und **Repogeschäfte** von Gebietsfremden sowie deren Geldmarktfondsanteile und von MFIs des Euroraums begebene **Schuldverschreibungen** mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren).

**Offenmarktgeschäft** (open market operation): Geldpolitische Operation, die auf Initiative der Zentralbank am Finanzmarkt durchgeführt wird. Im Hinblick auf ihre Zielsetzung, den Rhythmus und die Verfahren können die Offenmarktgeschäfte des **Eurosystems** in vier Kategorien unterteilt werden: **Hauptrefinanzierungsgeschäfte**, **längerfristige Refinanzierungsgeschäfte**, **Feinsteuerungsoperationen** und strukturelle Operationen. Das für Offenmarktgeschäfte des Eurosystems am häufigsten verwendete Instrument ist die **befristete Transaktion**; sie kann für alle vier angeführten Kategorien genutzt werden. Darüber hinaus können bei strukturellen Operationen **Schuldverschreibungen** begeben und endgültige Käufe bzw. Verkäufe durchgeführt werden. Feinsteuerungsoperationen können in Form von endgültigen Käufen bzw. Verkäufen, **Devisenwappgeschäften** und durch die Hereinnahme von Termineinlagen abgewickelt werden.

**Öffentliche Haushalte (Staat)** (general government): Sektor, der laut **ESVG 95** gebietsansässige Einheiten umfasst, deren Hauptfunktion darin besteht, nicht marktbestimmte Waren und Dienstleistungen für den Individual- und Kollektivkonsum bereitzustellen und/oder die Einkommen und Vermögen umzuverteilen. Darin enthalten sind die Teilsektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbszweck, wie beispielsweise öffentliche Unternehmen, zählen nicht zum Staatssektor.

**Option** (option): Finanzinstrument, das den Inhaber berechtigt, aber nicht verpflichtet, bestimmte Vermögenswerte – etwa Anleihen oder Aktien – zu einem im Voraus festgelegten Preis, dem so genannten Ausübungs- oder Basispreis, bis zu bzw. zu einem bestimmten künftigen Zeitpunkt, dem Ausübungs- oder Fälligkeitstag, zu kaufen oder zu verkaufen.

**Pensionsgeschäft**: Siehe **Rückkaufsvereinbarung**.

**Preisstabilität** (price stability): Die Gewährleistung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel des **Eurosystems**. Der **EZB-Rat** definiert Preisstabilität als Anstieg des **Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)** für das **Euro-Währungsgebiet** von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat machte außerdem deutlich, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe der 2 %-Marke beizubehalten.

**Primärsaldo** (primary balance): Finanzierungsdefizit oder -überschuss des Staates abzüglich Zinsausgaben auf den bestehenden Schuldenstand des Gesamtstaats.

**Projektionen** (projections): Ergebnisse der von Experten des **Eurosystems** viermal jährlich durchgeführten Analysen, die mögliche zukünftige gesamtwirtschaftliche Entwicklungen im **Euro-Währungsgebiet** abschätzen. Die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen werden jeweils im Juni und Dezember veröffentlicht, die Projektionen von Experten der **Europäischen Zentralbank** hingegen jeweils im März und September. Sie sind ein Bestandteil der **wirt-**

**schaftlichen Analyse**, der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB, und stellen daher eine der Informationsquellen für die vom **EZB-Rat** vorgenommene Beurteilung der Risiken für die **Preisstabilität** dar.

**Referenzwert für das M3-Wachstum** (reference value for M3 growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge **M3**, die auf mittlere Sicht mit der Gewährleistung der **Preisstabilität** vereinbar ist. Derzeit beträgt der Referenzwert für das jährliche M3-Wachstum 4 ½ %.

**Repogeschäft**: Siehe **Rückkaufsvereinbarung**.

**RTGS-System (Echtzeit-Bruttosystem)** (real-time gross settlement system – RTGS): Abwicklungssystem, in dem jede Transaktion in Echtzeit (kontinuierlich) verarbeitet und ausgeglichen wird (ohne Netting) (siehe auch **TARGET-System**).

**Rückkaufsvereinbarung (Pensionsgeschäft, Repogeschäft)** (repurchase agreement): Vereinbarung über den Verkauf eines Vermögensgegenstands, die den Verkäufer berechtigt und verpflichtet, diesen Vermögensgegenstand zu einem bestimmten Preis zu einem späteren Zeitpunkt oder auf Anforderung zurückzukaufen. Eine solche Vereinbarung gleicht wirtschaftlich einem besicherten Kredit, mit dem Unterschied, dass rechtlich kein Eigentum an den **Sicherheiten** übertragen wird.

**Schuldverschreibungen** (debt securities): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) eine oder mehrere Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Termin(en) zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit einem Kupon ausgestattet) bzw. werden bei Fälligkeit mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft.

**Sicherheiten** (collateral): Vermögenswerte, die z. B. **Kreditinstitute** zur Besicherung von Krediten der Zentralbank bei dieser als Pfand hinterlegen, sowie Vermögenswerte, die z. B. die Zentralbank von Kreditinstituten im Rahmen von liquiditätszuführenden **Rückkaufsvereinbarungen** ankauft.

**Spitzenrefinanzierungsfazilität** (marginal lending facility): **Ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die die **Geschäftspartner** nutzen können, um von einer NZB Übernachtkredit gegen refinanzierungsfähige **Sicherheiten** zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten (siehe auch **Leitzinsen der EZB**).

**Staat**: Siehe **öffentliche Haushalte**.

**Stabilitäts- und Wachstumspakt** (Stability and Growth Pact): Besteht aus zwei Verordnungen des EU-Rats, und zwar a) Verordnung (EG) Nr. 1466/97 vom 7. Juli 1997 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken und b) Verordnung (EG) Nr. 1467/97 vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des **Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit** sowie aus der beim Amsterdamer Gipfel verabschiedeten Entschließung des Europäischen Rates vom 17. Juni 1997 über den Stabilitäts- und Wachstumspakt. Ziel des Pakts ist die Gewährleistung einer gesunden öffentlichen Finanzlage in der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion** zur Verbesserung der Voraussetzungen für **Preisstabilität** und ein starkes, nachhaltiges Wachstum, das der Schaffung von Ar-

beitsplätzen förderlich ist. Insbesondere wird als mittelfristiges Ziel für die Mitgliedstaaten die Forderung nach einem nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt gestellt.

**Ständige Fazilität** (standing facility): Zentralbankfazilität, die von den **Geschäftspartnern** auf eigene Initiative in Anspruch genommen werden kann. Das **Eurosystem** bietet zwei ständige Fazilitäten an, und zwar die **Spitzenrefinanzierungsfazilität** und die **Einlagefazilität**.

**Systemrisiko** (systemic risk): Das Risiko, dass die Unfähigkeit eines Instituts, seinen Verpflichtungen bei Fälligkeit nachzukommen, dazu führt, dass auch andere Institute nicht mehr in der Lage sind, ihre Verpflichtungen bei Fälligkeit zu erfüllen. Ein solcher Ausfall kann zu erheblichen Liquiditätsproblemen oder Kreditgefährdungen führen und folglich eine Bedrohung für die Finanzmarktstabilität bzw. das Vertrauen in die Finanzmärkte darstellen.

**TARGET-System (Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem)** (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): Das Echtzeit-Brutto-Überweisungssystem (**RTGS-System**) für den Euro. Dezentrales Zahlungssystem, das sich aus 15 nationalen RTGS-Systemen, dem Zahlungsverkehrsmechanismus der **Europäischen Zentralbank** und dem Interlinking-Mechanismus zusammensetzt.

**Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem**: Siehe **TARGET-System**.

**Unternehmenskontrolle** (corporate governance): Verfahren und Prozesse zur Unternehmensführung und -steuerung. Die Unternehmensführungs- und -steuerungsstruktur legt die Rechte und Pflichten der einzelnen Funktionsträger fest – darunter fallen Vorstand, Geschäftsleitung, Aktionäre und andere Anteilseigner – und definiert Regeln und Verfahren für die Entscheidungsfindung.

**Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** (excessive deficit procedure): Das in Artikel 104 **EG-Vertrag** festgelegte und in Protokoll Nr. 20 über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit näher definierte Verfahren verpflichtet die Mitgliedstaaten zur Einhaltung der Haushaltsdisziplin, legt die Kriterien fest, anhand derer entschieden wird, ob ein übermäßiges Defizit vorliegt, und bestimmt die weitere Vorgehensweise für den Fall, dass die Anforderungen hinsichtlich der Haushaltslage bzw. der Staatsschuldenquote nicht erfüllt werden. Ergänzt werden diese Bestimmungen durch Verordnung (EG) Nr. 1467/97 des Rates vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, die Teil des **Stabilitäts- und Wachstumspakts** ist.

**Vollautomatisierte Abwicklung** (straight-through processing – STP): Die vollautomatisierte Verarbeitung von Transaktionen bzw. Überweisungen von einem Ende der Zahlungskette zum anderen, einschließlich vollautomatisierter Erstellung, Bestätigung, Clearing und Abwicklung der mit einem Zahlungsauftrag verbundenen Instruktionen.

**Wechselkursmechanismus II**: Siehe **WKM II**.

**Wertpapierabwicklungssystem** (securities settlement system – SSS): System, das die Haltung und Übertragung von Wertpapieren entweder gebührenfrei oder gegen Gebühr (Lieferung gegen Zahlung) bzw. gegen einen anderen Vermögenswert (Lieferung gegen Lieferung) ermöglicht. Es

umfasst sämtliche zur Abwicklung von Wertpapiergeschäften und zur Wertpapieraufbewahrung erforderlichen institutionellen und technischen Regelungen. Die Abwicklung erfolgt über ein **Echtzeit-Bruttosystem** oder auf Brutto- bzw. auf Nettobasis. Ein Wertpapierabwicklungssystem ermöglicht die Verrechnung (Clearing) der Verpflichtungen der Teilnehmer.

**Wertpapiieranlagen** (portfolio investment): Anlagen von Ansässigen im **Euro-Währungsgebiet** in Wertpapieren von Gebietsfremden (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Aktiva) und Anlagen von Gebietsfremden in Wertpapieren von Ansässigen des Euroraums (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Passiva). Darin enthalten sind **Dividendenwerte** und **Schuldverschreibungen** (Anleihen und Geldmarktpapiere); ausgenommen sind unter Direktinvestitionen bzw. Währungsreserven erfasste Anlagen.

**WFA:** Siehe **Wirtschafts- und Finanzausschuss**.

**Wirtschaftliche Analyse** (economic analysis): Eine Säule innerhalb des Rahmenwerks der **Europäischen Zentralbank** zur umfassenden Analyse der Risiken für die **Preisstabilität**, das als Grundlage für die geldpolitischen Beschlüsse des **EZB-Rats** dient. Die wirtschaftliche Analyse konzentriert sich hauptsächlich auf die Beurteilung der aktuellen wirtschaftlichen und finanziellen Entwicklungen und der impliziten kurz- bis mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität aus der Perspektive des Zusammenspiels zwischen Angebot und Nachfrage an den Güter-, Dienstleistungs- und Faktormärkten über diese Zeithorizonte. In diesem Zusammenhang wird der Notwendigkeit Rechnung getragen, die Art der konjunkturellen Schocks, ihren Einfluss auf die Kostenentwicklung und die Preisgestaltung sowie die kurz- bis mittelfristigen Aussichten für die Auswirkungen solcher Schocks in der Volkswirtschaft festzustellen (siehe auch **monetäre Analyse**).

**Wirtschafts- und Finanzausschuss (WFA)** (Economic and Financial Committee – EFC): Beratendes Gemeinschaftsgremium, das an der Vorbereitung der Arbeit des EU-Rats mitwirkt. Zu seinen Aufgaben gehören die Beobachtung der Wirtschafts- und Finanzlage der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft sowie die haushaltspolitische Überwachung.

**Wirtschafts- und Währungsunion (WWU)** (Economic and Monetary Union – EMU): Der **EG-Vertrag** beschreibt den Weg zur WWU innerhalb der EU als dreistufigen Prozess. Die dritte Stufe begann am 1. Januar 1999 mit der Übertragung der geldpolitischen Zuständigkeit auf die **Europäische Zentralbank** und der Einführung des Euro. Die Bargeldumstellung am 1. Januar 2002 stellte die letzte Etappe auf dem Weg zur Vollendung der WWU dar.

**WKM II** (ERM II – exchange rate mechanism II): Bildet den Rahmen für die wechselkurspolitische Zusammenarbeit zwischen den **Euro-Ländern** und den EU-Mitgliedstaaten, die nicht an der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion** teilnehmen.

**WWU:** Siehe **Wirtschafts- und Währungsunion**.

**Zahlungsbilanz** (balance of payments): Systematische Darstellung der wirtschaftlichen Transaktionen einer Volkswirtschaft mit dem Rest der Welt in einer gegebenen Periode. Die folgenden Transaktionen sind darin abgebildet: der Austausch von Waren und Dienstleistungen sowie grenzüberschreitende Einkommensflüsse, das Entstehen von Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen Wirtschaftseinheiten des Inlands und des Auslands sowie als Übertragungen bzw. Transfers klassifizierte Transaktionen (etwa der Erlass von Schulden).

**Zentrale Wertpapierverwahrstelle** (central securities depository – CSD): Einrichtung für die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren, die die stückelose Abwicklung von Wertpapiertransaktionen durch buchmäßige Übertragung ermöglicht. Dabei kann es sich um effektive, aber immobilisierte oder um dematerialisierte (d. h. rein elektronisch erfasste) Wertpapiere handeln. Neben der Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren kann ein Zentralverwahrer auch Clearing- und Abwicklungsfunktionen übernehmen.

**Zentraler Kontrahent** (central counterparty): Stelle, die im Handel zwischen zwei Geschäftspartnern gegenüber jedem Verkäufer als Käufer und gegenüber jedem Käufer als Verkäufer fungiert.

**Zentralstaat** (central government): Zentralregierung im Sinne des **ESVG 95**, d. h. der Staat ohne regionale und lokale Gebietskörperschaften (siehe auch **öffentliche Haushalte**).

**Zentralverwahrer**: Siehe **Zentrale Wertpapierverwahrstelle**.



