



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

JAHRESBERICHT 2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

2005

JAHRESBERICHT
2005

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

BCE ECB EZB EKT EKP





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



JAHRESBERICHT 2005

Auf allen
Veröffentlichungen
der EZB ist im
Jahr 2006 ein
Ausschnitt der
5-€-Banknote
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2006

Anschrift

Kaiserstraße 29
D-60311 Frankfurt am Main

Postanschrift

Postfach 16 03 19
D-60066 Frankfurt am Main

Telefon

+49 69 1344 0

Internet

www.ecb.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 Aus-
bildungszwecke und nichtkommerzielle
Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.*

Fotos:

*David Farrell
Martin Joppen
Robert Metsch
Constantin Meyer
Marcus Thelen*

*Redaktionsschluss für den Bericht war am
24. Februar 2006.*

ISSN 1561-4565 (Druckversion)

ISSN 1725-2849 (Internet-Version)

INHALT

VORWORT	12	3.2 Banknotenfälschung und Fälschungsprävention	111
KAPITEL I WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG UND GELDPOLITIK		3.3 Banknotenausgabe und -produktion	112
1 GELDPOLITISCHE BESCHLÜSSE	20	4 STATISTIK	115
2 MONETÄRE, FINANZIELLE UND WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG	24	4.1 Allgemeine statistische Entwicklungen im Euroraum	115
2.1 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld	24	4.2 Erweitertes bzw. verbessertes Statistikangebot	116
2.2 Monetäre und finanzielle Entwicklung	27	4.3 Statistiken zur Konvergenzbeurteilung	117
2.3 Preisentwicklung	53	5 FORSCHUNG IM VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN BEREICH	118
2.4 Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	59	5.1 Forschungsthemen	118
2.5 Entwicklung der öffentlichen Finanzen	68	5.2 Forschungsnetzwerke	120
2.6 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	74	6 SONSTIGE AUFGABEN UND AKTIVITÄTEN	122
3 WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNG IN DEN ÜBRIGEN MITGLIED- STAATEN DER EUROPÄISCHEN UNION	83	6.1 Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung und des bevorrechtigten Zugangs	122
		6.2 Beratende Funktionen	122
		6.3 Verwaltung der Anleihe- und Darlehensgeschäfte der Europäischen Gemeinschaft	124
KAPITEL 2 ZENTRALBANKGESCHÄFTE UND -AKTIVITÄTEN		KAPITEL 3 FINANZMARKTSTABILITÄT UND FINANZMARKTINTEGRATION	
1 GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE, DEISEN- GESCHÄFTE UND INVESTITIONSTÄTIGKEIT	96	1 FINANZMARKTSTABILITÄT	128
1.1 Geldpolitische Geschäfte	96	1.1 Überwachung der Finanzmarktstabilität	128
1.2 Devisengeschäfte	101	1.2 Zusammenarbeit in Krisensituationen	131
1.3 Investitionstätigkeit	102	2 FINANZMARKTREGULIERUNG UND FINANZMARKTAUFSICHT	132
2 ZAHLUNGSVERKEHRS- UND WERTPAPIERABWICKLUNGSSYSTEME	104	2.1 Allgemeines	132
2.1 Das TARGET-System	104	2.2 Bankensektor	132
2.2 TARGET2	106	2.3 Wertpapiersektor	133
2.3 Grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten	107	2.4 Rechnungslegung	133
3 BANKNOTEN UND MÜNZEN	110	3 FINANZMARKTINTEGRATION	135
3.1 Euro-Bargeldumlauf und Bargeldbearbeitung	110		

4 ÜBERWACHUNG DER FINANZMARKTSTRUKTUREN	141	KAPITEL 7 INSTITUTIONELLER RAHMEN, ORGANISATION UND JAHRESABSCHLUSS	
4.1 Überwachung der Euro-Großbe- tragszahlungssysteme und infrastrukturen	141	I BESCHLUSSORGANE UND CORPORATE GOVERNANCE IN DER EZB	175
4.2 Massenzahlungsverkehr	143	1.1 Das Eurosystem und das Euro- päische System der Zentralbanken	175
4.3 Wertpapierclearing- und abwick- lungssysteme	143	1.2 Der EZB-Rat	176
		1.3 Das Direktorium	178
		1.4 Der Erweiterte Rat	180
		1.5 Ausschüsse des Eurosystems/ ESZB, Haushaltsausschuss und Personalleiterkonferenz	181
		1.6 Corporate Governance	182
KAPITEL 4 EUROPÄISCHE UND INTERNATIONALE BEZIEHUNGEN		2 ORGANISATORISCHES	184
I EUROPÄISCHE THEMEN	148	2.1 Personal	184
1.1 Politische Themen	148	2.2 Effektivität und Effizienz der EZB auf dem Prüfstand	186
1.2 Institutionelle Themen	152	2.3 Der EZB-Neubau	186
1.3 Entwicklungen in und Beziehungen mit EU-Beitrittsländern und beitre- tenden Staaten	153	3 SOZIALER DIALOG IM ESZB	188
2 INTERNATIONALE THEMEN	155	4 JAHRESABSCHLUSS DER EZB	189
2.1 Wichtige Entwicklungen im internationalen Währungs- und Finanzsystem	155	Managementbericht	190
2.2 Zusammenarbeit mit Ländern außerhalb der EU	157	Bilanz zum 31. Dezember 2005	192
		Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2005	194
		Rechnungslegungsgrundsätze	195
		Erläuterungen zur Bilanz	200
		Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung	207
		Erläuterungen zur Gewinnausschüttung/ Verlustabdeckung	211
		Bestätigungsvermerk	212
KAPITEL 5 RECHENSCHAFTSPFLICHT		5 KONSOLIDIERTE BILANZ DES EUROSYSTEMS ZUM 31. DEZEMBER 2005	214
I RECHENSCHAFTSPFLICHT GEGENÜBER DER ÖFFENTLICHKEIT UND DEM EUROPÄISCHEN PARLAMENT	162		
2 MEINUNGSAUSTAUSCH MIT VERTRETERN DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS	163		
KAPITEL 6 ÖFFENTLICHKEITSARBEIT			
I KOMMUNIKATIONSPOLITIK	168		
2 KOMMUNIKATIONSAKTIVITÄTEN	169		

ANHANG

RECHTSINSTRUMENTE DER EZB	218	Abb. C Wachstumsrate der MFI-Kredite an private Haushalte und Schuldenquote der Haushalte in den Euro-Ländern	47
STELLUNGNAHMEN DER EZB	220	Abb. D Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts und der Wohnungsbaukredite im Euroraum zwischen 1999 und 2004	48
CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS	225	4 Forschungsnetzwerk zu Inflationspersistenz und Preissetzungsverhalten im Euroraum	55
PUBLIKATIONEN DER EZB	227	5 Sektorale Zusammensetzung des Wirtschaftswachstums im Euroraum	62
GLOSSAR	233	Abb. A Zusammensetzung der realen Bruttowertschöpfung insgesamt	62
		Abb. B Zusammensetzung der realen Bruttowertschöpfung im Dienstleistungssektor	62
		Tab. Sektorale Entwicklung der realen Bruttowertschöpfung im Euroraum	63
		Abb. C Wertschöpfung im Dienstleistungssektor des Euroraums	64
		Abb. D Wertschöpfung im Industriesektor des Euroraums	64
		6 Strukturreformen auf den Arbeits- und Gütermärkten in der EU	67
		7 Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte im Euroraum	71
		Tab. A Jahreswachstumsraten der Schuldverschreibungen von öffentlichen Haushalten im Euroraum	71
		Tab. B Struktur der Schuldverschreibungen von öffentlichen Haushalten des Euroraums	72
		Abb. A Umlauf an Schuldverschreibungen von öffentlichen Haushalten des Euroraums nach Emittentenland im Jahr 2005	72
		Abb. B Nettoemission von Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte nach Emittentenland im Jahr 2005	72
		8 Das „Recycling“ von Erdöleinnahmen und dessen Auswirkungen	77
		Abb. A Einnahmen aus dem Ölexport	78
		Abb. B Nettoforderungen und Währungszusammensetzung der Einlagen der OPEC	78
		Abb. C Nettoforderungen und Währungszusammensetzung der Einlagen Russlands	79
VERZEICHNIS DER KÄSTEN			
1 Unterschiedliche Trends in den letzten zwei Phasen starken Geldmengenwachstums	31		
Abb. A M3-Komponenten	31		
Abb. B Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten	32		
Abb. C Sektorale Aufschlüsselung der Einlagen des privaten Sektors	33		
2 Ölpreissteigerungen und ihre Auswirkungen auf Anleiherenditen und Aktienkurse: ein historischer Vergleich zwischen dem Euroraum und den Vereinigten Staaten	40		
Tab. A Veränderung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Zwölfmonatszeitraum vor den Ölpreishöchstständen	41		
Tab. B Veränderung der Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Zwölfmonatszeitraum vor den Ölpreishöchstständen	42		
3 Unterschiede im Wachstum der Kredite an private Haushalte in den Ländern des Euro-Währungsgebiets	45		
Abb. A Bandbreite der Wachstumsraten der MFI-Kredite an private Haushalte in den Euro-Ländern	46		
Abb. B Gewichteter Variationskoeffizient der Jahreswachstumsraten der MFI-Kredite an private Haushalte	46		

Tab. Marktanteil ausgewählter Volkswirtschaften am Import der OPEC und der GUS	79	12 TARGET-Zahlungen	105
9 Leistungen im Rahmen des Eurosystem-Reservemanagements	124	13 Verfügbarkeit von TARGET	105
10 Forschungsnetzwerk für Kapitalmärkte und Finanzmarktintegration in Europa	135	14 Fälschungen nach Stückelung	111
11 Interregionaler Vergleich von Hypothekenzinsen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten	137	15 Produktionsquoten bei der Herstellung von Euro-Banknoten im Jahr 2005	113
Abb. A Streuung der variablen und kurzfristigen Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euroraum und regionale Unterschiede zwischen vergleichbaren Marktzinssätzen in den Vereinigten Staaten	137	VERZEICHNIS DER ABBILDUNGEN	
Abb. B Streuung der langfristigen Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euroraum und regionale Unterschiede zwischen vergleichbaren Marktzinssätzen in den Vereinigten Staaten	137	1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze	21
12 Öffentliche Stellungnahmen der EZB zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts	150	2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern	24
VERZEICHNIS DER TABELLEN		3 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten	27
1 Preisentwicklung	53	4 M3 und Kreditvergabe an den privaten Sektor	28
2 Arbeitskostenindikatoren	58	5 Beiträge zum jährlichen Wachstum von M3	28
3 Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums	60	6 Kurzfristige Einlagenzinsen	29
4 Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt	66	7 Beiträge zum Jahreswachstum der kurzfristigen Einlagen und Repogeschäfte	30
5 Öffentliche Finanzen im Euroraum	69	8 Gegenposten zu M3	34
6 Wachstum des realen BIP in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum	83	9 Schätzungen der Geldlücke	35
7 Teuerungsrate nach dem HVPI in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum	84	10 Geldmarktsätze im Euroraum und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt	37
8 Öffentliche Finanzen in den EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums und im Euroraum	86	11 Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte und implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte	37
9 Ausgewählte Posten in der Zahlungsbilanz	87	12 Renditen langfristiger Staatsanleihen	38
10 Entwicklungen im Rahmen des WKM II	89	13 Reale Anleiherenditen und Breakeven-Inflationsraten im Euroraum	38
11 Offizielle geldpolitische Strategien der EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums	91	14 Aktienindizes	43
		15 Entwicklung des tatsächlichen und erwarteten Gewinns pro Aktie	43
		16 MFI-Kredite an private Haushalte	44
		17 Zinssätze für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	45
		18 Verschuldung und Schuldendienst der privaten Haushalte	49
		19 Reale Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum	49
		20 Gewinnkennziffern börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum	51
		21 Aufschlüsselung der realen Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	51

22	Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften	52
23	Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten	54
24	Beitrag der HVPI-Komponenten zur Teuerungsrate nach dem HVPI	54
25	Preise für Wohneigentum	58
26	Industrielle Erzeugerpreise	58
27	Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren	59
28	Beiträge zum Wachstum des realen BIP (Quartalsvergleich)	59
29	Vertrauensindikatoren	61
30	Arbeitslosigkeit	65
31	Arbeitsproduktivität	66
32	Nominaler und realer effektiver Wechselkurs des Euro	76
33	Saldo der Leistungsbilanz und ihre Komponenten	76
34	Kapitalbilanz des Euroraums	81
35	Kapitalabflüsse aus dem Euroraum in die neuen EU-Mitgliedstaaten	81
36	Netto-Auslandsvermögensstatus	82
37	Veränderung des Euro-Wechselkurses gegenüber den EU-Währungen außerhalb des WKM II	90
38	Liquiditätsfaktoren im Euroraum im Jahr 2005	96
39	Zur Refinanzierung zugelassene marktfähige Sicherheiten	99
40	Zur Refinanzierung genutzte marktfähige Sicherheiten	99
41	Tatsächliche Nutzung der marktfähigen Sicherheiten verglichen mit dem Anteil der zur Refinanzierung zugelassenen Bestände im Jahr 2005	100
42	Banknotenumlauf von Anfang 2000 bis Ende 2005	110
43	Euro-Banknotenumlauf von Anfang 2002 bis Ende 2005	110
44	Euro-Banknotenumlauf von Anfang 2002 bis Ende 2005 nach Stückelung	111
45	Von Anfang 2002 bis Ende 2005 sichergestellte Euro-Banknotenfälschungen	112
46	Working Papers der EZB: Forschungsgebiete laut JEL-Klassifikation	119

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
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten/verarbeitendes Gewerbe
MFI	Monetäre Finanzinstitute
NZBen	Nationale Zentralbanken
OECD	Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
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 sieben Trennblätter zwischen den einzelnen Kapiteln dieses Jahresberichts zeigen ausgewählte Werke dieser Sammlung.

Künstler: Peter Sauerer

Titel: Großmarkthalle, 2004

Material: Holz und Schnur, Format: 90 × 20 × 15 cm 18

Künstlerin: Ilse Haider

Titel: Kopf eines Athleten, 1994

Material: Weidenruten, Fotoemulsion, Format: 180 × 120 × 40 cm 94

Künstler: Pep Agut

Titel: Read your voice, 2001

Material: Mischtechnik, Format: 190 × 195 cm 126

Künstlerin: Maria Hedlund

Titel: Loosing Ground, 2003

Material: 4 C-Prints auf Aluminium, Format: jeweils 85 × 76 cm 146

Künstler: David Farrell

Titel: Ballynultagh, 2000 (aus der Serie „Innocent Landscapes“) 160

Material: Fotografie, Format: 100 × 100 cm

Künstlerin: Natividad Bermejo

Titel: Duérmete niño, 2000

Material: Graphit auf Papier, Format: 145 × 212 cm 166

Künstler: Pedro Proença

Titel: Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Material: Acryl auf Leinwand, Format: 200 × 150 cm 172

VORWORT



Es ist mir ein Anliegen, die Würdigung meines Vorgängers Wim Duisenberg, der vergangenes Jahr verstorben ist, an den Beginn dieses Vorworts zu stellen. Wie ich bei verschiedensten Anlässen immer wieder hervorgehoben habe, etwa in Amsterdam, Frankfurt und vielen anderen europäischen Städten, sind wir – die Europäische Zentralbank, ihre Belegschaft, meine Kolleginnen und Kollegen im Direktorium, im Rat und im Erweiterten Rat der EZB und ich selbst – dem ersten Präsidenten der EZB zu großem Dank verpflichtet und werden sein Andenken stets in Ehren halten. Um mit Chateaubriand zu sprechen: Der Tod hat ihn nicht besiegt; er hat ihn nur unsichtbar gemacht.

Im Jahr 2005 wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum um 1,4 %, verglichen mit 1,8 % im Jahr 2004 und 0,7 % im Jahr 2003. Nach einer eher verhaltenen Entwicklung im ersten Halbjahr zog die Konjunktur in der zweiten Hälfte des Berichtsjahrs dank des anhaltend kräftigen Anstiegs der weltweiten Nachfrage,

des soliden Wachstums der Unternehmensgewinne und ausgesprochen günstiger Finanzierungsbedingungen leicht an. Die Wirtschaft erwies sich demnach vor dem Hintergrund hoher und volatiler Ölpreise als vergleichsweise robust. Aufgrund des starken Anstiegs der Rohstoff- und Energiepreise sowie – in geringerem Ausmaß – der administrierten Preise und indirekten Steuern lag die Jahresinflationsrate gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Jahr 2005 mit 2,2 % allerdings etwas über der in den beiden Vorjahren verzeichneten Teuerungsrate von 2,1 %. Da die weiterhin moderaten Lohnsteigerungen und die günstige Entwicklung der Einfuhrpreise gewerblicher Erzeugnisse den Anstieg der Rohstoff- und Energiepreise teilweise ausglich, blieb der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck dennoch im Rahmen.

Angesichts des geringen Preisauftriebs im Euroraum beließ der EZB-Rat die Leitzinsen im Berichtsjahr lange Zeit auf dem historisch niedrigen Niveau von 2 %, behielt dabei die längerfristigen Inflationserwartungen jedoch stets genau im Auge. Tatsächlich zeichneten sich mit Fortschreiten des Jahres auf Basis der wirtschaftlichen Analyse der EZB steigende mittelfristige Risiken für die Preisstabilität ab. Diese Einschätzung wurde auch von der monetären Analyse bestätigt: Trotz der bereits reichlichen Liquiditätsausstattung fiel sowohl das Geldmengen- als auch das Kreditwachstum kräftig aus. Gegen Ende des Berichtsjahrs ließ die regelmäßig stattfindende Gegenprüfung der wirtschaftlichen mit der monetären Analyse erkennen, dass eine Anpassung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses der EZB angezeigt war, um diesen Risiken entgegenzuwirken. Der EZB-Rat beschloss daher am 1. Dezember 2005, die Leitzinsen der EZB um 25 Basispunkte anzuheben, nachdem sie zweieinhalb Jahre unverändert belassen worden waren.

Die Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet insgesamt sind Umfragen und Finanzindikatoren zufolge fest auf einem Niveau

verankert, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Nicht zuletzt deshalb blieben die in den nominalen Zinssätzen enthaltenen Risikoprämien über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg gering; dies wiederum bewirkte niedrigere kurz- und langfristige Zinsen. Das hohe Maß an Glaubwürdigkeit und die stabilitätsorientierte Politik der EZB leisteten somit nicht nur einen Beitrag zur Gewährleistung äußerst günstiger Finanzierungsbedingungen für Investoren und infolgedessen zur Förderung des Wirtschaftswachstums und der Schaffung von Arbeitsplätzen, sondern auch zur Erhaltung der Kaufkraft der Konsumenten. Letztere ist für die gesamte Bevölkerung des Euroraums, insbesondere aber für die Bezieher niedrigerer Einkommen, von wesentlicher Bedeutung. Dieses Kapital der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets muss unter allen Umständen bewahrt werden. Mit diesem Ziel vor Augen wird der EZB-Rat auch weiterhin alle relevanten Entwicklungen genau beobachten, um sicherzustellen, dass die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen auf einem stabilitätsgerechten Niveau verankert bleiben.

Der Erfolg der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) hängt auch vom Zusammenwirken einer tragfähigen Fiskalpolitik und umfassender Strukturreformen zur Erhöhung des Wachstumspotenzials der Wirtschaft ab. Dadurch wird nicht nur die Kohäsion und Flexibilität der Wirtschaft im Euroraum gefördert, sondern auch die Geldpolitik bei der Gewährleistung von Preisstabilität unterstützt. Dies erhöht die Effektivität der Geldpolitik und trägt zu einem nachhaltigen Wirtschaftswachstum und zur Schaffung von Arbeitsplätzen bei.

Die Einhaltung der fiskalpolitischen Vorgaben stärkt die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen, welcher insbesondere angesichts der zu erwartenden haushaltspolitischen Auswirkungen einer alternden Bevölkerung große Bedeutung zukommt. Aus diesem Grund hat sich das Eurosystem stets mit Nachdruck für den Stabilitäts- und Wachstumspakt eingesetzt. Eine

strikte und konsequente Umsetzung der überarbeiteten Regeln ist der Haushaltsdisziplin förderlich und trägt dazu bei, die Glaubwürdigkeit des fiskalpolitischen Rahmens der EU und das Vertrauen in eine umsichtige Haushaltspolitik wiederherzustellen. Darüber hinaus ist auch die zuverlässige Erfassung und zeitnahe Meldung der Statistiken über die öffentlichen Finanzen für den fiskalpolitischen Rahmen und das einwandfreie Funktionieren der gegenseitigen Überwachung unabdingbar.

Was die Strukturreformen anbelangt, so wurden in den vergangenen Jahren zwar Fortschritte erzielt, doch die im März 2005 abgeschlossene Halbzeitüberprüfung der Lissabon-Strategie zeigte, dass weitaus größere Anstrengungen vonnöten sind, um Europas Wachstums- und Beschäftigungspotenzial zu erhöhen. Eine Flexibilisierung der Arbeits-, Güter- und Finanzmärkte verbessert den Einsatz von Ressourcen, und ein mehr Anreize bietendes unternehmerisches Umfeld fördert Innovationen, Investitionen und die Schaffung von Arbeitsplätzen. Eine weitere Herausforderung besteht in der Vollendung des Binnenmarkts, einschließlich des Dienstleistungsmarkts: Diese würde den Unternehmen das Ausschöpfen von Skaleneffekten gestatten und zur Steigerung der wirtschaftlichen Effizienz beitragen. Wenn der Strukturwandel ermöglicht und forciert wird, können die aus der Globalisierung und dem raschen technologischen Wandel resultierenden Chancen optimal genutzt werden. Dies ist die beste Voraussetzung für den künftigen Wohlstand der Bürgerinnen und Bürger Europas.

Mit großer Aufmerksamkeit verfolgt das Eurosystem die Entwicklung im Zusammenhang mit der Finanzmarktintegration in Europa. Diese trägt nicht nur zur reibungslosen Durchführung der einheitlichen Geldpolitik im Euroraum sowie dem effizienten Einsatz finanzieller Ressourcen und damit zum Wirtschaftswachstum bei, sondern berührt auch das Mandat des Eurosystems zur Erhaltung der Finanzmarktstabilität und spielt eine bedeutende Rolle beim ef-

fektiven Betrieb und fehlerlosen Funktionieren der Zahlungsverkehrs- und -abwicklungssysteme. Im September 2005 veröffentlichte die EZB ihren ersten Bericht über die Finanzmarktintegration im Euro-Währungsgebiet und eine neue Palette von Indikatoren, die auf einen zunehmenden, allerdings je nach Marktsegment variierenden Integrationsgrad hindeuteten. Darüber hinaus unterstützt das ESZB die allgemeinen Zielsetzungen der EU, darunter auch die Finanzmarktintegration, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist.

Bei der Abwicklung des Zahlungsverkehrs auf Bruttobasis und in Echtzeit wurde mit TARGET bereits die vollständige Integration erzielt. Das Eurosystem arbeitet gegenwärtig am Aufbau des Nachfolgesystems TARGET2, das ein erweitertes Leistungsspektrum und ein neues Gebührenkonzept für Grundleistungen bieten wird. TARGET2 wird mit der Migration der ersten Ländergruppe am 19. November 2007 seinen Betrieb aufnehmen. Bis Mai 2008 sollten alle an TARGET2 teilnehmenden Zentralbanken und die Geschäftsbanken in den jeweiligen Ländern auf das neue System umgestiegen sein.

Die Schaffung eines einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (Single Euro Payments Area – SEPA) bleibt ein vorrangiges Ziel auf dem Gebiet der Massenzahlungssysteme. SEPA soll es Bankkunden ermöglichen, im gesamten Eurogebiet Zahlungen von einem einzigen Konto aus unter Verwendung einheitlicher Zahlungsverkehrsinstrumente vorzunehmen; dadurch sollen Zahlungen genauso effizient und sicher wie derzeit auf nationaler Ebene abgewickelt werden. Diese Option soll der Bevölkerung spätestens ab 2008 zur Verfügung stehen. Das Eurosystem spricht sich nachdrücklich für die Einhaltung dieser Terminvorgabe aus; dies setzt allerdings den vollen Einsatz aller beteiligten Akteure voraus.

Nach der Unterzeichnung des Vertrags über eine Verfassung für Europa im Oktober 2004 wurde in einer Reihe von Mitgliedstaaten der

erforderliche Ratifizierungsprozess eingeleitet. Bis dato haben 15 Mitgliedstaaten die Europäische Verfassung ratifiziert bzw. stehen kurz vor dem formellen Abschluss des Ratifizierungsverfahrens, wobei in Frankreich und den Niederlanden die erforderliche Stimmenmehrheit nicht erreicht wurde. Nach Ansicht der EZB trägt die Europäische Verfassung zu einer klareren Gestaltung des rechtlichen und institutionellen Rahmens für die EU bei. Gleichzeitig erhöht sie auf europäischer und internationaler Ebene die Handlungsfähigkeit der EU und bestätigt das bestehende geldpolitische Rahmenwerk. In diesem Zusammenhang sollte ausdrücklich darauf hingewiesen werden, dass der Ratifizierungsprozess keinerlei Einfluss auf das Funktionieren der Währungsunion oder die Stabilität des Euro hat. Unabhängig davon, ob die EZB nach Maßgabe des geltenden EG-Vertrags oder der Europäischen Verfassung agiert, wird sie weiterhin die Glaubwürdigkeit des Euro sichern und Preisstabilität gewährleisten – eine Voraussetzung für ein dem Wirtschaftswachstum und der Schaffung von Arbeitsplätzen zuträgliches nichtinflationäres gesamtwirtschaftliches Umfeld.

Vier EU-Mitgliedstaaten traten im Jahr 2005 dem Wechselkursmechanismus (WKM II) bei. Diese Länder können den Euro einführen, sobald sie alle Konvergenzkriterien dauerhaft erfüllen. Sowohl die EZB als auch die Europäische Kommission werden im Herbst 2006 ihren alle zwei Jahre zu erstellenden Konvergenzbericht veröffentlichen. An dieser Stelle sollte betont werden, dass die Beurteilung der betreffenden Mitgliedstaaten individuell anhand ihrer wirtschaftlichen und monetären Entwicklung und unter voller Berücksichtigung des Grundsatzes der Gleichbehandlung erfolgt. Unter diesen Voraussetzungen werden sowohl die derzeitigen Euro-Länder als auch die künftigen Länder des Euroraums von der Erweiterung desselben profitieren.

Die EZB erzielte im Berichtsjahr einen Überschuss von 992 Mio €. Durch Bildung einer

Rückstellung in gleicher Höhe zur Absicherung gegen Währungs-, Zinsänderungs- und Goldpreisrisiken wurde ein Nettogewinn von genau null ausgewiesen. Die Rückstellung dient der Abdeckung von Verlusten, die sich aus den genannten Risiken ergeben können, insbesondere von Bewertungsverlusten, die nicht durch die Neubewertungskonten gedeckt sind. Im Jahr 2004 hatte die EZB einen Nettoverlust von 1 636 Mio € verbucht, der allerdings in erster Linie auf die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen war. Im Berichtsjahr wertete der Euro gegenüber der US-Währung ab.

Für das Jahr 2005 waren insgesamt 1 369,5 Planstellen (in Vollzeitäquivalenten) im EZB-Budget veranschlagt (2004: 1 362,5 Planstellen). Der Personalstand der EZB belief sich Ende 2005 auf 1 360 Mitarbeiter mit unbefristeten Verträgen bzw. befristeten Verträgen mit mindestens einem Jahr Laufzeit; dies entsprach 1 351 Vollzeitäquivalenten. Seit dem 15. Mai 2005 akzeptiert die EZB auch Bewerbungen von Staatsangehörigen aus den zwei beitretenden Ländern Bulgarien und Rumänien. Die Umsetzung der im Jahr 2004 neu formulierten Personalstrategie wurde auch 2005 fortgeführt. Neben der Mobilitätsförderung bilden die Führungskräfteentwicklung sowie die laufende Aus- und Weiterbildung der Mitarbeiter die Schwerpunkte der Strategie. Darüber hinaus wurde die Personalpolitik verstärkt auf die 2004 erarbeiteten sechs Grundwerte der EZB ausgerichtet; diese sollen die Belegschaft weiterhin in ihrem Berufsalltag leiten und begleiten.

Fragen des Personalmanagements werden auch auf Eurosystem-Ebene thematisiert. Zur weiteren Stärkung der personalpolitischen Kooperation und des Teamgeists im Eurosystem/ESZB setzte der EZB-Rat im Jahr 2005 eine Personalleiterkonferenz ein. Diese ist mit einem Mandat für den Erfahrungs-, Wissens- und Informationsaustausch über relevante Fragen der Personalpolitik und -wirtschaft ausgestattet, ohne die Personalhoheit der NZBen bzw. der EZB zu berühren. Konkret sollen u. a. Möglichkeiten

für gemeinsame Fortbildungsaktivitäten und Maßnahmen zur Förderung des Mitarbeiteraustauschs ausgelotet werden. In Zusammenarbeit mit dem Ausschuss für Öffentlichkeitsarbeit des Eurosystems/ESZB soll die Personalleiterkonferenz zudem die praktischen Maßnahmen zur Umsetzung des im Januar 2005 veröffentlichten Leitbilds des Eurosystems einleiten. Die Gestaltung des Berufsalltags der Mitarbeiter des Eurosystems im Sinne des Leitbilds wird ein längerfristiger Prozess sein, der den Teamgeist zwischen der EZB und den NZBen des Euroraums stärken wird.

Als öffentlich-rechtliche Institution bekennt sich die EZB zu dem Auftrag, optimale Leistungen so kostengünstig wie möglich zu erbringen. Angesichts dieser dauerhaften Verpflichtung beschloss das Direktorium, die Tätigkeit der EZB unter aktiver Einbindung der Mitarbeiter und Führungskräfte nach den Regeln des Zero-Based Budgeting (ZBB) auf Effizienz und Effektivität zu durchleuchten. Auf Basis der Analyseergebnisse entschied das Direktorium, dass zahlreiche Stellen eingespart oder umgewandelt werden könnten, ohne Mitarbeiter abzubauen. Bis zur Umsetzung der damit zusammenhängenden Maßnahmen wurde ein vorübergehender Einstellungsstopp verfügt. Überdies verabschiedete das Direktorium eine Reihe weiterer auf die Erhöhung der Effektivität und Effizienz abzielender organisatorischer Maßnahmen in den verschiedenen Tätigkeitsbereichen der EZB. Die anhand der ZBB-Analyse ausgearbeiteten organisatorischen Neuerungen – etwa die Umstrukturierung bestimmter Geschäftsfelder zur besseren Nutzung von Synergien, die Konzentration von Wissen und analytischem Potenzial, die Vereinfachung von Geschäftsabläufen sowie die Neuausrichtung auf eine mittelfristige strategische Planung – werden nunmehr Schritt für Schritt umgesetzt. Die durch die ZBB-Untersuchung gesetzten Akzente werden eine Kultur der Unternehmensführung stärken, die die bestmögliche Nutzung bestehender Ressourcen zum Ziel hat.

Nachdem Anfang 2005 die Auswahl des mit der Gestaltung des künftigen EZB-Gebäudes zu be-

auftragenden Architekturbüros erfolgt war, beschloss der EZB-Rat, den Umfang und die Anforderungen des Projekts einer eingehenden Prüfung zu unterziehen. So konnten die geschätzten Baukosten beträchtlich gesenkt werden. Nach seiner Zustimmung zum optimierten Projektentwurf gab der EZB-Rat im Dezember 2005 den Startschuss für die Planungsphase. Die EZB wird dieses Projekt hinsichtlich der Gesamtkosten und des Zeitplans mit größter Sorgfalt abwickeln und überwachen.

Frankfurt am Main, im März 2006



Jean-Claude Trichet

Künstler

Peter Sauerer

Titel

Großmarkthalle, 2004

Material

Holz und Schnur

Format

90 x 20 x 15 cm

© EZB, Künstler



KAPITEL I

**WIRTSCHAFTSENTWICKLUNG
UND GELDPOLITIK**

I GELDPOLITISCHE BESCHLÜSSE

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich in der zweiten Jahreshälfte 2004 und in der ersten Hälfte des Folgejahrs, was zum Teil auf die steigenden Ölpreise, die zeitweilige Abschwächung des Welthandels sowie die verzögerten Effekte der vorangegangenen Euro-Aufwertung zurückzuführen war. Im zweiten Halbjahr 2005 verstärkte sich die konjunkturelle Dynamik im Euroraum allerdings wieder; sie profitierte von der anhaltend kräftig wachsenden globalen Nachfrage, dem starken Zuwachs der Unternehmensgewinne und den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen. In – allerdings nur zum Teil vorgenommenen – arbeitstäglicher Bereinigung wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) insgesamt im Berichtsjahr um 1,4 % gegenüber 1,8 % im Vorjahr und 0,7 % im Jahr 2003. Trotz hoher und volatiler Ölpreise erwies sich die Konjunktur im Jahr 2005 als relativ robust.

Ungeachtet der hohen Preissteigerungen bei Rohstoffen und Energie blieb der Inflationsdruck im Euroraum vor dem Hintergrund einer vorerst mäßigen Konjunkturerholung gedämpft. Insbesondere die Löhne entwickelten sich weiterhin moderat. Der Preisdruck wurde ferner durch günstige Trends bei den Preisen für importierte Fertigwaren eingedämmt. Die langfristigen Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet blieben fest auf einem stabilitätsgerechten Niveau verankert. Gleichwohl war die Gesamtinflation im Jahr 2005 weiterhin leicht erhöht, was primär auf starke Energiepreissteigerungen und in geringerem Maße auf Anhebungen von administrierten Preisen und indirekten Steuern zurückzuführen war. Insgesamt lag die jährliche am HVPI gemessene Teuerungsrate im Jahr 2005 mit 2,2 % geringfügig über der in den beiden Vorjahren verzeichneten Rate von 2,1 %. Aufwärtsrisiken bestanden weiterhin, insbesondere hinsichtlich möglicher Zweitrundeneffekte beim Lohn- und Preissetzungsverhalten infolge der höheren Ölpreise.

Die monetäre Dynamik, die sich seit Mitte 2004 verstärkt hatte, nahm im Jahr 2005 weiter zu, schwächte sich aber in den letzten drei Monaten des Jahres leicht ab. Diese Beschleunigung

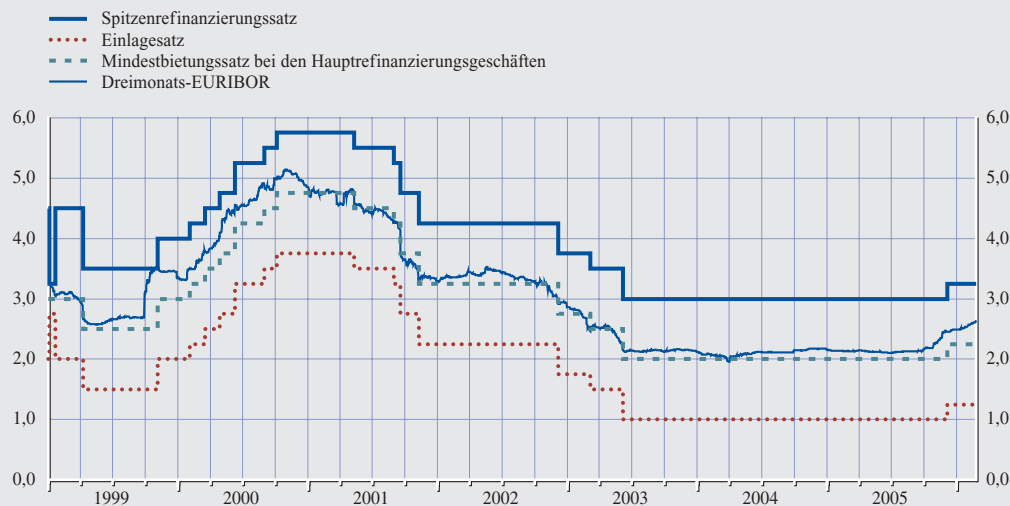
war zum Teil dem stimulierenden Effekt des niedrigen Zinsniveaus auf die Geld- und Kreditnachfrage zuzuschreiben. Das kräftige Geldmengenwachstum trug weiter zur bereits reichlichen Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet bei, was mittel- bis längerfristig auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität hinweist.

Vor diesem Hintergrund blieb der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems fast im gesamten Jahresverlauf unverändert auf dem historisch niedrigen Niveau von 2 %. Zu Jahresbeginn wies die wirtschaftliche Analyse auf einen lediglich gedämpften Inflationsdruck im Eurogebiet hin. Angesichts des starken monetären Wachstums und der reichlichen Liquiditätsausstattung kommunizierte der EZB-Rat die Notwendigkeit, bezüglich der Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität Wachsamkeit walten zu lassen. Im Verlauf des Jahres wurden die Inflationsprojektionen schrittweise nach oben korrigiert; dies war zum Teil auf die Erkenntnis zurückzuführen, dass der kräftige Ölpreisanstieg länger als ursprünglich angenommen anhalten würde, was die Existenz von Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bestätigte. Bis Dezember 2005 kristallisierte sich aus den regelmäßigen Analysen der wirtschaftlichen und monetären Entwicklung und den entsprechenden Gegenprüfungen die Einschätzung heraus, dass eine Anpassung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses angebracht wäre, um diesen Risiken entgegenzuwirken. Daher beschloss der EZB-Rat am 1. Dezember 2005 eine Erhöhung der EZB-Leitzinsen um 25 Basispunkte, nachdem diese zweieinhalb Jahre lang unverändert belassen worden waren. Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems wurde auf 2,25 % angehoben, und die Zinssätze für die Einlage- und die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden auf 1,25 % bzw. 3,25 % erhöht (siehe Abbildung 1).

Für eine detailliertere Betrachtung der geldpolitischen Beschlüsse im Jahr 2005 ist es zweckmäßig, die Entwicklung in zwei Abschnitten zu betrachten. In der ersten Jahreshälfte war an-

Abbildung I 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.

hand der in den ersten Monaten verfügbaren Informationen anzunehmen, dass die in der zweiten Hälfte 2004 beobachtete Abschwächung des realen BIP-Wachstums nur von kurzer Dauer sein würde. Im zweiten Quartal 2005 setzte sich vor allem aufgrund der anhaltend hohen und volatilen Ölpreise allerdings eine etwas pessimistischere Einschätzung durch, da die Unsicherheit über die kurzfristige Entwicklung der inländischen Nachfrage stieg. Infolgedessen wurden im Juni 2005 die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das reale BIP-Wachstum gegenüber jenen vom Dezember 2004 nach unten revidiert. Nunmehr wurde für das Jahr 2005 mit einer Abschwächung des durchschnittlichen jährlichen Wachstums des realen BIP von 1,8 % im Jahr 2004 auf 1,1 % bis 1,7 % im Jahr 2005 und einem neuerlichen Anstieg im Jahr 2006 auf 1,5 % bis 2,5 % gerechnet. Die Prognosen internationaler und privater Organisationen ergaben ein ähnliches Bild. Trotz der Abwärtsrisiken für das Wachstum aufgrund des niedrigen Verbrauchervertrauens, der hohen und volatilen Ölpreise und der globalen Ungleichgewichte waren den Experten zufolge die Voraussetzun-

gen für eine Festigung der Konjunktur nach wie vor gegeben. Die Weltwirtschaft wuchs weiterhin kräftig und stützte damit die Ausfuhren des Euroraums. Aus binnenwirtschaftlicher Sicht sorgten die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, die robusten Unternehmensgewinne und die Umstrukturierung von Unternehmen für ein positives Investitionsklima. Die Experten gingen davon aus, dass sich die – aufgrund stärkeren Beschäftigungswachstums und niedrigerer Inflationsraten – erwartete Zunahme des verfügbaren Realeinkommens günstig auf den privaten Verbrauch auswirken würde. Die erst im späteren Jahresverlauf verfügbaren revidierten Statistiken zeigen, dass sich das Wachstum des realen BIP, obschon weiterhin moderat, tatsächlich im ersten Halbjahr 2005 erholte (von 0,2 % im Schlussquartal 2004 auf 0,3 % bzw. 0,4 % im ersten bzw. zweiten Jahresviertel 2005), was vor allem auf einen stärkeren Beitrag der Nettoexporte zurückzuführen war.

Betrachtet man die Preisentwicklung, so ging die jährliche HVPI-Inflationsrate von rund 2,3 % im zweiten Halbjahr 2004 auf durchschnittlich 2,0 % in der ersten Jahreshälfte

2005 zurück. Diese Abnahme war allerdings im Wesentlichen Basiseffekten zuzuschreiben. Vom Ölpreisschub ging nach wie vor eine deutlich preistreibende Wirkung aus. Die Lohnentwicklung blieb allerdings moderat, so dass es keine Anzeichen für das Entstehen eines binnenwirtschaftlichen Inflationsdrucks im Euro-Währungsgebiet gab. Demgemäß erwarteten die Experten des Eurosystems in ihren Projektionen vom Juni 2005 eine durchschnittliche HVPI-Jahresteuerungsrate von 1,8 % bis 2,2 % für 2005 und 0,9 % bis 2,1 % für das Jahr danach. Im Basisszenario der Projektionen blieb zwar der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb moderat, aber Aufwärtsrisiken bestanden insbesondere im Hinblick auf die künftige Ölpreisentwicklung und mögliche Erhöhungen bei indirekten Steuern und administrierten Preisen. Darüber hinaus betonte der EZB-Rat, dass hinsichtlich möglicher Zweitrundeneffekte beim Lohn- und Preissetzungsverhalten infolge höherer Ölpreise ständige Wachsamkeit geboten sei.

Die Beschleunigung des Geldmengenwachstums, die Mitte 2004 eingesetzt hatte, dauerte auch in der ersten Jahreshälfte 2005 an. Im Gegensatz zur ersten Beschleunigungsphase (2001 bis Mitte 2003) wurde das monetäre Wachstum diesmal von den liquidesten Komponenten von M3 getragen und ging, was die Gegenposten betrifft, mit einer Ausweitung der Kreditvergabe an den privaten Sektor einher. Darin zeigt sich vor allem der stimulierende Effekt des im historischen Vergleich sehr niedrigen Zinsniveaus im Euro-Währungsgebiet. Wegen des kräftigen M3-Wachstums in den letzten Jahren war im Euroraum nun deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich war. Darüber hinaus war die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten nach wie vor lebhaft und trug damit zu der sehr dynamischen Entwicklung der Immobilienpreise in einigen Regionen des Euroraums bei, während die Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften allmählich wieder an-

Insgesamt kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass es vor dem Hintergrund eines gedämpften binnenwirtschaftlichen Inflationsdrucks nach wie vor angemessen sei, die Zinsen auf ihrem historisch niedrigen Niveau zu belassen. Zugleich bestätigte aber die Gegenprüfung der wirtschaftlichen mit der monetären Analyse die Notwendigkeit, im Hinblick auf etwaige mittel- bis längerfristige Risiken für die Preisstabilität wachsam zu bleiben. In diesem Zusammenhang wurde die Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen besonders genau beobachtet.

Im zweiten Halbjahr 2005 bestätigte die wirtschaftliche Analyse allmählich das von den Experten des Eurosystems in ihren Projektionen vom Juni des Jahres erwartete Anziehen der Konjunktur. Im dritten Quartal 2005 erhöhte sich das reale BIP-Wachstum im Eurogebiet auf 0,7 % gegenüber dem Vorquartal. Zudem waren die in den Projektionen benannten Voraussetzungen für ein fortgesetztes Wachstum weiterhin gegeben. Auf dieser Grundlage deuteten die im Dezember 2005 veröffentlichten, von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen auf ein reales BIP-Wachstum von 1,2 % bis 1,6 % im Jahr 2005 und 1,4 % bis 2,4 % in den beiden Folgejahren hin, womit die Projektionsergebnisse vom Juni weitgehend bestätigt wurden. Die Prognosen internationaler und privater Organisationen ergaben ein ähnliches Bild. Zugleich bestanden für die konjunkturellen Aussichten weiter Abwärtsrisiken, hauptsächlich durch unerwartet hohe Ölpreise, weltwirtschaftliche Ungleichgewichte und das zwar ansteigende aber immer noch schwache Verbrauchervertrauen.

Was die Preisentwicklung betrifft, so erhöhten sich die am HVPI gemessenen Teuerungsraten im zweiten Halbjahr 2005 auf deutlich über 2 % und erreichten im September mit 2,6 % ihren Höchststand, was hauptsächlich auf die Energiepreissteigerungen zurückzuführen war. Außerdem wurde, anders als noch früher im Jahr erwartet, immer deutlicher, dass die Ölpreise wohl noch ziemlich lange auf hohem Niveau

bleiben würden. Dementsprechend hat sich die Einschätzung eines relativ ausgeprägten Rückgangs der HVPI-Inflation im Jahr 2006, die sich aus den zu Anfang des Berichtsjahrs verfügbaren Projektionen und Prognosen ergab, im Jahresverlauf deutlich geändert. Im zweiten Halbjahr 2005 erschien es wahrscheinlich, dass die durchschnittliche HVPI-Jahreststeuerung 2006 weiterhin bei über 2 % liegen könnte, selbst unter der Annahme fortgesetzt mäßiger Lohnsteigerungen. So gingen die Experten des Eurosystems in ihren im Dezember 2005 erstellten Projektionen von einer durchschnittlichen HVPI-Inflation von 1,6 % bis 2,6 % im Jahr 2006 und 1,4 % bis 2,6 % im Jahr darauf aus, was sich im Wesentlichen mit den Prognosen internationaler und privater Organisationen deckt. Darüber hinaus bestätigte der EZB-Rat, dass dieses Szenario weiterhin den bekannten Aufwärtsrisiken unterliege.

Die monetäre Analyse deutete in der zweiten Hälfte des Berichtsjahrs nach wie vor auf Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht hin. Alle relevanten Messgrößen wiesen auf eine gute Liquiditätsversorgung im Euroraum hin. Zudem nahm die seit Mitte 2004 beobachtete Beschleunigung des monetären Wachstums im dritten Quartal 2005 weiter zu. Der Anstieg des weit gefassten Geldmengensumme M3 wurde in einem Umfeld sehr niedriger Zinsen unverändert von seinen liquidesten Komponenten bestimmt. Auch die Ausweitung der Kreditvergabe, insbesondere der Hypothekarkredite, war nach wie vor sehr kräftig. Vor diesem Hintergrund wurde die Preisdynamik am Wohnimmobilienmarkt mehrerer Länder genau beobachtet.

Folglich äußerte der EZB-Rat im zweiten Halbjahr 2005 seine wachsende Besorgnis über die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität und betonte, dass im Hinblick auf die Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen große Wachsamkeit geboten sei. In der Tat war im Dezember – basierend auf der Risikoanalyse für die Preisstabilität, die sich aus der wirtschaftlichen Analyse unter Gegenprüfung mit

der monetären Analyse ergab – eine Anpassung des akkommodierenden geldpolitischen Kurses angebracht. Vor diesem Hintergrund beschloss der EZB-Rat am 1. Dezember 2005, die EZB-Leitzinsen um 25 Basispunkte anzuheben. Dieser Beschluss würde laut EZB-Rat dazu beitragen, dass die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet fest auf einem Niveau verankert bleiben, das mit Preisstabilität vereinbar ist. Diese Verankerung ist eine Grundvoraussetzung, damit die Geldpolitik auch weiterhin das Wirtschaftswachstum im Euroraum unterstützen kann. Nach dem Beschluss vom 1. Dezember 2005 blieben sowohl die nominalen als auch die realen Zinssätze im Euroraum über das gesamte Laufzeitspektrum hinweg sehr niedrig. Somit blieb der geldpolitische Kurs der EZB akkommodierend und stützte weiterhin merklich die wirtschaftliche Aktivität sowie die Schaffung von Arbeitsplätzen. Der EZB-Rat betonte, dass er auch künftig alle Entwicklungen im Hinblick auf Risiken für die Preisstabilität genau beobachten werde.

2 MONETÄRE, FINANZIELLE UND WIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

2.1 INTERNATIONALES GESAMTWIRTSCHAFTLICHES UMFELD

WELTWIRTSCHAFT WEITER KRÄFTIG GEWACHSEN

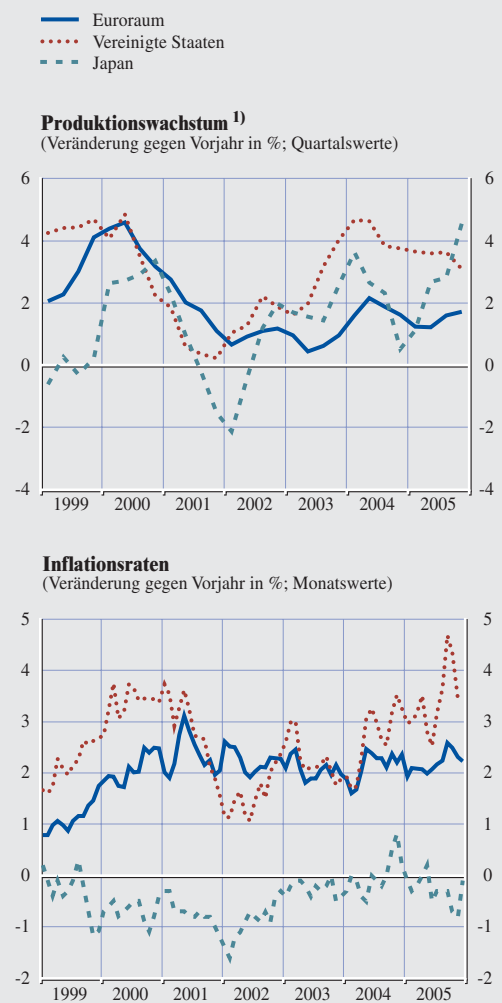
Im Jahr 2005 setzte die Weltwirtschaft ihre rasche Expansion fort. Das Wachstumstempo war dabei nur geringfügig langsamer als im vorangegangenen, äußerst konjunkturstarke Jahr. Wie schon 2004 fiel der Aufschwung in Asien besonders kräftig aus. So erhöhte sich die Wirtschaftsleistung in China mit weitgehend unverminderten Wachstumsraten, und die japanische Konjunktur gewann an Fahrt. Die Weltwirtschaft profitierte weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen und der guten Ertragslage der Unternehmen in vielen Ländern. Auch die Stärke der US-amerikanischen Konjunktur blieb eine Stütze für die Weltwirtschaft.

Nicht zuletzt aufgrund der kräftigen Weltkonjunktur und des damit verbundenen Anstiegs der Energienachfrage sowie infolge der fortschreitenden Verknappung der Reservekapazitäten entlang der gesamten Lieferkette war im Jahr 2005 fast durchgängig ein weiteres Anziehen der Ölpreise zu beobachten. Anfang September erreichten sie einen historischen Höchststand von 67,5 USD je Barrel der Sorte Brent. Die erhöhten Ölpreise scheinen sich bislang jedoch relativ schwach auf die weltweite Konjunktur- und Inflationsentwicklung ausgewirkt zu haben. Zwar wurde der gesamte Verbraucherpreisindex (VPI) durch den Anstieg der Energiekomponente beeinflusst, doch hielt sich die Kerninflation in den meisten Ländern in recht engen Grenzen. In den Ländern der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) lag der Verbraucherpreisanstieg für das Gesamtjahr bei 2,7 % gegenüber dem Vorjahr.

Mit einem Jahreswachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 3,5 % zog die Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2005 kräftig an. Die Zunahme des realen BIP wurde von der nach wie vor lebhaften Entwicklung der privaten Konsumausgaben und Investitionen getragen, während der Außenhandel einen geringfü-

gig negativen Wachstumsbeitrag leistete. Zu dem im Berichtsjahr überwiegend dynamischen privaten Verbrauch trugen die günstigen Finanzierungsbedingungen, die steigenden Preise für Wohnimmobilien und eine anhaltende Verbesserung der Beschäftigungslage bei. Die Lohnzuwächse fielen erneut relativ moderat aus, und der Energiepreisanstieg bremste die Zunahme der verfügbaren Realeinkommen, wodurch die ohnehin schon geringe private Sparquote weiter

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



Quellen: Nationale Statistiken, BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Für den Euroraum werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Statistiken. Die BIP-Zahlen sind saisonbereinigt.

sank. Gleichzeitig kam es 2005 zu einer neuerlichen Erhöhung der am verfügbaren Einkommen gemessenen Verschuldung der privaten Haushalte. Vor dem Hintergrund der günstigen Finanzierungsbedingungen und der hohen Unternehmensgewinne weiteten die Firmen ihre Investitionstätigkeit rasch aus. Trotz des Ölpreishochs und der Rohstoffverteuerung gelang es den Unternehmen, ihre Gewinnmargen im Berichtsjahr zu steigern, wozu die gemäßigte Lohnentwicklung und der kräftige, wenn auch langsamer werdende Produktivitätsfortschritt beitrugen.

Im Jahr 2005 kam es zu einer weiteren Verschlechterung der US-amerikanischen Außenwirtschaftsposition: Die Leistungsbilanz wies ein im historischen Vergleich hohes Defizit von 6,4 % des BIP aus. Die erneute Ausweitung des Defizits war darauf zurückzuführen, dass die Importe schneller zunahmen als die Exporte.

Im dritten Quartal des Berichtsjahrs zogen die Verbraucherpreise aufgrund der durch die Hurrikane verursachten Störungen und der anhaltenden Erhöhung der Energiepreise vorübergehend an. Zu Jahresende ließ der Preisauftrieb jedoch wieder nach, und der Verbraucherpreisanstieg lag bei 3,4 % gegenüber dem Vorjahr. Rechnet man die Energie- und Nahrungsmittelkomponenten heraus, so blieb die Inflation mit 2,2 % recht gemäßigt. Trotz der Erhöhung der Ölpreise und Rohstoffkosten sowie der negativen Folgen der Wirbelstürme hielt sich der Preisdruck in Grenzen. Dazu trugen die Aufwertung des US-Dollar in nominaler effektiver Rechnung und die geringe Zunahme der Lohnstückkosten bei. Gleichzeitig blieben die Inflationserwartungen im Rahmen.

Der Offenmarktausschuss der US-Notenbank hob den Zielzinssatz für Tagesgeld im Jahr 2005 in acht aufeinander folgenden Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten um insgesamt 200 Basispunkte an, sodass er am Jahresende bei 4,25 % lag. In seiner Erklärung im Anschluss an die letzte Sitzung des Jahres wies der Ausschuss darauf hin, dass eine weitere maßvolle Straffung der Geldpolitik vonnöten

sein dürfte. Im Bereich der Finanzpolitik war es in erster Linie den Mehreinnahmen aus der Körperschaftsteuer und den personenbezogenen Steuern zu verdanken, dass das Defizit der öffentlichen Hand im Haushaltsjahr 2005 gegenüber dem Vorjahr zurückging. Im Haushaltsjahr 2005 belief sich das Defizit des Bundes auf 2,6 % des BIP.

In Japan setzte sich der Wirtschaftsaufschwung 2005 fort. Das reale BIP erhöhte sich bereits das zweite Jahr in Folge mit einer über dem Potenzial liegenden Wachstumsrate (2,8 % nach 2,3 % im Jahr 2004). Die Konjunktur hatte Anfang 2005 schnell an Fahrt gewonnen und wurde dabei von einer kräftigen Zunahme des privaten Verbrauchs und der Investitionstätigkeit (ohne Wohnungsbau) gestützt. Ausschlaggebend für das starke Wachstum der privaten Konsumausgaben war die kontinuierliche Verbesserung der Einkommens- und Beschäftigungssituation. Zur raschen Ausweitung der Investitionen (ohne Wohnungsbau) trugen die günstigen Finanzierungsbedingungen, die hohen Gewinne und die bessere Finanzlage der Unternehmen sowie die Modernisierung des veralteten Kapitalstocks bei. Die Inlandsnachfrage blieb 2005 zwar die Haupttriebfeder des Wirtschaftswachstums, doch zeichnete sich gegen Ende des Jahres eine Belebung der Ausfuhren (vor allem nach China) ab. Dem Bankgewerbe kamen 2005 die allmähliche Aufhellung der gesamtwirtschaftlichen Lage und die Verringerung der Kreditrisiken zugute.

Die Deflationssorgen ließen im Berichtsjahr weiter nach. Im Vorjahresvergleich gingen die Verbraucherpreise im Gesamtjahr 2005 geringfügig zurück (um 0,3 % nach 0,0 % im Jahr 2004), und gegen Jahresende kam der Rückgang der Verbraucherpreise (ohne frische Nahrungsmittel) zum Stillstand. Die Bank von Japan beließ den Zielkorridor für die bei ihr unterhaltenen Girokontoguthaben der Banken im Jahr 2005 unverändert bei rund 30 Billionen JPY bis 35 Billionen JPY. Allerdings kündigte sie Ende des Jahres an, dass sie ihren seit März 2001 verfolgten Kurs der quantitativen Lockerung im Lauf des Finanzjahrs 2006 wahr-

scheinlich aufgeben werde, sofern sich günstige Aussichten für die Preisentwicklung abzeichnen. (Die Bank von Japan hat die Änderung ihrer gegenwärtigen geldpolitischen Strategie an die Bedingung eines anhaltenden Verbraucherpreisanstiegs geknüpft.)

In Asien (ohne Japan) blieb das Wirtschaftswachstum 2005 zwar kräftig, gab jedoch gegenüber den äußerst hohen Zuwachsraten des Vorjahrs etwas nach. Dies war hauptsächlich einer schwächeren Auslands- und Inlandsnachfrage sowie den höheren Ölpreisen zuzuschreiben. Was die Preisentwicklung betrifft, so führte die Ölpreishausse in einigen großen Volkswirtschaften Asiens – mit Ausnahme Chinas – zu hohen Inflationsraten. Die Währungsbehörden begannen folglich, die Leitzinsen allmählich anzuheben. Die chinesische Konjunktur zog, getragen von einer regen Auslandsnachfrage und einer robusten Inlandsnachfrage, weiter kräftig an. Die Maßnahmen zur Abkühlung der Konjunktur bremsten die Investitionsdynamik insbesondere in der Immobilienbranche und führten zu einer Stabilisierung der Inflation. Der Übergang zu einem flexibleren (aber nach wie vor streng kontrollierten) Wechselkurssystem im Juli 2005 hatte offenbar keine nennenswerten Auswirkungen auf die Wirtschaft. Nach der ersten landesweiten Vollerhebung der Unternehmen korrigierte Chinas staatliches Statistikamt im Dezember 2005 die Höhe des nominellen BIP für das Jahr 2004 um 2,3 Billionen CNY bzw. 16,8 % gegenüber der vorherigen Schätzung nach oben. Das Statistikamt führte auch eine Aufwärtskorrektur der Wachstumsraten des BIP seit 1993 durch, und zwar im Durchschnitt um rund 0,5 Prozentpunkte. Diese Korrektur ergab sich im Wesentlichen aufgrund der verbesserten Erfassung des chinesischen Dienstleistungssektors, der sich als fast 50 % größer erwies als ursprünglich angenommen. Im Gesamtjahr 2005 erhöhte sich das chinesische BIP um 9,9 %.

In Lateinamerika verbesserte sich die Wirtschaftslage weiter deutlich, wenn auch etwas langsamer als im Jahr 2004. Die lateinamerikanischen Länder profitierten von dem äußerst

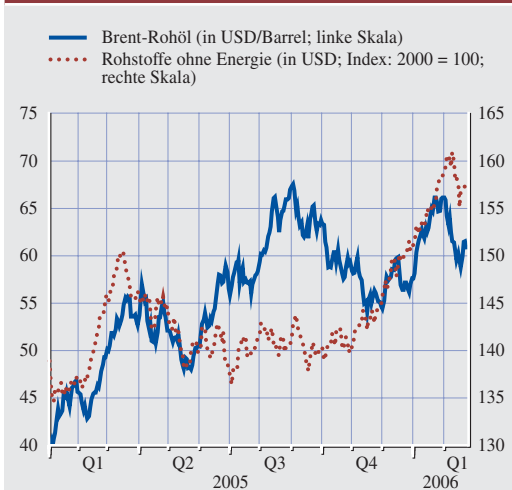
günstigen außenwirtschaftlichen Umfeld und den höheren Rohstoffpreisen, die es ermöglichten, einige Schwachstellen des Finanzsektors zu beseitigen. Hauptmotor des Wachstums in Lateinamerika war das lebhaftes Exportgeschäft, doch auch die Konsumnachfrage erholte sich und es eröffneten sich neue Investitionsmöglichkeiten. Argentinien verzeichnete ein rasches reales Produktionswachstum, während die konjunkturelle Dynamik in den beiden größten lateinamerikanischen Ländern, Brasilien und Mexiko, gedämpft war.

ROHSTOFFPREISE STIEGEN 2005 STARK AN

Die Ölpreise stiegen 2005 das zweite Jahr in Folge kräftig an. Die Notierung für Rohöl der Sorte Brent kletterte Anfang September auf ein neues Allzeithoch von 67,5 USD je Barrel. Anschließend gab der Ölpreis leicht nach und betrug am Jahresende 58 USD. Im Jahresdurchschnitt lag der Preis für Rohöl der Marke Brent bei 55 USD und damit 45 % über dem Durchschnitt von 2004.

Obwohl sich die Ölnachfrage 2005 nicht mehr so stark erhöhte, nahmen die Reservekapazitäten entlang der gesamten Lieferkette weiter ab. Die Ölpreise reagierten nach wie vor sehr sensibel auf Änderungen der Angebots- und Nachfragebedingungen. Zur Anspannung der Lage am Ölmarkt trug auch bei, dass die Nicht-OPEC-Länder ihre Fördermengen kaum ausweiteten. Die Gemeinschaft unabhängiger Staaten (GUS), die sich in den Vorjahren zur Hauptbezugsquelle für zusätzliche Öllieferungen außerhalb der OPEC entwickelt hatte, verzeichnete 2005 geringere Wachstumsraten bei der Ölförderung, und die Produktionsmengen beim Nordseeöl waren rückläufig. Überdies führten die Hurrikane an der amerikanischen Golfküste zu gravierenden Förderausfällen, was die Nachfrage nach Öl aus den OPEC-Staaten ankurbelte. Die Produktionssteigerung der OPEC zog jedoch keine Preissenkungen nach sich, weil sich am Markt die Besorgnis über die schwindenden Förderkapazitäten der OPEC und das Fehlen eines Puffers zur Absicherung gegen potenzielle weitere Versorgungsunterbrechungen hielt.

Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Bloomberg und Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

Aufgrund der gestiegenen Nachfrage nach Mineralölzeugnissen verringerten sich die freien Kapazitäten der Raffinerien, und die fehlenden Ressourcen zur Verarbeitung schwerer und schwefelreicher Rohölsorten verursachten weitere Engpässe. Außerdem stützte die Diskrepanz zwischen angebotener und nachgefragter Ölqualität die Preise für leichte, schwefelarme Rohölsorten wie Brent. Geopolitische Bedenken hinsichtlich der Sicherheit künftiger Öllieferungen übten zusätzlichen Druck auf die Ölpreise aus, da in mehreren Förderländern (erneut) Risiken auftauchten.

Die Preise für Rohstoffe (ohne Energie) sind gemessen am Index des Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archivs seit 2003 kräftig gestiegen und erreichten im März 2005 einen neuen Höchststand. Im April und Mai gaben sie leicht nach und stabilisierten sich in den folgenden sechs Monaten weitgehend, um ab November erneut emporzuschnellen. In US-Dollar gerechnet sind die Rohstoffpreise (ohne Energie) im Jahr 2005 insgesamt um durchschnittlich 9,5 % gestiegen. Der Goldpreis kletterte im Berichtsjahr auf seinen höchsten Wert seit 1981. Im Dezember 2005 kostete eine Feinunze 538 USD.

2.2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

M3-WACHSTUM BEI NIEDRIGEM ZINSNIVEAU WEITER GESTIEGEN

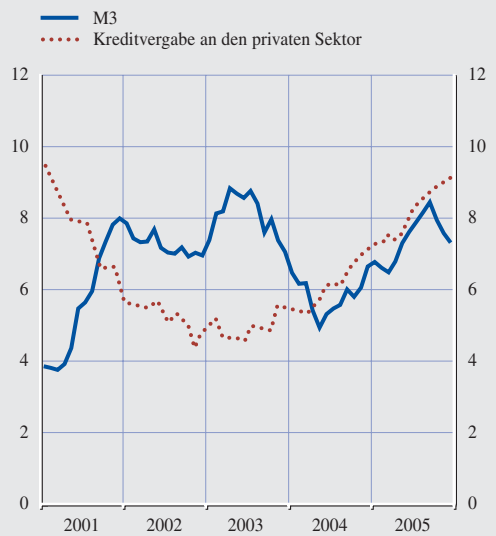
Unter dem stimulierenden Einfluss des niedrigen Zinsniveaus im Euro-Währungsgebiet beschleunigte sich das Geldmengenwachstum im Jahr 2005 erheblich. Gleichzeitig ließ vor allem in der ersten Jahreshälfte der gegenläufige, das M3-Wachstum dämpfende Effekt nach, der im Zuge der Normalisierung des Anlageverhaltens der Gebietsansässigen (die zwischen 2001 und Mitte 2003 eine ausgeprägte Liquiditätspräferenz gezeigt hatten) zu beobachten war. Insgesamt erhöhte sich durch das beschleunigte Geldmengenwachstum im Jahr 2005 die bereits reichliche Liquiditätsausstattung im Euroraum weiter.

Nach einer Verstärkung im zweiten Halbjahr 2004 blieb das M3-Wachstum auch in den ersten Monaten des Berichtsjahrs kräftig. Ab April 2005 zog die Jahreswachstumsrate nochmals deutlich an und erhöhte sich schließlich im dritten Quartal auf 8,0 %. Betrachtet man die kürzerfristige monetäre Dynamik, so war zur Jahresmitte eine besonders starke Ausweitung zu beobachten. Im September 2005 erreichte die annualisierte Sechsmontatswachstumsrate von M3 ihren höchsten Stand seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion. Im Schlussquartal 2005 zeichnete sich dann eine moderatere Entwicklung ab, wenngleich das M3-Wachstum mit 7,8 % noch immer deutlich über dem Vorjahrsstand lag.

Eine Aufschlüsselung nach Komponenten zeigt, dass die liquidesten Anlageformen, die das eng gefasste Geldmengenaggregat M1 bilden, den größten Beitrag zum Gesamtwachstum von M3 leisteten. Ferner ergibt die Analyse der Gegenposten zu M3, dass die monetäre Expansion im Wesentlichen durch die MFI-Kreditvergabe an den privaten Sektor angekurbelt wurde. Diese beiden Entwicklungen lassen den Schluss zu, dass das gegenwärtig niedrige Zinsniveau im Euro-Währungsgebiet, durch das die Opportu-

Abbildung 4 M3 und Kreditvergabe an den privaten Sektor

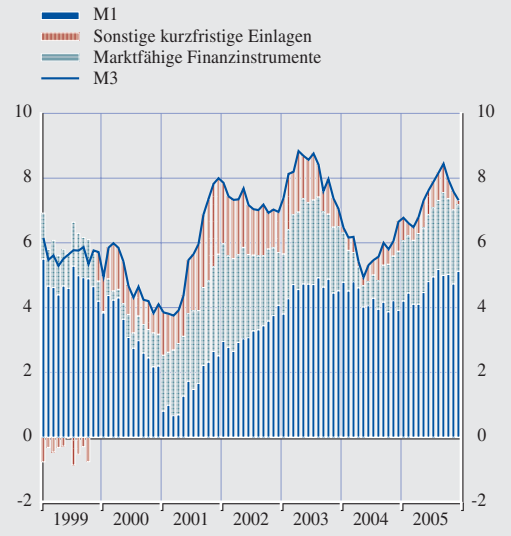
(Veränderung gegen Vorjahr in %, um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

Abbildung 5 Beiträge zum jährlichen Wachstum von M3

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



Quelle: EZB.

nitätskosten für die Haltung liquider Mittel sowie die Kreditkosten gesunken sind, eine Haupttriebfeder der Geldmengenentwicklung im Jahr 2005 war.

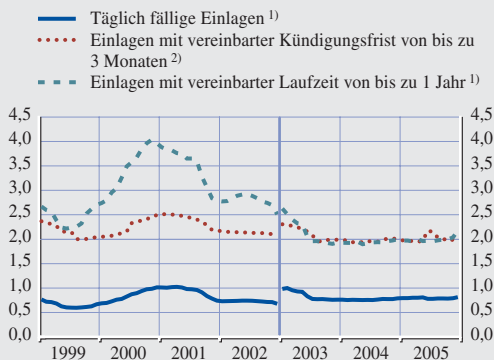
Des Weiteren ist daraus abzuleiten, dass die merkliche Beschleunigung des M3-Wachstums ab Mitte 2004 anderer Natur war als die Ausweitung zwischen 2001 und Anfang 2003. Im letztgenannten Zeitraum, der durch erhöhte wirtschaftliche und finanzielle Unsicherheit geprägt war, ging der Anstieg des Jahreswachstums von M3 mit einem kontinuierlichen Rückgang des Jahreswachstums der Kredite an den privaten Sektor einher (siehe Abbildung 4). Bei der seit Mitte 2004 zu beobachtenden Verstärkung der monetären Dynamik hingegen kam es zu einer beschleunigten Zunahme der Kreditvergabe an den privaten Sektor. Somit dürfte die aktuellere Entwicklung eher auf die Fundamentalfaktoren und insbesondere auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen sein als auf den Einfluss von Portfolioumschichtungen aufgrund volatiler Finanzmärkte, wie sie beispielsweise zwischen 2001 und Mitte 2003 zu beobachten waren. (Eine Analyse der seit Mitte 2004

wirkenden Antriebskräfte des M3-Wachstums ist Kasten 1 zu entnehmen.)

Nach dem Anstieg der Liquiditätspräferenz zwischen 2001 und Mitte 2003 normalisierte sich das Anlegerverhalten im Euroraum 2005 weiter, wenn auch nur sehr langsam. Das heißt, die Portfolios wurden weiterhin zulasten der Geldmenge und zugunsten längerfristiger Anlagen umgeschichtet. Dies hatte eine dämpfende Wirkung auf das M3-Wachstum, die gleichwohl weitaus schwächer ausfiel, als frühere Erfahrungswerte hätten erwarten lassen. So übte etwa der Geld haltende Sektor im Euroraum weiterhin Zurückhaltung bei Investitionen in Auslandsanlagen, während Gebietsfremde großes Interesse an Vermögenswerten des Euro-Währungsgebiets zeigten. Gegen Jahresende waren jedoch erste Anzeichen einer möglicherweise wieder verstärkten Umkehr der in der Vergangenheit vorgenommenen Portfolioumschichtungen zugunsten der Geldmenge erkennbar, die in der Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Gebietsfremde zum Ausdruck kam. In dem Maß, in dem diese Umkehr das Geldmengenwachstum dämpft, dürften die offiziell

Abbildung 6 Kurzfristige Einlagenzinsen

(in % p.a.)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Bis Dezember 2002 beziehen sich die Angaben auf die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken und ab Januar 2003 auf die Zinssätze der MFIs im Neugeschäft ohne Überziehungskredite (seit Dezember 2003 gewichtet). Weitere Einzelheiten zur MFI-Zinsstatistik finden sich in Kasten 2 des Monatsberichts vom Dezember 2003 und zur Gewichtungsmethode in Kasten 3 des Monatsberichts vom August 2004.

1) Bis Ende 2002 wurden die Zinsen auf Einlagen von Unternehmen und ab Januar 2003 die Zinsen auf Einlagen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zugrunde gelegt.

2) Bis Ende 2002 wurden die Zinsen auf Einlagen von Unternehmen und ab Januar 2003 die Zinsen auf Einlagen von privaten Haushalten zugrunde gelegt.

ausgewiesenen M3-Wachstumsraten die Grundtendenz der monetären Dynamik nach unten verzerren.

Wie bereits in den Jahren 2003 und 2004 leisteten die liquidesten, in M1 enthaltenen Komponenten im Berichtsjahr den größten Beitrag zum Jahreswachstum der Geldmenge M3 (siehe Abbildung 5), wobei sich die einzelnen Komponenten unterschiedlich entwickelten. Einerseits nahm der Bargeldumlauf im Jahresverlauf 2005 nicht mehr so stark zu. Die Wachstumsrate sank im Vorjahresvergleich von 18,5 % im Januar 2005 auf 13,7 % im Dezember 2005. Diese Entwicklung entsprach der Erwartung, dass sich die Bestände an Banknoten und Münzen im Anschluss an die im Januar 2002 erfolgte Euro-Bargeldumstellung nur langsam wieder anpassen würden. Andererseits beschleunigte sich im Berichtsjahr das Jahreswachstum der täglich fälligen Einlagen, unter anderem weil die Opportunitätskosten für die Haltung solcher Einlagen aufgrund des sehr

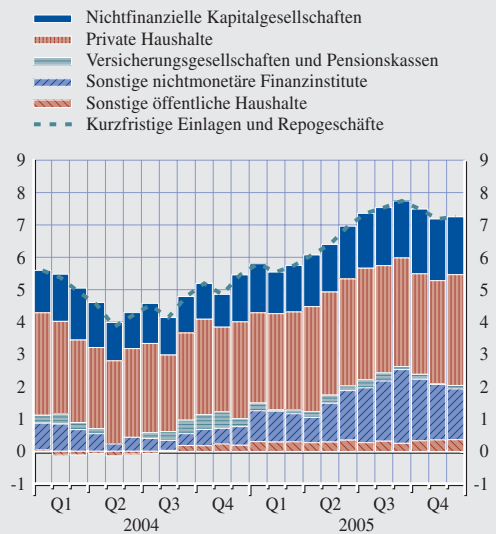
niedrigen Zinsniveaus äußerst gering waren. Der durchschnittliche Zinssatz auf täglich fällige Einlagen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften blieb gegenüber dem Stand von Ende 2003 weitgehend unverändert und belief sich Ende 2005 auf 0,81 % (siehe Abbildung 6). Gleichzeitig dürften auch Finanzinnovationen, wie die äußerst liquiden und hochverzinsten Online-Konten, die teilweise als täglich fällige Einlagen eingestuft werden, eine Rolle gespielt haben.

Die Geldmenge M1 leistete im Jahr 2005 zwar insgesamt den größten Beitrag zum M3-Wachstum, doch die Beschleunigung gegenüber dem Vorjahr war großteils auf die Entwicklung der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) zurückzuführen (siehe Abbildung 5). Ihr durchschnittlicher Beitrag zum Jahreswachstum von M3 war mit etwa 2,1 Prozentpunkten fast doppelt so hoch wie im Jahr 2004. Dies war wiederum einer anhaltenden Beschleunigung der Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Termineinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) zuzuschreiben, während die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Spareinlagen (d. h. Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) im Lauf des Berichtsjahrs allmählich sank. Insgesamt dürften die zinsniveaubedingt geringen Opportunitätskosten für die Haltung kurzfristiger Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) für die vergleichsweise rege Nachfrage nach dieser relativ niedrig verzinsten, aber dafür recht liquiden Anlageform ausschlaggebend gewesen sein.

Der durchschnittliche Beitrag der marktfähigen Finanzinstrumente zur Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich nur leicht, und zwar von 0,5 Prozentpunkten im Jahr 2004 auf 0,6 Prozentpunkte im Jahr 2005. Dahinter verbargen sich unterschiedliche Entwicklungen bei den einzelnen Komponenten. Zum einen blieb die jährliche Wachstumsrate der Geldmarktfondsanteile recht moderat. Da diese Papiere häufig von privaten Haushalten und von Unternehmen als sichere Anlageform in Zeiten wirtschaftli-

Abbildung 7 Beiträge zum Jahreswachstum der kurzfristigen Einlagen und Repogeschäfte

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Beiträge in Prozentpunkten; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Zum Meldekreis gehören die MFIs (ohne Eurosystem) und die Zentralstaaten.

cher und finanzieller Unsicherheit gehalten werden, stand ihre gemäßigte Entwicklung im Einklang mit der im Jahr 2005 fortgesetzten, wenn auch nur allmählichen Normalisierung des Anlageverhaltens der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet. Zum anderen stieg die Nachfrage nach Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren spürbar an. Grund hierfür dürfte unter anderem die Einführung neuer strukturierter Produkte sein, bei denen diese Wertpapiere mit Derivaten kombiniert werden. Diese Produkte sind zwar in gewissem Maß von der Aktienmarktentwicklung abhängig, bieten den Anlegern aber auch Schutz vor umfangreichen Kapitalverlusten. Die durchschnittliche Jahreswachstumsrate der Repogeschäfte nahm im Jahr 2005 verglichen mit dem Vorjahr ebenfalls sprunghaft zu, wobei die Entwicklung dieser Instrumente äußerst volatil sein kann.

Aus der sektoralen Aufgliederung der kurzfristigen Einlagen und Repogeschäfte (die das größte Aggregat von M3-Komponenten bilden, für das eine verlässliche Aufschlüsselung nach Sektoren vorliegt) geht hervor, dass die Beschleunigung des Geldmengenwachstums im Jahresverlauf 2005 zum Großteil dem Einlagengeschäft der nicht zu den MFIs zählenden Finanzinstitute zuzuschreiben war (siehe Abbildung 7). So waren die nichtmonetären Finanzinstitute ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (auch als „sonstige Finanzinstitute – SFIs“ bezeichnet) hauptverantwortlich für die 2005 fast durchgängig zu beobachtende Aufwärtsentwicklung von M3, obwohl auf sie nur ein kleiner Teil der gesamten Geldhaltung entfällt. Die in den letzten Jahren gestiegene Bedeutung der SFIs als Geldhaltender Sektor dürfte weitgehend auf die Deregulierung und Liberalisierung im Finanzsektor sowie auf die damit einhergehende Vertiefung und stärkere Liquidisierung der Wertpapiermärkte zurückzuführen sein.

Im Jahr 2005 stieg der Beitrag der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehaltenen Einlagen zum Wachstum der kurzfristigen Einlagen und Repogeschäfte im Vorjahresvergleich geringfügig an. Da sich bei nichtfinanziellen Unternehmen diese Bestände meist auf die liquiden Einlageformen beschränken, ist davon auszugehen, dass sie normalerweise für Transaktionszwecke im Rahmen der kurzfristigen Finanzierung und zur Deckung des Bedarfs an Betriebskapital eingesetzt werden. Ferner könnten in der stärkeren Zunahme der Unternehmenseinlagen auch Vorsichtsmotive zum Ausdruck kommen, wenn die nichtfinanziellen Unternehmen liquide Einlagen halten, um Opportunitätskosten für nicht wahrgenommene Investitionsmöglichkeiten und/oder Außenfinanzierungskosten im Fall eines unerwarteten Bargeldbedarfs zu umgehen.

Des Weiteren zeigt die sektorale Aufgliederung, dass die privaten Haushalte 2005 nach wie vor am stärksten zur dynamischen Entwicklung der kurzfristigen Einlagen und Repogeschäfte beitrugen.

Kasten I

UNTERSCHIEDLICHE TRENDS IN DEN LETZTEN ZWEI PHASEN STARKEN GELDMENGENWACHSTUMS

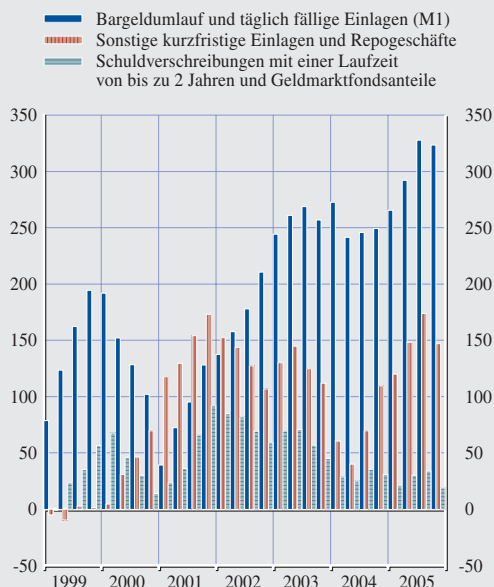
Die Geldmengenentwicklung war in den vergangenen Jahren von zwei Phasen markanten M3-Wachstums geprägt: Die erste Phase begann mit der Verdoppelung der M3-Jahreswachstumsrate im Lauf des Jahres 2001 von rund 4 % auf etwa 8 % und endete mit einem weiteren Anstieg auf annähernd 9 % in der ersten Jahreshälfte 2003. Die zweite Phase starken M3-Wachstums begann Mitte 2004; seit damals kletterten die Jahreswachstumsraten von ca. 5 % auf einen Höchstwert von 8 % im dritten Quartal 2005. In diesem Kasten wird anhand der Komponenten und Gegenposten von M3 sowie der sektoralen Aufgliederung der Einlagen dargelegt, inwiefern sich diese beiden Phasen des beschleunigten Geldmengenwachstums voneinander unterscheiden.

Das zwischen 2001 und der ersten Jahreshälfte 2003 verzeichnete stärkere M3-Wachstum war in erster Linie auf eine erhöhte geopolitische, wirtschaftliche und vor allem finanzielle Unsicherheit zurückzuführen.¹ Diese stand wiederum in Zusammenhang mit einer Reihe beträchtlicher Schocks für die Weltwirtschaft, wie etwa dem Einbruch der Aktienkurse, den Terroranschlägen vom 11. September 2001 in den Vereinigten Staaten, einer Serie von Bilanzskandalen in Amerika und Europa im Gefolge der Kurskorrektur an den Aktienmärkten sowie dem Krieg in Afghanistan ab Herbst 2001 und im Irak ab dem Frühjahr 2003. Angesichts dieser Schocks investierte der geldhaltende Sektor (hauptsächlich private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) sein Vermögen wieder verstärkt in sichere und liquide anstatt in risikoreiche und längerfristige Anlageformen, was ein Anziehen des Geldmengenwachstum zur Folge hatte. Im Gegensatz dazu dürfte das seit Mitte 2004 zu beobachtende starke Geldmengenwachstum auf das niedrige Zinsniveau sowie die dementsprechend geringen Opportunitätskosten der Geldhaltung zurückzuführen und damit von eher grundsätzlicher Natur sein.

Bei näherer Betrachtung der M3-Komponenten zeigt sich, dass es dank der Portfolioumschichtungen von risikoreichen Anlageformen hin zur Geldhaltung zwischen 2001 und Mitte 2003 zu einer Steigerung der Zuflüsse bei Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Geldmarktfondsanteilen kam; private Haushalte und Unternehmen nutzen diese Vermögenswerte, um in Zeiten erhöhter Unsicherheit Liquidität zu parken. Folglich hatte die Entwicklung dieser beiden Komponenten einen maßgeblichen Einfluss auf das Geldmengen-

Abbildung A M3-Komponenten

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



Quelle: EZB.

¹ Siehe EZB, Geldnachfrage und Unsicherheit, Monatsbericht Oktober 2005.

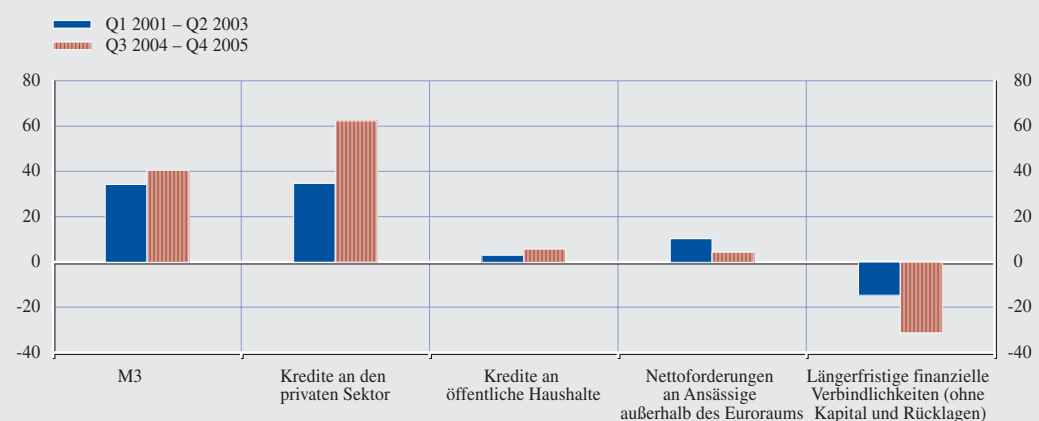
wachstum insgesamt, während der Beitrag der liquidesten Komponenten eine untergeordnete Rolle spielte. Im Gegensatz dazu ist das seit Mitte 2004 hohe M3-Wachstum auf die im eng gefassten Geldmengenaggregat M1 enthaltenen liquidesten Komponenten zurückzuführen. Gleichzeitig sind die jährlichen Zuflüsse bei Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Geldmarktfondsanteilen eher gering (siehe Abbildung A).

Bei den Gegenposten zu M3 sind die Unterschiede in den beiden Phasen starken Geldmengenwachstums aus der Entwicklung der Kreditvergabe an den privaten Sektor ersichtlich (siehe Abbildung 4 im Hauptteil). Zwischen 2001 und Mitte 2003 ging parallel zum Anziehen des M3-Wachstums die Jahresrate der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor stetig zurück. In der anhaltenden Phase erhöhter wirtschaftlicher und finanzieller Unsicherheit verzeichneten also die Wachstumsraten der Geldmenge M3 und der privaten Kreditaufnahme gegenläufige Entwicklungen. Im Gegensatz dazu geht die seit Mitte 2004 zu beobachtende Beschleunigung des Geldmengenwachstums mit einer vermehrten Kreditvergabe an den privaten Sektor einher. Diese Entwicklung spiegelt die geringen Opportunitätskosten der Geldhaltung und die aufgrund des niedrigen Zinsniveaus günstigen Finanzierungsbedingungen wider.

Abbildung B zeigt, dass die hohen Kapitalzuflüsse in das Eurogebiet (erkennbar an den Veränderungen bei den Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets) einen bedeutenden Beitrag zur Beschleunigung der monetären Dynamik zwischen 2001 und Mitte 2003 leisteten. Vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit an den Finanzmärkten und der gestiegenen geopolitischen Unsicherheit waren Ansässige des Euroraums bestrebt, für ihre Anlagen „sichere Häfen“ anzusteuern, die Schutz vor den auf die Weltwirtschaft einwirkenden Schocks bieten, und transferierten Gelder, die sie zuvor in ausländische Aktien investiert hatten, zurück in den Euroraum. Obwohl die Entwicklung der Nettoforderungen an Gebietsfremde nach wie vor positiv ist, spielt sie seit Mitte 2004 bei der Beschleunigung des Geldmengenwachstums eine viel geringere Rolle. Auch wenn daraus folgt, dass der Geldhaltende Sektor im Eurogebiet beim Erwerb ausländischer Vermögenswerte weiterhin zurückhaltend agiert (zumindest in Relation zur Nachfrage Gebietsfremder nach Vermögenswerten des

Abbildung B Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten

(Veränderung gegen Vormonat; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; in Mrd €; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

Anmerkung: M3 wird lediglich zu Vergleichszwecken angeführt. Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) werden mit umgekehrtem Vorzeichen ausgewiesen, da es sich hierbei um Verbindlichkeiten des MFI-Sektors handelt.

Euroraums), sind die Auswirkungen dieses Verhaltens auf das M3-Wachstum bescheidener als jene des Kreditwachstums.

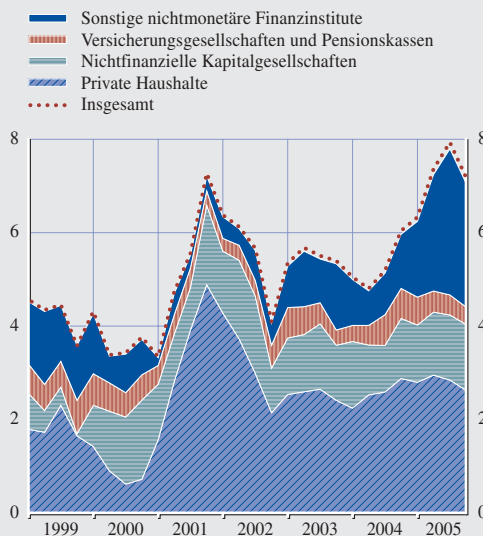
Betrachtet man die gesamte Entwicklung der Gegenposten zu M3, so war die erste Phase dynamischen Geldmengenwachstums durch eine Portfolioumschichtung von risikoreicheren langfristigen Vermögenswerten zu kurzfristigeren Anlageformen gekennzeichnet; die begrenzten Zuflüsse bei den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors bestätigen dieses Bild. In der zweiten Phase kräftigen Geldmengenwachstums waren hingegen vor dem Hintergrund einer Ausweitung der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors beträchtliche Zuflüsse bei den längerfristigen Verbindlichkeiten dieses Sektors zu verzeichnen.

Die Aufschlüsselung der Einlagen aller Laufzeitenkategorien nach Sektoren (für dieses Aggregat, das längerfristige Einlagen außerhalb von M3 einbezieht, ist eine sektorale Aufgliederung seit 1999 verfügbar) zeigt, dass die steigende Nachfrage nach Einlagen (einschließlich Pensionsgeschäften) in der ersten Phase überwiegend auf die privaten Haushalte zurückzuführen war (siehe Abbildung C). Diese zeigten sich infolge des Platzens der Aktienmarktblase und der aufkommenden geopolitischen Unsicherheit vermehrt risikoscheu und gaben liquiden Anlageformen den Vorzug. In der zweiten Phase ist das stärkere Wachstum der Einlagen sämtlicher Laufzeitenkategorien von einem wachsenden Beitrag vonseiten der „sonstigen nichtmonetären Finanzinstitute“ gekennzeichnet, während die Einlagen der privaten Haushalte eine untergeordnete Rolle spielen. Die Daten für kurzfristige Einlagen und Pensionsgeschäfte – also jene M3-Komponenten, für die erst seit 2003 eine sektorale Aufschlüsselung verfügbar ist – zeigen, dass die privaten Haushalte in dieser Phase zu den in M3 enthaltenen Einlagen einen höheren Beitrag leisteten als zu den gesamten Einlagen.

Die Analyse der sektoralen Zusammensetzung der Einlagen sowie der Komponenten und Gegenposten von M3 bestätigt also, dass sich die beiden Phasen starken M3-Wachstums in der jüngeren Vergangenheit, nämlich von 2001 bis zur ersten Jahreshälfte 2003 und seit dem Jahr 2004, grundsätzlich voneinander unterscheiden. Insbesondere das starke Wachstum der liquidesten Komponenten und die lebhaftere Kreditnachfrage lassen den Schluss zu, dass in der zweiten Periode die Beschleunigung des M3-Wachstums vorrangig auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen ist. Die erste Phase der dynamischen Geldmengenentwicklung in einem Umfeld außergewöhnlicher finanzieller und geopolitischer Unsicherheit und die daraus resultierende verstärkte Liquiditätspräferenz spiegelt offenbar lediglich das geänderte Verhalten der Anleger wider und ist daher aus Sicht der Preisstabilität als relativ unbedenklich zu bewerten. Demgegenüber birgt das durch andere Faktoren charakterisierte starke Geldmengenwachstum seit Mitte 2004 mittel- bis langfristig ein erhöhtes Inflationsrisiko.

Abbildung C Sektorale Aufschlüsselung der Einlagen des privaten Sektors

(Veränderung gegen Vorjahr in %, Beiträge in Prozentpunkten; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Zum Meldekreis gehören die MFIs (ohne Eurosystem).

MFI-KREDITVERGABE AN PRIVATEN SEKTOR WEITER GESTIEGEN

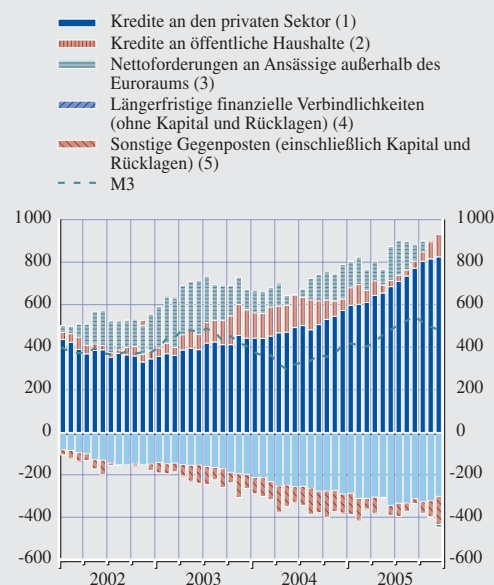
Eine Analyse der Gegenposten zu M3 zeigt, dass das Geldmengenwachstum durch die anhaltende Zunahme der MFI-Kreditgewährung an den privaten Sektor angekurbelt wurde (siehe Abbildung 8). Die kräftig gestiegene Jahreswachstumsrate dieser Kredite ist vor dem Hintergrund niedriger Zinsen, verbesserter Kreditangebotsbedingungen (wie aus der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum ablesbar) und der stark gestiegenen Preise für Vermögenswerte insbesondere am Markt für Wohnimmobilien zu sehen. Ende 2005 betrug das Jahreswachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor 9,1 %, verglichen mit 7,1 % im Dezember 2004. Diese im Berichtsjahr zu beobachtende Dynamik erfasste alle wichtigen Geld haltenden Sektoren. Zwar nahmen die Kredite an private Haushalte (vor allem Wohnungsbaukredite) am stärksten zu, doch war ein Großteil des kontinuierlich anziehenden Wachstums der Kredite an den privaten Sektor auch auf die Entwicklung der Ausleihungen an nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften und sonstige Finanzinstitute zurückzuführen.

Von den übrigen Gegenposten zu M3 entwickelten sich die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) nach der deutlichen Zunahme im Jahr 2004 auch im Berichtsjahr weiterhin robust. Dies lässt darauf schließen, dass der Geld haltende Sektor im Euroraum nach wie vor eine Präferenz für länger laufende, auf Euro lautende Anlagen hat. Da sich das Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs 2005 im Vergleich zum Vorjahr jedoch nicht beschleunigte, lässt diese Entwicklung zudem vermuten, dass sich die Normalisierung des Anlageverhaltens der Ansässigen im Euroraum, das heißt die Umschichtung von liquiden monetären Anlageformen in länger laufende Instrumente, etwas verlangsamt hat.

Bei den Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets waren im Jahr 2005 überwiegend weiterhin positive Wachstumsraten zu verzeichnen, die einen

Abbildung 8 Gegenposten zu M3

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



Quelle: EZB.

Anmerkung: M3 wird lediglich zu Vergleichszwecken angeführt (M3 = 1+2+3-4+5).

Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) werden mit umgekehrtem Vorzeichen ausgewiesen, da es sich hierbei um Verbindlichkeiten des MFI-Sektors handelt.

Aufwärtsdruck auf M3 ausübten (siehe Abbildung 8). Der Zahlungsbilanz zufolge ist dies der Tatsache zuzuschreiben, dass Gebietsfremde eher bereit waren, in Dividendenwerte und Schuldverschreibungen des Euroraums zu investieren, als Gebietsansässige in Auslandsanlagen. Im ersten Halbjahr dürfte dieses Investitionsverhalten mit der Entwicklung des Euro-Wechselkurses in Verbindung gestanden haben.¹

Dagegen kam es in der zweiten Jahreshälfte im Vormonatsvergleich mehrfach hintereinander zu Nettokapitalabflüssen aus dem Euro-Währungsgebiet, für die wohl die weitere Vergröße-

¹ Ausführlichere Informationen über den Zusammenhang zwischen dem Wechselkurs und den Nettoforderungen der MFIs an Gebietsfremde finden sich in EZB, Jüngste Entwicklungen bei den Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets, Kasten 2, Monatsbericht Juli 2005.

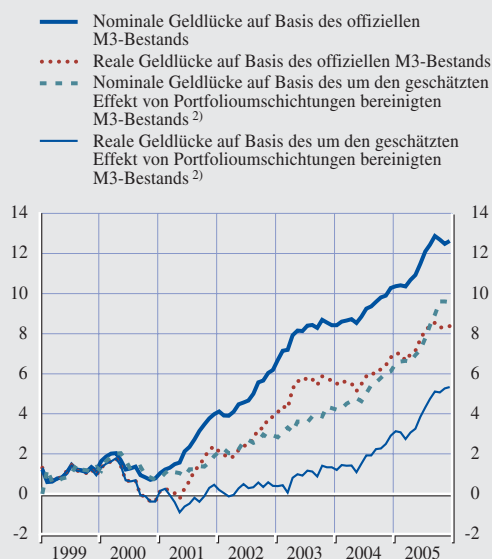
rung der Zinsspanne zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve ursächlich war. Eine mögliche Erklärung dafür ist, dass frühere Portfolioumschichtungen zugunsten monetärer Anlageformen teilweise rückgängig gemacht und die freigesetzten Mittel im Zuge der offensichtlich nachlassenden Skepsis der Investoren im Euroraum gegenüber Auslandsinvestitionen in risikoreichere ausländische Wertpapiere angelegt wurden. Infolgedessen ging die Jahresrate der Nettoforderungen der MFIs im Euro-Währungsgebiet an Gebietsfremde allmählich zurück, sodass dieser Gegenposten im November 2005 erstmals seit Dezember 2001 ein negatives Vorzeichen aufwies. Gegen Ende des Berichtsjahrs machte der von den Nettoforderungen an Gebietsfremde und den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten ausgehende dämpfende Einfluss auf das M3-Wachstum die Beschleunigung des Kreditwachstums mehr als wett.

WEITERHIN REICHLICHE LIQUIDITÄTS-AUSSTATTUNG

Die Beschleunigung des M3-Wachstums im Lauf des Jahres 2005 führte zu einer Erhöhung der bereits reichlich vorhandenen Liquidität im Euroraum. Die verfügbaren Liquiditätsschätzungen zur Berechnung des Geldvolumens, das über den zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums benötigten Betrag hinausgeht (Geldlücke), wiesen im Jahr 2005 weiter steigende Werte aus (siehe Abbildung 9). Die nominale Geldlücke ist definiert als die Differenz zwischen der tatsächlichen Geldmenge M3 und dem M3-Bestand, der sich ergeben hätte, wenn M3 seit Dezember 1998 mit einer konstanten Wachstumsrate in Höhe des Referenzwerts von $4\frac{1}{2}\%$ p. a. gewachsen wäre. Die reale Geldlücke errechnet sich anhand der nominalen Geldlücke bereinigt um die durch bisherige Preissteigerungen absorbierte Überschussliquidität (d. h. die kumulierte Abweichung der Inflationsraten von der Preisstabilitätsdefinition der EZB). Gegen Jahresende zeichnete sich bei beiden Messgrößen eine Stabilisierung, wenn auch auf anhaltend hohem Niveau, ab.

Abbildung 9 Schätzungen der Geldlücke¹⁾

(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 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 ergeben hätte (Basisperiode: jeweils Dezember 1998).

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.

Darüber hinaus veröffentlicht die EZB regelmäßig Geldlückenindikatoren auf Basis einer bereinigten M3-Zeitreihe. Zweck der Bereinigung ist, den geschätzten Effekt der Portfolioumschichtungen zugunsten monetärer Anlageformen, die aufgrund der erhöhten wirtschaftlichen und finanziellen Unsicherheit in den Jahren 2001 bis 2003 vorgenommen wurden, herauszurechnen.² Die bereinigten Messgrößen wiesen 2005 denselben Aufwärtstrend auf, blieben jedoch weit unter den jeweiligen auf den offiziellen M3-Zeitreihen beruhenden Geldlückenindikatoren.

2) Weitere Einzelheiten finden sich in EZB, Monetäre Analyse in Echtzeit, Abschnitt 4, Monatsbericht Oktober 2004.

Bei der Analyse dieser Liquiditätsindikatoren ist allerdings zu berücksichtigen, dass es sich lediglich um grobe Schätzungen der Liquiditätsausstattung handelt. Da die Basisperiode mehr oder weniger willkürlich gewählt wird, ist das Niveau der Messgrößen mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet und infolgedessen mit Vorsicht zu interpretieren. Ferner ist nicht völlig auszuschließen, dass sich in der derzeitigen Liquiditätslage teilweise eine nachhaltig veränderte Geldnachfrage der Wirtschaftsakteure niederschlägt (d. h. eine strukturbedingt erhöhte Liquiditätspräferenz, mit der ein Anstieg der angestrebten Geldhaltung einhergeht). Überdies ist die um Portfolioumschichtungen bereinigte Schätzung von M3 mit hoher Unsicherheit behaftet, die sich aus der Schätzung der Korrekturen an M3 selbst ergibt.

Diese erhebliche Unsicherheit lässt sich an der großen Spanne der Schätzergebnisse der vier erwähnten Geldlückenindikatoren ablesen. Dennoch vermitteln die Indikatoren insgesamt den Eindruck, dass die Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet im Jahresverlauf 2005 üppig blieb. Mittel- bis längerfristig betrachtet birgt eine reichliche Liquiditätsversorgung Risiken für die Preisstabilität. Darüber hinaus muss angesichts des starken Geldmengen- und Kreditwachstums in Verbindung mit der bereits reichlichen Liquiditätsausstattung die Entwicklung der Vermögenspreise insbesondere auf dem Wohnungsmarkt genau verfolgt werden, da es in diesem Bereich zu Fehlentwicklungen kommen kann.

NACH STAGNATION GELDMARKTSÄTZE GEGEN JAHRESENDE GESTIEGEN

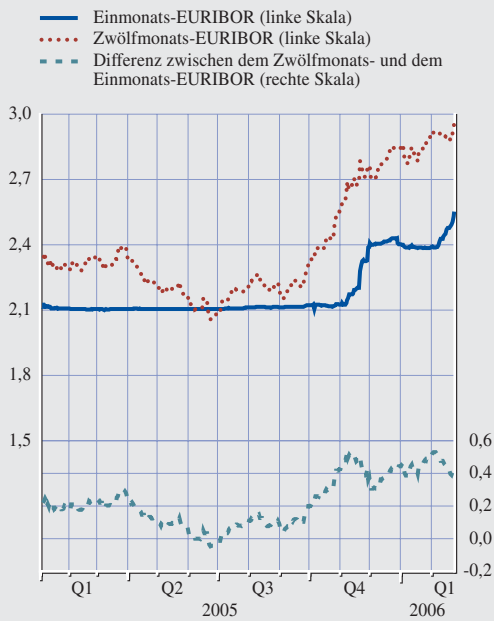
Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen im Jahr 2005 lange unverändert, hob sie dann aber am 1. Dezember 2005 um 25 Basispunkte an, wobei sie im historischen Vergleich auf niedrigem Niveau blieben. Die Geldmarktsätze am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve (wie der in Abbildung 10 angeführte Einmonats-EURIBOR) entwickelten sich in engem Gleichlauf mit den Leitzinsen. Bis November lagen sie weitgehend unverändert bei gut 2 %, bevor sie unter Vorwegnahme der Leitzinserhöhung anstiegen.

Am längeren Ende blieben die Geldmarktsätze im ersten Quartal 2005 auf einem leicht über den kürzerfristigen Zinsen liegenden Niveau mehr oder weniger stabil. Im zweiten Vierteljahr begann der Zwölfmonats-EURIBOR zu sinken und fiel bis Ende Juni auf das Niveau der kurzfristigen Geldmarktzinsen bzw. unterschritt dieses sogar kurzzeitig. Dieser Rückgang kehrte sich gegen Ende Juli 2005 um, und mit Beginn des Schlussquartals setzte eine Beschleunigung des Aufwärtstrends bei den längeren Laufzeiten ein, die Anfang 2006 noch anhielt.

Die erwähnten Entwicklungen schlugen sich auch im Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt nieder. Gegen Ende Mai 2005 gerieten insbesondere die längerfristigen Geldmarktsätze aufgrund von Erwartungen einer Leitzinssenkung unter Abwärtsdruck. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, gemessen als Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR, kehrte sich im Juni ins Negative und erreichte am 23. Juni 2005 einen Tiefstand von -5 Basispunkten. Die Markterwartungen einer weiteren Senkung der EZB-Leitzinsen schwanden mit der Verbesserung der Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euroraum jedoch rasch, sodass sich die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt wieder erhöhte. Mitte November reagierten die kurzfristigen Zinsen auf die gestiegenen Erwartungen einer Leitzinsanhebung, und die Zinsstrukturkurve flachte sich leicht ab. Nach dem Jahreswechsel stabilisierten sich die kürzerfristigen Geldmarktzinsen überwiegend, während sich die Zinsen für längere Laufzeiten weiter erhöhten. Folglich nahm die Steigung der Zinsstrukturkurve im Januar 2006 wieder zu und erreichte ähnliche Werte wie Mitte November. Im Februar kehrte sich dieser Trend jedoch abermals um, weil sich bei mehr oder weniger unveränderten längerfristigen Zinssätzen die kürzerfristigen Zinsen erhöhten. Am 24. Februar lag der Einmonats-EURIBOR bei 2,55 % und der Zwölfmonats-EURIBOR bei 2,96 %. Daher verringerte sich die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Februar um 10 Basispunkte.

Abbildung 10 Geldmarktsätze im Euroraum und Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt

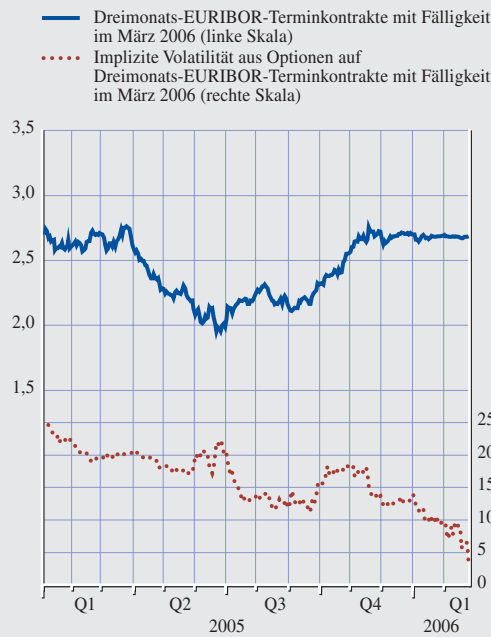
(in % p.a.; in Prozentpunkten; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Abbildung 11 Zinssätze für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte und implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte

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



Quellen: Reuters und Bloomberg.

Die aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte abgeleitete implizite Volatilität ging von Januar bis Mai 2005 merklich zurück, was darauf hindeutete, dass es unter den Marktteilnehmern kaum Unsicherheit über die künftige Entwicklung der Kurzfristzinsen gab. Ausgehend von diesem niedrigen Niveau erhöhte sich in der Folge die Volatilität jedoch zweimal, und zwar im Juni 2005 und – stärker noch – im Schlussquartal 2005. In beiden Fällen hing der Anstieg damit zusammen, dass am Markt Erwartungen hinsichtlich eines Zinsschritts der EZB aufkamen. Gegen Jahresende und insbesondere nach dem Zinserhöhungsbeschluss des EZB-Rats vom 1. Dezember war die Volatilität zunächst rückläufig und stabilisierte sich anschließend. Anfang 2006 nahm sie erneut ab und fiel auf ein vergleichenes mit dem Stand von 2005 äußerst niedriges Niveau (siehe Abbildung 11).

LANGFRISTIGE ANLEIHERENDITEN 2005 AUF HISTORISCHEM TIEFSTAND

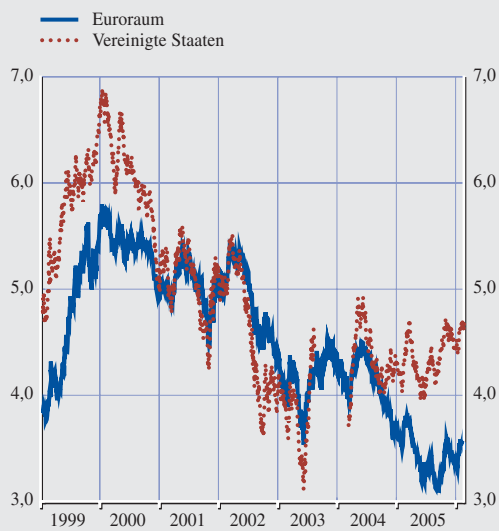
Im Jahr 2005 fielen die langfristigen Anleiherenditen im Euroraum auf den tiefsten Stand der letzten hundert Jahre.³ Nach dem historischen Tief von 3,1 % im September 2005 erhöhten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Eurogebiet bis zum Jahresende zwar auf 3,4 %, lagen damit aber noch immer rund 35 Basispunkte unter dem Stand vor Jahresfrist (siehe Abbildung 12).

Insgesamt kommt in den niedrigen langfristigen Anleiherenditen im Euroraum im Berichtsjahr die Markteinschätzung zum Ausdruck, dass der Preisauftrieb auf lange Sicht gedämpft und die realen Renditen niedrig bleiben werden (siehe Abbildung 13). Die langfristigen Inflationserwartungen, die sich an den Breakeven-In-

³ Siehe EZB, Lang- und kurzfristige Nominalzinsen in den größten Ländern des Euro-Währungsgebiets aus historischer Sicht, Kasten 4, Monatsbericht August 2005.

Abbildung 12 Renditen langfristiger Staatsanleihen¹⁾

(in % p.a.; Tageswerte)

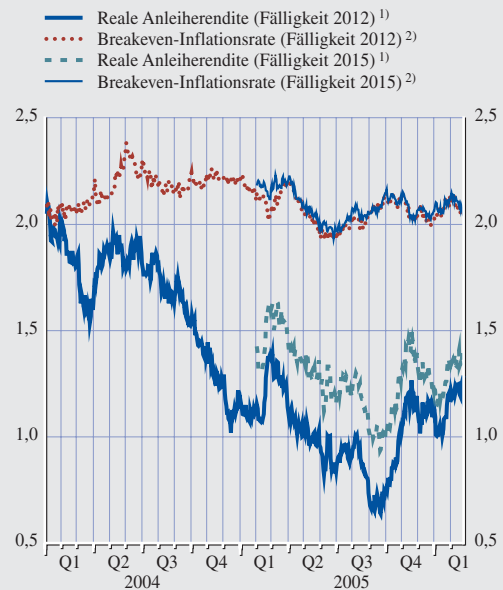


Quellen: Reuters, Bloomberg und Thomson Financial Datastream.

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

Abbildung 13 Reale Anleiherenditen und Breakeven-Inflationsraten im Euroraum

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

1) Die realen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen französischer, an den HVPI des Euroraums (ohne Tabakwaren) gebundener Staatsanleihen abgeleitet.

2) Das Verfahren für die Berechnung der Breakeven-Inflationsrate ist in Kasten 2 des Monatsberichts vom Februar 2002 dargestellt.

flationsraten ablesen lassen, bewegten sich im Jahresverlauf 2005 in einem recht engen Rahmen und blieben fest auf einem relativ niedrigen Niveau verankert. Auf die realen Langfristrenditen dürften sich nicht nur die vor allem im Zusammenhang mit dem Ölpreishoch vorgenommenen Abwärtskorrekturen des auf lange Sicht erwarteten Wachstums (siehe Kasten 2), sondern auch die rege Nachfrage nach Staatsanleihen ausgewirkt haben.

Gegen Ende des ersten Quartals 2005 erreichten die langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet mit 3,8 % ihren Jahreshöchststand. Darin schlug sich insbesondere der Renditeanstieg bei den lang laufenden US-Staatsanleihen nieder, der mit einem erhöhten Preisdruck und allgemein günstigen Konjunkturdaten für die Vereinigten Staaten einherging.

Ende des ersten Vierteljahrs setzte erneut ein Abwärtstrend bei den langfristigen Anleiherenditen im Euroraum ein, der bis zum Ende des dritten Quartals anhielt, als die Renditen auf einen historischen Tiefstand von 3,1 % fielen. Ausschlaggebend für diesen Rückgang waren die bis Ende September rückläufigen realen Renditen, während die Inflationsorgen trotz der gestiegenen Ölpreise gering blieben (siehe Abbildung 13). Die Verringerung der realen Renditen war offenbar nur teilweise den gesamtwirtschaftlichen Fundamentaldaten, das heißt den langfristigen Wachstumsperspektiven, zuzuschreiben. Stärker dürften hier andere Faktoren zu Buche geschlagen haben, die in erster Linie mit der ungewöhnlich hohen Nachfrage nach lang laufenden Anleihen zusammenhängen.⁴ Im Euro-Währungsgebiet stockten ins-

4 Siehe EZB, Jüngste Entwicklung der langfristigen Realzinsen, Kasten 2, Monatsbericht April 2005.

besondere die Pensionsfonds ihre Bestände an langfristigen Anleihen auf, teilweise aufgrund aufsichtsrechtlicher Änderungen bzw. aufgrund von Bestrebungen, ihre Forderungen besser auf ihre (langfristigen) Verbindlichkeiten abzustimmen. Im längerfristigen Zusammenhang betrachtet könnte das niedrige Renditeniveau auch von einer weiteren strukturellen Entwicklung, nämlich der zunehmenden Ersparnisbildung der geburtenstarken Jahrgänge bzw. der im Zuge der Bevölkerungsalterung allgemein steigenden Bedeutung des Vorsorgesparens, beeinflusst worden sein. Zusätzlich verstärkt wurde der Rückgang der langfristigen Anleiherenditen wahrscheinlich durch spekulatives Verhalten, zum Beispiel durch Carry Trades, bei denen kurzfristige Kredite zu niedrigen Zinsen aufgenommen und die frei werdenden Mittel in länger laufende Instrumente angelegt werden.

Der Tiefstand der Renditen langfristiger Staatsanleihen war auf allen wichtigen Märkten zu beobachten. Dies könnte darauf hinweisen, dass die Anleiherenditen im Eurogebiet nicht nur wegen inländischer Faktoren, sondern zum Großteil auch aufgrund der weltweit gestiegenen Nachfrage nach Euroraum-Anleihen rückläufig waren. Dabei dürften der stärkere Anleiherwerb seitens der Erdöl exportierenden Länder und die ungebrochen hohe Nachfrage asiatischer und anderer Zentralbanken sowie die zunehmende Diversifikation der Währungsreserven eine Rolle gespielt haben. Ferner ist ein Zusammenhang mit der reichlichen Liquiditätsausstattung im globalen Finanzsystem nach einer langen Phase der geldpolitischen Akkommodierung nicht auszuschließen.

Ende des dritten Quartals 2005 kam der Abwärtstrend der nominalen und realen Anleiherenditen im Euroraum zum Stillstand. Der anschließende Renditeanstieg bei den langfristigen nominalen und indexierten Anleihen im Schlussquartal 2005 lässt darauf schließen, dass die Märkte auf kurze Sicht mit einem etwas kräftigeren Wirtschaftswachstum im Euroraum rechnen. Er spiegelt auch die nach oben korrigierten Erwartungen der Marktteilnehmer

in Bezug auf die kurz- bis mittelfristige Entwicklung der Zinsen für kurze Laufzeiten wider. Dies geht aus der allmählichen Aufwärtverschiebung der impliziten Terminzinsstrukturkurve für die betreffenden Laufzeitsegmente im Schlussquartal 2005 hervor.

Infolge dieser Entwicklungen betrug die nominale Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum Ende des Berichtsjahres 3,4 % und lag damit rund 35 Basispunkte unter dem entsprechenden Vorjahrsstand. In den Vereinigten Staaten zog die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im selben Zeitraum dagegen um etwa 20 Basispunkte an. Aus diesem Grund weitete sich der Abstand zwischen den Zehnjahresrenditen in den USA und im Euro-Währungsgebiet im Jahresverlauf 2005 spürbar aus. Nachdem er Ende 2004 bei 55 Basispunkten gelegen hatte, erreichte er zu Beginn des vierten Quartals 2005 einen Höchststand von 120 Basispunkten. In dieser divergierenden Entwicklung kommen die unterschiedlichen Markteinschätzungen hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Aussichten und der künftigen Kurzfristzinsen in den beiden Volkswirtschaften zum Ausdruck. Auch die realen Renditen längerfristiger Anleihen waren im Euroraum im Jahr 2005 rückläufig, während sie in den Vereinigten Staaten deutlich anzogen.

Aus Abbildung 13 ist ersichtlich, dass sich die langfristigen Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet trotz der Ölpreishausse im Berichtsjahr innerhalb eines engen Korridors (zwischen 1,9 % und 2,2 %) bewegten. Die aus Anleihen mit Fälligkeit im Jahr 2012 abgeleitete Breakeven-Inflationsrate lag am Jahresende 2005 bei 2,0 % und damit 20 Basispunkte unter dem Vorjahrsstand.

Die implizite Volatilität am Anleihemarkt – ein Indikator für die Bandbreiten, innerhalb der sich die Anleiherenditen den Markterwartungen zufolge in naher Zukunft bewegen dürften – blieb 2005 auf dem bereits im zweiten Halbjahr 2004 verzeichneten niedrigen Niveau. Dies ist ein Hinweis darauf, dass die Marktteilnehmer im Berichtsjahr auf kurze Sicht mit recht

geringen Renditeschwankungen am Anleihe-
markt des Euroraums rechneten.

In den ersten beiden Monaten des Jahres 2006
kam es zu einer weltweiten Erhöhung der Ren-
diten langfristiger Staatsanleihen. Am 24. Feb-
ruar lagen die Zehnjahresrenditen von Staats-

anleihen des Euroraums 20 Basispunkte über
dem Stand von Ende 2005. Dieser Anstieg
schlug sich in einer Erhöhung der Renditen län-
ger laufender indexierter Anleihen nieder, wäh-
rend die aus Breakeven-Inflationsraten abgelei-
teten längerfristigen Inflationserwartungen im
Großen und Ganzen unverändert blieben.

Kasten 2

ÖLPREISSTEIGERUNGEN UND IHRE AUSWIRKUNGEN AUF ANLEIHERENDITEN UND AKTIENKURSE: EIN HISTORISCHER VERGLEICH ZWISCHEN DEM EURORAUM UND DEN VEREINIGTEN STAATEN

In diesem Kasten wird anhand der Renditeentwicklung langfristiger Anleihen und der Aktienkursentwicklung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten der Einfluss höherer Ölpreise auf die Wachstums- und Inflationserwartungen des Marktes beleuchtet. Stellt man die Reaktionen des Finanzmarkts auf den jüngsten Ölpreisanstieg jenen während vergangener Phasen hoher Ölpreise gegenüber, so zeigt sich, dass die Anleiherenditen und Aktienkurse im Jahr 2005 sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten eher verhalten reagierten, was in der Vergangenheit nie der Fall war.

Die Fisher-Hypothese bietet eine Erklärung dafür, warum und inwiefern sich Ölpreisänderungen auf Anleiherenditen auswirken. Demnach können langfristige Nominalzinssätze in einen erwarteten realen Zinssatz und eine Inflationsausgleichsprämie (zur Kompensation der Investoren für die bis zur Anleihefälligkeit zu erwartende Teuerung) zerlegt werden. Der reale Zinssatz kann wiederum unter anderem zu den von den Anlegern bis zur Anleihefälligkeit erwarteten durchschnittlichen Wachstumsaussichten in Beziehung gesetzt werden. Höhere Ölpreise dämpfen in der Regel die kurz- bis mittelfristigen Wachstumsaussichten von Volkswirtschaften, die kein Erdöl produzieren, und erhöhen gleichzeitig den Inflationsdruck und somit auch die Inflationserwartungen. Die Reaktion der nominalen Anleiherenditen auf höhere Ölpreise über den Erwartungskanal ist insgesamt in der Theorie also nicht eindeutig, da sie von der relativen Stärke der Ölpreisauswirkungen auf Wachstums- bzw. Inflationserwartungen abhängt.

In der Vergangenheit kam es bei Ölpreisspitzen eher zu einer Erhöhung der nominalen Anleiherenditen, da der rasche Anstieg der Inflation bzw. der Inflationserwartungen den Abwärtsdruck auf die Realzinsen, der mit dem parallel zu beobachtenden Wirtschaftsabschwung einherging, deutlich ausglich. In den ersten drei Reihen von Tabelle A sind die Veränderungen der Anleiherenditen in den zwölf Monaten vor den beiden Ölpreisspitzen während der Ölkrise in den Siebzigerjahren (Januar 1974 und November 1979) und vor dem durch den Golfkrieg 1990 ausgelösten Ölpreishöchststand (Oktober) dargestellt.¹ Die Renditen auf zehnjährige Staatsanleihen verzeichneten damals sowohl dies- als auch jenseits des Atlantiks einen Höhenflug: sie stiegen um 90 bis 180 Basispunkte (Deutschland) bzw. um 50 bis 150 Basispunkte (Vereinigte Staaten). In diesen Phasen kam es in beiden Volkswirtschaften zu einem deutlichen Anziehen der tatsächlichen Inflation und infolgedessen zu erhöhten Inflationserwartungen seitens der Anleger. Aller Wahrscheinlichkeit nach übte damals auch die Rezession einen Abwärtsdruck

¹ In diesen drei Phasen hoher Ölpreise stehen die Renditen auf zehnjährige deutsche Bundesanleihen stellvertretend für Anleiherenditen im Euroraum.

Tabelle A Veränderung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Zwölfmonatszeitraum vor den Ölpreishöchstständen

(in Basispunkten)

	Euroraum	Vereinigte Staaten
Jan. 1973 – Jan. 1974	91	46
Nov. 1978 – Nov. 1979	117	152
Okt. 1989 – Okt. 1990	176	73
Sept. 2004 – Sept. 2005	-89	20
<i>Davon:</i>		
Langfristige Realzinsen	-79	-4
Langfristige Breakeven-Inflationsraten	-10	24

Quellen: BIZ, Reuters und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zu den ersten drei Zeiträumen im Euroraum beruhen auf Daten für deutsche Anleihen.

auf den realen Zinssatz aus. Der nachfolgende markante Anstieg der nominalen Anleiherenditen legt also den Schluss nahe, dass die höheren Inflationserwartungen die Erwartungen real rückläufiger langfristiger Zinssätze mehr als ausglich.

Völlig anders reagierten die langfristigen Zinssätze – vor allem im Euroraum – allerdings während des jüngsten Ölpreishöheflugs (siehe vierte Zeile in Tabelle A). In den zwölf Monaten vor der Ölpreisspitze im September 2005 gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum um rund 90 Basispunkte zurück, während sie in den Vereinigten Staaten um 20 Basispunkte anstiegen. Dies dürfte vor allem darauf zurückzuführen sein, dass dieses Mal im Unterschied zu vergangenen Ölpreisschocks die tatsächliche und die erwartete Inflation relativ stabil blieben. So veränderten sich auch die zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten (die allerdings kein vollkommenes Maß für Inflationserwartungen darstellen) in diesem Zeitraum nur geringfügig, wie aus Tabelle A hervorgeht.² Darüber hinaus dürften die höheren Ölpreise die Marktteilnehmer zu einer Abwärtskorrektur ihrer Wachstumserwartungen veranlasst und die langfristigen realen Zinssätze entsprechend gedrückt haben. Vor dem Ölpreishöchststand im September 2005 sank die Rendite zehnjähriger indexierter Anleihen im Euroraum um ca. 80 Basispunkte, während in den Vereinigten Staaten nur ein minimaler Rückgang zu verzeichnen war (siehe Tabelle A). Das Fallen der nominalen Renditen langfristiger Anleihen im Euroraum in diesem Zeitraum spiegelte daher vor allem niedrigere reale Anleiherenditen wider, wobei die Inflationserwartungen weitgehend unverändert blieben. Ferner könnten die Zentralbanken dank der höheren Glaubwürdigkeit und Berechenbarkeit ihres Handelns zu einer Verringerung der Unsicherheit und damit zur verhaltenen Entwicklung der Anleiherenditen im Jahr 2005 beigetragen haben. Zieht man zur Erklärung der Beziehung zwischen der jüngsten Entwicklung der Renditen langfristiger Anleihen und der Ölpreise lediglich die Auswirkungen des Ölpreises auf die Inflations- und Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer heran, werden eine Reihe anderer Faktoren außer Acht gelassen, die möglicherweise beide Variablen direkt beeinflusst hätten.³

Die Entwicklung des Ölpreises kann sich auch auf die Aktienkurse auswirken. Der Preis einer Aktie errechnet sich theoretisch aus der Summe der erwarteten künftigen Dividenden, abgezinst mit einem risikofreien Zinssatz und der Risikoprämie, die Anleger für die Aktienhaltung verlangen. Unter der Annahme, dass ein bestimmter Gewinnanteil als Dividende ausgeschüttet wird, können die künftigen Dividendenzahlungen in dieser Bewertung durch die Gewinnerwartungen ersetzt werden. Ölpreisveränderungen können sich auf alle drei Komponenten auswirken. So können höhere Energiekosten das erwartete Ertragswachstum teils bremsen, teils beschleunigen (Ölexplorationsfirmen etwa werden von höheren Ölpreisen profitieren). Die realen Renditen langfristiger Staatsanleihen werden häufig als Näherungswert für den realen risiko-

² Da der Markt für indexgebundene Anleihen noch relativ jung ist, ist diese Aufschlüsselung für die drei vorangegangenen Perioden mit Ölpreisspitzen nicht möglich.

³ So gilt es beispielsweise als wahrscheinlich, dass jüngste Veränderungen der langfristigen Zinssätze auch auf mehrere Faktoren zurückzuführen sind, die die in den Anleiherenditen enthaltenen Risikoprämien bestimmen. Siehe auch EZB, Jüngste Entwicklung der langfristigen Realzinsen, Kasten 2, Monatsbericht April 2005.

freien Zinssatz verwendet; auch Ölpreisänderungen können – wie weiter oben erläutert – diese Komponente beeinflussen. In Phasen hoher Ölpreise verstärkt sich in der Regel die Unsicherheit der Anleger hinsichtlich der Ertragsaussichten der Unternehmen. Damit können in weiterer Folge Forderungen nach höheren Aktienrisikoprämien laut werden. Ungeachtet der möglicherweise gegenläufigen Wirkung einiger Komponenten drücken hohe und steigende Ölpreise die Aktienkurse im Allgemeinen, da diese zumeist unter den künftigen negativen Effekten auf die Ertragskraft der Unternehmen leiden (siehe die ersten drei Zeilen in Tabelle B).

Tabelle B Veränderung der Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten im Zwölfmonatszeitraum vor den Ölpreishöchstständen

(in %)	Euroraum	Vereinigte Staaten
Jan. 1973 – Jan. 1974	-2	-19
Nov. 1978 – Nov. 1979	2	3
Okt. 1989 – Okt. 1990	-1	-9
Sept. 2004 – Sept. 2005	30	12

Quellen: Datastream, Reuters und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für die Berechnung wurde der marktweite Aktienindex von Datastream herangezogen.

In Tabelle B werden die jährlichen Kursveränderungen an den Aktienmärkten des Euroraums und der Vereinigten Staaten für alle vier hier beschriebenen Phasen hoher Ölpreise dargestellt. Auffallend sind dabei die starken Unterschiede in der Kursentwicklung: Waren während der beiden Ölpreisschocks in den Siebzigerjahren und dem Ölpreishöhenflug in den frühen Neunzigerjahren relativ bescheidene Kursgewinne zu verzeichnen, so kam es zwischen September 2004 und September 2005 vor allem im Eurogebiet zu deutlichen Aktienkurssteigerungen. Die Marktteilnehmer dürften also in der jüngsten Vergangenheit den ölpreisbedingten Faktoren, die tendenziell die Aktienkurse drücken, weniger Bedeutung beigemessen haben.

Dies könnte u. a. darin begründet sein, dass hoch entwickelte Volkswirtschaften heute viel weniger vom Erdöl abhängig sind als noch in den Siebziger- und Achtzigerjahren. Außerdem war das Anziehen des Ölpreises zuletzt primär auf die dank der robusten weltweiten Konjunktur steigende Nachfrage zurückzuführen. Im Gegensatz zu früher erscheint auch das Risiko überzogener Lohnabschlüsse und die Gefahr, dass eine Lohn-Preis-Spirale in Gang gesetzt werden könnte, geringer. Im Hinblick auf die relative Performance spiegelt das stärkere Anziehen der Aktienkurse im Euroraum im Vergleich zu den Vereinigten Staaten in den Jahren 2004 und 2005 bis zu einem gewissen Grad den stärkeren Rückgang bei den realen Langfristzinsen im Euroraum wider (siehe Tabelle A).

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die Anleihe- und Aktienmärkte im Eurogebiet und in den Vereinigten Staaten in der jüngsten Vergangenheit gelassener auf drastische Ölpreisanstiege reagierten als noch in den Siebziger- und Achtzigerjahren sowie zu Anfang der Neunzigerjahre. Die realen Renditeeinbußen indexgebundener Anleihen im Euroraum könnten auf mögliche Bedenken bezüglich der Wachstumsaussichten der Euro-Länder vor dem Hintergrund des jüngsten Ölpreishöhenflugs hindeuten; allerdings könnten auch andere strukturelle und kurzfristige Faktoren eine Rolle gespielt haben. Im Hinblick auf die stabile Breakeven-Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet ist nicht auszuschließen, dass die beobachtete Resistenz der Finanzmarktpreise gegenüber dem jüngsten Ölpreisschock auf die gestiegene Glaubwürdigkeit der Zentralbanken bei der Gewährleistung eines von niedrigen und stabilen Inflationsraten gekennzeichneten Umfelds zurückzuführen ist.

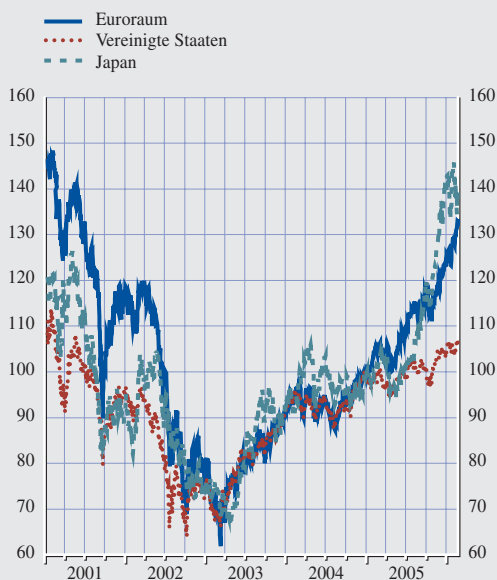
AKTIENKURSE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET 2005 WEITER GESTIEGEN

Die Aktienkurse im Eurogebiet setzten im Jahr 2005 ihren seit Anfang 2003 zu beobachtenden Aufwärtstrend fort (siehe Abbildung 14). Der Dow Jones Euro STOXX schloss das Jahr mit einem Plus von 23 % verglichen mit dem Stand vor Jahresfrist. Der Kursgewinn lag damit unter dem des Nikkei 225, aber über dem des Standard & Poor's 500, der sich 2005 seitwärts bewegt hatte. Abgesehen von relativen Zinsänderungen lässt sich das schlechtere Abschneiden des US-Aktienmarkts zum Teil auch mit der Wechselkursentwicklung erklären: Der US-Dollar wertete 2005 gegenüber dem Euro um 13 % und gegenüber dem Yen um 15 % auf.

Die freundliche Verfassung der Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2005 dürfte mehrere Gründe haben. Dazu zählen insbesondere die gesunkenen Langfristzinsen, die als Abzinsungsfaktor für die erwarteten zukünftigen Zahlungsströme herangezogen werden, sowie das anhaltende zweistellige Wachstum des tatsächlichen Gewinns pro Aktie (siehe Abbildung 15). Zudem korrigierten die Aktienanalysten ihre Gewinnprognosen allgemein nach oben. Die nach wie vor moderate Kursvolatilität, in der die geringe Unsicherheit der Marktteilnehmer über die kurzfristigen Aussichten für den Aktienmarkt zum Ausdruck kam, scheint ebenfalls zu der günstigen Kursentwicklung beigetragen zu haben.

Abbildung 14 Aktienindizes

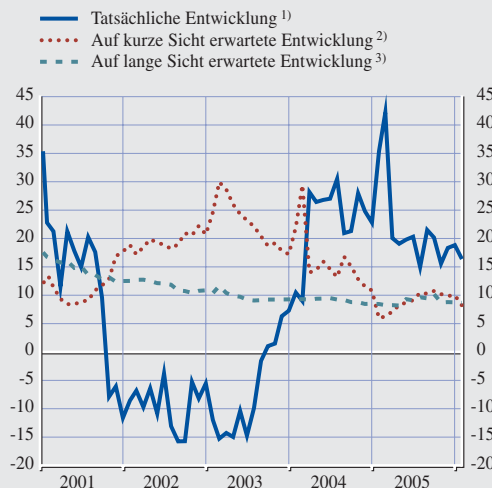
(Index: 31. Dezember 2004 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters und Thomson Financial Datastream.
 Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamindex für den Euroraum, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

Abbildung 15 Entwicklung des tatsächlichen und erwarteten Gewinns pro Aktie

(in % p.a.; Monatswerte)



Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Entwicklung des Gewinns pro Aktie bei den Unternehmen im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index.

1) Bezieht sich auf den in den letzten 12 Monaten gemessenen Gewinn pro Aktie.

2) Bezieht sich auf die Gewinnerwartungen der Analysten auf Jahresfrist.

3) Bezieht sich auf die Gewinnerwartungen der Analysten in 3 bis 5 Jahren.

Potenziell negative Faktoren, wie die infolge der Ölpreissteigerungen eingetrübten Konjunkturaussichten (siehe Kasten 2), haben die Gewinne am Aktienmarkt nur teilweise geschmälert.

Eine Branchenaufschlüsselung zeigt, dass der Kursanstieg im Euroraum im Jahr 2005 im Öl- und Gassektor (der hauptsächlich aufgrund der Ölpreisentwicklung ein kräftiges Gewinnwachstum auswies) sowie im Finanzsektor am größten war. Von den zehn im Dow Jones Euro STOXX vertretenen Branchen musste nur der Telekommunikationssektor Ende 2005 Kurseinbußen im Vergleich zum Vorjahr hinnehmen. Bei den verbrauchernahen Dienstleistungen und im Gesundheitswesen lagen die Aktienkurse 2005 allerdings unter dem Gesamtindex, was damit zusammenhängen könnte, dass die Gewinnaussichten der stärker vom privaten Verbrauch abhängigen Unternehmen 2005 vergleichsweise ungünstig waren.

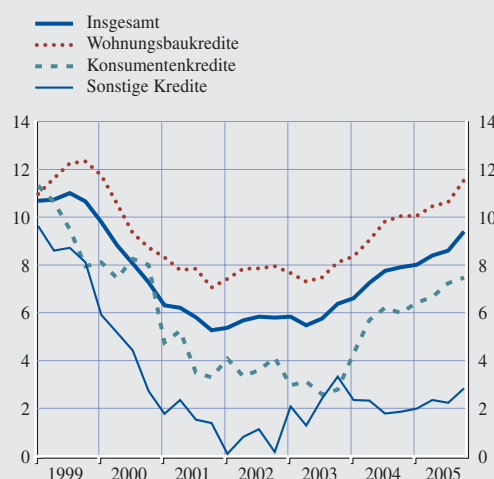
Anfang 2006 setzten die Aktien weltweit ihren Kursanstieg fort. Bis zum 24. Februar erhöhte sich der Dow Jones Euro STOXX verglichen mit dem Jahresende 2005 um 8 %. Der Standard & Poor's 500 und der Nikkei 225 stiegen im selben Zeitraum weniger stark an. Die Kurssteigerungen sind auf das insgesamt solide Wachstum der Unternehmensgewinne und das zunehmende Kaufinteresse der Anleger zurückzuführen.

REGE KREDITNACHFRAGE SEITENS DER PRIVATEN HAUSHALTE

Im Jahr 2005 setzte sich der seit Mitte 2003 zu beobachtende Aufwärtstrend bei der Kreditaufnahme der privaten Haushalte fort, der von der kräftigen Zunahme der Wohnungsbaukredite und einer stärkeren Ausweitung der Konsumentenkredite herrührte. Die Vorjahrsrate der MFI-Kreditvergabe an private Haushalte erhöhte sich im Dezember 2005 auf 9,4 % gegenüber 7,9 % Ende 2004. Hinter der Gesamtentwicklung im Euro-Währungsgebiet verbergen sich jedoch nationale Unterschiede (siehe Kasten 3).

Abbildung 16 MFI-Kredite an private Haushalte

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Die Kreditvergabe der sonstigen Finanzinstitute an Privathaushalte, die sich im Jahr 2004 wesentlich dynamischer entwickelt hatte als die Kreditgewährung der MFIs, schwächte sich 2005 merklich ab. Daher näherte sich die Jahresrate der Gesamtkreditvergabe an private Haushalte an die Jahresrate der MFI-Ausleihungen an.

Eine Aufgliederung der MFI-Kredite an private Haushalte nach Verwendungszweck deutet darauf hin, dass die Mittelaufnahme im Jahresverlauf 2005 gleichmäßiger über die verschiedenen Kreditarten verteilt war als im Vorjahr, auch wenn die rege Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten die Haupttriebfeder des Kreditwachstums blieb (siehe Abbildung 16). Die anhaltend kräftige Zunahme der Hypothekarkredite hing offenbar mit der weiteren Senkung der Hypothekenzinsen im gesamten Euroraum und mit dem Immobilienboom in vielen Ländern zusammen (siehe Abschnitt 2.3 dieses Kapitels).

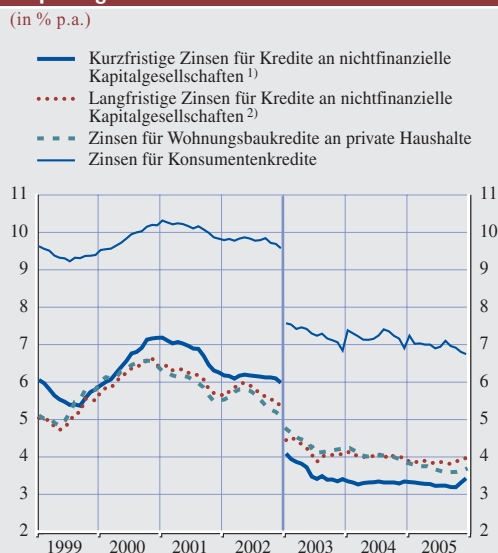
Die Hypothekenzinsen setzten ihren Abwärtstrend im Jahr 2005 fort, nachdem sie bereits in den vorangegangenen Jahren auf ein niedriges

Niveau gefallen waren (siehe Abbildung 17). So gingen zum Beispiel die MFI-Zinssätze für neu vergebene Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf und bis zu zehn Jahren im Jahresverlauf um 13 Basispunkte zurück und lagen im Dezember 2005 bei 3,7 %.

Darüber hinaus geht aus den Ergebnissen der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum hervor, dass das dynamische Wachstum der Wohnungsbaukredite zwar im Wesentlichen der regen Nachfrage der privaten Haushalte zuzuschreiben war, aber durch eine gewisse Lockerung der Richtlinien der Banken für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten im ersten und dritten Quartal 2005 zusätzlich gefördert worden sein dürfte. Beides spiegelte unter anderem die optimistischere Beurteilung der Aussichten am Immobilienmarkt seitens der Banken und der Kreditnehmer wider.

Ungeachtet der recht verhaltenen Zunahme der nominalen Konsumausgaben im Euroraum war bei der Jahreswachstumsrate der Konsumentenkredite 2005 ein Aufwärtstrend festzustellen; im Schlussquartal lag sie bei 7,5 %. Diese Beschleunigung steht im Einklang mit den niedrigen Zinsen für Konsumentenkredite im Berichtsjahr und wird durch die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Eurogebiet bestätigt, die auf gelockerte Kreditkonditionen hindeuten.

Abbildung 17 Zinssätze für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



Quelle: EZB.
 Anmerkung: Bis Dezember 2002 beziehen sich die Angaben auf die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken und ab Januar 2003 auf die Zinssätze der MFIs im Neugeschäft ohne Überziehungskredite (seit Dezember 2003 gewichtet). Weitere Einzelheiten zur MFI-Zinsstatistik finden sich in Kasten 2 des Monatsberichts vom Dezember 2003 und zur Gewichtungsmethode in Kasten 3 des Monatsberichts vom August 2004.
 1) Bis Ende 2002 wurden die Zinsen auf Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu 1 Jahr und ab Januar 2003 die Zinsen auf Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr zugrunde gelegt.
 2) Bis Ende 2002 wurden die Zinsen auf Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als 1 Jahr und ab Januar 2003 die Zinsen auf Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 1 Jahr zugrunde gelegt.

Kasten 3

UNTERSCHIEDE IM WACHSTUM DER KREDITE AN PRIVATE HAUSHALTE IN DEN LÄNDERN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an private Haushalte im Eurogebiet nimmt seit Mitte 2003 weitgehend konstant zu und erreichte am Ende des Berichtsjahrs 9,4 %. Allerdings überdeckt diese im gesamten Euroraum verzeichnete kräftige Entwicklung der Kreditvergabe tendenziell die beträchtlichen Unterschiede der Wachstumsraten in den einzelnen Euro-Ländern. Diese Unterschiede werden im vorliegenden Kasten anhand von statistischen Streuungsparametern analysiert und erläutert.

Messung der Wachstumsunterschiede bei den Krediten an private Haushalte in den Euro-Ländern

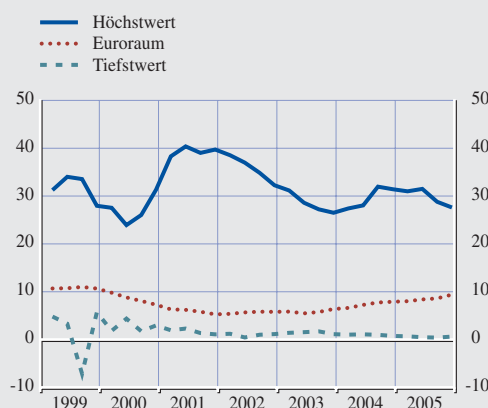
Das unterschiedliche Wachstum der Kredite an private Haushalte in den einzelnen Ländern kann auf der Basis verschiedener Ansätze analysiert werden. Aus Abbildung A ist die Bandbreite zwischen der höchsten und der niedrigsten Jahreswachstumsrate der gesamten MFI-Kredite an private Haushalte in den Euro-Ländern seit dem Beginn der dritten Stufe der WWU ersichtlich. Diese Bandbreite ist traditionell sehr groß und betrug in der Vergangenheit teilweise mehr als 30 Prozentpunkte. In den Ländern mit dem größten Kreditwachstum schwankten die Jahresraten zwischen 25 % und 40 %, während sich in den Ländern mit dem im Beobachtungszeitraum niedrigsten Kreditwachstum die Dynamik der Kreditaufnahme durch private Haushalte sehr verhalten zeigte und die Jahresrate vereinzelt sogar unter null fiel. Angesichts von Jahreswachstumsraten zwischen 5 % und 10 % im Eurogebiet insgesamt legt dies den Schluss nahe, dass die Länder mit dem höchsten Kreditwachstum Ausreißer sind bzw. für einen relativ geringen Anteil am Gesamtvolumen der im Euroraum bestehenden Kredite an private Haushalte verantwortlich zeichnen.

Abbildung B veranschaulicht die am gewichteten Variationskoeffizienten gemessene länder-spezifische Streuung des jährlichen Kreditwachstums von 1999 bis 2005, wobei das Gewicht der einzelnen Länder am Aggregat des Euroraums insgesamt berücksichtigt wird. Der Vorteil dieses Koeffizienten besteht darin, dass dem Einfluss von Ausreißern weniger Bedeutung zukommt. Grundsätzlich bilden aber beide Streuungsmaße eine ähnliche Entwicklung seit 1999 ab: Nach einem Höchststand Mitte 2002 verringerten sich im Jahresverlauf 2003 die Unterschiede im Wachstum der Kredite an private Haushalte leicht und stabilisierten sich danach weitgehend über dem 1999 beobachteten Niveau.

Der Gesamtbestand der MFI-Kredite an private Haushalte lässt sich in Wohnungsbaukredite, Konsumentenkredite und sonstige Kredite aufgliedern. Wie aus Abbildung B hervorgeht, stieg

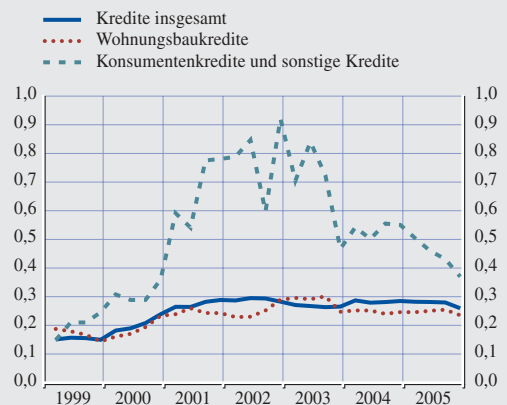
Abbildung A Bandbreite der Wachstumsraten der MFI-Kredite an private Haushalte in den Euro-Ländern

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Abbildung B Gewichteter Variationskoeffizient der Jahreswachstumsraten der MFI-Kredite an private Haushalte



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der gewichtete Variationskoeffizient einer Variablen ist das Verhältnis ihrer gewichteten Standardabweichung zu ihrem gewichteten Mittelwert. Als Gewichte werden die Länderanteile an der entsprechenden Kreditform herangezogen.

der gewichtete Variationskoeffizient für Hypothekarkredite bis Ende 2002 an und ist seither relativ stabil geblieben. Aufgrund des hohen Anteils der Hypothekarkredite am Gesamtbestand der MFI-Kredite an private Haushalte (Ende 2005 betrug dieser annähernd 70 %) bestimmt die Streuung beim Hypothekarkreditwachstum im Wesentlichen auch die Streuung des Wachstums der Gesamtkreditvergabe an private Haushalte. Der gewichtete Variationskoeffizient für das Wachstum der Konsumentenkredite und der sonstigen Kredite entwickelte sich in der Vergangenheit viel erratischer als jener für das Wachstum der Hypothekarkredite. Zuletzt dürfte er sich jedoch ebenfalls stabilisiert haben, wenn auch auf einem deutlich höheren Niveau als der gewichtete Variationskoeffizient für das Hypothekarkreditwachstum.

Wachstum der Kredite an private Haushalte und Unterschiede in der Verschuldung in den Euro-Ländern

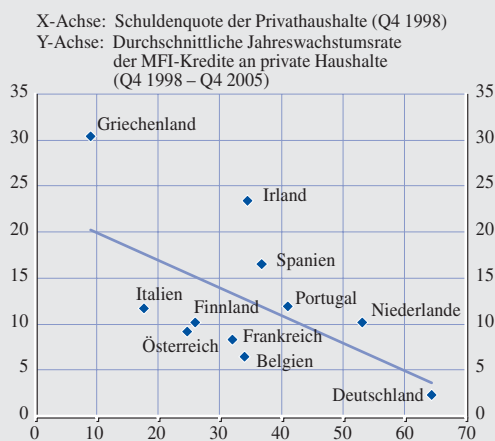
Das auf Länderebene unterschiedliche Wachstum der Kredite an private Haushalte in den vergangenen Jahren kann auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen sein: Dazu gehören Unterschiede in der Finanzlage der privaten Haushalte und im Grad der Zinskonvergenz vor Beginn der Währungsunion, Unterschiede in der Finanzmarktstruktur (insbesondere im Hinblick auf Hypothekarkredite) sowie Unterschiede in den wichtigsten wirtschaftlichen Determinanten der Kreditaufnahme durch private Haushalte (vor allem die Entwicklung der Immobilienmärkte und -preise).

Aus Abbildung C ist die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate der gesamten MFI-Kredite an private Haushalte in den Euro-Ländern vom vierten Quartal 1998 bis zum vierten Quartal 2005 in Relation zur Verschuldung der privaten Haushalte in den jeweiligen Ländern Ende 1998 ersichtlich. Zu Beginn der dritten Stufe der WWU waren in den Ländern des Euro-Währungsgebiets markante Unterschiede in der Verschuldung der privaten Haushalte gemessen am Verhältnis des Gesamtbestands der MFI-Kredite zum BIP zu verzeichnen. Die Abbildung zeigt, dass Länder mit ursprünglich niedrigeren Schuldenquoten im Durchschnitt ein kräftigeres Kreditwachstum als jene mit anfänglich höheren Schuldenquoten aufweisen. Die seit 1999 zu beobachtenden unterschiedlichen durchschnittlichen Kreditwachstumsraten könnten also zum Teil eine Konvergenz des Verschuldungsgrads abbilden, die mit der Annäherung des Zinsniveaus und des Inflationsniveaus einhergeht.

Auch die Finanzmarktstruktur variierte im Jahr 1999 noch stark von Land zu Land und dürfte daher ebenfalls zu den anfänglich divergierenden Schuldenquoten der privaten Haushalte beigetragen haben. Im Fall der Hypothekmärkte handelt es sich dabei etwa um Unterschiede im Produktangebot, etwa in Bezug auf die Laufzeit der Verträge, die Anwendung fester oder variabler Zinssätze sowie die durchschnittliche und die maximale Belei-

Abbildung C Wachstumsrate der MFI-Kredite an private Haushalte und Schuldenquote der Haushalte in den Euro-Ländern

(X-Achse: in % des BIP; Y-Achse: Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Luxemburg wird aufgrund des hohen Anteils von Auslandskrediten am Gesamtbestand der Kredite an Privathaushalte nicht angeführt.

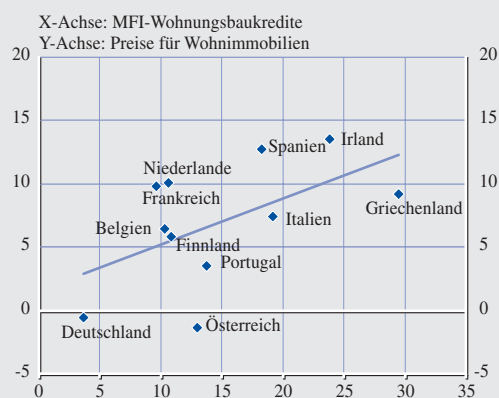
hungsquote. In den vergangenen Jahren war zwar allgemein eine Liberalisierung der Finanzmärkte und eine Intensivierung des Wettbewerbs zwischen den Finanzinstituten zu beobachten, doch wirkten sich diese Strukturveränderungen je nach Ausgangslage und Reformfortschritt in manchen Euro-Ländern stärker auf die Finanzmärkte aus als in anderen. Dadurch kam es beispielsweise in einigen Ländern zu einem deutlicheren Rückgang der Zinsmargen und anderer Finanzierungskosten sowie zu einer Verbreiterung der Palette innovativer und diversifizierter Hypothekarprodukte, z. B. Kredite mit einer Laufzeit von 30 oder sogar 50 Jahren oder Hypothekarkredite mit variabler Laufzeit bei gleich bleibenden monatlichen Rückzahlungsraten sowie endfällige Kredite; dadurch wurde einer größeren Zahl von privaten Haushalten die Aufnahme von Wohnungsbaukrediten ermöglicht. Die unterschiedliche Dynamik der Kreditaufnahme durch private Haushalte in den einzelnen Ländern könnte daher zum Teil die Heterogenität der Finanzmärkte im Hinblick auf den Grad bzw. das Tempo ihrer Entwicklung und Tiefe widerspiegeln.

Dank der Währungsunion gibt es im Euroraum zwar einen einheitlichen kurzfristigen Zinssatz, doch sind die länderspezifischen Unterschiede im Wachstum der Kreditaufnahme durch private Haushalte auch Ausdruck der heterogenen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den einzelnen Euro-Ländern. Besonders deutlich zeigt sich dies am Beispiel der Immobilienmärkte. Während – wie aus Abbildung D ersichtlich – die Preise für Wohnimmobilien in mehreren Ländern (unter anderem in Irland und Spanien) seit 1999 ausgesprochen rasch ansteigen, verzeichnen andere Länder (etwa Deutschland und Österreich) stabile Preise. Da Hypothekarkredite den größten Anteil an der gesamten Kreditaufnahme durch private Haushalte darstellen und naturgemäß eng mit der Entwicklung des Wohnungsmarkts verbunden sind, schlagen sich die beträchtlichen Unterschiede bei der Immobilienpreisentwicklung in der Heterogenität der Wachstumsraten der Kredite an private Haushalte nieder. Bei den Konsumentenkrediten könnten die unterschiedlichen Wachstumsraten wiederum auf differenzierte länderspezifische Muster im Hinblick auf das verfügbare Einkommen und den privaten Verbrauch zurückzuführen sein.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass im Euroraum von 1999 bis 2005 beträchtliche länderspezifische Unterschiede im Jahreswachstum der gesamten MFI-Kredite an private Haushalte zu verzeichnen waren. Den vorliegenden Daten zufolge handelt es sich dabei zudem um beständige Differenzen. Einerseits könnte die Konvergenz des Inflationsniveaus und des Zinsniveaus vor Beginn der WWU – d. h. das Resultat der Ausrichtung der Geldpolitik auf ein Umfeld glaubwürdig niedriger Inflationsraten zu Beginn der dritten Stufe – zu den länderspezifischen Unterschieden beigetragen haben, andererseits spielt auch die heterogene Entwicklung seit der Einführung des Euro, vor allem im Hinblick auf den Wohnungsmarkt und Veränderungen in der Finanzmarktstruktur, eine wesentliche Rolle. Natürlich können auch andere Faktoren

Abbildung D Entwicklung des Wohnimmobilienmarkts und der Wohnungsbaukredite im Euroraum zwischen 1999 und 2004

(durchschnittliche Jahreswachstumsraten in %)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Luxemburg wird aufgrund des hohen Anteils von Auslandskrediten am Gesamtbestand der Kredite an Privathaushalte nicht angeführt.

zu den Unterschieden im Wachstum der Kredite an private Haushalte in den einzelnen Ländern beigetragen haben, etwa eine heterogene Entwicklung des Einkommens und des privaten Verbrauchs, demographische Umstände und unterschiedliche Traditionen in Bezug auf Wohneigentum; auch Differenzen bei der steuerlichen Absetzbarkeit von Zinszahlungen, bei Kapitalertragsteuern auf Wertsteigerungen von Wohnimmobilien und bei der Verbriefung von Hypotheken könnten eine Rolle gespielt haben. Schlussendlich könnten sich auch unterschiedliche Fortschritte bei den Modellierungstechniken im Finanzsektor, dank welcher die Banken die Marktentwicklung und das Kreditrisiko besser einschätzen können, ausgewirkt haben.

VERSCHULDUNG DER PRIVATEN HAUSHALTE NIMMT ZU

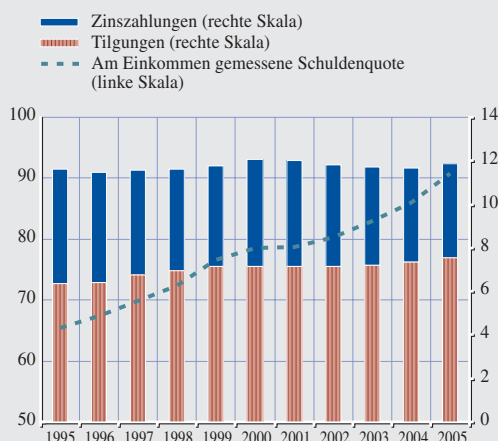
Infolge der anhaltend starken Kreditaufnahme ist die Schuldenquote der privaten Haushalte gemessen am verfügbaren Einkommen 2005 weiter gestiegen (siehe Abbildung 18). Dennoch blieb die private Verschuldung im Euro-Währungsgebiet niedriger als in anderen Industrieländern wie etwa den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich oder Japan. Außerdem war die Gesamtbelastung der Privathaushalte durch den Schuldendienst (d. h. das Ver-

hältnis der Zins- und Tilgungszahlungen zum verfügbaren Einkommen) trotz der gestiegenen Verschuldung weitgehend unverändert. Die durch das dynamische Kreditwachstum der vergangenen Jahre bedingte Zunahme der Tilgungsleistungen wurde mehr oder weniger dadurch ausgeglichen, dass aufgrund der Niedrigzinsphase ein geringerer Anteil des Einkommens für Zinszahlungen aufgebracht werden musste.

Allerdings haben etwaige Zins-, Einkommens- und Vermögenspreisänderungen aufgrund der

Abbildung 18 Verschuldung und Schuldendienst der privaten Haushalte

(in % des verfügbaren Einkommens)

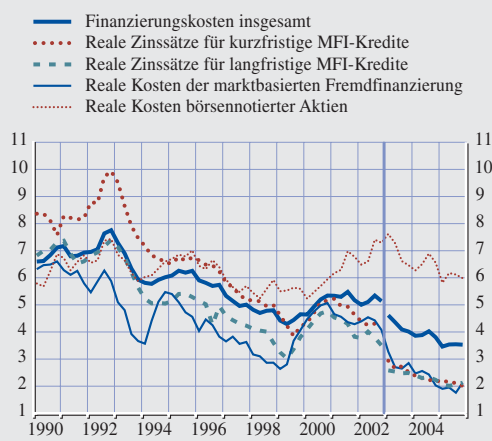


Quelle: EZB.

Anmerkung: Angaben für 2005 geschätzt.

Abbildung 19 Reale Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum

(in % p.a.)



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

Anmerkung: Die realen Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften werden als gewichtetes Mittel der Kosten für Bankkredite, Schuldverschreibungen und Aktien berechnet, wobei die jeweiligen mit den Inflationserwartungen deflationierten Bestände zugrunde gelegt werden (siehe Kasten 4 im Monatsbericht vom März 2005). Die Einführung harmonisierter Kreditzinsen der MFIs Anfang 2003 hatte einen statistischen Bruch in der Zeitreihe zur Folge.

gestiegenen Verschuldung nun potenziell stärkere Konsequenzen für die privaten Haushalte. Bei der Beurteilung der aggregierten Daten ist ferner zu berücksichtigen, dass es sich um einen euroraumweiten Durchschnittswert für diesen Sektor handelt. So dürften etwa Haushalte mit Hypothekenschulden eine überdurchschnittliche Belastung zu tragen haben. Überdies kann der Schuldendienst im Euroraum von Land zu Land variieren und Haushalte mit unterschiedlichem Einkommen verschieden stark belasten. Und schließlich ist der Anteil der Hypothekenschulden, die von Zinsänderungen betroffen wären, nicht genau bestimmbar, da die Konditionen der Hypothekenverträge in den einzelnen Euro-Ländern erheblich voneinander abweichen.

NACH WIE VOR NIEDRIGE REALE AUSSENFINANZIERUNGSKOSTEN FÜR NICHTFINANZIELLE KAPITALGESELLSCHAFTEN

Die realen Gesamtkosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Unternehmen, die durch die Gewichtung der Kosten für die unterschiedlichen Finanzierungsarten mit den (um Bewertungseffekte bereinigten) Beständen berechnet werden, waren im Jahr 2005 im historischen Vergleich weiterhin gering (siehe Abbildung 19).⁵ Dabei war bei der Fremdfinanzierung wegen der äußerst niedrigen Kosten ein ausgeprägter Anstieg zu verzeichnen, während die Emission börsennotierter Aktien in der zweiten Jahreshälfte kaum zunahm.

Eine Aufschlüsselung der realen Außenfinanzierungskosten zeigt, dass die Realzinsen der MFIs für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften bis zum zweiten Quartal 2005 geringfügig sanken (siehe Abbildung 17). Darin kam der weitere Rückgang der kurz- und mittelfristigen Staatsanleiherenditen im ersten Halbjahr zum Ausdruck. Der anschließende Anstieg der Staatsanleiherenditen in der zweiten Jahreshälfte wirkte sich nur teilweise auf die MFI-Kreditzinsen aus. Im dritten Vierteljahr erhöhten sich die realen Kosten für Bankkredite zwar etwas, blieben im Schlussquartal jedoch unverändert auf einem niedrigen Niveau. Insgesamt wird an den geringen realen

Kreditzinsen deutlich, dass die Banken die Bonität der nichtfinanziellen Unternehmen positiv bewerten. Dafür sprechen auch die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum, wonach die Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten 2005 per saldo gelockert wurden oder weitgehend unverändert blieben.

In realer Rechnung waren die Kosten der Fremdfinanzierung am Markt im Berichtsjahr volatiler als die der Finanzierung über Banken. Nach einem Tiefstand im ersten Vierteljahr 2005 nahmen die realen Kosten der Marktfinanzierung für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften bis Mitte des zweiten Quartals zu. Verantwortlich hierfür war der Renditevorsprung von Unternehmensanleihen, der sich vor allem durch mehrere firmenspezifische Ereignisse (insbesondere in der Automobilbranche) vergrößert hatte. Im zweiten und dritten Quartal bildete sich dieser Vorsprung teilweise wieder zurück, wodurch sich die realen Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung bis zum dritten Vierteljahr wieder verringerten. Im Schlussquartal 2005 erhöhten sich die Kosten jedoch erneut. Ursächlich hierfür waren vor allem der Anstieg der Marktzinsen im zweiten Halbjahr und die Ausweitung des Renditeabstands im vierten Quartal. Ende 2005 waren die Kosten der marktbasierter Fremdfinanzierung etwas höher als vor Jahresfrist, lagen aber noch immer auf einem im historischen Vergleich äußerst niedrigen Niveau.

Die Finanzierung über börsennotierte Aktien war auch im Jahr 2005 für die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in realer Rechnung wesentlich teurer als die Fremdfinanzierung; sie kostete ungefähr so viel wie im Durchschnitt seit 1995. In der ersten Jahreshälfte stiegen die realen Kosten für die Begebung börsennotierter Aktien leicht an. Offenbar hatte sich die unerwartet günstige Ertragslage der nichtfinanziellen Unternehmen nicht vollständig in den Aktienkursen niedergeschlagen, oder es war zu ei-

⁵ Eine ausführliche Erläuterung zur Berechnung dieser Kosten findet sich in EZB, Eine Messgröße für die realen Kosten der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet, Kasten 4, Monatsbericht März 2005.

ner Erhöhung der Aktienrisikoprämie gekommen. Gegen Jahresende gingen die realen Kosten der Aktienfinanzierung jedoch hauptsächlich aufgrund der günstigen Aktienmarktentwicklung wieder in etwa auf ihr Jahresanfangsniveau zurück.

ERHÖHTER AUSSENFINANZIERUNGSBEDARF DER NICHTFINANZIELLEN KAPITALGESELLSCHAFTEN

Im Jahr 2005 erhöhte sich der Außenfinanzierungsbedarf der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften erheblich. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund der guten Ertragslage der Unternehmen im Berichtsjahr (wodurch sich auch die Innenfinanzierungsmöglichkeiten verbesserten) zu sehen, nachdem die Rentabilität bereits in den beiden Vorjahren deutlich gesteigert worden war, wie aus den aggregierten Bilanzen der börsennotierten nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Währungsgebiet hervorgeht (siehe Abbildung 20).⁶ Die Ertragskraft

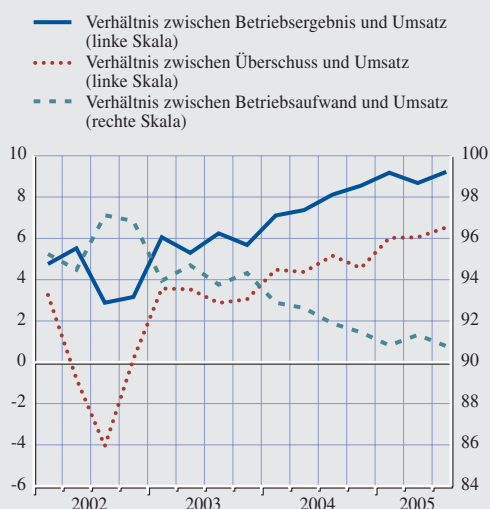
konnte vor allem durch Einsparungen bei den betrieblichen Aufwendungen (im Verhältnis zum Umsatz) erhöht werden. Zwischen Februar und Oktober 2005 stiegen die Erwartungen hinsichtlich des Gewinnwachstums der Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten. Gegen Ende des Berichtsjahrs deuteten aus der Aktienmarktentwicklung abgeleitete Rentabilitätskennzahlen allerdings darauf hin, dass sich die Ertragslage börsennotierter Großunternehmen in den folgenden zwölf Monaten etwas weniger stark verbessern dürfte, wenngleich die Unternehmensgewinne den Erwartungen zufolge weiterhin relativ hoch sein sollten.

Die Jahresrate der realen Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erhöhte sich 2005 erheblich; sie betrug im letzten Quar-

⁶ Eine Erläuterung der Methodik und der längerfristigen Trends findet sich in EZB, Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2005.

Abbildung 20 Gewinnkennziffern börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum

(in %)

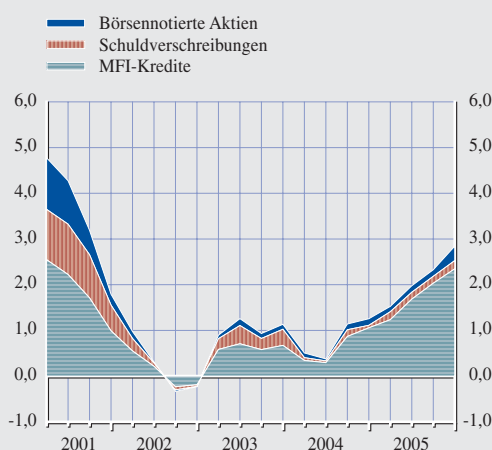


Quellen: Thomson Financial Datastream und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Berechnung beruht auf den aggregierten Quartalsbilanzen börsennotierter nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum. Die Angaben sind um statistische Ausreißer bereinigt. Das Betriebsergebnis errechnet sich aus dem Umsatz abzüglich des Betriebsaufwands, während der Überschuss das Betriebsergebnis und die betriebsfremden Erträge nach Abzug von Steuern, Abschreibungen und außerordentlichen Posten umfasst.

Abbildung 21 Aufschlüsselung der realen Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

¹⁾ Die reale Jahreswachstumsrate wird definiert als die Differenz zwischen der tatsächlichen Jahreswachstumsrate und dem Anstieg des BIP-Deflators.

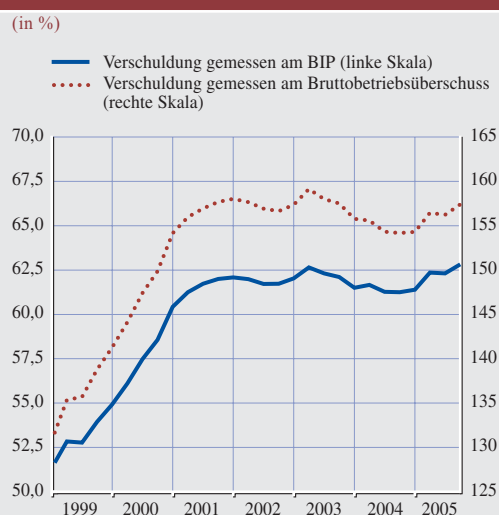
tal 2,8 % nach 1,3 % Ende 2004. Hauptmotor dieser Entwicklung war die kräftige Kreditaufnahme, während der Beitrag der Schuldverschreibungen und börsennotierten Aktien geringer ausfiel (siehe Abbildung 21).

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen stieg von 5,4 % Ende 2004 auf 8,0 % im Dezember 2005. In der ersten Jahreshälfte verbarg sich dahinter im Wesentlichen eine Zunahme der kurzfristigen und im zweiten Halbjahr ein kräftiger Anstieg der langfristigen Kredite. Kurzfristige Ausleihungen werden oft zur Aufstockung des Betriebskapitals verwendet, während langfristige Kredite in der Regel stärker mit Investitionen in Verbindung stehen. Entsprechend geht aus den im Oktober 2005 und Januar 2006 durchgeführten Umfragen zum Kreditgeschäft hervor, dass die Anlageinvestitionen einen Beitrag zum Anstieg der Nettodachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien) leisteten. Überdies ist die Jahreswachstumsrate der Bruttoanlageinvestitionen im zweiten und dritten Quartal 2005 merklich gestiegen. Insgesamt ist daher anzunehmen, dass die niedrigen Finanzierungskosten und die recht lockeren Kreditrichtlinien zur Investitionsfinanzierung genutzt wurden.

Im Gegensatz zu den MFI-Krediten blieb laut den bis Ende des dritten Quartals 2005 vorliegenden Angaben die Jahresrate der von Nicht-MFIs an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften vergebenen Kredite negativ. Dies könnte noch mit steuerrechtlichen Änderungen in einem Land des Euro-Währungsgebiets in Zusammenhang stehen, aufgrund deren einige innerhalb verbundener Unternehmen vergebene Kredite durch Finanzierungen über nicht börsennotierte Aktien ersetzt wurden.

Im Vorjahrsvergleich blieb die Zunahme der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen 2005 insgesamt verhalten. Nachdem sich die Emissionstätigkeit unter anderem infolge einer größeren Anzahl von Fusionen und Übernahmen im ersten Quartal belebt hatte, flaute das Jahres-

Abbildung 22 Schuldenquoten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Der Bruttobetriebsüberschuss umfasst auch das Selbständigeneinkommen der gesamten Volkswirtschaft. Die Angaben zur Verschuldung basieren auf der vierteljährlichen gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung und beziehen sich auf Kredite, begebene Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen. Eine Berechnung auf Basis der jährlichen Finanzierungsrechnung würde etwas höhere Schuldenquoten ergeben, in erster Linie weil in die Jahresrechnungen auch die Kreditvergabe gebietsfremder Banken einbezogen wird und die Kreditvergabe der nichtfinanziellen Sektoren dort besser erfasst ist. Die Angaben für das zuletzt dargestellte Quartal sind geschätzt.

wachstum im zweiten und dritten Quartal wieder ab und blieb im Schlussquartal 2005 gemäßigt. Der alles in allem recht geringe Nettoabsatz von Schuldverschreibungen könnte darauf zurückzuführen sein, dass sich die Unternehmen mittlerweile stärker über Kredite finanzieren und dass die Ertragskraft börsennotierter Großunternehmen gestiegen ist. Im Jahr 2005 legten die nichtfinanziellen Unternehmen zwar per saldo kaum festverzinsliche Schuldverschreibungen auf, doch weiteten sie die Begebung langfristiger Papiere mit variabler Verzinsung spürbar aus. Überdies wurden im Berichtsjahr Schuldverschreibungen, die in den Jahren 1999 bis 2001 während der Hausse am Markt für Unternehmensanleihen im Euroraum platziert worden waren, in großem Umfang getilgt.

Die nichtfinanziellen Unternehmen begaben 2005 etwas mehr börsennotierte Aktien als im

Vorjahr. Die Zunahme blieb jedoch insgesamt moderat, wozu die Tatsache beigetragen haben könnte, dass die realen Kosten der Aktienfinanzierung weit über den Kosten der Fremdfinanzierung lagen. Im zweiten Halbjahr weiteten die nichtfinanziellen Unternehmen ihren Absatz börsennotierter Aktien allerdings geringfügig aus.

Eine Analyse der Bilanzen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euroraum zeigt, dass der gestiegene Fremdfinanzierungsbedarf 2005 zu einer leichten Erhöhung der Schuldenquote führte. Sie lag Ende des vierten Quartals bei 63 % gemessen am BIP (siehe Abbildung 22). Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass die umfangreichen Bilanzsanierungen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften 2005 ihren Abschluss fanden, wobei die Situation von Unternehmen zu Unternehmen stark variieren dürfte.

Bei der Beurteilung der leicht erhöhten Schuldenquoten sind die verbesserte Ertragslage der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und die nach wie vor vergleichsweise niedrigen realen Kosten der Außenfinanzierung zu berücksichtigen. Darüber hinaus blieben die Nettozinsaufwendungen der Unternehmen, die sich anhand der Zinsen für MFI-Kredite abzüglich der Zinsen auf bei MFIs gehaltenen Einlagen errechnen, im Verhältnis zum BIP gering.

Alles in allem scheinen sich die Bilanzen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Jahr 2005 trotz der leicht gestiegenen Verschuldung verbessert zu haben, was vor allem der guten Ertragslage zu verdanken war. Bestätigt wird diese Einschätzung durch die insgesamt gelockerten Richtlinien für die Vergabe von Unternehmenskrediten (siehe Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet) und die Entwicklung der Bonitätseinstufungen.

2.3 PREISENTWICKLUNG

Die Teuerungsrate des HVPI-Gesamtindex für den Euroraum belief sich im Jahresdurchschnitt 2005 auf 2,2 %, nach 2,1 % in den beiden Vorjahren (siehe Tabelle 1). Der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck blieb im Berichtsjahr gering, was zum Teil auf die anhaltende Lohnzurückhaltung vor dem Hintergrund einer gedämpften Arbeitsmarktentwicklung zurückzuführen war. Preistreibend wirkten vor allem die anziehenden Ölpreise, und zwar insbesondere in der zweiten Jahreshälfte. Es lagen jedoch nur in begrenztem Maße Hinweise darauf vor, dass die vorangegangenen Ölpreiserhöhungen auf die Preise in nachgelagerten Produktionsstufen durchschlugen. Zugleich wurde die Inflation durch die verzögerten Auswirkungen der vergangenen Aufwertung des Euro und den

Tabelle 1 Preisentwicklung

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

	2003	2004	2005	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2005 Dez.	2006 Jan.
HVPI und seine Komponenten										
Gesamtindex	2,1	2,1	2,2	2,3	2,0	2,0	2,3	2,3	2,2	2,4
Energie	3,0	4,5	10,1	8,5	7,6	8,8	12,7	11,1	11,2	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,3	3,4	2,0	2,8	2,4	1,6	1,8	2,2	1,8	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,1	0,6	0,8	-0,7	0,5	0,8	0,8	1,4	1,5	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,8	0,8	0,3	0,8	0,3	0,3	0,1	0,4	0,4	.
Dienstleistungen	2,5	2,6	2,3	2,7	2,4	2,3	2,2	2,1	2,1	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren										
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	1,4	2,3	4,1	3,8	4,1	3,9	4,2	4,4	4,7	.
Ölpreise (in € je Barrel) ²⁾	25,1	30,5	44,6	34,5	36,6	42,2	50,9	48,6	48,5	52,5
Rohstoffpreise ³⁾	-4,5	10,8	9,4	1,3	1,9	2,2	11,6	23,2	29,8	23,1

Quellen: Eurostat, Thomson Financial Datastream und Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv.

1) Ohne Baugewerbe.

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

3) Ohne Energie; Angaben in EUR.

Einfluss des starken internationalen Wettbewerbs eingedämmt. Darüber hinaus leisteten die indirekten Steuern und administrierten Preise 2005 einen etwas geringeren Beitrag zur HVPI-Inflation als im Vorjahr.

GESAMTINFLATION HAUPTSÄCHLICH VOM ÖLPREIS BEEINFLUSST

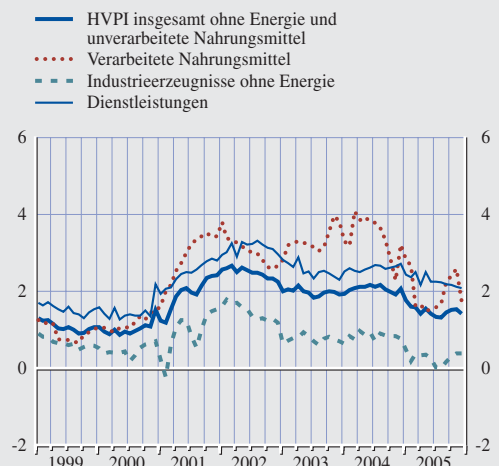
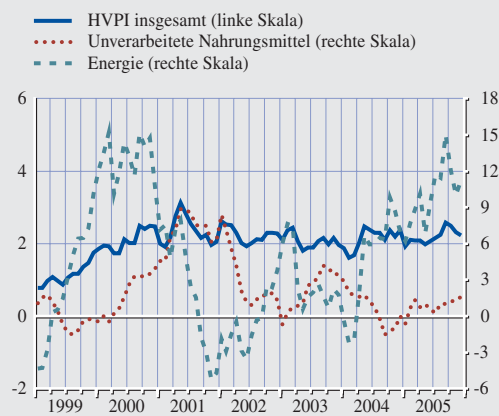
Das Profil der Teuerungsrate des HVPI-Gesamtindex wurde 2005 merklich durch die Entwicklung der Energiekomponente beeinflusst, da die Ölpreise kräftig anzogen (siehe Abbildung 23). Der in Euro gerechnete Durchschnittspreis für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent hatte sich 2005 – verglichen mit

dem Vorjahr – um rund 45 % erhöht. Infolgedessen lag die Jahreswachstumsrate der Energiepreise nach 4,5 % im Jahr 2004 im Berichtsjahr bei 10,1 %. Der Beitrag der Energiepreise von 0,8 Prozentpunkten zur durchschnittlichen Teuerungsrate im Jahr 2005 (siehe Abbildung 24) war der höchste seit fünf Jahren.

Die Gesamtinflation blieb in der ersten Hälfte des Jahres 2005 bei rund 2,0 %. In der zweiten Jahreshälfte kletterte die Inflation – vor allem aufgrund der Ölpreisentwicklung – im September auf einen Höchststand von 2,6 %, ging dann aber bis Ende 2005 auf 2,2 % zurück. Der Einfluss der Ölpreiserhöhung auf die Teuerung

Abbildung 23 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

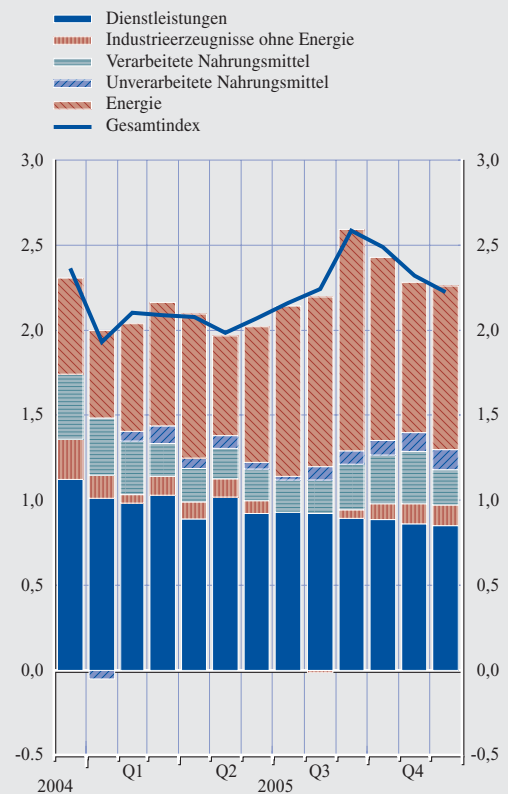
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Abbildung 24 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.

spiegelte sich auch in den im Verlauf des Berichtsjahrs vorgenommenen Korrekturen der Inflationserwartungen wider. So stiegen die Inflationserwartungen für 2005, die im von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters (SPF) enthalten sind, von 1,9 % im ersten Quartal auf 2,2 % im Schlussquartal 2005. Die langfristigen Inflationserwartungen blieben gemäß der SPF-Umfrage während des Berichtsjahrs unverändert bei 1,9 %. Dieses Muster fand sich weitgehend auch bei anderen Umfrageindikatoren für die kurz- und langfristigen Inflationserwartungen.

Die weniger volatilen HVPI-Komponenten spielten bei der Dämpfung des durch die Ölpreise entstehenden Aufwärtsdrucks auf die Gesamtinflation eine große Rolle. Die Jahreswachstumsrate des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, die in den ersten sechs Monaten des Jahres 2005 gesunken war, flachte in der zweiten Jahreshälfte ab. Insgesamt lag diese Rate nach 2,1 % im Jahr 2004 im Berichtsjahr bei 1,5 %. Dieser Rückgang lässt sich zum Teil dadurch erklären, dass der Beitrag der indirekten Steuern und administrierten Preise zur Gesamtinflation im Jahr 2005 mit rund 0,4 Prozentpunkten niedriger ausfiel als im Vorjahr (rund 0,6 Prozentpunkte).⁷ Günstige Basiseffekte, die auf die in einigen Ländern in der ersten Jahreshälfte 2004 vorgenommenen Tabaksteuererhöhungen zurückzuführen waren, bewirkten eine Abschwächung der Teuerung bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln im ersten Halbjahr 2005. Diese Basiseffekte wurden nur zum Teil durch die Erhöhung der Tabaksteuer in Deutschland im

September 2005 kompensiert. Insgesamt lag die Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel 2005 bei 2,0 % und somit deutlich unter der Rate von 3,4 % für 2004. Die Jahresänderungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie ging ebenfalls zurück, und zwar von 0,8 % im Jahr 2004 auf 0,3 % im Berichtsjahr. Dieser historisch sehr niedrige Beitrag der Industrieerzeugnisse ohne Energie dürfte einen Abwärtsdruck auf die Preise widerspiegeln, der sich aus dem starken außenwirtschaftlichen Wettbewerb und den verzögerten Auswirkungen der vorausgegangenen Euro-Aufwertung ergab. Trotz mancher kurzfristiger Schwankungen aufgrund einiger volatiler Komponenten wie Pauschalreisen und Transportdienstleistungen ging die Teuerung bei den Dienstleistungspreisen im Jahresverlauf 2005 auf durchschnittlich 2,3 % zurück, nachdem sie 2004 bei 2,6 % gelegen hatte. Insgesamt gab es 2005 nur wenige Hinweise auf bedeutsame indirekte Effekte aus dem Energiepreisanstieg.

Im Jahr 2005 belief sich die HVPI-Inflation insgesamt bereits im fünften Jahr in Folge auf gut 2 %, was zeigt, wie wichtig eine Analyse der Bestimmungsfaktoren für Inflationpersistenz ist. In Kasten 4 werden die wichtigsten Schlussfolgerungen des Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN) zur Inflationpersistenz und zum Preissetzungsverhalten im Euroraum vorgestellt.

7 Weitere Einzelheiten zu den Teilkomponenten des HVPI, die zur Bewertung des Einflusses der indirekten Steuern und administrierten Preise herangezogen werden, finden sich in EZB, Der Einfluss indirekter Steuern und administrierter Preise auf die Teuerung, Kasten 3, Monatsbericht Januar 2004.

Kasten 4

FORSCHUNGSNETZWERK ZU INFLATIONSPERSISTENZ UND PREISSETZUNGSVERHALTEN IM EURORAUM

Das im Jahr 2003 gegründete Inflation Persistence Network (IPN) des Eurosystems diene der Analyse der Verlaufsmuster, Bestimmungsfaktoren und Auswirkungen der Inflationpersistenz und des Preissetzungsverhaltens im Euroraum und in dessen Mitgliedsländern. Unter Inflationpersistenz versteht man die Tendenz der Inflationsrate, nach einem Schock nur langsam auf ihren langfristigen Wert zu konvergieren. Im Jahr 2005 hat das IPN seine Arbeit abgeschlossen.

Im Rahmen des IPN führten die Zentralbanken des Eurosystems ein gemeinsames Forschungsprojekt durch, für das ein neuartiger Datensatz verwendet wurde, der eine Fülle an Informationen zu makroökonomischen und sektoralen Variablen und zum Preissetzungsverhalten einzelner Unternehmen umfasste. So wurden die für die Erstellung von Verbraucher- und Erzeugerpreisindizes erhobenen Einzelpreisdaten zahlreicher Euro-Länder in die Analyse einbezogen. Zusätzlich führte das IPN Umfragen zum Preissetzungsverhalten in neun Ländern durch. In Kombination bilden diese Datensätze eine einzigartige Grundlage zur Analyse des Preissetzungsverhaltens. Das umfassende Datenmaterial, das dem IPN hiermit zur Verfügung stand, ist auch im internationalen Vergleich völlig neu.

Um schon in einem frühen Stadium Rückmeldungen aus Fachkreisen einzuholen und in den weiterführenden Arbeiten berücksichtigen zu können, stellte das IPN seine vorläufigen Forschungsergebnisse bei wissenschaftlichen Konferenzen vor. Im Berichtsjahr beispielsweise präsentierte das IPN seine Erkenntnisse auf der Jahrestagung der American Economic Association in Philadelphia und beim Jahreskongress der European Economic Association in Amsterdam. Zahlreiche Forschungspapiere des Netzwerks wurden in der Working-Paper-Reihe der EZB veröffentlicht bzw. stehen vor der Veröffentlichung; einige erschienen bzw. erscheinen in Kürze in Fachzeitschriften mit Peer-Review.

Im Bereich der Preissetzung gelangte das IPN zu folgenden wichtigen Erkenntnissen: Die Preise im Euro-Währungsgebiet sind relativ starr und verändern sich im Durchschnitt nur einmal pro Jahr.¹ Sobald allerdings Preisanpassungen erfolgen, ist das durchschnittliche Ausmaß der Preisänderung mit rund 8 % bis 10 % (bei den Einzelhandelspreisen) bzw. 5 % (bei den Erzeugerpreisen) relativ groß. Interessanterweise halten sich Preiserhöhungen und Preisnachlässe in puncto Häufigkeit und Ausmaß in etwa die Waage – nur im Dienstleistungssektor werden die Preise üblicherweise in kleinen Schritten hinaufgesetzt, aber nur sehr selten gesenkt. Zwischen den einzelnen Sektoren herrscht eine ausgeprägte Heterogenität, insbesondere im Hinblick auf die Häufigkeit der Preisanpassungen. Darüber hinaus hängen Frequenz, Ausmaß und Richtung der Preisänderungen von gesamtwirtschaftlichen Bedingungen (wie etwa der Inflationsrate) und zeitlichen Faktoren (wie Saisonalität) ab und reagieren auf besondere Ereignisse (z. B. Mehrwertsteueränderungen).

Umfragen haben ergeben, dass die meisten Unternehmen sowohl in regelmäßigen Abständen als auch in Reaktion auf Veränderungen der wirtschaftlichen Bedingungen Preisüberprüfungen vornehmen. Solche Preisüberprüfungen ziehen nicht notwendigerweise eine Preisänderung nach sich – entweder, weil sich aus der Überprüfung nicht die Notwendigkeit einer Preisänderung ergibt, oder weil andere Faktoren eine Preiserhöhung verhindern, selbst wenn diese laut Überprüfung angebracht wäre. Die vom IPN durchgeführten Umfragen haben belegt, dass explizite oder implizite Verträge zwischen Unternehmen und deren Kunden sowie das strategische Zusammenspiel zwischen einzelnen Unternehmen zu den wichtigsten Faktoren zählen, die Preisänderungen verhindern oder verzögern.

Eine weitere wesentliche Erkenntnis aus der Forschungsarbeit des IPN ist, dass der Grad der Inflationspersistenz mit dem Aggregationsniveau zunimmt. Einzelpreisreihen oder stark disaggregierte Preisreihen sind im Durchschnitt weit weniger persistent als aggregierte Reihen.

¹ Dieses Preisänderungsverhalten ist träger als z. B. in den Vereinigten Staaten. Ein detaillierterer Überblick über die Forschungsergebnisse des IPN findet sich in EZB, Das Preissetzungsverhalten im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2005.

Empirische Schätzungen deuten darauf hin, dass sich die Inflationspersistenz im Rahmen des derzeitigen geldpolitischen Regimes auf einem moderaten Niveau bewegt; in Schätzungen über längere Zeiträume ist es jedoch wichtig, eventuell früher aufgetretene Verschiebungen oder Brüche im mittleren Inflationsniveau zu berücksichtigen. Selbst dann bleiben derartige Schätzungen allerdings mit einem relativ hohen Maß an Unsicherheit behaftet.

Insgesamt haben die vom IPN erzielten Ergebnisse das Verständnis für Inflationspersistenz und Preissetzungsverhalten im Euroraum merklich vertieft. Da die neuen Erkenntnisse die Annahmen, auf denen makroökonomische Modelle mit mikroökonomischer Basis am häufigsten beruhen, stark in Frage stellen, ergeben sich bedeutende wirtschaftspolitische Implikationen und Konsequenzen für die Konstruktion dieser Modelle. Im Hinblick auf die Geldpolitik zeigen die Ergebnisse auf, wie wichtig es ist, dass die Zentralbanken für gut verankerte Inflationserwartungen sorgen, da dies die Inflationspersistenz verringert und somit die Durchführung der Geldpolitik erleichtert.

DYNAMISCHE ENTWICKLUNG DER PREISE FÜR WOHNHEIGENTUM

Die Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet, die bei der Berechnung des HVPI nicht berücksichtigt werden, stiegen im Berichtsjahr weiterhin an, und zwar um 7,7 % (im Vorjahresvergleich) im ersten Halbjahr 2005, verglichen mit 7,0 % im Jahr 2004 insgesamt (siehe Abbildung 25). Hinter diesem starken Gesamtwachstum verbargen sich allerdings beträchtliche Unterschiede zwischen den einzelnen Euro-Ländern. Die jüngste Dynamik spiegelt weitgehend die lebhaftere Nachfrage nach Wohneigentum in Spanien, Frankreich und Italien wider, während die Eigenheimpreise in Deutschland leicht zurückgingen. Verfügbare Quartalszahlen für die zweite Hälfte des Jahres 2005 zeigen, dass die Preise in Spanien und Frankreich weiter kräftig stiegen, wenn auch etwas langsamer als zuvor.

BEGRENZTE INDIREKTE AUSWIRKUNGEN IN NACHGELAGERTEN PHASEN DER PRODUKTIONSKETTE

Die Jahreswachstumsrate der industriellen Erzeugerpreise ohne Baugewerbe im Euroraum lag 2005 bei 4,1 % und somit deutlich über der 2004 verzeichneten Rate von 2,3 % (siehe Abbildung 26). Dieser Anstieg war vor allem auf die Energiepreise zurückzuführen, da die Jahreswachstumsrate der Preise für Industrieer-

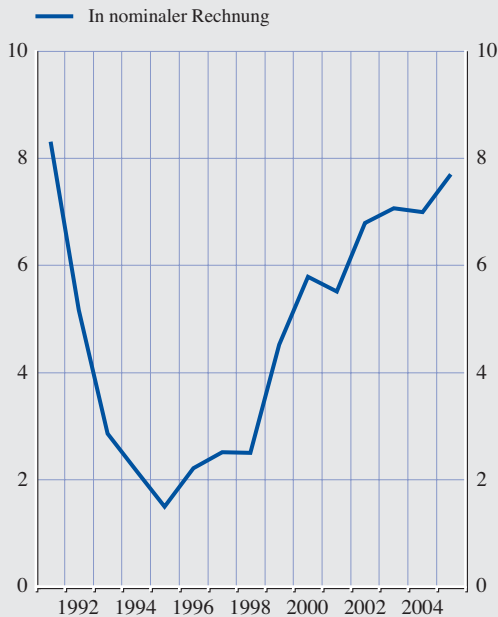
zeugnisse ohne Energie (und ohne Baugewerbe) im Berichtsjahr bei 1,8 % lag, verglichen mit 2,0 % im Jahr 2004.

Hinter dieser insgesamt stabilen Entwicklung der Jahreswachstumsrate der industriellen Erzeugerpreise ohne Energie verbargen sich divergierende Entwicklungen in den Teilsektoren. Nach 0,7 % im Jahr 2004 lag die jährliche Wachstumsrate der Investitionsgüterpreise 2005 bei 1,3 %. Dieser Aufwärtsdruck wurde zum Teil durch den deutlich langsameren Anstieg der Preise für Vorleistungsgüter kompensiert, der teilweise auf die Preisentwicklung bei Rohstoffen (ohne Öl) und auch auf die verzögerten Auswirkungen der vorangegangenen Euro-Aufwertung zurückzuführen war. Die Jahreswachstumsrate der Vorleistungsgüterpreise ging von 5,5 % im Januar 2005 auf 1,9 % im Dezember zurück und lag somit im Berichtsjahr bei durchschnittlich 2,9 % (2004: 3,5 %).

Es gab kaum Anzeichen dafür, dass sich in nachgelagerten Phasen der Produktionskette ein nennenswerter Preisdruck aufgebaut hätte. Nach einem Anstieg von 1,3 % im Jahr 2004 erhöhten sich die Erzeugerpreise für Verbrauchsgüter im Berichtsjahr um 1,1 %. Die schwache Verbrauchernachfrage, der stärkere außenwirtschaftliche Wettbewerb und die vorangegangene Euro-Aufwertung könnten Firmen

Abbildung 25 Preise für Wohneigentum

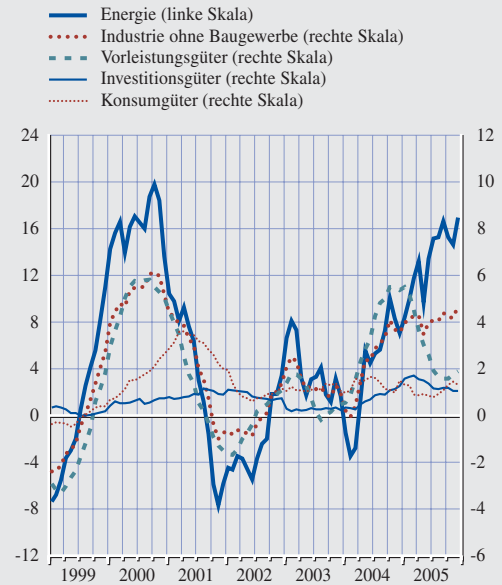
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf Basis von nicht harmonisierten nationalen Statistiken.
Anmerkung: Angaben für das Jahr 2005 beziehen sich auf das erste Halbjahr.

Abbildung 26 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

davon abgehalten haben, Preissteigerungen im Bereich Energie und – in geringerem Maße – bei den Vorleistungsgütern weiterzugeben.

MODERATE ENTWICKLUNG DER ARBEITSKOSTEN IM JAHR 2005

Das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer verlangsamte sich in den ersten drei Quartalen des Jahres 2005 merklich und betrug im Berichtsjahr im Jahresdurchschnitt 1,5 %

gegenüber 2,0 % im Jahr 2004 (siehe Tabelle 2). Dieser Rückgang war hauptsächlich durch die Lohnentwicklung in der Industrie ohne Baugewerbe und – wenn auch in geringerem Maße – im Dienstleistungssektor bestimmt (siehe Abbildung 27). Innerhalb des Dienstleistungssektors gab es unterschiedliche Entwicklungen: Während sich das Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer bei den marktbestimmten Dienstleistungen in den ersten drei

Tabelle 2 Arbeitskostenindikatoren

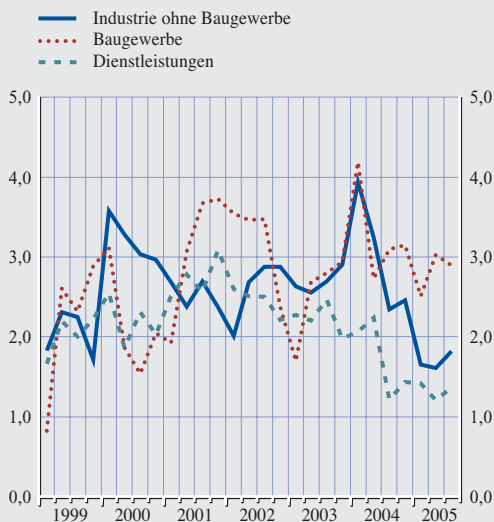
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2003	2004	2005	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Tarifverdienste	2,4	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1	2,1	2,0
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	3,0	2,5	.	2,4	3,2	2,5	2,2	.
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,3	2,0	.	1,7	1,5	1,4	1,6	.
<i>Nachrichtlich</i>								
Arbeitsproduktivität	0,5	1,1	.	0,7	0,4	0,5	0,9	.
Lohnstückkosten	1,8	0,9	.	1,1	1,1	0,9	0,7	.

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Abbildung 27 Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren

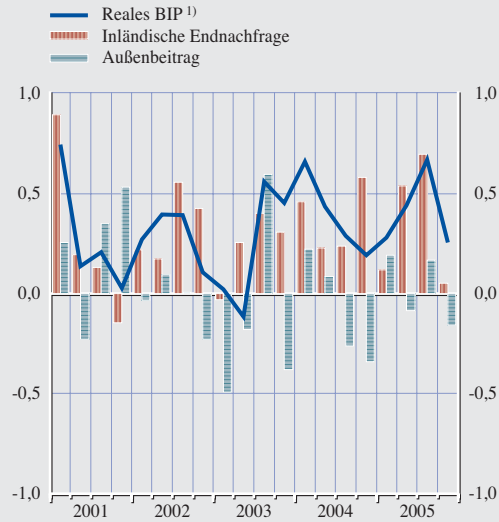
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Abbildung 28 Beiträge zum Wachstum des realen BIP (Quartalsvergleich)

(vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



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

Quartalen des Jahres 2005 beschleunigte und eine durchschnittliche Jahresrate von 1,8 % aufwies (nach 1,5 % im Jahr 2004), ging diese Rate bei den nicht marktbestimmten Dienstleistungen merklich von 2,1 % im Jahr 2004 auf nunmehr 0,8 % zurück.

Andere Arbeitskostenindikatoren deuten ebenfalls auf ein moderates Lohnwachstum hin. Die Jahreswachstumsrate der Tariflöhne lag 2005 bei 2,1 % und hat sich somit gegenüber 2004 nicht verändert. Ferner lieferte die anekdotische Evidenz der in verschiedenen Ländern des Euroraums bis Ende 2005 geschlossenen Tarifvereinbarungen keine Hinweise darauf, dass die Ölpreissteigerungen über die automatischen Effekte gegebenenfalls vorhandener Lohnindexierungssysteme hinaus nennenswerte Zweit-rundeneffekte nach sich gezogen hätten. 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 insgesamt weiterhin verhalten.

Trotz des verlangsamten Lohnwachstums blieb das Wachstum der Lohnstückkosten im Jahr 2005 unverändert. Wie bereits 2004 stiegen die Lohnstückkosten in den ersten drei Quartalen 2005 um durchschnittlich 0,9 %. Dies war auf die Verringerung des Produktivitätswachstums zurückzuführen, dessen Rate in den ersten drei Quartalen 2005 bei durchschnittlich 0,6 % lag (2004: 1,1 %).

2.4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

WIRTSCHAFTSWACHSTUM 2005 VERLANGSAMT

Mit 1,4 % lag das (zum Teil arbeitstäglich bereinigte) Wachstum des realen BIP im Euroraum 2005 unter der Rate des Vorjahrs (1,8 %) und unter dem Trendwachstum des Produktionspotenzials (siehe Tabelle 3). Das Jahr 2005 stand weiter im Zeichen des seit Mitte 2004 anhaltenden moderaten konjunkturellen Wachstums. Unter dem Einfluss der Ölpreisstärke, der verzögerten Auswirkungen der Euro-Aufwertung im Jahr 2004 und einer im ersten Halbjahr

Tabelle 3 Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums

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

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	2003	2004	2005	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4	2004 Q4	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Reales Bruttoinlandsprodukt	0,7	1,8	1,4	1,6	1,2	1,2	1,6	1,7	0,2	0,3	0,4	0,7	0,3
<i>Darunter:</i>													
Inländische Verwendung ³⁾	1,3	1,8	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	1,6	0,5	0,1	0,5	0,5	0,4
Private Konsumausgaben	1,0	1,4	1,4	1,9	1,3	1,5	1,9	0,8	0,9	0,1	0,3	0,5	-0,2
Konsumausgaben des Staates	1,7	1,1	1,3	0,7	0,8	1,2	1,6	1,7	0,0	0,0	0,8	0,9	0,0
Bruttoanlageinvestitionen	0,8	1,8	2,2	1,6	1,2	1,9	2,7	3,2	0,4	0,2	1,0	1,1	0,8
Vorratsveränderungen ⁴⁾	0,2	0,3	0,1	0,4	0,4	0,2	-0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,4
Außenbeitrag ³⁾	-0,6	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,5	-0,1	0,1	-0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,2
Exporte ⁵⁾	1,2	5,9	3,9	5,8	3,1	2,6	4,9	5,1	0,3	-0,9	2,0	3,4	0,5
Importe ⁵⁾	3,0	6,2	4,7	7,1	4,3	4,2	5,4	5,0	1,3	-1,5	2,3	3,1	0,9
Reale Bruttowertschöpfung													
<i>Darunter:</i>													
Industrie ohne Baugewerbe	0,2	1,6	1,3	0,6	0,4	0,6	1,4	2,6	-0,5	0,2	0,8	0,9	0,6
Baugewerbe	0,9	1,8	1,7	1,2	-0,4	1,4	2,4	3,1	0,6	-0,5	1,9	0,5	1,3
Rein marktbestimmte													
Dienstleistungen ⁶⁾	0,9	1,8	2,1	2,0	2,2	1,9	2,1	2,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die gemeldeten Daten sind saisonbereinigt und nur zum Teil arbeitstäglich bereinigt, da nicht alle Euro-Länder vierteljährliche, arbeitstäglich bereinigte VGR-Daten melden.

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 sowie bei der Vermietung beweglicher Sachen.

2005 verzeichneten vorübergehenden Verlangsamung der weltweiten Nachfrage fiel das Jahresergebnis niedriger als erwartet aus.

Die konjunkturelle Belebung, die im dritten Quartal 2003 nach einer schleppenden Wirtschaftsentwicklung von Mitte 2001 bis Mitte 2003 einsetzte, war im Vergleich zu den Aufschwungphasen der frühen Achtziger- und Neunzigerjahre relativ schwach. Dies lässt sich durch verschiedene Faktoren erklären. Erstens ist die derzeitige Aufschwungphase – im Gegensatz zu früheren Phasen – durch drastische Ölpreiserhöhungen sowie eine merkliche Aufwertung des Euro gekennzeichnet. Zweitens gibt es vereinzelt Anzeichen dafür, dass das Wachstumspotenzial in den letzten Jahren – hauptsächlich aufgrund des niedrigeren Arbeitsproduktivitätszuwachses – rückläufig ist. Drittens ist zu berücksichtigen, dass die konjunkturelle Abschwächung, die der gegen-

wärtigen Aufhellung vorausging, nicht sehr ausgeprägt war. Da das Ausmaß einer wirtschaftlichen Erholung meist vom Grad der vorangegangenen konjunkturellen Abkühlung abhängt, dürfte es nicht überraschen, dass der gegenwärtige Aufschwung etwas gemäßigter ausfällt als die früheren Erholungsphasen.⁸

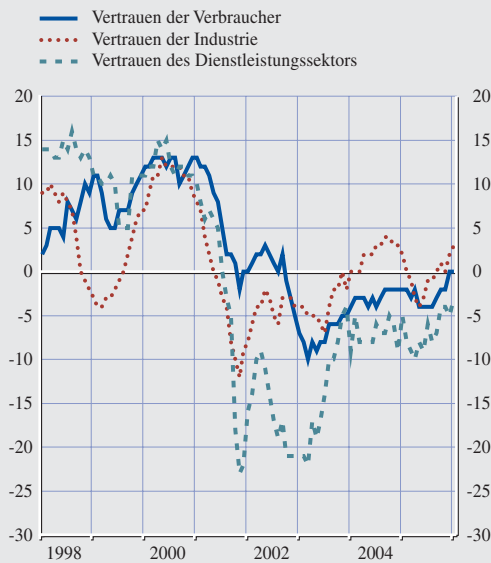
Die Verlangsamung im Jahr 2005 insgesamt lässt sich den niedrigeren Beiträgen der Außenwirtschaft und der Binnennachfrage zuschreiben. 2005 lag das Wachstum der Binnennachfrage und der Exporte unter den Erwartungen von Ende 2004 (siehe Abbildung 28).

Betrachtet man den binnenwirtschaftlichen Wachstumsbeitrag, so blieb die Zunahme der privaten Konsumausgaben im Berichtsjahr mo-

⁸ Siehe EZB, Die aktuelle konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet im historischen Kontext, Kasten 5, Monatsbericht November 2005.

Abbildung 29 Vertrauensindikatoren

(Salden in %, saisonbereinigt)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Alle Angaben sind saisonbereinigt. Die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 (Vertrauensindikator für die Verbraucher und die Industrie) und seit April 1995 (Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor) dar.

derat (siehe Tabelle 3). Dies war zum Teil die Folge des niedrigen Anstiegs des verfügbaren Realeinkommens nach dem verhaltenen nominalen Einkommenszuwachs und den Energiepreiserhöhungen. Diese Effekte wurden – wohl angesichts der weiterhin relativ pessimistischen Beschäftigungserwartungen – nicht durch die niedrigere Sparquote der privaten Haushalte ausgeglichen. Besorgnisse über die Tragfähigkeit der Renten- und Gesundheitssysteme sowie die Tatsache, dass Niedriglohneempfänger mit ihrer höheren marginalen Konsumneigung unverhältnismäßig stark von den schwachen Einkommenszuwächsen und den Preisschocks bei Gütern und Dienstleistungen des täglichen Bedarfs betroffen waren, dürften ebenfalls eine

Rolle gespielt haben. Das Verbrauchervertrauen war 2005 weiterhin gedämpft, schien sich aber gegen Jahresende zu verbessern (siehe Abbildung 29).

Das Investitionswachstum lag in den ersten sechs Monaten des Jahres 2005 deutlich unter der in der zweiten Vorjahrshälfte verzeichneten Rate. Diese Verlangsamung war vor allem auf den niedrigeren Anstieg der Investitionen außerhalb des Baugewerbes zurückzuführen, der vornehmlich eine Folge der negativen Entwicklung im Verkehrsgewerbe war.

Die Bruttoanlageinvestitionen stiegen allerdings ab Mitte 2005 rascher. Investitionsstützend wirkten 2005 unter anderem Effizienzsteigerungen bei Unternehmen, kräftige Unternehmensgewinne, die sehr günstigen Finanzierungsbedingungen und die anziehende internationale Nachfrage.

Eine sektorale Aufschlüsselung des Wirtschaftswachstums 2005 zeigt, dass die Wertschöpfung in der Industrie ohne Baugewerbe, im Baugewerbe und in der Dienstleistungsbranche positive Wachstumsbeiträge leistete. Der Wertschöpfungszuwachs lag im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen über der Rate für 2004, in der Industrie ohne Baugewerbe aber darunter. Das Vertrauen in der Industrie und im Dienstleistungssektor trübte sich in der ersten Hälfte des Berichtsjahrs ein, hellte sich jedoch im zweiten Halbjahr wieder auf (siehe Abbildung 29). Der Dienstleistungssektor hat in den letzten Jahrzehnten merklich an Bedeutung gewonnen, und sein Beitrag zur Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets dürfte den Erwartungen zufolge in den kommenden Jahren weiter steigen. Kasten 5 geht auf die sektorale Zusammensetzung des Wirtschaftswachstums im Euroraum und insbesondere auf die Entwicklung im Dienstleistungssektor genauer ein.

Kasten 5

SEKTORALE ZUSAMMENSETZUNG DES WIRTSCHAFTSWACHSTUMS IM EURORAUM

Dieser Kasten bietet einen Überblick über die sektorale Struktur der Wirtschaft im Euroraum und zeigt auf, wie sich diese Struktur in den letzten Jahren gewandelt hat und wie stark die Hauptbranchen dabei zur Wertschöpfungssteigerung bzw. -volatilität beigetragen haben. Des Weiteren wird untersucht, inwieweit die vergleichsweise schwache Dynamik des jüngsten Wirtschaftsaufschwungs mit Entwicklungen in bestimmten Sektoren zusammenhängt.

Betrachtet man die Wertschöpfungsbeiträge der einzelnen Sektoren im Euroraum, so zeigt sich die überragende Bedeutung des Dienstleistungssektors (siehe Abbildung A). Dieser ist mit einem Anteil von rund 70 % der bei weitem größte Wirtschaftszweig im Euroraum. Auf die Industrie, die vor allem das verarbeitende Gewerbe umfasst (aber auch Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden sowie Energie- und Wasserversorgung), entfallen etwa 20 % der Wertschöpfung im Euroraum. Bauwesen und Landwirtschaft erwirtschafteten im Berichtsjahr lediglich einen vergleichsweise kleinen Anteil von 6 % bzw. 2 %.

Der Dienstleistungssektor wird im Allgemeinen in drei Hauptgruppen ähnlicher Größe unterteilt: Handel und Verkehr, Finanzierung und Unternehmensdienstleister sowie Dienstleistungen der öffentlichen Verwaltung (siehe Abbildung B). Zwar erlaubt diese Aufschlüsselung keine strenge Unterscheidung zwischen privatwirtschaftlichen und staatlichen Dienstleistungen, doch werden die ersten beiden Gruppen normalerweise dem Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen zugerechnet.

Im Gleichschritt mit dem allgemeinen Trend in hoch entwickelten Volkswirtschaften hat die Wirtschaft im Euroraum einen beträchtlichen Strukturwandel durchlaufen. Während der Dienst-

Abbildung A Zusammensetzung der realen Bruttowertschöpfung insgesamt¹⁾

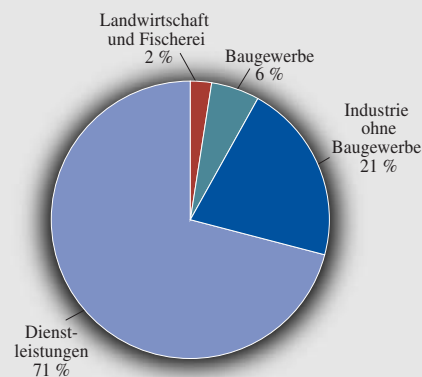
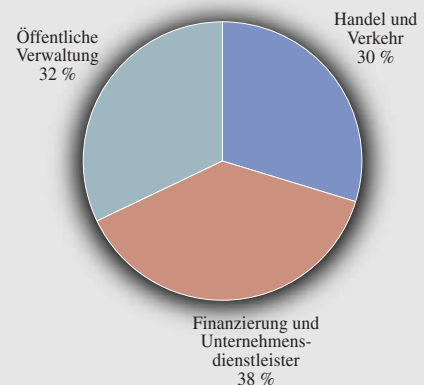


Abbildung B Zusammensetzung der realen Bruttowertschöpfung im Dienstleistungssektor¹⁾



Quelle: Eurostat.

1) Die Gewichtung bezieht sich auf das Jahr 2005.

Sektorale Entwicklung der realen Bruttowertschöpfung im Euroraum

(Durchschnitt des entsprechenden Zeitraums)

	Wachstumsrate gegenüber dem Vorquartal (in %) (1991 bis 2005)	Standardabweichung (der Wachstumsrate gegenüber dem Vorquartal) (1991 bis 2005)	Beiträge zur Wachstumsrate gegenüber dem Vorquartal (in Prozentpunkten) (1996 bis 2005)	Durchschnittliche absolute Beiträge zur Veränderung der Wachstumsrate gegenüber dem Vorquartal (in Prozentpunkten) (1996 bis 2005)
Dienstleistungen	0,6	0,3	0,4	0,2
Handel und Verkehr	0,5	0,6	0,1	0,1
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	0,7	0,4	0,2	0,1
Öffentliche Verwaltung	0,4	0,3	0,1	0,0
Industrie ohne Baugewerbe	0,3	1,0	0,1	0,2
Baugewerbe	0,1	1,7	0,0	0,1
Landwirtschaft	0,4	1,6	0,0	0,0
Insgesamt	0,5	0,4	0,5	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

leistungssektor eine immer größere Rolle spielte, ist der Anteil der Industrie stetig geschrumpft. So ist etwa der Wertschöpfungsbeitrag des Dienstleistungssektors seit 1996 um circa drei Prozentpunkte gestiegen, der industrielle Beitrag hingegen um zwei Prozentpunkte gesunken. Die wachsende Bedeutung der Dienstleistungsbranche könnte auf mehrere Faktoren zurückzuführen sein: eine durch Einkommenssteigerungen bedingte lebhaftere Konsumentennachfrage nach Dienstleistungen, die Liberalisierung des Dienstleistungssektors und/oder die erhöhte Erwerbsbeteiligung von Frauen, durch die sich Haushaltsarbeit teilweise in den Dienstleistungsbereich verlagert hat.

Die Veränderungen der Wertschöpfungsbeiträge der einzelnen Branchen im Euro-Währungsgebiet gingen Hand in Hand mit beträchtlichen sektoralen Wachstumsunterschieden. Dabei dürfte der Umstand, dass Industrieunternehmen einige Aufgaben in den Bereich der Unternehmensdienstleister auslagerten, zum Teil zur wachsenden Bedeutung des Dienstleistungssektors beigetragen haben. Diese Outsourcing-Tendenz förderte auch eine stärkere Verflechtung der Industrie mit dem Dienstleistungssektor.

Wie die Tabelle in diesem Kasten zeigt, ist die gesamte reale Bruttowertschöpfung im Euroraum seit den frühen Neunzigerjahren im Quartalsvergleich um durchschnittlich 0,5 % gestiegen. Derselbe Wert wurde – getragen von der positiven Entwicklung bei den marktbestimmten Dienstleistungen – im Dienstleistungssektor verzeichnet. Der Industriesektor (ohne Baugewerbe) wuchs im Schnitt um 0,3 %, während das Baugewerbe mit 0,1 % die geringste Wachstumsrate verzeichnete. Aufgrund seiner Größe und kräftigen Wachstumsdynamik leistete der Dienstleistungssektor den Hauptbeitrag zur Steigerung der Wertschöpfung im Euroraum seit Mitte der Neunzigerjahre, nämlich im Durchschnitt 0,4 Prozentpunkte, verglichen mit durchschnittlich 0,1 Prozentpunkten von Seiten der Industrie.

Was die Volatilität des Wertschöpfungswachstums anbelangt, sind ebenfalls bedeutende Unterschiede zwischen den einzelnen Sektoren zu beobachten. So ist das Wachstum im Dienstleis-

tungssektor (gemessen an der Standardabweichung) weit weniger volatil als in anderen Sektoren. Dennoch hat der Dienstleistungssektor seit Mitte der Neunzigerjahre aufgrund seiner Größe im Durchschnitt ähnlich stark zur Volatilität beigetragen wie die Industrie.

Die großen Unterschiede zwischen den durchschnittlichen Wachstumsraten der wichtigsten Sektoren im Euroraum werfen die Frage auf, inwieweit sektorspezifische Entwicklungen im längerfristigen Zusammenhang betrachtet zu der relativ schwachen Wachstumsdynamik der jüngsten Wirtschaftserholung beigetragen haben könnten. Die Konjunkturbelebung, die Mitte des Jahres 2003 eingesetzt hatte, schwächte sich bereits im Jahr darauf wieder ab, gewann aber ab dem dritten Quartal 2005 erneut an Schwung. In Abbildung C und D findet sich eine Gegenüberstellung der Entwicklungen im Dienstleistungs- und Industriesektor während der jüngsten Konjunkturbelebung und der letzten beiden Aufschwungsphasen. Diese zeigt, dass die relativ schwache Dynamik im zweiten Jahr der aktuellen Erholungsphase nicht einem bestimmten Sektor zugeschrieben werden kann, denn sowohl in der Dienstleistungsbranche als auch in der Industrie entsprachen die Entwicklungsmuster dem Verlauf des BIP-Wachstums. In keinem der beiden Sektoren gab es im ersten Jahr des aktuellen Aufschwungs signifikante Abweichungen gegenüber den durchschnittlichen Entwicklungen während der letzten beiden Konjunkturerholungen. Im zweiten Jahr lag das Wachstum der Wertschöpfung allerdings in beiden Sektoren unter dem Durchschnitt der beiden früheren Phasen. Die Gegenüberstellung in Abbildung C und D zeigt auch, dass die Entwicklung in der Industrie viel schwankungsanfälliger war als im Dienstleistungssektor. Das relativ schwache Wachstum im zweiten Jahr des gegenwärtigen Aufschwungs dürfte auf eine Reihe von Faktoren zurückzuführen sein: z. B. geringeres Trendwachstum, die jüngsten Ölpreiserhöhungen und die deutliche Aufwertung des Euro sowie Ungewissheit über die noch ausstehenden Strukturreformen in einigen Euro-Ländern (siehe EZB, Die aktuelle konjunkturelle Erholung im Euro-Währungsgebiet im historischen Kontext, Kasten 5, Monatsbericht November 2005).

Abbildung C Wertschöpfung im Dienstleistungssektor des Euroraums

(Index, T=100)

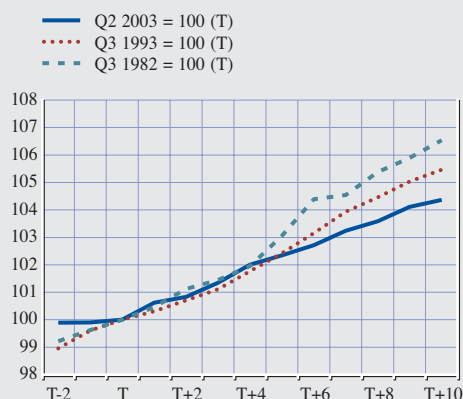
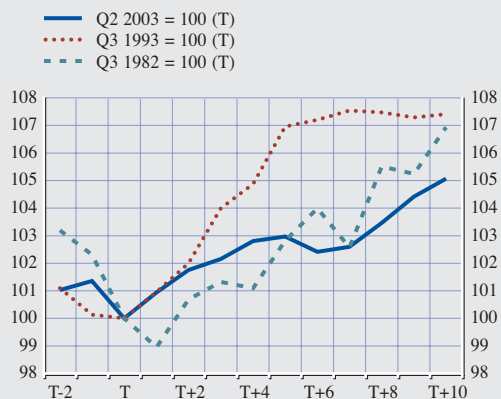


Abbildung D Wertschöpfung im Industriesektor des Euroraums

(Index, T=100)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

Anmerkung: Der Aufschwung beginnt bei T+1; dabei ist Quartal T der konjunkturelle Tiefpunkt gemäß der Definition des Euro Area Business Cycle Dating Committee des Centre for Economic Policy Research (siehe www.cepr.org/data/Dating). Eine Ausnahme bildet der jüngste Aufschwung, der sich auf Basis des realen BIP-Wachstums im Vergleich zum Vorquartal abzeichnet.

Insgesamt unterstreichen die Wertschöpfungsbeiträge der einzelnen Sektoren im Euro-Währungsgebiet die große Bedeutung des Dienstleistungssektors, der der bei weitem größte Wirtschaftszweig im Euroraum ist. Er hat im Lauf der vergangenen Jahrzehnte stark an Gewicht gewonnen – ein Trend der sich aller Wahrscheinlichkeit nach fortsetzen wird – und trägt heute ungefähr gleich viel zur Volatilität des Wertschöpfungswachstums bei wie die Industrie. Dementsprechend waren die wichtigsten Wirtschaftszweige des Euroraums im zweiten Jahr der jüngsten Aufschwungphase (also von Mitte 2004 bis Mitte 2005) in ähnlichem Maß für die relativ schwache Wachstumsdynamik verantwortlich.

Verschiedene Streuungsparameter zeigen, dass sich die Divergenz der Wachstumsraten des realen BIP in den Ländern des Euroraums im Berichtsjahr kaum verändert hat. Unter anderem bedingt durch die Abschwächung des Weltwirtschaftswachstums und des Welthandels sowie durch den Ölpreisanstieg verringerte sich das durchschnittliche Wachstum des realen BIP im Jahr 2005 in allen Euro-Ländern gegenüber dem Vorjahr oder blieb praktisch gleich; nur in Spanien beschleunigte sich das Wachstum etwas und stabilisierte sich dann auf einem relativ robusten Niveau.

ANHALTENDE VERBESSERUNG DER ARBEITSMARKTLAGE

Im gesamten Jahresverlauf stieg die Beschäftigung mit ähnlichem Tempo an wie bereits 2004 (siehe Tabelle 4). In sektoraler Betrachtung nahm die Beschäftigung im Dienstleistungsbereich und im Baugewerbe stark zu, blieb hingegen in der Industrie ohne Baugewerbe und in der Landwirtschaft rückläufig. Die Umfrageindikatoren für die Beschäftigungsaussichten erhöhten sich sowohl bei den Dienstleistungen als auch in der Industrie gegen Jahresende kräftig. Angesichts der mäßigen Wirtschaftstätigkeit im Jahr 2005 sollten die jüngsten arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen zur Förderung von Teilzeitbeschäftigung und selbstständiger Tätigkeit von wesentlicher Bedeutung sein.

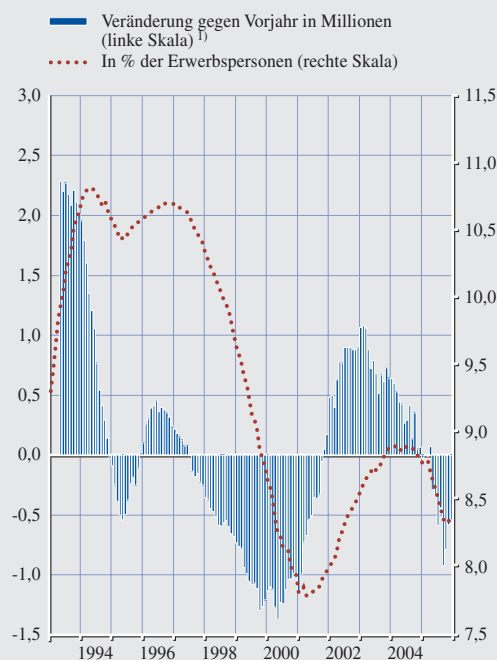
Die Arbeitslosenquote im Eurogebiet lag Ende 2005 nach einem stetigen Rückgang im Jahresverlauf bei 8,3 % (siehe Abbildung 30), wobei die Arbeitslosenquote der unter 25-Jährigen stark rückläufig war. Die Schätzungen für die inflationsstabile Arbeitslosenquote (NAIRU), die von den Siebzigerjahren bis zur Mitte der

Neunzigerjahre hauptsächlich aufgrund negativer Schocks und der restriktiven Arbeitsmarktregelungen in den meisten Euro-Ländern anstieg, fielen in den letzten zehn Jahren etwas geringer aus.⁹ Dieser Rückgang wurde vor allem mit den Auswirkungen der Arbeitsmarktreform in einigen Ländern des Eurogebiets in

9 Siehe hierzu auch EZB, Die strukturelle Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet in einer längerfristigen Betrachtung, Monatsbericht August 2005.

Abbildung 30 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.
Anmerkung: Alle Angaben beziehen sich auf die 12 Euro-Länder.
1) Nicht saisonbereinigt.

Tabelle 4 Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt

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

	2003	2004	2005	2003	2003	2004	2004	2004	2004	2005	2005	2005	2005
				Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Erwerbspersonen	0,8	0,9	.	0,1	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	.
Beschäftigung	0,3	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,2	0,0	0,2	0,3	.
Landwirtschaft ¹⁾	-2,2	-1,0	.	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	0,1	-0,4	-1,1	-0,2	-0,7	.
Industrie ²⁾	-1,1	-0,9	.	-0,4	-0,4	-0,5	0,2	-0,1	0,0	-0,6	0,0	0,0	.
– ohne Baugewerbe	-1,5	-1,6	.	-0,5	-0,6	-0,7	0,1	-0,5	0,1	-0,8	-0,1	-0,1	.
– Baugewerbe	0,0	0,8	.	-0,4	0,1	0,1	0,5	1,1	-0,3	-0,0	0,3	0,4	.
Dienstleistungen ³⁾	0,9	1,4	.	0,3	0,3	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	.
Arbeitslosenquoten⁴⁾													
Insgesamt	8,7	8,9	8,6	8,7	8,8	8,9	8,9	8,9	8,8	8,8	8,6	8,4	8,3
Unter 25 Jahren	17,6	17,9	17,7	17,6	18,1	17,9	18,1	17,9	18,0	18,3	17,6	17,2	17,5
25 Jahre und älter	7,5	7,6	7,3	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6	7,6	7,5	7,4	7,2	7,1

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 extratoritoriale Körperschaften und Organisationen.

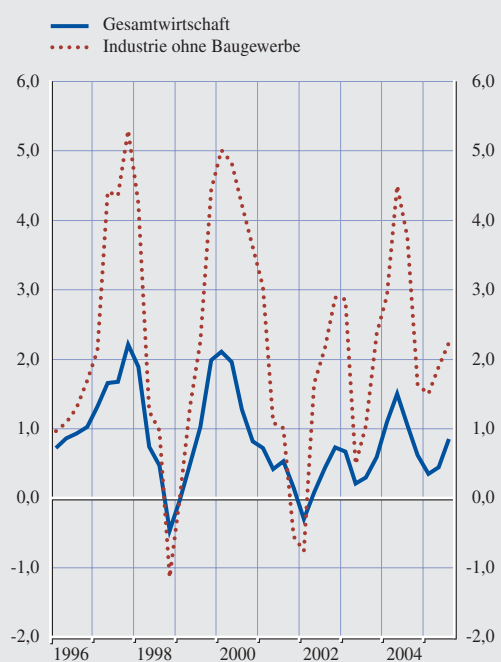
4) In % der Erwerbspersonen gemäß den Empfehlungen der IAO.

Verbindung gebracht (siehe Kasten 6). Während einige Länder beachtliche Fortschritte im Hinblick auf die Flexibilisierung ihrer Arbeitsmärkte erzielt haben, sind in vielen anderen

Ländern ehrgeizigere Reformen notwendig. Nur durch ein stärkeres Engagement bei den Strukturreformen am Arbeitsmarkt können die Arbeitslosenquoten in den kommenden Jahren nennenswert zurückgeführt werden, ohne dabei die Preisstabilität zu gefährden.

Abbildung 31 Arbeitsproduktivität

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Das Wachstum der Arbeitsproduktivität blieb im Jahr 2005 gedämpft (siehe Abbildung 31), wobei die Zuwachsraten in der Industrie ohne Baugewerbe weiterhin über dem gesamtwirtschaftlichen Produktivitätsfortschritt lag. Mit einem Rückgang auf zuletzt gut 1 % gegenüber Raten von mehr als 2 % in den Neunzigerjahren ist das Produktivitätswachstum im Eurogebiet in den vergangenen Jahren enttäuschend ausgefallen. Zum Teil lässt sich diese Entwicklung mit der höheren Beschäftigung erklären, sie spiegelt aber auch den unzureichenden Einsatz neuer produktivitätssteigernder Technologien wider. Wie eine Aufschlüsselung des Arbeitsproduktivitätszuwachses der letzten Jahre zeigt, spielt überdies die mangelnde berufliche Qualifizierung eine Rolle.¹⁰ Vorläufige empirische Untersuchungen stellen einen Zusammenhang her zwischen mangelndem Wettbewerb und Kündigungsschutzbestimmungen auf der einen

10 Siehe G. Schwerdt und J. Turunen, Growth in euro area labour quality, Working Paper Nr. 575 der EZB, Januar 2006.

und der relativ geringen Produktivität in den Euro-Ländern auf der anderen Seite.¹¹ Daher sind zur Stärkung des Humankapitals im Euro-Währungsgebiet Maßnahmen zur Hebung des Bildungsniveaus und zur Intensivierung der innerbetrieblichen Fortbildung gefragt. Außerdem braucht der Euroraum wirtschaftspoliti-

sche Maßnahmen, die die Innovationskultur und den Einsatz produktivitätssteigernder Technologien fördern.

11 Siehe G. Nicoletti und S. Scarpetta, Regulation and economic performance: product market reforms and productivity in the OECD, OECD Economics Department Working Paper Nr. 460, November 2005.

Kasten 6

STRUKTURREFORMEN AUF DEN ARBEITS- UND GÜTERMÄRKTEN IN DER EU

Der erhöhte Wettbewerb, der schnelle technologische Wandel und die Bevölkerungsalterung stellen die Länder Europas vor neue Herausforderungen, die es in Chancen zu verwandeln gilt. Auf den Arbeits- und Gütermärkten müssen unter anderem folgende Maßnahmen ergriffen werden: Erhöhung der Arbeitsmarktflexibilität, Verbesserung des Qualifikationsniveaus der Erwerbspersonen, Vollendung des Binnenmarktes (auch im Dienstleistungsbereich) sowie Förderung von Innovationen und Stärkung des unternehmerischen Umfelds. Dies erfordert Struktur reformen, die das europäische Wachstumspotenzial steigern, die Schaffung von Arbeitsplätzen fördern und die europäischen Märkte flexibler und schockresistenter machen.

Um diesen Herausforderungen zu begegnen, beschloss der Europäische Rat bei seiner Sitzung im Frühjahr 2005, der Lissabon-Strategie – dem ambitionierten Reformprogramm der EU vom März 2000 – in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission und den EU-Mitgliedstaaten neue Impulse zu geben, und zwar vor allem im Hinblick auf nachhaltiges Wachstum und Beschäftigung.¹ In diesem Zusammenhang verabschiedete der ECOFIN-Rat im Jahr 2005 auf Vorschlag der Kommission integrierte Leitlinien für Wachstum und Beschäftigung für die Jahre 2005 bis 2008, die sowohl die neuen Grundzüge der Wirtschaftspolitik als auch die neuen beschäftigungspolitischen Leitlinien umfassen. Diese wirtschafts- und beschäftigungspolitischen Leitlinien fordern unter anderem Struktur reformen, die die Effizienz auf den Arbeits- und Gütermärkten der EU steigern. Auf Grundlage der integrierten Leitlinien haben die einzelnen Mitgliedstaaten nationale Reformprogramme erarbeitet, in denen sie ihre Reformvorhaben für die drei Jahre von 2005 bis 2008 darlegen (siehe Kapitel 4 Abschnitt 1). Im Juli 2005 verabschiedete die Kommission parallel dazu ein Lissabon-Programm der Gemeinschaft, das die nationalen Programme durch auf europäischer Ebene zu ergreifende Maßnahmen ergänzen soll.

Die Verbesserung der Arbeitsmarktsituation ist eine der obersten Prioritäten der nationalen Reformprogramme, da in der EU nach wie vor 20 Millionen Menschen arbeitslos sind und die Bemühungen zur Anhebung der Beschäftigungsquote und zur Senkung der Arbeitslosenquote bislang nur mäßigen Erfolg zeitigen. Obwohl die EU-Mitgliedstaaten viele Reformmaßnahmen zur Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Arbeitsmärkte angekündigt haben, können die Beschäftigungsziele der Lissabon-Strategie wohl nur durch energischere Schritte erreicht werden. Vor allem die Erwerbsbeteiligung und Beschäftigungsquoten von Frauen, jüngeren und älteren Menschen (unter 25 bzw. über 55) müssen angehoben werden. Dementsprechend zielte die Arbeitsmarktpolitik in den EU-Mitgliedstaaten im Jahr 2005 primär darauf ab, den Einstieg ins Erwerbsleben attraktiver zu machen. Die meisten Maßnahmen betrafen dabei die Besteue-

1 Siehe EZB, Die Lissabon-Strategie – fünf Jahre später, Monatsbericht Juli 2005.

zung des Faktors Arbeit, aktive Arbeitsmarktpolitik sowie Arbeitslosenunterstützung und Sozialleistungen. Die Mehrzahl der steuerlichen Maßnahmen war darauf ausgerichtet, das Beschäftigungsniveau über eine niedrigere Besteuerung der Arbeit anzukurbeln. Im Bereich der aktiven Arbeitsmarktmaßnahmen beschlossen einige Staaten die öffentliche Arbeitsverwaltung umzustrukturieren. Bei der Arbeitslosenunterstützung und den Sozialleistungen wurden verschiedene Maßnahmen unternommen, um eine gezieltere Vergabe und strengere Kontrollen und Anspruchsvoraussetzungen zu gewährleisten. In einigen EU-Ländern wurden die Arbeitsmärkte durch die Öffnung der Grenzen gegenüber den neuen Mitgliedstaaten bislang insgesamt positiv beeinflusst. Wenige Reformschritte wurden im Jahr 2005 im Bereich der Vorruhestandsregelungen unternommen.

Wenn sich das unternehmerische Umfeld in Bezug auf Wettbewerbsbestimmungen und Marktregulierung nicht verbessert, läuft Europa Gefahr, hinter globalen Konkurrenten zurückzubleiben. Die europäischen Waren-, Dienstleistungs- und Energiemärkte (einschließlich der netzgebundenen Sektoren) stehen nach wie vor nicht völlig im offenen Wettbewerb. Allgemein betrachtet wurde das Tempo der Reformen zur Verbesserung der Marktregulierung auf nationaler und EU-Ebene allerdings erhöht. Die Umsetzung der Richtlinie über Dienstleistungen im Binnenmarkt wird ein weiterer Meilenstein auf dem Weg zur Vollendung des Binnenmarktes sein. Trotzdem bleibt der Handlungsbedarf zur Beseitigung von Zugangshindernissen und zur Sicherstellung reibungsloser Marktabläufe – auch in den netzgebundenen Sektoren – hoch.

Reformen auf den Arbeits- und Gütermärkten müssen mit Maßnahmen einhergehen, die ein der Wissensentwicklung und Innovation förderliches Klima schaffen. Die Ausgaben für Forschung und Entwicklung sind in der EU jedoch im internationalen Vergleich niedrig. Seit 2001 stagnieren sie in Relation zum BIP nahezu und liegen mit rund 1,9 % des BIP weit unter dem Lissabon-Ziel von 3 %. Viele Mitgliedstaaten sehen in ihren nationalen Reformprogrammen zwar eine signifikante Erhöhung der Gesamtausgaben für Forschung und Entwicklung bis 2010 vor, allerdings sind mittel- und langfristig weitere Anstrengungen notwendig, um vor allem die privatwirtschaftlichen Forschungs- und Entwicklungsausgaben zu steigern. Auch im Bildungssektor sind stärkere Bemühungen erforderlich, um sicherzustellen, dass die Entwicklungen im Bereich Arbeitsqualität mit den Zielvorgaben von Lissabon Schritt halten.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die Strukturreformen im Jahr 2005 weiter vorangetrieben wurden. Die Reformmaßnahmen, die im Rahmen der überarbeiteten Lissabon-Strategie eingeleitet und im Lissabon-Programm der Gemeinschaft und den nationalen Reformprogrammen dargelegt wurden, sind ein weiterer begrüßenswerter Schritt in die richtige Richtung. Auf Basis dieser Programme muss nun das Reformtempo insgesamt gesteigert werden.

2.5 ENTWICKLUNG DER ÖFFENTLICHEN FINANZEN

HAUSHALTSENTWICKLUNG 2005 ENTÄUSCHEND

Bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet waren im Jahresverlauf 2005 kaum Fortschritte zu verzeichnen. Gemäß den jüngsten Angaben in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen der Mitgliedstaaten schrumpfte das Defizit im Euroraum

nur leicht auf 2,5 % des BIP, was nicht ausreichte, um einen weiteren Anstieg der durchschnittlichen Schuldenquote zu verhindern (siehe Tabelle 5). Das voraussichtliche Haushaltsergebnis für das Jahr 2005 ist das Resultat einer mäßig restriktiven Finanzpolitik vor dem Hintergrund eines moderaten Wirtschaftswachstums.

Tabelle 5 Öffentliche Finanzen im Euroraum

(in % des BIP)

Finanzierungssaldo des Staates

	2002	2003	2004	Angaben aus dem Stabilitätsprogramm für 2005
Euroraum	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5
Belgien	0,0	0,1	0,0	0,0
Deutschland	-3,8	-4,1	-3,7	-3,3
Griechenland	-4,9	-5,7	-6,6	-4,3
Spanien	-0,3	0,0	-0,1	1,0
Frankreich	-3,3	-4,1	-3,7	-3,0
Irland	-0,6	0,2	1,4	0,3
Italien	-2,7	-3,2	-3,2	-4,3
Luxemburg	2,1	0,2	-1,2	-2,3
Niederlande	-2,0	-3,2	-2,1	-1,2
Österreich	-0,4	-1,2	-1,0	-1,9
Portugal	-2,8	-2,9	-3,0	-6,0
Finnland	4,3	2,5	2,1	1,8

Bruttoverschuldung des Staates

	2002	2003	2004	Angaben aus dem Stabilitätsprogramm für 2005
Euroraum	69,2	70,4	70,8	71,0
Belgien	105,8	100,4	96,2	94,3
Deutschland	61,2	64,8	66,4	67,5
Griechenland	111,6	108,8	109,3	107,9
Spanien	53,2	49,4	46,9	43,1
Frankreich	58,8	63,2	65,1	65,8
Irland	32,4	31,5	29,8	28,0
Italien	108,3	106,8	106,5	108,5
Luxemburg	6,8	6,7	6,6	6,4
Niederlande	51,3	52,6	53,1	54,4
Österreich	66,7	65,1	64,3	63,4
Portugal	56,1	57,7	59,4	65,5
Finnland	42,3	45,2	45,1	42,7

Quellen: Europäische Kommission (für die Jahre 2002 bis 2004), aktualisierte Stabilitätsprogramme 2005/06 (für 2005) 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.

Eine Reihe von Ländern hat die Haushaltsziele, die sie in ihren aktualisierten Stabilitätsprogrammen Ende 2004 bzw. im ersten Halbjahr 2005 aufgeführt haben, verfehlt. Die voraussichtlichen Haushaltsergebnisse blieben um durchschnittlich 0,2 Prozentpunkte des BIP hinter den Zielwerten zurück, was zum Teil auf das niedriger als erwartet ausgefallene Wirtschaftswachstum, aber auch auf Konsolidierungslücken sowie Ausgabenüberschreitungen in einigen Ländern zurückzuführen ist. In einigen jener Länder, die bereits bisher hohe Defizite aufwiesen, ist der erwartete Fehlbetrag besonders ausgeprägt. Die Verschlechterung der Haushaltsslage im Berichtsjahr wird auch darin

deutlich, dass sich der Kreis von Ländern mit einem über dem Referenzwert von 3 % des BIP liegenden Defizit im Vergleich zu den aktualisierten Stabilitätsprogrammen von 2004 erhöht hat. Während laut den Stabilitätsprogrammen lediglich zwei Länder dieses Niveau hätten überschreiten sollen, ist davon auszugehen, dass insgesamt vier Länder (Deutschland, Griechenland, Italien und Portugal) mit ihrer Defizitquote über dem Referenzwert lagen. Diese Staaten weisen mit Ausnahme Portugals, das sein Defizit mit umfangreichen temporären Maßnahmen von 2002 bis 2004 auf bzw. unter 3 % des BIP drücken konnte, schon seit der Einführung des Euro im Jahr 1999 größtenteils

Defizite über dem Referenzwert aus. Für 2005 ist in Deutschland mit einer Defizitquote von 3,3 % und in Frankreich mit 3,0 % zu rechnen. Damit lag das Defizit in Deutschland im Jahr 2005 zum vierten Mal in Folge über 3 % des BIP. Wie sich nach umfangreichen statistischen Korrekturen im Jahr 2004 herausstellte, überschreitet das griechische Haushaltsdefizit (gemäß ESVG 95) den Referenzwert seit 1997; für 2005 wird eine Defizitquote von 4,3 % erwartet. Ebenso überschritt Italien mit einer Defizitquote von 4,3 % den Referenzwert im Berichtsjahr merklich. Portugals Defizit schließlich hat sich nach dem Auslaufen der umfangreichen temporären Maßnahmen gegenüber 2004 mit 6,0 % des BIP praktisch verdoppelt.

Das Haushaltsergebnis für den Euroraum insgesamt wies auf einen mäßig restriktiven finanzpolitischen Kurs hin. Das geschätzte Wachstum des realen BIP lag unter dem Potenzial, was darauf hindeutet, dass sich der Konjunkturzyklus auf die Haushaltsentwicklung negativ auswirkte. Die Zinszahlungen blieben aufgrund des historisch niedrigen Zinsniveaus sowie günstiger Finanzierungsbedingungen stabil.

Die einzelnen Euro-Länder hatten einen sehr unterschiedlichen Konsolidierungsbedarf. Die Bandbreite der konjunkturbereinigten Finanzierungssalden lag den Schätzungen zufolge zwischen einem Überschuss von rund 2,5 % des BIP und einem Defizit von etwa 5 % des BIP. Trotz struktureller Verbesserungen der öffentlichen Finanzen blieben die Haushaltsergebnisse in einer Reihe von Ländern weiterhin unter dem erforderlichen Niveau. Defizit senkende temporäre Maßnahmen und Einmaleffekte verzerren das Bild leicht – wenn auch weniger stark als in den Vorjahren – und haben definitionsgemäß nicht zu einer dauerhaften Verbesserung geführt. Für das Euro-Währungs-

gebiet insgesamt sind voraussichtlich sowohl die Ausgaben als auch die Einnahmen des Staates gemessen am BIP leicht gestiegen. Erhöhungen der indirekten Steuern im Jahr 2005 sowie begrenzte ausgabenseitige Einsparungen wurden durch Entlastungen bei den direkten Steuern und Sozialbeiträgen weitgehend ausgeglichen.

Schätzungen zufolge hat sich 2005 die Schuldenquote im Euroraum im dritten Jahr in Folge erhöht und belief sich auf 71,0 %. Ausschlaggebend dafür waren eine niedrige Primärüberschussquote, das hinter dem durchschnittlichen impliziten Zinssatz auf Staatsschulden zurückgebliebene Wirtschaftswachstum sowie zum Teil Maßnahmen, die zwar nicht defizitwirksam waren, aber den Schuldenstand erhöhten (Deficit-Debt-Adjustments). Die Schuldenquoten lagen in den meisten Euro-Ländern über dem Referenzwert von 60 %, wobei die Quote häufig weiter anstieg. Unter den Ländern des Euro-Währungsgebiets wies Italien mit einer geschätzten Schuldenquote von 108,5 % den höchsten Schuldenstand auf. Die Schuldenquote Griechenlands sank nur geringfügig und blieb über der 100 %-Marke. Bei drei weiteren Ländern mit einer oberhalb des Referenzwerts von 60 % des BIP liegenden Verschuldung (Deutschland, Frankreich und Portugal) wird nicht davon ausgegangen, dass diese ihre Schuldenquoten verringert haben. Belgien schließlich dürfte (zum Teil dank temporärer Maßnahmen) zwar auch im Berichtsjahr einen ausgeglichenen Haushalt erreicht haben, doch hat sich die Schuldenrückführung aufgrund umfangreicher Deficit-Debt-Adjustments beträchtlich verlangsamt. Die nach wie vor signifikanten Defizite und die negative Schuldendynamik im Euroraum spiegelten sich auch im Emissionsvolumen für Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte (siehe Kasten 7).

Kasten 7

SCHULDVERSCHREIBUNGEN DER ÖFFENTLICHEN HAUSHALTE IM EURORAUM

Mit den Defiziten der öffentlichen Haushalte ist auch der Finanzierungsbedarf der Euro-Länder gestiegen, weshalb das Emissionsvolumen öffentlicher Schuldverschreibungen im Jahr 2005 hoch blieb. Im Jahr 1999, als die dritte Stufe der WWU begann, wiesen die meisten Euro-Länder nur leichte Haushaltsdefizite oder sogar Überschüsse auf und hatten dementsprechend nur einen geringen Mittelbedarf. Mit der Verschlechterung der Haushaltspositionen ab 2000, die zum Teil konjunkturell bedingt war, hat sich diese Situation jedoch geändert. Seither sind sowohl die Schuldenquoten als auch die jährlichen Wachstumsraten der von der öffentlichen Hand begebenen Schuldverschreibungen im Euroraum gestiegen. Letztere bewegten sich in den vergangenen vier Jahren im Schnitt im Bereich von 4,5 % (siehe Tabelle A).

Analysiert man die Struktur der im Umlauf befindlichen öffentlichen Schuldverschreibungen, so zeigt sich, dass die meisten Schuldtitel vom Zentralstaat begeben werden. Im Dezember 2005 betrug dessen Anteil 93,8 %, während auf die sonstigen öffentlichen Haushalte nur 6,2 % entfielen. Allerdings haben gerade Letztere in den vergangenen Jahren ihr Engagement auf dem Anleihemarkt verstärkt. Der Anteil der vom Zentralstaat begebenen Schuldtitel nahm zwischen 1998 und 2005 stetig ab, während sich der Anteil der von den sonstigen öffentlichen Haushalten emittierten Wertpapiere verdoppelte (siehe Tabelle B).

Das Schuldenmanagement der Euro-Länder konzentrierte sich weiterhin auf langfristige Papiere. Emissionen langfristiger Schuldverschreibungen sind nicht zuletzt durch das niedrige Zinsniveau attraktiver für die öffentlichen Haushalte geworden: Zu Ende des Jahres 2005 machten die langfristigen Schuldtitel 92,3 % der im Umlauf befindlichen öffentlichen Schuldverschreibungen aus, während auf die kurzfristigen nur 7,7 % entfielen. Dieser Trend zeigt sich auch am Rückgang der kurzfristigen Schuldverschreibungen im Jahr 2005. Die Jahreswachstumsrate der langfristigen Schuldtitel sank allerdings ebenfalls geringfügig – von 5,7 % im Jahr 2004 auf 4,8 % im Jahr 2005.

Wie aus Tabelle B hervorgeht, handelt es sich bei den langfristigen Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte meistens um festverzinsliche Papiere. Langfristige Schuldtitel mit variabler Verzinsung haben im Lauf der Zeit stark an Bedeutung verloren und sind von 11,9 % des Gesamtumlaufs im Jahr 1998 auf 7,9 % im Dezember 2005 zurückgegangen. Grund hierfür ist, dass einige Regierungen gegen Ende der Neunzigerjahre – in einem von Preisstabilität geprägten Umfeld – immer geringere Laufzeitprämien für langfristige festverzinsliche Papiere zahlten. Gleichwohl stieg der Anteil der variabel verzinsten Schuldverschreibungen im Jahr 2005

Tabelle A Jahreswachstumsraten der Schuldverschreibungen von öffentlichen Haushalten im Euroraum

(in %; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Öffentliche Haushalte insgesamt	4,3	3,6	2,5	2,7	4,1	4,7	5,0	4,1
Langfristig	6,3	5,7	3,3	2,2	2,9	3,9	5,7	4,8
Festverzinslich			5,1	5,2	3,9	5,0	6,1	4,7
Variabel verzinslich			-4,0	-16,2	-9,4	-5,5	5,1	9,3
Kurzfristig	-10,5	-16,0	-7,1	8,8	19,1	13,4	-1,3	-3,3

Quelle: EZB.

Tabelle B Struktur der Schuldverschreibungen von öffentlichen Haushalten des Euroraums

(in % der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen insgesamt; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Zentralstaat	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3	93,8
Langfristige Schuldverschreibungen	87,5	89,3	89,8	89,0	87,2	85,8	86,0	86,2
Kurzfristige Schuldverschreibungen	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3	7,6
Sonstige öffentliche Haushalte	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7	6,2
Langfristige Schuldverschreibungen	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6	6,1
Kurzfristige Schuldverschreibungen	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Öffentliche Haushalte insgesamt								
Langfristige Schuldverschreibungen	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6	92,3
Festverzinslich	75,9	79,2	81,1	82,5	82,0	82,2	82,8	83,4
Variabel verzinslich	11,9	10,6	10,0	8,8	8,1	7,6	7,7	7,9
Kurzfristige Schuldverschreibungen	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4	7,7
Öffentliche Haushalte insgesamt in Mrd €	3 314,6	3 450,7	3 547,6	3 765,7	3 940,2	4 142,0	4 370,5	4 588,3

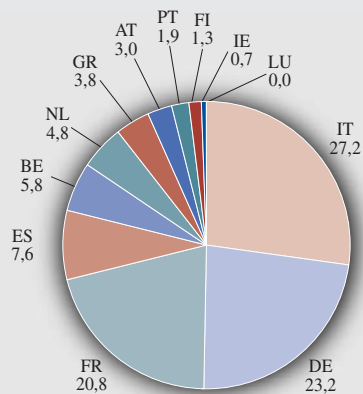
Quelle: EZB.

mit 7,9 % (verglichen mit 7,7 % im Jahr 2004) leicht an. Italien ist das einzige Land, in dem das Gewicht der variabel verzinsten Schuldverschreibungen mit 21 % deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums liegt, wenngleich dieser Anteil seit 1998 stark rückläufig ist. Die Zuwachsraten bei der Begebung von langfristigen, variabel verzinsten öffentlichen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Euroraum im Jahr 2005 auf 9,3 % und entsprach damit den Entwicklungen in anderen Marktsegmenten, wie z. B. bei den Emissionen von MFIs (siehe Abschnitt 2.2 dieses Kapitels). Der Anstieg dürfte mit den sehr niedrigen Kurzfristzinsen auf variabel verzinsten Schuldtiteln in Zusammenhang stehen (siehe Tabelle A).

Insgesamt zeigen die aktuellen Trends in der Finanzierungsstruktur der öffentlichen Haushalte, dass beim Schuldenmanagement, die – dank der verstärkt stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik der letzten zehn Jahre – verbesserten Finanzmarktbedingungen genutzt wurden. Der sichtbarste Vorteil für die Öffentlichkeit liegt dabei darin, dass der Staat nunmehr deutlich weniger Haushaltsmittel für Zinszahlungen aufwenden muss.

Abbildung A Umlauf an Schuldverschreibungen von öffentlichen Haushalten des Euroraums nach Emittentenland im Jahr 2005

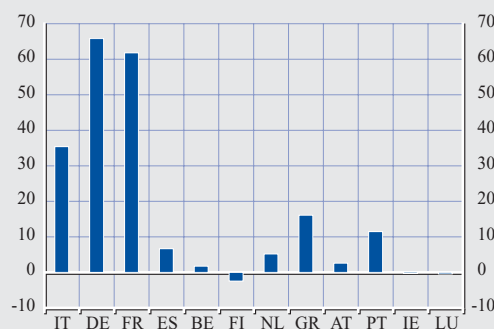
(in %; Stand am Ende des Berichtszeitraums)



Quelle: EZB.

Abbildung B Nettoemission von Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte nach Emittentenland im Jahr 2005

(in Mrd €; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)



Quelle: EZB.

Betrachtet man den Gesamtumlauf der öffentlichen Schuldverschreibungen im Dezember 2005 (siehe Abbildung A), so zeigt sich, dass Italien mit 27,2 % der bei weitem größte Emittent im Euroraum ist, gefolgt von Deutschland mit 23,2 % und Frankreich mit 20,8 %. Auf die Regierungen dieser drei Länder entfallen damit mehr als zwei Drittel der gesamten Staatsschulden im Euroraum. Beim Nettoabsatz hielt Deutschland im Jahr 2005 mit 65,8 Mrd € den größten Anteil im Euroraum – vor Frankreich und Italien mit 61,8 Mrd € bzw. 35,4 Mrd € (siehe Abbildung B).

AUSSICHTEN FÜR DIE ÖFFENTLICHEN FINANZEN IM JAHR 2006

Die Beurteilung der jüngsten Aktualisierungen der Stabilitätsprogramme zeigt, dass den darin festgelegten Zielen Konsolidierungsfortschritte zugrunde liegen, die den Vorgaben des überarbeiteten Stabilitäts- und Wachstumspakts in den meisten Fällen weitgehend entsprechen. Wie schon in der Vergangenheit haben jedoch nur wenige Regierungen ausreichend konkrete bzw. glaubwürdige Pläne für eine umfassende Konsolidierung vorgelegt. Zwar sind gewisse ausgabenseitige Einsparungen geplant, doch diese dürften durch Steuersenkungen aufgezehrt werden, wodurch Staatsausgaben und -einnahmen gleichermaßen zurückgehen würden. Infolgedessen ist zu befürchten, dass die meisten Länder ihre Defizite mit den geplanten Maßnahmen weiterhin nicht in den Griff bekommen und dass auch umfassende Strukturreformen nach wie vor ausbleiben. Für 2006 weisen die Stabilitätsprogramme einen moderaten Rückgang des durchschnittlichen Defizits im Euroraum um 0,2 Prozentpunkte auf 2,3 % des BIP aus, wobei von einem BIP-Wachstum in Nähe des Potenzialwachstums ausgegangen wird. Angesichts dessen dürfte sich der Konjunkturzyklus auf die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Jahr 2006 neutral auswirken, und die Zinsausgaben könnten im Euro-Währungsgebiet leicht zurückgehen. Die durchschnittliche Schuldenquote dürfte weitgehend unverändert nahe bei 71 % liegen.

Von den Ländern mit einem übermäßigen Defizit plant Griechenland, sein Defizit im Jahr 2006 unter die 3 %-Marke zurückzuführen, während Deutschland und Italien dies erst 2007 beabsichtigen. Portugal strebt eine Korrektur

seines übermäßigen Defizits für 2008 an. Diese Länder sowie Frankreich gehen davon aus, erst nach Ablauf des Programmhorizonts Haushaltspositionen erreichen zu können, die mit ihren mittelfristigen Zielen in Einklang stehen. Alle übrigen Länder wollen dies bis spätestens 2008 erzielen.

STRATEGISCHE KEHRTWENDE IN DER FINANZPOLITIK NÖTIG

Die bisherige und künftige Entwicklung der öffentlichen Finanzen, wie sie von der Europäischen Kommission dokumentiert und in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen dargelegt wird, wirft eine Reihe ernsthafter Probleme auf.

Erstens sollten die Euro-Länder der Haushaltskonsolidierung die notwendige Priorität einräumen. Besorgniserregend ist vor allem die hohe Anzahl von Ländern mit erheblichen Haushaltsungleichgewichten. Die verbesserten Wachstumsaussichten sind für die Länder des Euroraums eine gute Gelegenheit, mit der Korrektur ihrer übermäßigen Defizite sowie der Schaffung einer soliden Finanzlage voranzukommen. Ohne zusätzliche Maßnahmen dürfte es einer Reihe von Ländern aber nicht gelingen, ihre Konsolidierungsverpflichtungen einzuhalten. Dies ist aber nicht zuletzt eine Voraussetzung dafür, die Glaubwürdigkeit des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakts wiederherzustellen. Der finanzpolitische Rahmen der EU stellt eine wesentliche Säule der WWU dar, in der die Erwartungen bezüglich der Haushaltsdisziplin verankert sind und die somit zu Wachstum, Stabilität und Zusammenhalt im Euroraum beiträgt.

Zweitens forciert der geänderte Stabilitäts- und Wachstumspakt – im Einklang mit wirtschaftlichen Überlegungen – eine dauerhafte Konsolidierung der öffentlichen Haushalte statt einer kurzfristigen Verbesserung der Haushaltslage mithilfe einmaliger und temporärer Maßnahmen. Sollten tatsächlich weniger derartige Maßnahmen ergriffen werden, wie es einige Regierungen auch vorsehen, wäre dies sehr zu begrüßen. Es liegt auf der Hand, dass Maßnahmen mit zeitlich begrenzter Wirkung dazu führen können, dass Konsolidierungsanstrengungen, ohne die die strukturellen Haushaltsprobleme zahlreicher Euro-Länder nicht zu bewältigen sind, hinausgezögert werden. Ferner könnten mit derartigen Maßnahmen erzielte kurzfristige Erfolge künftig zu einer weiteren Verschlechterung der Lage führen, wodurch wiederum die Abgabenbelastung für künftige Generationen noch steigen würde.

Drittens benötigen die meisten Länder des Euro-Währungsgebiets eine umfassende Reformstrategie zur Beschäftigungs- und Wachstumsförderung. Dazu muss auch die weitere Konsolidierung der Staatsfinanzen gehören. Da viele Länder die effektive Besteuerung der Arbeits- und Kapitaleinkommen im Zuge einer solchen Strategie reduzieren wollen, kommt der Eindämmung der Staatsausgaben hier eine Schlüsselrolle zu. Strukturelle Ausgabenreformen sind eine Grundvoraussetzung für gesunde und wachstumsfördernde öffentliche Finanzen. Zur Förderung von Investitionen, Innovationen und Beschäftigung müssen die Ausgaben in produktive Bereiche gelenkt werden. Gleichzeitig kann es erforderlich sein, zur Vermeidung von Ausgabenüberschreitungen und dadurch oftmals ausgelöster Aufwärtskorrekturen der Defizitziele striktere Mechanismen zur Ausgabenkontrolle anzuwenden. In vielen Fällen wird auch eine Überprüfung der staatlichen Verpflichtungen mit dem Ziel, die Qualität der öffentlichen Ausgaben zu verbessern, von wesentlicher Bedeutung sein. Damit wird es möglich, eine solide Finanzlage zu schaffen und gleichzeitig die Kernaufgaben des Staates angemessen zu finanzieren.

2.6 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZ-ENTWICKLUNG

ABWERTUNG DES EURO IM JAHR 2005

Nach der starken Aufwertung des Euro im Schlussquartal 2004 gab der Wechselkurs in der ersten Jahreshälfte 2005 nach. Diese relativ breit fundierte Abwertung war gegenüber dem US-Dollar und einigen offiziell oder inoffiziell an den US-Dollar gebundenen asiatischen Währungen besonders ausgeprägt. Während der Euro anschließend seine vorangegangenen Wertverluste gegenüber dem japanischen Yen wieder wettmachte, kam es bei den meisten sonstigen bilateralen Euro-Wechselkursen nur zu relativ geringen Schwankungen. Ende 2005 hatte sich der nominale effektive Wechselkurs des Euro daher auf einem Stand von rund 6 % unter dem Niveau zu Jahresbeginn stabilisiert (siehe Abbildung 32).

Der Euro, der Ende 2004 – sowohl nominal effektiv als auch gegenüber dem US-Dollar – den höchsten Stand seit seiner Einführung im Jahr 1999 erreicht hatte, verlor anschließend unter dem Einfluss der sich verändernden Markteinschätzung der Wechselkursdeterminanten an Wert. Damals mehrten sich die Hinweise auf eine wirtschaftliche Erholung in den Vereinigten Staaten und Japan, während die Aussichten für den Euroraum weiterhin verhaltener eingeschätzt wurden. Durch Meldungen, die auf eine robuste Wirtschaftstätigkeit hindeuteten, sowie Anzeichen eines sich verstärkenden Inflationsdrucks verlagerte sich die Aufmerksamkeit des Marktes besonders in den Vereinigten Staaten offensichtlich weg vom anhaltend hohen Leistungsbilanzdefizit auf die zu erwartenden höheren US-Zinsen, was wiederum die amerikanische Währung stützte. Dieser Prozess wurde nur kurz (von Mitte Februar bis Anfang März 2005) unterbrochen, als die US-Währung vorübergehend aufgrund von Spekulationen über eine mögliche Diversifizierung der Währungsreserven einiger Zentralbanken unter Druck geriet. Ab Mitte März hellte sich die Stimmung am Markt gegenüber dem US-Dollar auf, während sie sich gegenüber dem Euro eintrübte.

Entwicklung wurde Anfang Juni nach der Ablehnung des Vertrags über eine Verfassung für Europa in Frankreich und in den Niederlanden weiter verstärkt. Der von Mitte März bis Ende Juli andauernde Rückgang des Außenwerts des Euro auf breiter Front wurde nur zum Teil durch seine Aufwertung gegenüber den Währungen der vier größten neuen EU-Mitgliedstaaten kompensiert. Die vorübergehend nachlassende, weltweite Risikoneigung scheint – insbesondere von Mitte März bis Anfang Juni – die Anlageentscheidungen in Mittel- und Osteuropa beeinflusst zu haben, was zu einer relativ breit angelegten Abschwächung der dortigen Währungen führte.

In der zweiten Jahreshälfte 2005 wurden die Devisenmärkte nach wie vor maßgeblich von konjunkturellen Faktoren beeinflusst; strukturelle Faktoren hingegen scheinen von zweitrangiger Bedeutung gewesen zu sein. Der US-Dollar profitierte anscheinend weiterhin vor allem vom zunehmenden Zinsabstand der Vereinigten Staaten gegenüber anderen wichtigen Volkswirtschaften. Positiv wirkten sich auch Kapitalströme von US-Unternehmen in Verbindung mit dem „Homeland Investment Act“ sowie die Meldung aus, dass die Auslandsnachfrage nach US-Dollar-Papieren weiterhin kräftig sei, was die Besorgnis des Marktes bezüglich der Finanzierung des US-Leistungsbilanzdefizits gedämpft haben könnte.¹² Allerdings wirkte die sich abzeichnende Aufhellung des Geschäftsklimas im Euroraum der Stärke des US-Dollar entgegen, sodass der Euro zwischen Juli und Ende Dezember 2005 gegenüber der US-Währung nur geringfügig nachgab. Die verbesserten Wirtschaftsaussichten in Japan reichten offensichtlich nicht aus, um den Abwärtsdruck auf den japanischen Yen, der von den höheren Ölpreisen und dem zunehmenden Zinsgefälle zwischen Japan und anderen großen Volkswirtschaften herrührte, auszugleichen. So notierte der japanische Yen in der zweiten Jahreshälfte 2005 allgemein schwach. Am 21. Juli gab China die Bindung seiner Währung an den US-Dollar auf und stellte auf ein Wechselkursregime des kontrollierten Floatings um, wobei sich der Wert der Landeswährung an einem Währungs-

korb orientiert. Diese Änderung war vor allem in Asien spürbar und hatte offensichtlich keinen dauerhaften direkten Einfluss auf den Wechselkurs des Euro.

Am 30. Dezember 2005 lag der Euro bei 1,20 USD und somit etwa 11 % unter seinem Niveau vom Jahresanfang. Abgeschwächt hat sich der Euro im Berichtsjahr auch im Verhältnis zum Pfund Sterling (um 3,9 %), zur norwegischen Krone (um 2,5 %), zum australischen Dollar (um 7,0 %) und zum kanadischen Dollar (um 14,4 %). Er wertete außerdem auch gegenüber den Währungen einiger neuer EU-Mitgliedsländer ab, und zwar gegenüber dem polnischen Zloty (um 5,4 %) und der tschechischen Krone (um 4,7 %). Zugleich blieb der Euro-Wechselkurs gegenüber dem japanischen Yen und dem Schweizer Franken nahezu unverändert.

Der Kursverlust des Euro gegenüber den genannten Währungen wurde nur zum Teil durch seine leichte Aufwertung gegenüber dem ungarischen Forint und seinen kräftigeren Anstieg gegenüber der schwedischen Krone (um 5,1 %) ausgeglichen.

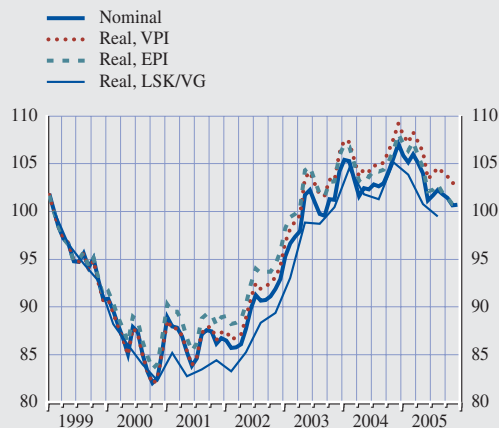
Im Januar 2006 gewann der Euro gegenüber den meisten wichtigen Währungen an Boden, gab im Februar aber wieder nach. In den ersten beiden Monaten des Jahres 2006 wurde die Entwicklung des Euro-Wechselkurses offensichtlich hauptsächlich von den Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses vor allem im Euroraum, in den Vereinigten Staaten und in Japan beeinflusst. Am 24. Februar 2006 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro rund 0,3 % unter seinem Stand vom Jahresbeginn.

Der reale effektive Außenwert des Euro (auf Basis verschiedener Kosten- und Preisindizes) ging 2005 parallel zur Abschwächung des no-

¹² Der „Homeland Investment Act“ erlaubt es US-Firmen, ihre im Ausland gehaltenen Gewinne im jeweiligen Steuerjahr zu einem besonders günstigen Steuersatz zu repatriieren.

Abbildung 32 Nominaler und realer effektiver Wechselkurs des Euro¹⁾

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

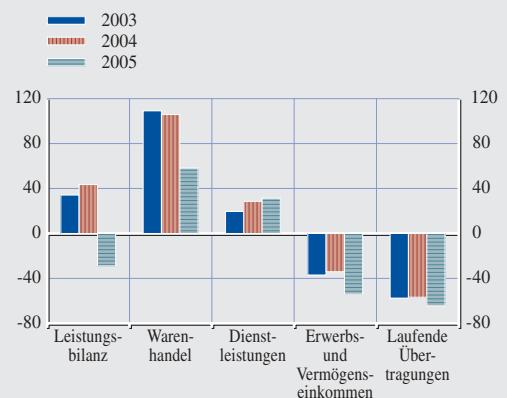


Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg der EWK-23-Indizes bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Monatswerte beziehen sich auf Dezember 2005. Für den auf den Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen EWK-23-Index beziehen sich die letzten Angaben auf das dritte Quartal 2005 und sind teilweise geschätzt.

Abbildung 33 Saldo der Leistungsbilanz und ihre Komponenten

(in Mrd €; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

minimalen effektiven Außenwerts ebenfalls zurück (siehe Abbildung 32). Im vierten Quartal 2005 lagen die realen effektiven Wechselkursindizes des Euro leicht über dem im ersten Quartal 1999 verzeichneten Stand und damit eng an ihrem Durchschnittsniveau der vergangenen zehn Jahre.

VERSCHLECHTERUNG DER LEISTUNGSBILANZ IM JAHR 2005 ÜBERWIEGEND INFOLGE HÖHERER ÖLEINFUHRKOSTEN

Im Jahr 2005 wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ein Defizit in Höhe von 29,0 Mrd € (d. h. 0,4 % des BIP) auf, nachdem im Vorjahr ein Überschuss von 43,5 Mrd € (0,6 % des BIP) erzielt worden war. Dieser Rückgang war zum Großteil auf die Verschlechterung des Warenhandelsüberschusses, in geringerem Maße aber auch auf die Ausweitung des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen zurückzuführen. Gleichzeitig blieben die Salden im Dienstleistungsverkehr und bei den laufenden Übertragungen im Wesentlichen unverändert (siehe Abbildung 33).

Die geografische Aufschlüsselung der Leistungsbilanz des Euroraums, die bis zum dritten Quartal 2005 vorliegt, zeigt, dass der starke Rückgang des kumulierten Leistungsbilanzüberschusses im Zwölfmonatszeitraum bis September 2005 vor allem auf die wachsenden Defizite im Ölhandel mit Erdöl exportierenden Ländern zurückzuführen war. Im gleichen Zeitraum blieb der im Leistungsverkehr mit den Vereinigten Staaten verbuchte Überschuss (rund 41 Mrd €) nahezu unverändert, während sich der Überschuss gegenüber anderen EU-Mitgliedstaaten – vornehmlich aufgrund eines höheren Aktivsaldo gegenüber dem Vereinigten Königreich – um 14 Mrd € erhöhte.

Im Berichtsjahr ging der Warenhandelsüberschuss um 47,6 Mrd € zurück, da der Wert der Einfuhren rascher als der Wert der Ausfuhren stieg. Die Warenausfuhrwerte erhöhten sich in etwa gleich schnell wie 2004, während sich das Wachstum der Warenimporte dem Wert nach leicht beschleunigte. Das Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen wuchs ins-

besondere zum Jahresende drastisch, was auf rascher gestiegene Auszahlungen zurückzuführen war.

Die Entwicklung des Warenhandels lässt sich besser anhand der Außenhandelsstatistik von Eurostat nachvollziehen, in der der Wert der Warenausfuhren und -einfuhren des Euro-Währungsgebiets in bzw. aus Drittländern in ihre jeweiligen Preis- und Volumenkomponenten aufgeschlüsselt ist (die verfügbaren Statistiken decken den Zeitraum bis November 2005 ab). Bei den Importen ergab sich der starke Anstieg des Warenwerts 2005 zum Teil durch das robuste Wachstum der wertmäßigen Einfuhren von Energieerzeugnissen, was hauptsächlich auf die Ölpreissteigerungen zurückzuführen war. Darüber hinaus nahmen insbesondere in der zweiten Jahreshälfte 2005 die Importvolumina zu. Nach einer Phase der Stagnation in der ersten Hälfte des Jahres 2005 stiegen die Einfuhrvolumina beschleunigt an, da die Endnachfrage im Euro-Währungsgebiet insbesondere bei den importintensiven Ausgabenkategorien wie Investitionen und Exporten anzog.

Auf der Exportseite trugen 2005 sowohl die Preise als auch die Volumina der Ausfuhren zum Wachstum der Warenwerte bei. Der Anstieg der Exportpreise war teils durch die mit

den höheren Ölpreisen verbundene Kostensteigerung bedingt. Im Verlauf des Berichtsjahrs wurde das Exportvolumen der Waren des Euro-raums vorwiegend durch die Entwicklung der Auslandsnachfrage angekurbelt. Das Wachstum dieser Nachfrage, das sich im ersten Quartal schwach entwickelt hatte, beschleunigte sich im restlichen Jahresverlauf kräftig, wenn auch weniger rasch als im Vorjahr. Exporte nach Asien (insbesondere China) und in die neuen EU-Mitgliedstaaten stiegen besonders schnell, was die konjunkturelle Stärke dieser Regionen im Berichtsjahr widerspiegelt. Den Ausfuhren des Euroraums kam auch der Rückfluss der Öleinnahmen aus den Erdöl exportierenden Ländern zugute (siehe Kasten 8). Aufgegliedert nach Gütern war bei den Ausfuhren von Investitionsgütern das stärkste Wachstum zu verzeichnen, während sich die Exporte der Konsumgüter verhaltener entwickelten. Was die preisliche Wettbewerbsfähigkeit betrifft, so wurden die Exportvolumina zu Jahresbeginn durch die verzögerten Effekte der Euro-Aufwertung beeinträchtigt. Die anschließende Abwertung der Gemeinschaftswährung könnte jedoch dazu beigetragen haben, dass die Ausfuhrvolumina die Wachstumsrate der Auslandsnachfrage im zweiten und dritten Quartal 2005 übertrafen.

Kasten 8

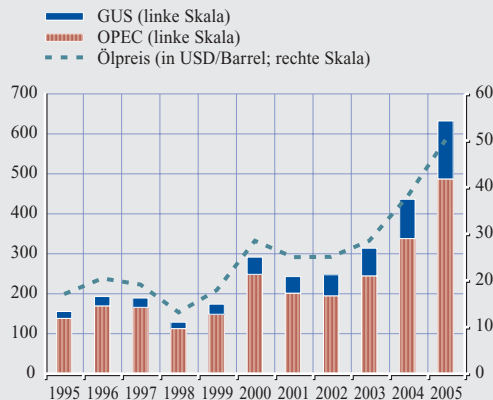
DAS „RECYCLING“ VON ERDÖLEINNAHMEN UND DESSEN AUSWIRKUNGEN

Aufgrund der steigenden Ölpreise und Fördermengen haben die Ausfuhereinnahmen der Erdöl exportierenden Länder seit 2002 deutlich zugenommen. In diesem Kasten werden vorrangig die Exporteinnahmen der Organisation Erdöl exportierender Länder (OPEC) und der Gemeinschaft unabhängiger Staaten (GUS) betrachtet, die gemeinsam rund 70 % des international gehandelten Erdöls produzieren. Zusammengenommen sind die Einnahmen der OPEC und der GUS aus dem Ölexport Schätzungen zufolge von 250 Mrd USD im Jahr 2002 auf rund 630 Mrd USD im Jahr 2005 gestiegen (siehe Abbildung A). Der vorliegende Kasten stellt die Rückkoppelungseffekte der wachsenden Erdöleinnahmen (also das „Recycling“ von Öleinnahmen) dar und betrachtet insbesondere die beiden wichtigsten Kanäle, über die Exporteinkünfte in die Erdöl importierenden Länder fließen: die Finanzmärkte und den internationalen Handel.

Eine Möglichkeit der Umverteilung von Vermögen im Anschluss an eine Phase anhaltend hoher Ölpreise ist, dass die Erdöl exportierenden Länder ihre Einlagen bei international tätigen Ban-

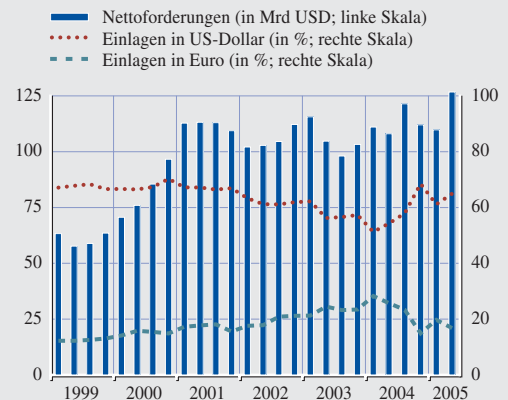
Abbildung A Einnahmen aus dem Ölexport

(in Mrd USD, soweit nicht anders angegeben)



Quellen: Internationale Energieagentur und EZB-Schätzungen.

Abbildung B Nettoforderungen und Währungszusammensetzung der Einlagen der OPEC



Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2005.

ken erhöhen bzw. in ausländische Aktien und Anleihen anlegen. Die OPEC-Länder investieren traditionell (was insbesondere im Gefolge des zweiten Ölpreisschocks in den frühen Achtzigerjahren zu beobachten war) hauptsächlich in US-Vermögenswerte und an US-Märkten und halten beinahe ausschließlich Bankeinlagen in US-Dollar. So haben sich während des Ölpreisanstiegs von Mitte 1998 bis Ende 2000 mit einer leichten zeitlichen Verzögerung auch die Nettoforderungen der OPEC an international tätige Banken nahezu verdoppelt – ein Maßstab dafür, wie viele Finanzmittel der OPEC per saldo in Form von Einlagen in das internationale Bankensystem fließen. Während des jüngsten Ölpreisanstiegs setzte sich dieser Trend jedoch nicht fort; so sind die Nettoforderungen der OPEC an Banken im Berichtsgebiet der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) seit dem ersten Quartal 2001 weitgehend unverändert geblieben (siehe Abbildung B).¹ Das aus den Bankbilanzen ersichtliche Anlageverhalten ergibt allerdings unter Umständen kein vollständiges Bild. Beim grenzüberschreitenden Kapitalverkehr weist das US-Finanzministerium nämlich für den Zeitraum zwischen Januar 2001 und September 2005 einen Anstieg der von den OPEC-Ländern gehaltenen US-Treasury-Papiere um 92 % (von 28,5 Mrd USD auf 54,6 Mrd USD) aus. Zudem dürften Erlöse aus dem Ölexport über Offshore-Märkte in US-Treasuries investiert worden sein.

Die Währungszusammensetzung der Forderungen der Erdöl exportierenden Länder hat sich in den letzten Jahren merklich verändert. So haben die OPEC-Länder den Euro-Anteil an ihren Einlagen schrittweise von 12 % Anfang 1999 auf über 28 % Ende des ersten Quartals 2004 erhöht. Gleichzeitig war ein kontinuierlicher Rückgang des Anteils an US-Dollar-Einlagen zu verzeichnen. Seit 2004 kam es jedoch trotz der im Lauf des Jahres verhältnismäßig starken Aufwertung des Euro zu einer schrittweisen Rückumschichtung der Einlagen der OPEC-Länder zugunsten des US-Dollar. Dadurch stieg der Anteil der Einlagen in US-Dollar von einem Tiefstand von 51 % Ende des ersten Quartals 2004 auf 65 % im zweiten Quartal 2005. Diese Entwicklung ging mit einem Rückgang des Anteils der auf Euro lautenden Einlagen

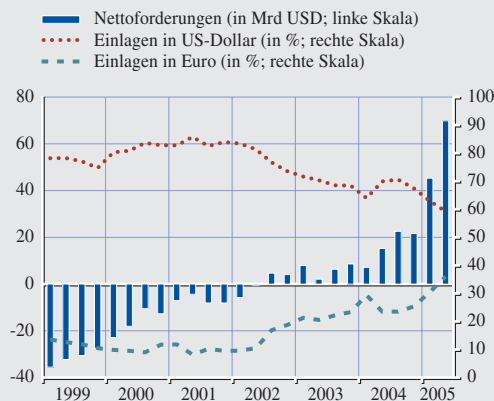
¹ Siehe BIZ, Quartalsbericht Dezember 2005, S. 28–32. Nettoforderungen beziehen sich auf die Differenz zwischen den Forderungen und Verbindlichkeiten der OPEC gegenüber den Banken im BIZ-Berichtsgebiet und dienen als Maßstab dafür, wie viele Finanzmittel per saldo an das internationale Bankensystem weitergeleitet werden.

ähnlicher Größenordnung einher (auf 17 % im zweiten Quartal 2005).

Die Nettoforderungen Russlands, des größten Erdölproduzenten innerhalb der GUS sowie des weltweit größten Erdöl exportierenden Nicht-OPEC-Landes, stiegen während der jüngsten Ölpreishaussage deutlich an. In diesem Zusammenhang änderte sich auch die Währungszusammensetzung (siehe Abbildung C). Seit 2002 ist Russland ein Nettogläubiger von Banken im BIZ-Berichtsgebiet; zwischen Mitte 2002 und dem zweiten Quartal 2005 hat sich der Anteil der Einlagen in Euro von 11 % auf 36 % erhöht und damit mehr als verdreifacht. Dieser recht starke Anstieg im Lauf der letzten drei Jahre spiegelt auch zu einem gewissen Grad die kräftige Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar in diesem Zeitraum sowie die stärkere Verwendung des Euro als Reservewährung seitens der russischen Währungsbehörden wider. Wie unten näher erläutert, dürfte dieser Trend zu einer ausgewogeneren Währungsstruktur der Einlagen dadurch motiviert sein, dass die Ölproduzenten angesichts der Verlagerung ihrer Importe von den Vereinigten Staaten hin zu Europa und anderen Ländern ihre Kaufkraft absichern wollen.

Der internationale Handel ist der zweite potenzielle Kanal für den Rückfluss gestiegener Öleinnahmen. Während des ersten und zweiten Ölpreisschocks der Siebzigerjahre lagen die Einnahmen der OPEC aus Erdölexporten durchgehend recht deutlich über ihren gesamten Importkosten und führten so zu einem ölbedingten Handelsbilanzüberschuss. Dieser Positivsaldo kehrte sich Mitte der Achtzigerjahre, als der Ölpreis auf rund 15 USD pro Barrel sank, in ein geringes Defizit um. Im Jahr 2000, als die Ölpreise sprunghaft zu steigen begannen, wurde wieder ein großer Überschuss verzeichnet. Dennoch ist das ölbedingte Handelsbilanzplus der OPEC im Vergleich zu früheren Phasen hoher Ölpreise trotz des kräftigen Anziehens sowohl der Ölpreise als auch des Exportvolumens seit 2001 relativ gering geblieben. Dies lässt den Schluss zu, dass die steigenden Einkünfte der OPEC aus dem Erdölexport Hand in Hand mit höheren Importen gingen. Ein ähnlicher Trend ist auch im Fall der GUS zu beobachten, deren ölbedingte Handels-

Abbildung C Nettoforderungen und Währungszusammensetzung der Einlagen Russlands



Quellen: BIZ und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das zweite Quartal 2005.

Marktanteil ausgewählter Volkswirtschaften am Import der OPEC und der GUS

(in % der gesamten Importe)

	OPEC			GUS		
	1998	2001	2004	1998	2001	2004
Euroraum	26,0	24,8	26,7	32,0	31,6	33,2
Vereinigte Staaten	15,4	12,5	8,9	7,0	6,5	3,7
Vereinigtes Königreich	5,9	5,0	4,4	2,5	2,3	2,5
Asien (ohne Japan und China)	9,8	10,7	12,3	2,8	2,5	3,1
Japan	9,2	8,3	7,0	1,4	1,8	3,3
China	3,7	4,8	7,4	1,9	2,9	5,9

Quellen: IWF und EZB-Berechnungen.

bilanzdefizite nach dem kräftigen Anstieg der Ölpreise 1999 und 2000 spürbar abnahmen. Der starke Ölpreisanstieg ging jedoch mit einer Verschlechterung der ölbedingten Handelsbilanz der GUS-Länder zwischen 2001 und 2004 einher. Daraus folgt, dass die steigenden Einkünfte der GUS aus dem Erdöllexport im besagten Zeitraum ebenfalls mit einem Importanstieg zusammenfielen. Im ersten Halbjahr 2005 verringerte sich das ölbedingte Handelsdefizit der GUS-Staaten jedoch wieder merklich.

Nominal und in US-Dollar gerechnet erhöhten sich die Gesamtimporte der OPEC und der GUS zwischen 2001 und 2004 im Durchschnitt jährlich um 18 % bzw. 21 %. Das Euro-Währungsgebiet hat offenbar von der starken Nachfrage der Ölförderländer profitiert. Das jährliche Wachstum der OPEC- und GUS-Einfuhren aus dem Euroraum belief sich von 2001 bis 2004 auf durchschnittlich 21 % bzw. 26 %, wodurch sich der Marktanteil des Eurogebiets in beiden Ländergruppen erhöhte (siehe Tabelle). Auch Asien (ohne Japan) konnte seinen Anteil an den gesamten Importen der OPEC und der GUS erhöhen. Diese Entwicklung steht in krassem Gegensatz zur Situation in den Vereinigten Staaten, deren Marktanteil im selben Zeitraum signifikant zurückgegangen ist. Auch im Berichtsjahr kamen dem Euroraum die steigenden Importe der Erdöl exportierenden Länder zugute. Im ersten Halbjahr 2005 (dem letzten Zeitraum, für den Daten vorliegen) sind die Einfuhren der OPEC- und der GUS-Länder gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum um 22 % bzw. 25 % gestiegen.

Insgesamt sind seit 1999 bei der Investition der zusätzlichen Öleinkünfte seitens der Erdöl exportierenden Länder (insbesondere der OPEC-Länder) unterschiedliche Muster zu beobachten. Im Gefolge der Ölpreishausse von 1999 legten die OPEC-Länder einen Großteil ihrer Öleinnahmen bei international tätigen Banken an, während ihre Importausgaben gleichzeitig auf niedrigem Niveau verharrten. Seit 2001 haben sowohl die OPEC- als auch die GUS-Länder ihre Einfuhren jedoch deutlich ausgeweitet. Das Euro-Währungsgebiet dürfte von dieser jüngsten Importsteigerung profitiert haben. Obwohl sich der hohe Ölpreis auf die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet dämpfend ausgewirkt haben müsste, scheinen also die Rückkoppelungseffekte im Zusammenhang mit dem Rückfluss von Öleinnahmen die negativen Erstrunden-effekte des Ölpreisanstiegs in jüngster Zeit zu einem gewissen Grad gemildert zu haben.

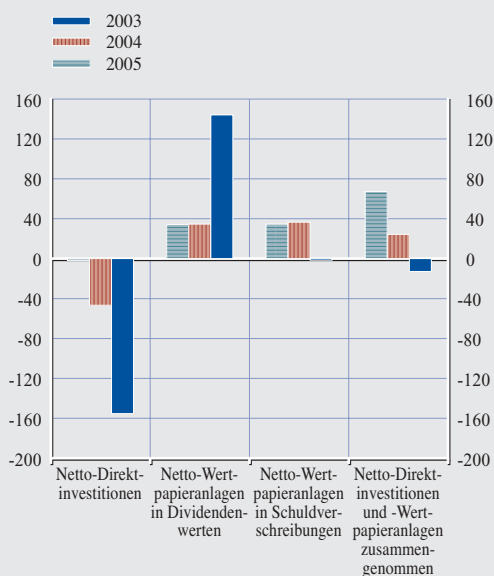
IM JAHR 2005 NETTOKAPITALABFLÜSSE BEI DEN DIREKTINVESTITIONEN UND WERTPAPIERANLAGEN ZUSAMMENGENOMMEN

In der Kapitalbilanz waren im Jahr 2005 im Euroraum bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen Nettokapitalabflüsse in Höhe von 13 Mrd € zu verzeichnen (verglichen mit Nettokapitalzuflüssen von 24 Mrd € im Vorjahr). Diese Entwicklung war in erster Linie darauf zurückzuführen, dass den umfangreicheren Nettokapitalzuflüssen bei den Anlagen in Dividendenwerten Nettokapitalabflüsse bei den Direktinvestitionen und niedrigere Nettokapitalzuflüsse bei den Schuldverschreibungen gegenüberstanden (siehe Abbildung 34).

Das im Berichtsjahr verzeichnete höhere Defizit bei den Direktinvestitionen ergibt sich aus einem Anstieg der Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets in Drittländern, hauptsächlich in Form von Beteiligungskapital. Diese Belegung mag zum Teil darin begründet liegen, dass Kapitalgesellschaften im Euroraum wieder daran interessiert waren, ihre Wettbewerbsfähigkeit mittels ausländischer Niederlassungen zu steigern, kann aber auch an der Sondertransaktion im Rahmen der Umstrukturierung von Royal Dutch Shell gelegen haben. Gleichzeitig stabilisierten sich die Direktinvestitionszuflüsse in das Euro-Währungsgebiet auf dem niedrigen Niveau von 2004. Diese Entwicklungen dürften von den Erwartungen bestimmt worden sein, dass die übrige Welt ein stärkeres

Abbildung 34 Kapitalbilanz des Euroraums

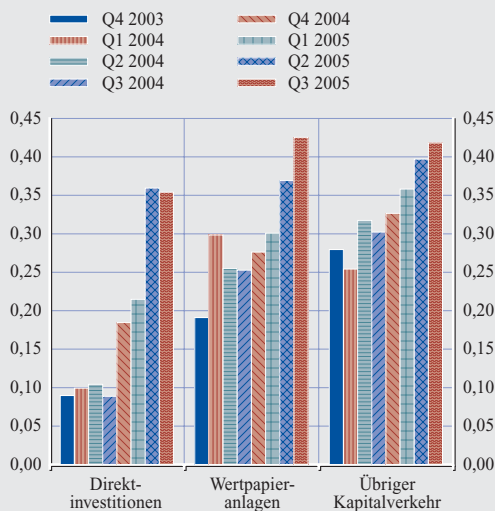
(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Abbildung 35 Kapitalabflüsse aus dem Euroraum in die neuen EU-Mitgliedstaaten

(in % des BIP der neuen EU-Mitgliedstaaten; quartalsweise kumulierte Angaben)



Quelle: EZB.

Wirtschaftswachstum als das Eurogebiet aufweisen würde.

Die Zunahme der Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen hing mit dem höheren Nettoerwerb von Dividendenwerten des Euroraums durch Gebietsfremde zusammen. Maßgeblich hierfür waren zum Teil die Aktienkäufe im Zusammenhang mit der Umstrukturierung von Royal Dutch Shell, aber auch die erwarteten vergleichsweise höheren Renditen an den Aktienmärkten des Eurogebiets. Marktumfragedaten weisen außerdem darauf hin, dass ausländische Anleger an Dividendenwerten des Euroraums interessiert waren, die sie preislich attraktiver fanden als Dividendenwerte anderer Märkte.

Bei den Schuldverschreibungen haben sich die grenzüberschreitenden Kapitalströme im Jahr 2005 deutlich erhöht, wobei die meisten Transaktionen in Anleihen getätigt wurden. Im Verlauf des Jahres 2005 gab es zwei unterschiedliche Trends: Anfang des Jahres war ein stetiger

Anstieg der Nettokapitalzuflüsse bei den Schuldverschreibungen des Eurogebiets zu beobachten, der seinen Höhepunkt im Frühsommer erreichte. Anschließend kehrte sich dieser Trend in der zweiten Jahreshälfte zu Nettokapitalabflüssen um. Dies spiegelte möglicherweise die Tatsache wider, dass sich der Zinsabstand zwischen Staatsanleihen der Vereinigten Staaten und jenen des Eurogebiets insbesondere in den Sommermonaten recht stark vergrößerte.

Auf der Basis der kumulierten Veränderungen in den ersten drei Quartalen 2005 waren das Vereinigte Königreich und die neuen EU-Mitgliedstaaten die Hauptempfänger der Direktinvestitionen des Euro-Währungsgebiets. Die neuen EU-Mitgliedstaaten waren während dieses Zeitraums auch die Hauptinvestoren im Euroraum. Eine geografische Aufschlüsselung zeigt, dass die Wertpapieranlagen des Eurogebiets in Drittländern in den ersten drei Quartalen des Berichtsjahrs primär in das Vereinigte Königreich und die Offshore-Finanzzentren geflossen sind. Gebietsansässige Investoren tätig-

ten per saldo auch umfangreiche Käufe von US-Anleihen, traten aber als Nettoverkäufer von Dividendenwerten und Geldmarktinstrumenten der USA auf.

Die neuen EU-Mitgliedstaaten insgesamt verzeichneten beachtliche Zuflüsse aus Investitionen Gebietsansässiger im Eurogebiet. Ein positiver Trend ist klar erkennbar; dies bedeutet, dass Investoren aus dem Euroraum diese Länder als relativ profitabel betrachtet haben könnten und die finanzielle Integration zwischen dem Euroraum und den neuen Mitgliedstaaten in diesem Zeitraum möglicherweise vorangeschritten ist (siehe Abbildung 35).

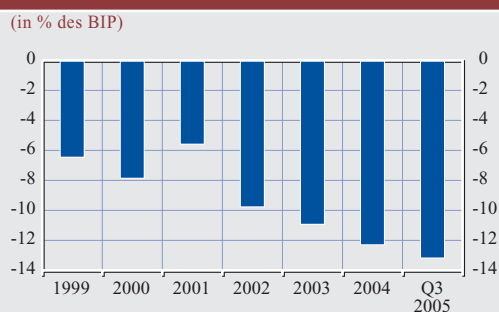
(von 89 Mrd € auf 224 Mrd €) und eine Abnahme der Nettopassiva bei den übrigen Anlagen (von 241 Mrd € auf 212 Mrd €) ausgeglichen wurde.

Schlüsselt man den Bestand der Direktinvestitionen des Eurogebiets in Drittländern zum Ende des Jahres 2004 geografisch auf, so entfielen hiervon 24 % auf das Vereinigte Königreich und 21 % auf die Vereinigten Staaten. Bei den Wertpapieranlagen des Eurogebiets in Drittländern beliefen sich die entsprechenden Anteile dieser beiden Länder auf 23 % bzw. 35 %. Beide Länder waren auch die bedeutendsten Direktinvestoren im Euro-Währungsgebiet.

AUSLANDSVERMÖGENSSTATUS VERSCHLECHTERT SICH 2005 WEITER

Aus den bis Ende des dritten Quartals 2005 vorliegenden Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt geht hervor, dass im Euroraum Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 1 049 Mrd € bestanden (dies entspricht 13,2 % des BIP im Euroraum), verglichen mit Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 946 Mrd € (12,4 % des BIP) Ende 2004 und 809 Mrd € (11,0 % des BIP) Ende 2003 (siehe Abbildung 36). Die höheren Nettoverbindlichkeiten im Berichtsjahr waren weitgehend auf einen Anstieg der Nettopassiva bei den Wertpapieranlagen (von 1 071 Mrd € auf 1 350 Mrd €) zurückzuführen, der zum Teil durch eine Zunahme der Nettoaktiva bei den Direktinvestitionen

Abbildung 36 Netto-Auslandsvermögensstatus



Quelle: EZB.

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

KONJUNKTUR

Im Jahr 2005 schwächte sich das Wachstum des realen BIP in den EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, im Vergleich zum Vorjahr zwar ab, lag aber weiterhin über der Rate des Euroraums (siehe Tabelle 6). Wie schon in den vergangenen Jahren verzeichneten die baltischen Staaten (über 7 %) und die Slowakei sowie die Tschechische Republik (je 6 %) die höchsten Zuwachsraten.

Die robuste Inlandsnachfrage stützte sich in den meisten hier analysierten Ländern auf eine starke Zunahme des privaten Verbrauchs, der 2005 vor allem in den neuen EU-Mitgliedstaaten auf hohem Niveau verharrte. Die privaten Konsumausgaben wurden durch das starke Wachstum des verfügbaren Realeinkommens sowie in einigen Ländern durch die expansive Ausrichtung der Finanzpolitik und steigende Wohnimmobilienpreise getragen. Darüber hinaus begünstigte die wachsende Kreditvergabe an den privaten Sektor insbesondere in den baltischen Staaten und in einigen anderen Ländern die konstant steigenden Immobilieninvestitio-

nen und die privaten Konsumausgaben. Gedämpft war der private Verbrauch im Berichtsjahr in Malta (infolge geringer Zuwächse beim verfügbaren Einkommen), in Polen (aufgrund von Lohnzurückhaltung und höherer Ersparnisbildung) und im Vereinigten Königreich (vor dem Hintergrund höherer Zinsen und einer Abkühlung am Wohnungsmarkt). Die Binnennachfrage wurde zudem durch das in zahlreichen Staaten nach wie vor starke Investitionswachstum beflügelt; dies galt vor allem für die baltischen Staaten, Ungarn, Malta, die Slowakei und Schweden. Niedrige Zinssätze, das zunehmende Vertrauen in der Industrie, eine starke Auslastung des Sachkapitals sowie nachhaltig günstige Nachfrageaussichten trugen zum kräftigen Investitionswachstum bei, das in den neuen EU-Mitgliedstaaten zusätzlich durch Mittel aus dem EU-Haushalt gestützt wurde.

Was die außenwirtschaftliche Nachfrage betrifft, so waren die Ausfuhren in fast allen neuen EU-Mitgliedstaaten eine Hauptstütze des realen BIP-Wachstums, besonders in den baltischen Staaten, der Tschechischen Republik,

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Tschechische Republik	2,6	1,5	3,2	4,4	6,0	5,3	5,8	6,0	6,7
Dänemark	0,7	0,5	0,7	1,9	3,4	0,3	4,7	4,8	3,7
Estland	6,5	7,2	6,7	7,8	.	7,2	9,9	10,6	.
Zypern	4,1	2,1	1,9	3,9	3,8	3,9	3,6	4,0	3,6
Lettland	8,0	6,5	7,2	8,5	10,2	7,3	11,4	11,4	10,5
Litauen	7,2	6,8	10,5	7,0	7,5	4,4	8,4	7,6	8,8
Ungarn	4,3	3,8	3,4	4,6	4,1	3,2	4,5	4,5	4,3
Malta	0,3	1,5	-2,5	-1,5	2,5	0,1	2,8	4,1	2,8
Polen	1,1	1,4	3,8	5,3	3,2	3,6	1,2	3,4	.
Slowenien	2,7	3,5	2,7	4,2	3,9	2,8	5,4	3,6	3,7
Slowakei	3,8	4,6	4,5	5,5	6,0	5,1	5,1	6,2	7,6
Schweden	1,1	2,0	1,7	3,7	2,7	1,1	3,3	3,5	2,9
Vereinigtes Königreich	2,2	2,0	2,5	3,2	1,8	2,0	1,6	1,8	1,8
EU 10 ¹⁾	2,8	2,6	3,9	5,1	4,5	4,1	3,8	4,8	.
EU 13 ²⁾	2,1	2,0	2,5	3,5	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5
Euroraum	1,9	0,9	0,7	2,1	1,3	0,6	1,9	1,4	1,3

Quellen: Eurostat und die nationalen Statistikämter in Litauen und Slowenien (für die 2005 in diesen beiden Ländern verzeichneten Jahreswachstumsraten).

Anmerkung: Die Quartalswerte sind nicht saisonbereinigt, Ausnahmen: Tschechische Republik (saisonbereinigt) und Vereinigtes Königreich (saisonbereinigt und arbeitstäglich bereinigt.) Im Fall der Tschechischen Republik stellt die Jahreswachstumsrate 2005 den Durchschnitt der Quartalswerte dar.

1) Das EU-10-Aggregat umfasst die Daten für die 10 Länder, die der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind.

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

Ungarn und Polen. Allerdings variierte der Wachstumsbeitrag innerhalb der Ländergruppe der nicht dem Euroraum angehörenden EU-Staaten deutlich und war insgesamt weitgehend neutral. Sowohl die Exporte als auch die Importe wuchsen im Jahr 2005 in den neuen EU-Mitgliedstaaten weiterhin relativ rasch, was darauf hindeutet, dass der Abbau der Handelschranken (vor allem für Nahrungsmittel) nach dem EU-Beitritt den langwierigen Prozess der Handelsintegration neu belebt hat.

Die Arbeitsmarktlage hat sich in den meisten EU-Mitgliedsländern außerhalb des Euroraums, insbesondere in den baltischen Staaten, Polen und der Slowakei, im Jahr 2005 weiter verbessert. Zwar sanken die Arbeitslosenquoten in den neuen Mitgliedstaaten nur langsam, doch beschleunigte sich das Beschäftigungswachstum vor allem in den Ländern mit den höchsten Arbeitslosenquoten merklich. In Polen und der Slowakei blieb die Arbeitslosigkeit allerdings besonders ausgeprägt und war etwa doppelt so hoch wie im Euroraum. In Zypern, Dänemark und dem Vereinigten Königreich hingegen war das Arbeitskräfteangebot bei Arbeitslosenraten von unter 6 % vergleichsweise knapp.

PREISENTWICKLUNG

Schweden, die Tschechische Republik, Dänemark und das Vereinigte Königreich verzeichneten im Berichtsjahr die niedrigste am HVPI gemessene Teuerung aller EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums; in allen drei Ländern blieb die HVPI-Inflation unter dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets. Bis auf Lettland, Estland und Ungarn (mehr als 3 %) lag die Teuerung nach dem HVPI in den meisten anderen Ländern knapp über dem Durchschnitt des Euroraums (siehe Tabelle 7). Im Vorjahrsvergleich wurden in den meisten neuen Mitgliedstaaten – mit Ausnahme der baltischen Staaten – 2005 niedrigere HVPI-Inflationsraten erzielt, während die Inflation in Dänemark und im Vereinigten Königreich nach niedrigen Ausgangsniveaus anstieg.

Die Inflationsentwicklung in den EU-Mitgliedstaaten, die nicht zum Eurogebiet gehören, wurde zum Teil durch ähnliche Faktoren bestimmt. In einigen neuen Mitgliedsländern war die in der ersten Hälfte des Jahres 2005 beobachtete Inflationsverlangsamung auf einen Basiseffekt im Zusammenhang mit den 2004 im Rahmen des EU-Beitritts erfolgten Preiserhö-

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2001	2002	2003	2004	2005	2005 Q1	2005 Q2	2005 Q3	2005 Q4
Tschechische Republik	4,5	1,4	-0,1	2,6	1,6	1,4	1,2	1,6	2,2
Dänemark	2,3	2,4	2,0	0,9	1,7	1,1	1,6	2,2	2,0
Estland	5,6	3,6	1,4	3,0	4,1	4,5	3,6	4,3	4,0
Zypern	2,0	2,8	4,0	1,9	2,0	2,5	2,1	1,7	1,9
Lettland	2,5	2,0	2,9	6,2	6,9	6,7	6,7	6,7	7,5
Litauen	1,6	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,1	2,4	2,2	3,0
Ungarn	9,1	5,2	4,7	6,8	3,5	3,5	3,6	3,5	3,2
Malta	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,3	2,2	2,1	3,5
Polen	5,3	1,9	0,7	3,6	2,2	3,6	2,2	1,8	1,2
Slowenien	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,8	2,2	2,3	2,6
Slowakei	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	2,8	2,6	2,2	3,7
Schweden	2,7	1,9	2,3	1,0	0,8	0,7	0,5	0,9	1,1
Vereinigtes Königreich	1,2	1,3	1,4	1,3	2,0	1,7	1,9	2,4	2,1
EU 10 ¹⁾	5,7	2,6	1,9	4,1	2,5	3,2	2,4	2,2	2,2
EU 13 ²⁾	2,7	1,8	1,6	2,1	2,1	2,1	2,0	2,2	2,1
Euroraum	2,4	2,3	2,1	2,1	2,2	2,0	2,0	2,3	2,3

Quelle: Eurostat.

1) Das EU-10-Aggregat umfasst die Daten für die 10 Länder, die der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind.

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

hungen zurückzuführen. Darüber hinaus sorgte in den meisten Mitgliedstaaten außerhalb des Eurogebiets der starke Wettbewerb offensichtlich für Abwärtsdruck auf die Preise, insbesondere für Industrieerzeugnisse und Nahrungsmittel. Von den steigenden Ölpreisen ging hingegen gleichzeitig eine preistreibende Wirkung aus. Der Inflationsschub durch die Ölverteuerung fiel allerdings im Wesentlichen aufgrund von Unterschieden im Konsumverhalten, in den Marktstrukturen und in der Energieintensität der Produktion von Land zu Land verschieden hoch aus. Außerdem dürften im Berichtsjahr die höheren Ölpreise noch nicht vollständig auf die Inflation durchgeschlagen haben, da die Energiepreise in zahlreichen EU-Ländern außerhalb des Euroraums weitgehend administriert sind. In einigen neuen EU-Mitgliedsländern wirkte auch die anhaltend kräftige Binnennachfrage preistreibend.

Auch die Wechselkursentwicklung und ihr verzögertes Durchwirken auf die Gesamtinflation beeinflusste 2005 die Inflationsentwicklung. In einer Reihe von Ländern, insbesondere der Tschechischen Republik, Ungarn, Polen und der Slowakei, hatte die Aufwertung der Währung einen dämpfenden Effekt auf die Teuerung.

HAUSHALTPOLITIK

Auf der Grundlage der Ende 2005 und Anfang 2006 vorgelegten aktualisierten Konvergenzprogramme vermittelt die Haushaltspolitik der nicht zum Euroraum gehörenden EU-Mitgliedstaaten im Berichtsjahr ein heterogenes Bild. Drei der EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums (Dänemark, Estland und Schweden) erwirtschafteten einen Haushaltsüberschuss, während die übrigen zehn Länder ein Defizit auswiesen. Mit Ausnahme der Werte für die Tschechische Republik, Ungarn, Malta und die Slowakei entsprachen die für 2005 geschätzten Haushaltsergebnisse entweder weitgehend den Zielvorgaben der Konvergenzprogramme oder fielen sogar besser aus. Die staatlichen Finanzierungssalden verschlechterten sich im Jahresverlauf in 6 der 13 EU-Mitgliedsländer außer-



halb des Eurogebiets (siehe Tabelle 8), obschon die Konvergenzprogramme in einigen Fällen bereits auf recht konservativen Annahmen beruhten. Dieser negativen Entwicklung konnte auch das günstige wirtschaftliche Umfeld nicht entgegenwirken, dem eine Reihe von Ländern Mehreinnahmen verdankten.

Der zyklische Beitrag zum Haushaltsergebnis fiel zumeist positiv oder neutral aus. Dennoch verfolgten nur Dänemark, Zypern, Malta, Polen und das Vereinigte Königreich einen strafferen finanzpolitischen Kurs. In Zypern und Ungarn führten vorübergehende Maßnahmen 2005 zu einem Rückgang des Defizits um mehr als 0,5 % des BIP. Dagegen stieg der Fehlbetrag in der Slowakei im Berichtsjahr aufgrund von Einmalausgaben an.

Die Ausgaben entsprachen meist eng den Veranschlagungen. Wie schon 2004 verwendete allerdings eine Reihe von Ländern, unter anderem die Tschechische Republik, Estland, Lettland, Litauen und die Slowakei, einen Teil ihrer Mehreinnahmen zur Finanzierung zusätzlicher Ausgaben anstatt zur Verbesserung ihrer Finanzierungssalden.

Bei sechs der nicht dem Euroraum angehörenden Länder (Tschechische Republik, Zypern, Ungarn, Malta, Polen und Slowakei) stellte der ECOFIN-Rat am 5. Juli 2004 ein übermäßiges Defizit fest. Von den genannten Staaten führte Zypern sein Defizit 2005 entsprechend der Forderung des ECOFIN-Rats auf unter 3 % des BIP zurück. Der jüngsten Aktualisierung der

Konvergenzprogramme zufolge stiegen die Defizite in der Tschechischen Republik, in Ungarn und der Slowakei hingegen weiter an, was im Fall der Slowakei allerdings einer einmaligen Schuldenstreichung in Höhe von 0,8 % des BIP zuzuschreiben war. Zypern, Malta und Polen erreichten den Konsolidierungsrichtwert, wonach der konjunkturbereinigte Haushalts-

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

(in % des BIP)

Finanzierungssaldo des Staates	Angaben aus dem Konvergenzprogramm für 2005			
	2002	2003	2004	
Tschechische Republik	-6,8	-12,5	-3,0	-4,8
Dänemark	1,4	1,2	2,9	3,6
Estland	1,5	2,5	1,7	0,3
Zypern	-4,5	-6,3	-4,1	-2,5
Lettland	-2,3	-1,2	-0,9	-1,5
Litauen	-1,4	-1,2	-1,4	-1,5
Ungarn	-8,5	-6,5	-5,4	-6,1
Malta	-5,8	-10,4	-5,1	-3,9
Polen	-3,3	-4,8	-3,9	-2,9
Slowenien	-2,7	-2,7	-2,1	-1,7
Slowakei	-7,8	-3,8	-3,1	-4,1
Schweden	-0,3	0,2	1,6	1,6
Vereinigtes Königreich	-1,7	-3,3	-3,2	-3,0
EU 10 ¹⁾	-4,8	-6,1	-3,6	-3,6
EU 13 ²⁾	-1,9	-3,1	-2,3	-2,2
Euroraum	-2,5	-3,0	-2,7	-2,5

Bruttoverschuldung des Staates	Angaben aus dem Konvergenzprogramm für 2005			
	2002	2003	2004	
Tschechische Republik	29,8	36,8	36,8	37,4
Dänemark	47,6	45,0	43,2	35,6
Estland	5,8	6,0	5,5	4,6
Zypern	65,2	69,8	72,0	70,5
Lettland	14,2	14,6	14,7	13,1
Litauen	22,4	21,4	19,6	19,2
Ungarn	55,5	57,4	57,4	57,7
Malta	63,2	72,8	75,9	76,7
Polen	41,2	45,3	43,6	42,5
Slowenien	29,8	29,4	29,8	29,0
Slowakei	43,7	43,1	42,5	33,7
Schweden	52,4	52,0	51,1	50,9
Vereinigtes Königreich	38,2	39,7	41,5	43,3
EU 10 ¹⁾	39,9	43,3	42,6	41,5
EU 13 ²⁾	40,6	42,0	42,8	43,2
Euroraum	69,2	70,4	70,8	71,0

Quellen: Europäische Kommission (für die Jahre 2002 bis 2004), aktualisierte Konvergenzprogramme 2005/06 und Einschätzungen der Kommission (für 2005) sowie EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Daten basieren auf den Definitionen gemäß dem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit. In den Haushaltssalden (Angaben der Kommission) sind die Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen nicht enthalten. Daten unter Einbeziehung der zweiten Säule der Altersversorgung in den Staatssektor. Ihr geschätzter günstiger Effekt (soweit diese Angaben verfügbar sind) beträgt in % des BIP: Dänemark (0,9 % auf den Haushaltssaldo), Ungarn (1,3 % auf den Haushaltssaldo, 3,8 % auf die Verschuldung), Polen (1,8 % auf den Haushaltssaldo, 5,4 % auf die Verschuldung), Slowakei (0,8 % auf den Haushaltssaldo) und Schweden (1,0 % auf den Haushaltssaldo, 0,6 % auf die Verschuldung).

1) Das EU-10-Aggregat umfasst die Daten für die 10 Länder, die der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind.

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

saldo nach Abzug einmaliger und anderer temporärer Maßnahmen um mindestens 0,5 % des BIP verbessert werden sollte. Ungarn wich erneut erheblich von seinem geplanten Haushaltskurs ab: Das Haushaltsziel für 2005 musste von 3,6 % auf 6,1 % des BIP nach oben korrigiert werden. Der Rat stellte im Berichtsjahr zweimal gemäß Artikel 104 Absatz 8 des EG-Vertrags fest, dass Ungarn keine wirksamen Maßnahmen zur Korrektur seines übermäßigen Defizits ergriffen habe (siehe auch Kapitel 4 Abschnitt 1.1). Das Vereinigte Königreich wies im dritten Jahr in Folge eine Defizitquote über dem Referenzwert von 3 % auf. Am 24. Januar 2006 stellte der ECOFIN-Rat das Bestehen eines übermäßigen Defizits im Vereinigten Königreich fest und richtete gemäß Artikel 104 Absatz 7 des EG-Vertrags an das Land die Empfehlung, das Defizit baldmöglichst, spätestens aber bis zum Finanzjahr 2006-07, zu korrigieren.

In den meisten nicht dem Euroraum angehörenden EU-Ländern blieb die Schuldenquote im Jahr 2005 deutlich unter dem Durchschnitt des Euroraums. Lediglich Zypern und Malta ver-

zeichneten nach wie vor eine Schuldenquote über dem Referenzwert von 60 %. Abgesehen von einigen Ausnahmen ging die Schuldenquote in den nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten zurück, was zum Teil auf ein günstiges Wachstum/Zins-Differenzial sowie auf Maßnahmen, die zwar nicht defizitwirksam waren, aber den Schuldenstand erhöhten (Deficit-Debt-Adjustments) zurückzuführen war.¹³

ENTWICKLUNG DER ZAHLUNGSBILANZ

Die Leistungsbilanz und die Vermögensübertragungen zusammengenommen fielen 2005 in den einzelnen nicht dem Euroraum angehörenden EU-Mitgliedstaaten wieder sehr unterschiedlich aus (siehe Tabelle 9). Schweden und Dänemark meldeten umfangreiche Überschüsse, während das Vereinigte Königreich und die neuen EU-Mitgliedsländer Defizite auswiesen. Das Defizit lag in Estland, Lettland und Malta bei rund 10 % des BIP oder darüber und blieb damit sehr hoch (war in den beiden

¹³ Die Schuldenstandsangaben für 2005 aus den jüngsten Aktualisierungen der Konvergenzprogramme sind nicht zur Gänze mit den Angaben der Europäischen Kommission für frühere Jahre vergleichbar.

Tabelle 9 Ausgewählte Posten in der Zahlungsbilanz

(in % des BIP)

	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen zusammengenommen				Netto-Direktinvestitionsströme				Nettokapitalströme bei den Wertpapieranlagen			
	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾	2002	2003	2004	2005 ¹⁾
Tschechische Republik	-5,7	-6,3	-5,7	-3,3	11,2	2,1	3,6	7,6	-1,9	-1,4	2,2	-1,9
Dänemark	2,3	3,3	2,4	2,9	0,8	0,1	0,4	-1,1	0,1	-7,0	-6,0	-7,1
Estland	-9,9	-11,6	-12,0	-10,8	2,2	8,4	6,9	21,8	2,1	1,9	6,5	-14,3
Zypern	-4,5	-2,4	-4,9	-6,5	5,7	3,0	3,0	4,3	-4,9	1,9	7,6	7,1
Lettland	-6,4	-7,4	-11,9	-9,9	2,7	2,3	4,3	4,0	-2,2	-2,0	1,7	-0,8
Litauen	-4,7	-6,4	-6,4	-5,2	5,0	0,8	2,3	1,3	0,1	1,5	0,9	-0,3
Ungarn	-6,8	-8,7	-8,5	-7,2	4,1	0,6	3,5	2,8	2,6	3,6	6,8	6,7
Malta	0,5	-5,5	-8,7	-9,0	-10,4	8,6	8,1	9,9	-9,1	-33,5	-31,3	-25,7
Polen	-2,5	-2,1	-3,8	-1,2	2,0	2,0	4,6	3,3	1,0	1,1	3,8	5,1
Slowenien	0,8	-1,0	-2,5	-1,1	6,5	-0,5	0,8	-0,3	-0,3	-0,9	-2,2	-2,9
Slowakei	-7,6	-0,5	-3,1	-5,6	17,0	2,3	3,4	3,8	2,3	-1,7	2,2	-1,2
Schweden	5,0	7,4	8,2	7,3	0,5	-6,6	-3,8	-7,2	-4,5	-3,0	-6,9	0,8
Vereinigtes Königreich	-1,5	-1,3	-1,8	-1,7	-1,7	-1,9	-0,9	4,9	4,8	5,4	-4,7	-5,6
EU 10 ²⁾	-4,2	-4,3	-5,3	-3,5	5,0	1,8	3,9	4,2	0,4	0,5	3,2	2,5
EU 13 ³⁾	-1,0	-0,6	-1,1	-0,8	-0,1	-1,6	-0,2	0,0	2,7	2,6	-3,5	-1,7
Euroraum	0,9	0,6	0,8	0,2	0,3	0,0	-0,6	-1,9	1,9	0,9	0,9	2,9

Quelle: EZB.

1) Die Daten für 2005 beziehen sich auf den Vierquartalsdurchschnitt bis zum dritten Quartal 2005.

2) Das EU-10-Aggregat umfasst die Daten für die 10 Länder, die der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind.

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

erstgenannten Ländern allerdings rückläufig). In Zypern, Litauen, Ungarn und der Slowakei beliefen sich die Defizite in der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen auf über 5 % des BIP, während die Tschechische Republik, Polen, Slowenien und das Vereinigte Königreich moderatere Fehlbeträge meldeten.

Obschon die hohen Leistungsbilanzdefizite in einigen Ländern möglicherweise auf Risiken für die Tragfähigkeit der Auslandsposition hindeuten, sind solche Fehlbeträge bis zu einem gewissen Grad auch charakteristisch für Volkswirtschaften, die sich in einem Aufholprozess befinden; dies ist in den neuen Mitgliedstaaten der Fall, wo Kapitalzuflüsse die Finanzierung hochrentabler Investitionen ermöglichen, die auf der Basis inländischer Ersparnisse allein nicht machbar gewesen wären. Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in den meisten Ländern wurden zwar vor allem durch Defizite im Warenhandel verursacht, aber Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen – die häufig mit der Repatriierung von Gewinnen im Auslandsbesitz befindlicher Firmen und daher mit früheren Mittelzuflüssen aus Direktinvestitionen im Zusammenhang standen – spielten in einer Reihe von Fällen ebenfalls eine wichtige Rolle. Die jüngste Entwicklung der Leistungsbilanz sollte mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden, da sie in gewissem Maß durch methodische Änderungen bei der Erfassung der Handelsdaten im Anschluss an den EU-Beitritt beeinflusst wurde.

In den meisten neuen EU-Mitgliedstaaten waren Direktinvestitionen – die zum Teil mit Privatisierungsprogrammen im Zusammenhang standen – weiterhin eine wichtige Außenfinanzierungsquelle. Im Vergleich zum Vorjahr erhöhten sich 2005 die diesbezüglichen Nettozuflüsse für diese Ländergruppe insgesamt leicht (siehe Tabelle 9). Besonders umfangreiche Nettodirektinvestitionen (gemessen am BIP) flossen nach Estland; hier wirkte sich allerdings auch eine Großtransaktion deutlich aus. Die Tschechische Republik und Malta konnten ebenfalls relativ umfangreiche Investitionen aus dem Ausland verbuchen. Per saldo ver-

zeichneten alle neuen Mitgliedstaaten Zuflüsse im Form von Direktinvestitionen. Nur in Slowenien glichen sich die Zu- und Abflüsse 2005 weitgehend aus. Von den übrigen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, wiesen Schweden und Dänemark Nettoabflüsse in Form von Direktinvestitionen aus, die im Falle Schwedens recht umfangreich waren; das Vereinigte Königreich hingegen konnte hohe Nettozuflüsse verbuchen. Insgesamt lässt sich feststellen, dass die Nettozuflüsse im Rahmen der Direktinvestitionen 2005 für eine Reihe von EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums eine wichtige Finanzierungsquelle darstellten, wenngleich diese Zuflüsse meist nicht ausreichten, um das insgesamt in der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen verzeichnete Defizit auszugleichen.

Die Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen trugen in den Jahren 2004 und 2005 ebenfalls merklich zur Finanzierung des Leistungsbilanzdefizits in Zypern, Ungarn und Polen bei, nachdem in den Vorjahren nur relativ moderate Zuflüsse verzeichnet worden waren. Diese Entwicklung war hauptsächlich auf höhere Nettokapitalzuflüsse bei den Schuldverschreibungen zurückzuführen, die in einigen Fällen möglicherweise zum Teil mit Renditedifferenzen im Zusammenhang standen; doch auch die Nettokapitalzuflüsse bei den Dividendenwerten erhöhten sich. Die am BIP gemessene Auslandsverschuldung einiger Länder stieg ebenfalls an, unter anderem weil zusätzliche Finanzmittel durch die Nettokapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen und auch im übrigen Kapitalverkehr zur Verfügung standen.

WKM II UND WECHSELKURSFRAGEN

Im Berichtsjahr wurde der Teilnehmerkreis des WKM II (bisher Estland, Litauen, Slowenien und Dänemark) um vier neue EU-Mitgliedstaaten erweitert: Zypern, Malta und Lettland wurden am 2. Mai 2005 und die Slowakei am 28. November 2005 in den Wechselkursmechanismus eingebunden, und zwar mit einer Standardschwankungsbreite von $\pm 15\%$ um den jeweiligen Euro-Leitkurs. Sowohl das Zypern-Pfund als auch der lettische Lats waren bereits

vor der Aufnahme in den WKM II einseitig an den Euro gebunden – das Zypern-Pfund seit der Einführung des Euro im Jahr 1999, die lettische Währung seit Anfang 2005. Lettland gab für die Bindung an den Euro die Bindung an das Sonderziehungsrecht (SZR; eine in erster Linie vom IWF verwendete, auf einem Währungskorb basierende Währungseinheit) auf, wobei es sich unilateral auf eine Schwankungsbreite von $\pm 1\%$ festlegte (wie zuvor bei der SZR-Bindung). Mit der Teilnahme Maltas am Wechselkursmechanismus wurde die Anbindung der maltesischen Lira an einen Korb aus drei Währungen (Euro, Pfund Sterling und US-Dollar) zugunsten der Kopplung an den Euro aufgegeben. Die maltesischen Währungsbehörden gaben zudem bekannt, den Kurs der Lira einseitig am Euro-Leitkurs halten zu wollen. Im Fall der slowakischen Krone und des Zypern-Pfund liegt keine formelle unilaterale Verpflichtungserklärung zur Einhaltung einer engeren Bandbreite seitens der zuständigen Währungsbehörden vor. Der EZB erwachsen aus einseitigen Bindungen keine zusätzlichen Verpflichtungen. Die eingebundenen Länder haben sich zur Gewährleistung einer reibungslosen Teilnahme am WKM II zudem dazu verpflichtet, die erforderlichen Maßnahmen zur Aufrechterhaltung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und der Wechselkursstabilität zu ergreifen.

Die Teilnahme am WKM II wurde in keinem der Länder von nennenswerten Spannungen an

den Devisenmärkten begleitet. Die estnische Krone, der litauische Litas, die maltesische Lira und der slowenische Tolar wurden seit der Aufnahme in den Wechselkursmechanismus durchgängig nahe bei ihrem Leitkurs oder zum Leitkurs gehandelt. Auch die dänische Krone notierte im Berichtsjahr weiterhin nahe am Leitkurs. Nach der Einbindung in den WKM II gewann das Zypern-Pfund gegenüber dem Euro in den ersten zwei Monaten leicht an Wert und pendelte sich im zweiten Halbjahr 2005 bei rund 2% über dem Leitkurs ein. Der lettische Lats notierte unverändert stark innerhalb der Standardschwankungsbandbreite, eng am oberen Rand des einseitig festgesetzten Wechselkursbandes. Seit der Einbindung in den Wechselkursmechanismus II wies die slowakische Krone eine etwas stärkere Volatilität als die übrigen WKM-II-Währungen auf und wurde bis zu $3,2\%$ über ihrem Leitkurs gehandelt (siehe Tabelle 10).

Die meisten Währungen der nicht dem Euro-Raum und dem WKM II angehörenden EU-Länder gewannen im Berichtsjahr gegenüber dem Euro an Boden. Gemessen am handelsgewichteten (effektiven) Wechselkurs war diese Entwicklung jedoch weniger ausgeprägt, da dem Anstieg zum Teil Kursrückgänge dieser Währungen gegenüber dem US-Dollar und den dollargebundenen Währungen entgegenwirkten. In den ersten sechs Monaten des Berichtsjahrs werteten der polnische Zloty und die tschechi-

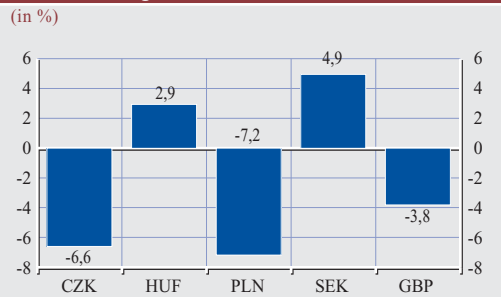
Tabelle 10 Entwicklungen im Rahmen des WKM II

	Beitrittsdatum	Oberer Interventionspunkt	Leitkurs	Unterer Interventionspunkt	Max. Abweichung in %	
					nach oben	nach unten
DKK	1.1.1999	7,62824	7,46038	7,29252	0,1	0,4
EEK	28.6.2004	17,9936	15,6466	13,2996	0,0	0,0
CYP	2.5.2005	0,673065	0,585274	0,497483	0,0	2,1
LVL	2.5.2005	0,808225	0,702804	0,597383	0,0	1,0
LTL	28.6.2004	3,97072	3,45280	2,93488	0,0	0,0
MTL	2.5.2005	0,493695	0,429300	0,364905	0,0	0,0
SIT	28.6.2004	275,586	239,640	203,694	0,2	0,1
SKK	28.11.2005	44,2233	38,4550	32,6868	0,0	3,2

Quelle: EZB.

Anmerkung: Eine Abweichung nach oben (nach unten) entspricht einer Annäherung an den unteren (oberen) Interventionspunkt und stellt eine Aufwertung (Abwertung) gegenüber dem Euro dar. Bei den ausgewiesenen maximalen Abweichungen erstrecken sich die Referenzzeiträume vom jeweiligen EKW-II-Beitrittsdatum bis zum 24. Februar 2006. Für Dänemark erstreckt sich der Referenzzeitraum vom 1. Januar 2004 bis zum 24. Februar 2006.

Abbildung 37 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 3. Januar 2005 bis zum 24. Februar 2006.

sche Krone nach der 2004 verzeichneten starken Aufwertung zum Teil ab, in der zweiten Jahreshälfte stieg der Wechselkurs dieser Währungen aber wieder an. Im Vergleich zu ihren Anfang 2005 verzeichneten Kursen hatten diese Währungen gegenüber dem Euro am 24. Februar 2006 deutlich aufgewertet, was einem Kursrückgang der Gemeinschaftswährung von 7,2 % bzw. 6,6 % entspricht (siehe Abbildung 37). Beim ungarischen Forint hingegen waren – in erster Linie im Zusammenhang mit der Eintrübung der Haushaltsaussichten im Verlauf des Jahres – deutliche Kursschwankungen und ein Kursrückgang zu verzeichnen. Am 24. Februar 2006 notierte der Forint knapp 3 % unter seinem Stand von Anfang 2005. Der Kurs der schwedischen Krone und des Pfund Sterling schließlich veränderte sich offensichtlich unter dem Einfluss des geänderten Zinsabstands. Angesichts eines sich ausweitenden negativen Zinsgefälles gegenüber dem Euroraum verlor die schwedische Krone gegenüber dem Euro 2005 fast durchgängig recht deutlich an Boden, während das Pfund Sterling unter merklichen Schwankungen im Verlauf des Berichtsjahrs und Anfang 2006 gegenüber dem Euro um fast 4 % anzog.

GELDPOLITIK

Das vorrangige Ziel der Geldpolitik ist auch in allen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-raums die Gewährleistung von Preisstabilität. Die geldpolitischen Strategien unterscheiden

sich allerdings von Land zu Land erheblich, was auf die Heterogenität dieser Mitgliedstaaten in nominaler, realer und struktureller Hinsicht zurückzuführen ist (siehe Tabelle 11). Abgesehen von dem bereits erwähnten Beitritt Zyperns, Lettlands, Maltas und der Slowakei zum WKM II blieben die geldpolitischen Strategien und Wechselkurssysteme in den EU-Ländern außerhalb des Eurogebiets im Jahr 2005 weitgehend unverändert; in einigen Ländern kam es jedoch mit Blick auf die künftige monetäre Integration zu Anpassungen des geldpolitischen Handlungsrahmens.

Hinsichtlich der geldpolitischen Beschlüsse im Jahr 2005 in den Ländern, die ein Wechselkursziel verfolgen, ist der Beschluss der Danmarks Nationalbank zu nennen, die ihren Leitkurs um 25 Basispunkte auf 2,4 % als Reaktion auf die von der EZB am 1. Dezember 2005 vorgenommene Zinserhöhung an hob. Am 17. Februar 2006 erhöhte sie ihre Leitzinsen erneut um 10 Basispunkte auf 2,5 %, und zwar infolge des im Februar durch den Erwerb ausländischer Aktien und sonstiger Wertpapiere durch dänische investitionelle Investoren ausgelösten Devisenabflusses. Die Zentralbank von Zypern senkte bis Ende 2005 ihren Mindestbietungssatz um insgesamt 125 Basispunkte auf 3,25 %, um den Aufwertungsdruck zu dämpfen. Dieser hatte sich aus dem gesteigerten Anlegervertrauen in die Wirtschaftsaussichten ergeben, die sich aufgrund der verbesserten Lage der öffentlichen Finanzen und der Aufnahme des Zypern-Pfund in den WKM II aufgehellt hatten. Die Latvijas Banka erhöhte ihren Mindestreservesatz in zwei Schritten von 4 % auf 8 %, um das äußerst hohe Wachstum der Kreditvergabe in Lettland einzudämmen. In Malta wurde der Leitzinssatz als Reaktion auf das starke Kreditwachstum um 25 Basispunkte auf 3,25 % angehoben. Im Februar 2006 senkte die Banka Slovenije ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 3,75 %.

Die meisten der EU-Länder außerhalb des Euro-raums, die ein direktes Inflationsziel verfolgen, verringerten 2005 ihre Leitzinsen. Die Leitzinssenkungen in Ungarn (um 350 Basis-

Tabelle 11 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 %, wobei sichergestellt wird, dass die Inflationsrate maximal einen Prozentpunkt über oder unter diesem Ziel liegt. 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 ± 15 % um einen Leitkurs von 15,6466 EEK/EUR. Weiterhin Currency-Board-Regelung, zu der sich Estland einseitig verpflichtet hat.
Zypern	Wechselkursziel	Zypern-Pfund	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von ± 15 % um einen Leitkurs von 0,585274 CYP/EUR.
Lettland	Wechselkursziel	Lettischer Lats	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von ± 15 % um einen Leitkurs von 0,702804 LVL/EUR. Lettland hält weiterhin eine Schwankungsbreite von ± 1 % ein, wozu sich das Land einseitig verpflichtet hat.
Litauen	Wechselkursziel	Litauischer Litas	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von ± 15 % um einen Leitkurs von 3,45280 LTL/EUR. Weiterhin Currency-Board-Regelung, zu der sich Litauen einseitig verpflichtet hat.
Ungarn	Kombination aus Wechselkurs- und Inflationsziel	Ungarischer Forint	Wechselkursziel: Anbindung an den Euro mit 282,36 HUF/EUR und einer Schwankungsbreite von ± 15 %. Inflationsziel: 4 % (± 1 Prozentpunkt) bis Ende 2005, 3,5 % (± 1 Prozentpunkt) bis Ende 2006 und 3 % (± 1 Prozentpunkt) als mittelfristiges Ziel ab 2007.
Malta	Wechselkursziel	Maltesische Lira	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von ± 15 % um einen Leitkurs von 0,42930 MTL/EUR. Malta hält den Wechselkurs gegenüber dem Euro-Leitkurs unverändert, wozu sich das Land einseitig verpflichtet hat.
Polen	Inflationsziel	Polnischer Zloty	Inflationsziel: 2,5 % ± 1 Prozentpunkt (jährliche Veränderung des VPI) seit 2004. Frei schwankender Wechselkurs.
Slowenien	Zwei-Säulen-Strategie (basierend auf der Überwachung monetärer, realwirtschaftlicher, außenwirtschaftlicher und finanzieller Indikatoren für die makro-ökonomische Entwicklung)	Slowenischer Tolar	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von ± 15 % um einen Leitkurs von 239,640 SIT/EUR.
Slowakei	Verfolgung des Inflationsziels gem den WKM-II-Bestimmungen	Slowakische Krone	Teilnahme am WKM II mit einer Schwankungsbreite von ± 15 % um einen Leitkurs von 38,4550 SKK/EUR. 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 Ende 2008.
Schweden	Inflationsziel	Schwedische Krone	Inflationsziel: Anstieg des VPI von 2 % mit einer Toleranzbandbreite von ± 1 Prozentpunkt. Frei schwankender Wechselkurs.
Vereinigtes Königreich	Inflationsziel	Pfund Sterling	Inflationsziel: 2 % gemessen am Anstieg des VPI ¹⁾ innerhalb eines Zwlfmonatszeitraums. Bei einer Abweichung von mehr als 1 Prozentpunkt wird erwartet, dass der Geldpolitische Ausschuss den britischen Finanzminister in einem offenen Brief informiert. Frei schwankender Wechselkurs.

Quelle: ESZB.

1) Der VPI entspricht dem HVPI.

punkte auf 6 %), Polen (um 200 Basispunkte auf 4,5 %) und der Slowakei (um 100 Basispunkte auf 3 %) standen im Zusammenhang mit den verbesserten Inflationsaussichten. In der Slowakei waren die Zinsbeschlüsse auch eine Folge des Wechselkursanstiegs. In Polen wurde der Leitzins im Januar 2006 weiter – und zwar um 25 Basispunkte auf 4,25 % – abgesenkt. Vor dem Hintergrund des sich abschwächenden Produktionswachstums und der gesunkenen Inflationserwartungen wurden die Leitzinsen in Schweden und im Vereinigten Königreich im Berichtsjahr um 50 Basispunkte bzw. 25 Basispunkte auf 1,5 % bzw. 4,5 % gesenkt. Schweden reagierte allerdings mit Zinserhöhungen im Januar 2006 (um 25 Basispunkte auf 1,75 %) und im Februar (erneut um 25 Basispunkte auf 2,0 %) auf einen möglichen Anstieg der Kurzfristzinsen, der sich in den Prognosen der Inflationsberichte vom Dezember 2005 und Februar 2006 abzeichnete. Die tschechische Notenbank schließlich senkte die Leitzinsen im ersten Halbjahr 2005 angesichts günstiger Inflationsaussichten und einer aufwertenden Krone um insgesamt 75 Basispunkte. Gegen Ende Oktober folgte allerdings eine Anhebung um 25 Basispunkte auf 2 %, was mit den aktuellen Inflationsprognosen und den Inflationsrisiken im Einklang stand.

FINANZMARKTENTWICKLUNG

Im Jahr 2005 folgten die Renditen langfristiger Anleihen in den meisten EU-Mitgliedsländern außerhalb des Euroraums der Renditeentwicklung vergleichbarer Anleihen im Eurogebiet. Nach einem bis September zu beobachtenden Rückgang war, insbesondere in Ungarn und Polen, eine leichte Erholung zu verzeichnen. In Litauen und Slowenien sanken die langfristigen Zinssätze allmählich auf das Niveau des Euroraums, während sie in Malta und im Vereinigten Königreich etwas stabiler waren. Insgesamt lagen die Langfristzinsen in den meisten Ländern am Ende des Berichtsjahrs 20 bis 55 Basispunkte unter dem Stand vom Jahresbeginn, wobei der Rückgang in Lettland, Polen, der Slowakei und insbesondere in Zypern (hier um mehr als 200 Basispunkte) ausgeprägter war. Da die langfristigen Zinsen im Euro-Währungs-

gebiet im Jahresverlauf 2005 um rund 30 Basispunkte sanken, blieb der Abstand der Anleiherenditen gegenüber dem Euroraum stabil oder verringerte sich. Der Zinsvorsprung gegenüber dem Euroraum vergrößerte sich allerdings in Ungarn und Polen im Schlussquartal 2005 recht deutlich. Diese Reaktion der Märkte war in Ungarn auf eine ungünstige Entwicklung der Staatsfinanzen und in Polen auf die Unsicherheit in Bezug auf die Entwicklung der öffentlichen Finanzen und die Wirtschaftspolitik im Anschluss an die dortigen Parlamentswahlen zurückzuführen.

Die Aktienmärkte in den nicht dem Eurogebiet angehörenden EU-Ländern entwickelten sich im Jahr 2005 weiterhin positiv; außer in Slowenien und im Vereinigten Königreich übertraf die Entwicklung in diesen Ländern die durchschnittliche Kursentwicklung im Euroraum, die am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index gemessen wird. Ende 2005 lagen die Aktienkurse in den neuen EU-Ländern (mit Ausnahme Sloweniens) zwischen 25 % und 65 % über dem zu Beginn des Jahres verzeichneten Wert.

Künstlerin

Ilse Haider

Titel

Kopf eines Athleten, 1994

Material

Weidenruten, Fotoemulsion

Format

180 x 120 x 40 cm

© EZB, Künstlerin



KAPITEL 2

ZENTRALBANK- GESCHÄFTE UND -AKTIVITÄTEN

I GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE, DEVISEN- GESCHÄFTE UND INVESTITIONSTÄTIGKEIT

1.1 GELDPOLITISCHE GESCHÄFTE

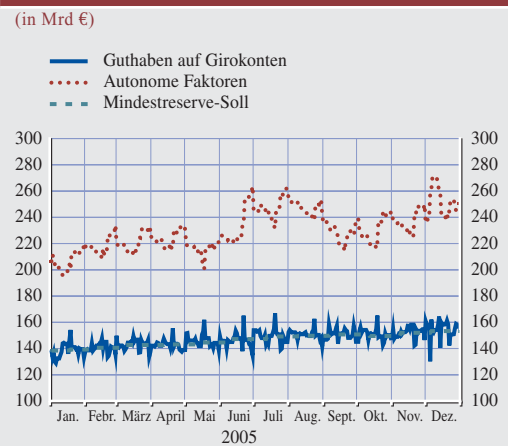
Das Instrumentarium für die Umsetzung der gemeinsamen Geldpolitik¹ erwies sich im Berichtsjahr weiterhin als effizient. Die Geldmarktsätze am sehr kurzen Ende der Zinsstrukturkurve blieben im Jahr 2005 stabil, und der EONIA wies ein sehr niedriges Volatilitätsniveau auf. Die Standardabweichung der Differenz des EONIA zum Mindestbietungssatz betrug im Berichtsjahr 5 Basispunkte (2004: 9 Basispunkte, 2003: 16 Basispunkte).

Zu Jahresende 2005 wurde erstmals die Fähigkeit des im März 2004² geänderten geldpolitischen Handlungsrahmens auf die Probe gestellt, die Auswirkungen geänderter Erwartungen bezüglich der EZB-Leitzinssätze innerhalb einer Erfüllungsperiode zu neutralisieren. Im November 2005 wurde die Geldmarktentwicklung nämlich erstmals nach über zwei Jahren wieder von Erwartungen einer Zinserhöhung beeinflusst. Nach Veröffentlichung einer Stellungnahme des Präsidenten der EZB am 18. November im Vorfeld der EZB-Ratssitzung vom 1. Dezember erhöhte sich der Tagesgeldsatz um bis zu 12 Basispunkte. Nach wenigen Tagen begann er jedoch zu fallen und näherte sich – nach einer über die Benchmark hinausgehenden Liquiditätszuteilung³ im letzten Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG) der Erfüllungsperiode, die von der EZB entsprechend kommuniziert wurde – wieder an seinen früheren Stand an. Es ist somit davon auszugehen, dass die Synchronisierung des Beginns der Erfüllungsperiode mit der Umsetzung von Zinsentscheidungen einen wirksamen Beitrag zur Vermeidung signifikanter nachhaltiger Auswirkungen von in der vorangegangenen Erfüllungsperiode aufgekommenen Zinsänderungserwartungen leistete (sieht man von ersten Reaktionen der Geldmarktakteure ab).

BEURTEILUNG DER LIQUIDITÄTSLAGE UND LIQUIDITÄTSMANAGEMENT

Basis für das Liquiditätsmanagement des Eurosystems ist eine tägliche Beurteilung der Liquiditätsversorgung des Bankensystems im Euroraum, durch die der Liquiditätsbedarf des Ban-

Abbildung 38 Liquiditätsfaktoren im Euroraum im Jahr 2005



Quelle: EZB.

kensystems ermittelt wird. Auf dieser Grundlage wird das Zuteilungsvolumen für die wöchentlichen HRGs und die monatlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) sowie im Bedarfsfall für andere Offenmarktgeschäfte wie Feinsteuerungsoperationen bestimmt. Der Liquiditätsbedarf ergibt sich aus dem Mindestreserve-Soll der Banken und ihren darüber hinausgehenden Überschussreserven auf NZB-Konten sowie aus autonomen Faktoren (siehe Abbildung 38). Letztere sind Positionen in der Bilanz des Eurosystems, die den Liquiditätsbedarf der Banken beeinflussen, aber üblicherweise nicht direkt über das Liquiditätsmanagement des Eurosystems gesteuert werden können (z. B. Banknotenumlauf, Einlagen der öffentli-

- 1 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.
- 2 Im März 2004 wurden zwei Neuerungen eingeführt: a) Die Mindestreserve-Erfüllungsperioden beginnen nun immer am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die EZB-Ratssitzung folgt, auf deren Tagesordnung die monatliche Erörterung der Geldpolitik steht, und b) die Laufzeit der HRGs wurde von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt. Siehe EZB-Jahresbericht 2004, S. 88–89.
- 3 Die Benchmark-Zuteilung ist der Betrag, der auf der Grundlage aller Liquiditätsprognosen des Eurosystems normalerweise erforderlich ist, um am kurzfristigen Geldmarkt ausgeglichene Bedingungen herzustellen. Die veröffentlichte Benchmark-Zuteilung wird auf die nächsten 500 Mio € gerundet.



chen Haushalte und Netto-Fremdwährungsposition).

Der tagesdurchschnittliche Liquiditätsbedarf des Bankensektors im Euroraum lag im Jahr 2005 bei 377,4 Mrd €, was einem Anstieg von 21 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Im Schnitt entfielen dabei 146,5 Mrd € auf das Mindestreserve-Soll, 0,8 Mrd € auf die Überschussreserven und 230,1 Mrd € auf die autonomen Faktoren, wobei der Banknotenumlauf unter den autonomen Faktoren die stärkste Jahreswachstumsrate aufwies (durchschnittlich rund 15 % wie schon 2004) und am 24. Dezember 2005 seinen bisherigen Höchststand von 568 Mrd € erreichte.

HAUPTREFINANZIERUNGSGESCHÄFTE

HRGs sind einmal pro Woche durchgeführte liquiditätszuführende Geschäfte mit einer Laufzeit von einer Woche, die als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz ausgeschrieben und nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren abgewickelt werden. Die HRGs sind die wichtigsten Offenmarktgeschäfte des Eurosystems: Ihnen kommt bei der Steuerung der Zinssätze und der Liquidität am Markt eine Schlüsselrolle zu; darüber hinaus hat die Höhe des HRG-Mindestbietungssatzes Signalwirkung im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs.

Als Orientierungshilfe für die Banken bei der Gebotserstellung veröffentlichte die EZB auch im Jahr 2005 einmal wöchentlich eine Prognose über die Höhe der autonomen Faktoren (Tagesdurchschnitt) und den Benchmark-Betrag, um Fehlinterpretationen seitens der Marktteilnehmer im Hinblick darauf entgegenzuwirken, ob

die EZB mit den Zuteilungsentscheidungen bei den HRGs eine ausgeglichene Liquiditätssituation herstellen möchte.

Das Zuteilungsvolumen bei den HRGs betrug im Berichtsjahr zwischen 259,0 Mrd € und 333,5 Mrd €. Im Schnitt gaben 351 Geschäftspartner Gebote bei den HRGs ab, was in etwa den Vorjahreswerten nach der Änderung des Handlungsrahmens entspricht. 77 % des per saldo vom Eurosystem über geldpolitische Geschäfte bereitgestellten Liquiditätsvolumens wurden über HRGs zugeführt. Die durchschnittliche Differenz zwischen dem marginalen Zuteilungssatz und dem Mindestbietungssatz belief sich auf 5,3 Basispunkte (2004: 1,6 Basispunkte, 2003: 4,7 Basispunkte). Nachdem der Abstand in den ersten drei Quartalen des Berichtsjahrs weitgehend stabil bei etwa 5 Basispunkten gelegen hatte, begann er sich im September auszuweiten. Als er Mitte Oktober 7 Basispunkte erreichte, kommunizierte die EZB Handlungsbedarf und hob die Zuteilungen knapp über den Benchmark-Betrag an, wobei sie dennoch auf ausgeglichene Bedingungen zum Ende der Erfüllungsperiode abzielte. Durch diese großzügige Zuteilungspolitik pendelte sich die Differenz zwischen marginalem Zuteilungssatz und Mindestbietungssatz bei 5 Basispunkten ein.

FEINSTEUERUNGSOPERATIONEN

Als Folge der im März 2004 umgesetzten Änderungen beim geldpolitischen Handlungsrahmen kann eine unpräzisere Liquiditätsschätzung in den acht Tagen zwischen dem letzten HRG einer Erfüllungsperiode und dem Ende dieser Erfüllungsperiode stärker ins Gewicht

fallen. Im Berichtsjahr lag die Abweichung der Prognosen von den Ist-Werten in diesem achttägigen Zeitraum im Schnitt bei 7,16 Mrd €. Wenn die EZB mit einem beträchtlichen Liquiditätsungleichgewicht rechnete, reagierte sie am letzten Tag der Erfüllungsperiode mit Feinsteuerungsoperationen, um zu verhindern, dass die Banken aufgrund solcher Prognosefehler in hohem Ausmaß auf die ständigen Fazilitäten zurückgreifen müssen, und um große Differenzen zwischen dem Tagesgeldsatz und dem Mindestbietungssatz zu vermeiden. Insgesamt wurden neun Feinsteuerungsoperationen durchgeführt – drei liquiditätszuführende (18. Januar, 7. Februar und 6. September) und sechs liquiditätsabschöpfende (8. März, 7. Juni, 12. Juli, 9. August, 11. Oktober und 5. Dezember) – die auf eine ausgeglichene Liquiditätssituation abzielten und zu einer Stabilisierung des Tagesgeldsatzes zu Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperioden beitrugen.

LÄNGERFRISTIGE REFINANZIERUNGSGESCHÄFTE

LRGs sind einmal monatlich (üblicherweise am letzten Mittwoch des Monats) und mit einer Laufzeit von drei Monaten durchgeführte liquiditätszuführende Geschäfte, mit denen die Banken ihren längerfristigen Liquiditätsbedarf decken können. Anders als die HRGs haben die LRGs keine Signalwirkung im Hinblick auf den geldpolitischen Kurs des Eurosystems. Die LRGs werden unter Ankündigung des Zuteilungsvolumens als reine Zinstender abgewickelt, d. h., das Eurosystem tritt als Preisnehmer auf.

Im Jahr 2005 wurden rund 23 % der per saldo mittels Offenmarktgeschäften zugeteilten Liquidität über LRGs bereit gestellt. Das Zuteilungsvolumen pro Geschäft wurde im Januar 2005 von 25 Mrd € auf 30 Mrd € erhöht und im Januar 2006 nochmals auf 40 Mrd € angehoben.

STÄNDIGE FAZILITÄTEN

Die zwei vom Eurosystem angebotenen ständigen Fazilitäten (die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität) sind für die Bereitstellung bzw. Abschöpfung von Liquidität

bis zum nächsten Geschäftstag konzipiert. Ihre Zinssätze stecken den Korridor für den Tagesgeldsatz ab; im Berichtsjahr blieb dieser Zinskorridor unverändert bei 200 Basispunkten symmetrisch um den HRG-Mindestbietungssatz verteilt.

Im Jahr 2005 wurde die Spitzenrefinanzierungsfazilität tagesdurchschnittlich in Höhe von 106 Mio € und die Einlagefazilität in Höhe von 122 Mio € genutzt. Diese (wie auch in den vergangenen Jahren) geringe Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten spricht für die Effizienz des Interbankenmarkts und weist auf eine ausgeglichene Liquiditätssituation am jeweils letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperioden hin. Die ausgeglichene Liquiditätssituation stand in Zusammenhang mit dem im Berichtsjahr häufigeren Einsatz von Feinsteuerungsoperationen bei merklichen Abweichungen der tatsächlichen Werte von den Liquiditätsprognosen.

MINDESTRESERVESYSTEM

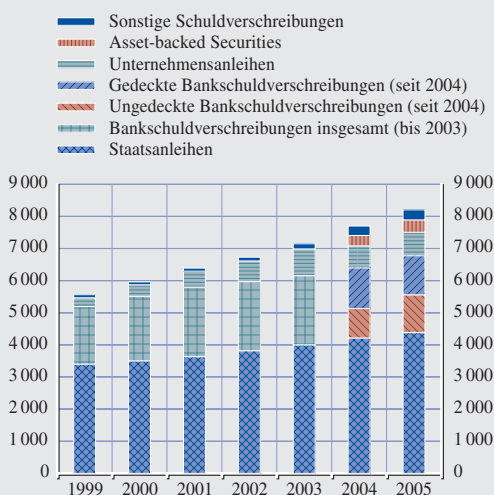
Kreditinstitute im Euroraum müssen Guthaben im Gegenwert von 2 % ihrer – auf Grundlage der reservepflichtigen Bilanzpositionen jedes Instituts berechneten – Mindestreservebasis auf NZB-Konten halten. Die Mindestreservepflicht muss im Durchschnitt einer Erfüllungsperiode eingehalten werden. Das System dient erstens der Stabilisierung der kurzfristigen Geldmarktsätze durch die Durchschnittserfüllung und zweitens der Erhöhung des Liquiditätsdefizits bzw. des gesamten Refinanzierungsbedarfs des Bankensektors gegenüber dem Eurosystem. Von Jahresbeginn bis zur letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2005 stieg das Mindestreserve-Soll allmählich auf 153 Mrd € an.

NOTENBANKFÄHIGE SICHERHEITEN

Zum Schutz des Eurosystems vor potenziellen Verlusten müssen sämtliche Kreditgeschäfte des Eurosystems ausreichend besichert sein. Aufgrund von Besonderheiten der europäischen Finanzmärkte und des geldpolitischen Handlungsrahmens des Eurosystems ist zur Besicherung eine breite Palette von Instrumenten zugelassen. Insgesamt waren 2005 marktfähige Fi-

Abbildung 39 Zur Refinanzierung zugelassene marktfähige Sicherheiten

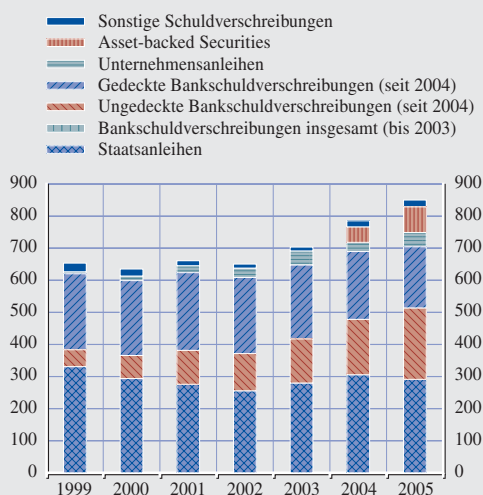
(in Mrd €)



Quelle: EZB.

Abbildung 40 Zur Refinanzierung genutzte marktfähige Sicherheiten

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

nanzinstrumente im Wert von 8,3 Billionen € (7 % mehr als 2004) als notenbankfähig eingestuft (siehe Abbildung 39). Davon entfielen 53 % auf Staatsanleihen, 29 % auf gedeckte Bankschuldverschreibungen (Pfandbriefe und ähnliche Instrumente) sowie ungedeckte Bankschuldverschreibungen, 9 % auf Unternehmensanleihen, 5 % auf Asset-backed Securities (ABS) und 4 % auf sonstige – etwa von supranationalen Organisationen begebene – Schuldverschreibungen. Der Durchschnittswert der tatsächlich zur Besicherung von Eurosystem-Kreditgeschäften hinterlegten marktfähigen Finanzinstrumente betrug im Berichtsjahr 866 Mrd € gegenüber 787 Mrd € im Jahr 2004 (siehe Abbildung 40).

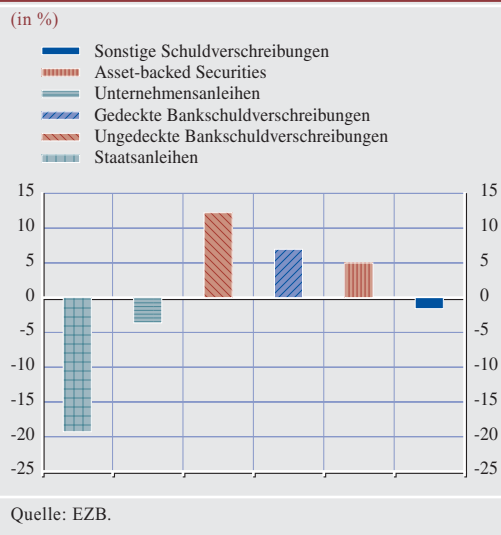
Abbildung 41 weist die Differenz zwischen den zur Refinanzierung zugelassenen Sicherheiten und den tatsächlich in Eurosystem-Kreditgeschäften verwendeten Instrumenten nach Art der Sicherheit aufgegliedert aus. Demzufolge entfielen 53 % der zugelassenen marktfähigen Sicherheiten auf Staatsanleihen, jedoch nur 34 % der verwendeten Sicherheiten. Unbesicherte Bankschuldverschreibungen machten hingegen lediglich 14 % der zugelassenen

marktfähigen Sicherheiten, aber 27 % der tatsächlich genutzten Sicherheiten aus, während 5 % der zugelassenen Sicherheiten und 10 % der genutzten Sicherheiten auf ABS entfielen.

Im Lauf des Berichtsjahrs wurde die Sicherheitenpolitik des Eurosystems in wesentlichen Punkten weiterentwickelt. So schloss das Eurosystem die Überarbeitung der Zulassungskriterien für ABS ab. Dies war aufgrund der immer häufigeren Verwendung von ABS in Eurosystem-Kreditgeschäften notwendig, und auch die Geschäftspartner forderten mehr Transparenz bezüglich der zugelassenen ABS-Kategorien ein. Die im Januar 2006 bekannt gegebenen aktualisierten Kriterien gelten ab Mai 2006. Derzeit zugelassene ABS, die den neuen Kriterien nicht entsprechen, werden spätestens im Oktober 2006 aus dem Sicherheitenverzeichnis gestrichen.

Auch der seit der Einführung des Euro durchgehend angewendete Mindeststandard bei der Hereinnahme von Sicherheiten – das Kreditrating A von einer der drei wichtigsten internationalen Ratingagenturen – wurde nun ausdrücklich festgelegt. Bei Standard & Poor's oder

Abbildung 4 | Tatsächliche Nutzung der marktfähigen Sicherheiten verglichen mit dem Anteil der zur Refinanzierung zugelassenen Bestände im Jahr 2005



Fitch Ratings ist dafür ein langfristiges Mindestrating von A-, bei Moody's ein Mindestrating von A3 erforderlich. Des Weiteren wurde klargestellt, dass diese Anforderung in gleicher Weise für Emittenten des privaten und öffentlichen Sektors gilt.

Fortschritte wurden auch bei der Erstellung eines einheitlichen Verzeichnisses notenbankfähiger Sicherheiten erzielt, das schrittweise das bestehende, zwei Kategorien umfassende System ersetzen wird. Das einheitliche Sicherheitenverzeichnis soll die Verfügbarkeit von Sicherheiten erhöhen, die Wettbewerbsgleichheit im Euroraum stärken, die Gleichbehandlung der Geschäftspartner und Emittenten fördern sowie die Transparenz des Sicherheitenrahmens verbessern. Die ersten beiden wichtigsten Maßnahmen zur Einführung des einheitlichen Sicherheitenzeichnisses wurden im Jahr 2005 umgesetzt:

- Am 30. Mai wurde zunächst das Verzeichnis aller nicht geregelten Märkte veröffentlicht, an denen Schuldtitel gehandelt werden können, um vom Eurosystem als notenbankfähig eingestuft zu werden. Dieses auf der EZB-Website abrufbare Verzeichnis wird

zumindest einmal pro Jahr aktualisiert. Anschließend an einem nicht geregelten Markt zugelassene, notierte oder gehandelte Schuldtitel, die nicht in diesem Verzeichnis aufscheinen, werden bis Mai 2007 akzeptiert; danach verlieren sie ihre Notenbankfähigkeit.

- Anschließend wurde das Verzeichnis der Kategorie-1-Sicherheiten am 1. Juli 2005 um auf Euro lautende, von Emittenten mit Sitz in einem G-10-Land außerhalb des Europäischen Wirtschaftsraums begebene Schuldtitel erweitert. Der Gesamtwert der neu zugelassenen notenbankfähigen Sicherheiten betrug zu Ende des Berichtsjahrs 137 Mrd €. Tatsächlich verwendet wurden bis Ende Dezember 5,3 Mrd €, nachdem sich die Nutzung dieser Sicherheiten im zweiten Halbjahr 2005 allmählich erhöht hatte.

Für den nächsten Schritt auf dem Weg zur Einführung des einheitlichen Sicherheitenzeichnisses – die Aufnahme von Kreditforderungen – kündigte der EZB-Rat im Februar 2005 den folgenden Zeitrahmen an:

- Mit dem Inkrafttreten der einheitlichen Zulassungskriterien und des Rahmenwerks für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem per 1. Januar 2007 werden Kreditforderungen in allen Ländern des Eurogebiets als Sicherheiten für die Kreditgeschäfte des Eurosystems zugelassen. Gemäß diesem Rahmenwerk müssen alle in das künftige einheitliche Sicherheitenverzeichnis aufgenommenen notenbankfähigen Sicherheiten hohe Bonitätsanforderungen erfüllen (siehe unten).
- Von 1. Januar 2007 bis 31. Dezember 2011 wird eine Übergangsregelung gelten, die jeder NZB des Eurosystems das Festsetzen eines Mindestbetrags für die Zulassung von Kreditforderungen als Sicherheit und das Erheben von Transaktionsgebühren gestattet.
- Ab dem 1. Januar 2012 wird die Nutzung von Kreditforderungen als Sicherheiten ei-

ner einheitlichen Regelung (Mindestbetrag = 500 000 €) unterliegen.

Im Juli 2005 genehmigte der EZB-Rat die künftig für Kreditforderungen geltenden allgemeinen Zulassungskriterien, und im November 2005 sodann die Hauptelemente des Rahmenwerks für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem, das die Einhaltung der hohen Standards des Eurosystems bezüglich der finanziellen Solidität von Schuldern sicherstellen wird. An der Aufnahme von Kreditforderungen in das einheitliche Sicherheitenverzeichnis wird gearbeitet. Die Bekanntgabe der letzten technischen und operativen Einzelheiten ist für das erste Halbjahr 2006 vorgesehen.

RISIKOMANAGEMENT

Bei der Durchführung geldpolitischer Geschäfte und bei Kreditgeschäften im Rahmen des Zahlungsverkehrs geht das Eurosystem im Zusammenhang mit dem möglichen Ausfall von Geschäftspartnern sowohl Kredit- als auch Marktrisiken ein. Für die Begrenzung dieser Risiken sorgt die in Artikel 18.1 der ESZB-Satzung festgelegte Verpflichtung zum Stellen ausreichender Sicherheiten in Verbindung mit der angemessenen Bewertung von Sicherheiten und Risikokontrollmaßnahmen.

Das Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen tritt mit 1. Januar 2007 in Kraft; es stützt sich auf vier Quellen für die Bonitätsbeurteilung: externe Ratingagenturen, interne Bonitätsanalyseverfahren der NZBen, interne Ratingverfahren der Geschäftspartner und Ratingtools externer Anbieter. So wird den Grundsätzen der Bonitätsbeurteilung – Konsistenz, Genauigkeit und Vergleichbarkeit – Genüge getan.

Um die Erfüllung dieser Grundsätze zu gewährleisten, müssen alle Quellen für die Bonitätsbeurteilung bestimmte Zulassungskriterien erfüllen. Darüber hinaus wird eine Reihe technischer Spezifikationen und Instrumente – darunter etwa ein Bonitätsschwellenwert sowie ein Überwachungs- und Berichtsverfahren für die Bonitätsbeurteilung – dafür sorgen, dass notenbank-



fähige Sicherheiten den Mindestbonitätsanforderungen genügen.

In Übereinstimmung mit seinen Grenzwerten für das Kreditrisiko wird das Eurosystem grundsätzlich nur Schuldtitel von Kreditnehmern akzeptieren, die

- zumindest das Kreditrating A von einer der drei wichtigsten internationalen Ratingagenturen bekommen; oder
- eine Ausfallwahrscheinlichkeit von höchstens 0,10 % haben, d. h., die Kreditnehmer müssen in eine Risikogruppe eingestuft sein, deren erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit innerhalb eines Jahres bei höchstens 0,10 % liegt.

Gemäß Artikel 102 des EG-Vertrags gilt die obige Definition für Emittenten des privaten und öffentlichen Sektors gleichermaßen, da die EZB Schuldtitel des öffentlichen Sektors nicht bevorzugt behandeln darf.

1.2 DEWISENGESCHÄFTE

Im Berichtsjahr führte die EZB am Devisenmarkt keine Interventionen aus währungspolitischen Gründen durch, sondern engagierte sich ausschließlich im Zuge von Anlagegeschäften.

Des Weiteren tätigte sie auch keine Devisengeschäfte mit Währungen der am WKM II teilnehmenden Staaten.

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 2005 fünf Transaktionen abgewickelt.

I.3 INVESTITIONSTÄTIGKEIT

Die Investitionstätigkeit der EZB ist so organisiert, dass keine Insiderinformationen über die geldpolitischen Maßnahmen in die Investitionsentscheidungen einfließen können. Die mit der Anlageverwaltung betrauten Einheiten der EZB sind von den anderen Zuständigkeitsbereichen durch eine Reihe von Regeln und Verfahren („Chinese Wall“) getrennt.

VERWALTUNG DER WÄHRUNGSRESERVEN

Das Währungsreservenportfolio der EZB basiert auf den von den NZBen des Euroraums an die EZB übertragenen Währungsreserven und transaktionsbedingten Veränderungen. Durch die Haltung dieser Währungsreserven soll sichergestellt werden, dass die EZB gegebenenfalls Devisenmarktinterventionen durchführen kann. Die Kriterien für die Verwaltung der Währungsreserven der EZB sind (nach Priorität aufgelistet) Liquidität, Sicherheit und Rentabilität. Die Reserven der EZB wurden im Berichtsjahr dezentral verwaltet, wobei jede NZB einen Anteil des Portfolios der EZB hielt und verwaltete.

Die Währungsreserven der EZB sind in erster Linie in US-Dollar, aber auch in Yen, Gold und SZR angelegt. Die Gold- und SZR-Bestände wurden im Jahr 2005 nicht aktiv bewirtschaftet. In vollem Einklang mit dem Goldabkommen der Zentralbanken vom 27. September 2004, das von der EZB mit unterzeichnet wurde, hat die EZB insgesamt 47 Tonnen Gold verkauft. Gemessen an den jeweiligen Wechselkursen

und Marktpreisen verfügte die EZB Ende 2005 über offizielle Währungsreserven in Höhe von 41,0 Mrd € gegenüber 35,1 Mrd € Ende 2004. Diese Differenz ist vor allem auf die Aufwertung der US-Dollar- und Goldbestände gegenüber dem Euro sowie auf Erträge (aus Kursgewinnen und Zinserträgen) durch das Portfoliomanagement zurückzuführen.

Für die Verwaltung der Währungsreserven der EZB wurde im Januar 2006 eine neue Rahmenregelung umgesetzt, um die dezentrale Durchführung der Investitionstätigkeiten im Eurosystem effizienter zu gestalten. Demnach soll jede NZB des Eurosystems im operativen Geschäft prinzipiell nur noch für die Anlage eines Portfolios zuständig sein (also entweder in US-Dollar oder in japanischen Yen), wobei zwei NZBen nach wie vor je zwei Portfolios verwalten. Ferner steht es den NZBen des Eurosystems frei, auf die Mitwirkung an der Verwaltung der Währungsreserven der EZB zu verzichten und sich nur noch am strategischen Portfoliomanagement zu beteiligen, etwa an Aktualisierungen der strategischen Benchmarks und Überprüfungen der Risikokontrollmaßnahmen. Im operativen Geschäft aktive NZBen des Eurosystems können ihre Verwaltungsaktivitäten auch poolen.

Im Berichtsjahr wurde die Arbeit an der Erweiterung des Verzeichnisses der für das Anlegen von Währungsreserven zugelassenen Instrumente fortgesetzt. Anfang 2006 wurden Devisenswapgeschäfte und US-amerikanische STRIPS⁴ in das Verzeichnis aufgenommen und Vorbereitungen für die Aufnahme von Zins-swaps getroffen.

EIGENMITTELVERWALTUNG

Das Eigenmittelpportfolio der EZB besteht aus dem eingezahlten Teil des Zeichnungskapitals der EZB und der Allgemeinen Reserve der EZB; es dient als Rücklage zur Abdeckung etwaiger Verluste. Als Anlageziel wird langfristig

⁴ STRIPS steht für Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities, d. h. für US-amerikanische Staatsanleihen, bei denen Kapital und Kupon getrennt gehandelt werden.

eine Verzinsung über dem durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz der EZB angestrebt. Das Verzeichnis der Emittenten, bei denen die Eigenmittel der EZB angelegt werden dürfen, d. h. die Palette der damit zugelassenen Finanzinstrumente, wurde im Jahr 2005 im Segment der erstklassigen Agency Bonds und gedeckten Schuldverschreibungen erweitert. Anfang 2006 wurden von Finanzinstitutionen mit hohem Kreditrating emittierte vorrangige unbesicherte Anleihen in das Verzeichnis zugelassener Investitionen aufgenommen.

Gemessen an den jeweiligen Marktpreisen erhöhten sich die Eigenmittel der EZB zwischen Ende 2004 und Ende 2005 durch die im Portfoliomanagement erwirtschafteten Erträge (Kursgewinne und Zinserträge) von 6,1 Mrd € auf 6,4 Mrd €.

RISIKOMANAGEMENT

Für die Begrenzung der Risiken, die sie eingeht (z. B. Markt-, Kredit- und Liquiditätsrisiken), setzt die EZB unter anderem auf strenge Auflagen für Investitionen (etwa bezüglich Duration, Währungsdiversifikation und Mindestliquidität) und ein detailliertes Limitsystem, dessen Einhaltung täglich überprüft wird. Im Jahr 2005 wurden die Weichen für die Einführung von Value-at-Risk (VaR)-Analysen⁵ gestellt, die in Zukunft das wichtigste Instrument für die Bestimmung der Risikogrenzwerte für Handelspositionen im Vergleich zu den Benchmark-Portfolios der EZB sein sollen. Dieser Ansatz bietet mehrere konzeptionelle Vorteile und ist heute als umfassendes Risikomaß in der Finanzindustrie etabliert, wie sich am Stellenwert dieses Ansatzes bei der Berechnung von Eigenkapitalanforderungen für Banken im Rahmen von Basel II zeigt.

⁵ VaR bezeichnet den maximalen Wertverlust, mit dem mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit in einem definierten Zeitraum zu rechnen ist. So wird z. B. bei einer Haltedauer von einem Jahr und einem Konfidenzniveau von 99 % der VaR innerhalb eines Jahres mit einer Wahrscheinlichkeit von nur 1 % überschritten.

2 ZAHLUNGSVERKEHRS- UND WERTPAPIER-ABWICKLUNGSSYSTEME

Gemäß seinem gesetzlichen Auftrag fördert das Eurosystem den reibungslosen Betrieb von Zahlungsverkehrssystemen. Dabei ist es nicht nur für die Zahlungssystemaufsicht zuständig, sondern stellt auch Einrichtungen zur Zahlungs- und Wertpapierabwicklung bereit, etwa das transeuropäische automatisierte Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem TARGET für die Abwicklung von Großbetragszahlungen in Euro. In den letzten Jahren wurde TARGET ausgebaut und verbessert, und mit TARGET2 wird derzeit die nächste Systemgeneration entwickelt.

Die EZB veröffentlichte im August 2005 eine Grundsatzklärung über die „Bereitstellung von Dienstleistungen für Kreditinstitute im Euro-Massenzahlungsverkehr durch die Zentralbanken“. Darin wird die satzungsmäßige Aufgabe des Eurosystems bekräftigt, Kreditinstituten Abwicklungseinrichtungen im Euro-Massenzahlungsverkehr zur Verfügung zu stellen, und zugleich darauf hingewiesen, dass die NZBen, die sich in diesem Bereich engagieren, den Anforderungen und dem wettbewerbsintensiven Umfeld des Marktes (einschließlich der Kostendeckung) Rechnung tragen.

Im Bereich der Wertpapierabwicklung bieten das Eurosystem und der Markt zahlreiche 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 Echtzeit-Bruttosystemen (RTGS-Systemen) von 16 EU-Mitgliedsländern, dem EZB-Zahlungsverkehrsmechanismus und einem Interlinking-System, das die Zahlungsverarbeitung zwischen den angebundenen Systemen ermöglicht.

TARGET leistete auch im Berichtsjahr einen Beitrag zur Integration des Euro-Geldmarkts und spielte, da es vom Eurosystem zur Abwicklung seiner Kreditgeschäfte eingesetzt wird,

weiterhin eine wichtige Rolle für die reibungslose Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik. TARGET ermöglicht eine flächendeckende Echtzeitabwicklung in Zentralbankgeld und bietet sich damit auch für eine Vielzahl von anderen Zahlungen an. Im Jahr 2005 verlief der TARGET-Betrieb reibungslos, und der Wachstumstrend bei den verarbeiteten Euro-Großbetragszahlungen setzte sich fort. Diese Entwicklung entspricht ganz der Zielsetzung des Eurosystems, die Abwicklung in Zentralbankgeld als einzigartig sichere Zahlungsform zu forcieren. So wurden im Berichtsjahr wertmäßig 89 % aller Euro-Großbetragszahlungen über TARGET abgewickelt. TARGET kann für alle Überweisungen in Euro zwischen angebotenen Banken – sowohl innerhalb eines Mitgliedstaats als auch zwischen verschiedenen Mitgliedstaaten – ohne Betragsober- und -untergrenze verwendet werden.

Bei einer im Jahr 2005 durchgeführten Erhebung wurden 10 564 TARGET-Teilnehmer gezählt (Stand vom 31. Dezember 2004). Insgesamt beläuft sich die Anzahl der über einen Bank Identifier Code (BIC) adressierbaren Institute, insbesondere Zweigstellen von Teilnehmern, auf rund 53 000.

DER TARGET-BETRIEB

Sowohl die Anzahl der im Tagesdurchschnitt über TARGET abgewickelten Transaktionen als auch der Transaktionswert erhöhten sich im Berichtsjahr um 10 %. Ein Überblick über die TARGET-Zahlungen im Jahr 2005 im Vergleich zum Vorjahr findet sich in Tabelle 12.

Die Gesamtverfügbarkeit von TARGET war im Jahr 2005 wieder sehr hoch: innerhalb der Betriebszeiten konnte das System zu 99,83 % störungsfrei genutzt werden (siehe Tabelle 13). Im Durchschnitt wurden 95,59 % der TARGET-Zahlungen zwischen Mitgliedstaaten innerhalb von fünf Minuten abgewickelt.

Tabelle 12 TARGET-Zahlungen ¹⁾

Stückzahl	2004	2005	Veränderung in %
TARGET-Zahlungen insgesamt			
Gesamtzahl	69 213 486	76 150 602	9
Tagesdurchschnitt	267 234	296 306	10
TARGET-Zahlungen innerhalb einzelner Mitgliedstaaten ²⁾			
TARGET-Zahlungen innerhalb einzelner Mitgliedstaaten ²⁾			
Gesamtzahl	52 368 115	58 467 492	10
Tagesdurchschnitt	202 193	227 500	11
TARGET-Zahlungen zwischen Mitgliedstaaten			
Gesamtzahl	16 845 371	17 683 110	5
Tagesdurchschnitt	65 040	68 806	5
Wert (in Mrd €)			
TARGET-Zahlungen insgesamt			
Gesamtzahl	443 992	488 900	9
Tagesdurchschnitt	1 714	1 902	10
TARGET-Zahlungen innerhalb einzelner Mitgliedstaaten ²⁾			
TARGET-Zahlungen innerhalb einzelner Mitgliedstaaten ²⁾			
Gesamtzahl	297 856	324 089	8
Tagesdurchschnitt	1 150	1 261	9
TARGET-Zahlungen zwischen Mitgliedstaaten			
Gesamtzahl	146 137	164 812	11
Tagesdurchschnitt	564	641	12

Quelle: EZB.

1) Anzahl der Geschäftstage 2004: 259 Tage; 2005: 257 Tage.

2) Einschließlich Zahlungen von Fernzugangsteilnehmern.

Tabelle 13 Verfügbarkeit von TARGET

(in %)	
RTGS-System	2005
EPM (EZB)	99,52
ELLIPS (BE)	99,66
KRONOS (DK)	99,84
RTGSplus (DE)	99,24
HERMES euro (GR)	99,80
SLBE (ES)	99,93
TBF (FR)	99,62
IRIS (IE)	99,93
BI-REL (IT)	99,89
LIPS-Gross (LU)	99,93
TOP (NL)	100,00
ARTIS (AT)	99,86
SORBNET-EURO (PL)	100,00
SPGT (PT)	99,97
BOF-RTGS (FI)	99,98
E-RIX (SE)	99,89
CHAPS Euro (UK)	99,97
Verfügbarkeit insgesamt	99,83

Quelle: EZB.

NOTFALLMASSNAHMEN FÜR SYSTEMRELEVANTE ZAHLUNGEN IN TARGET

Angesichts der besonderen Bedeutung von TARGET für den Markt und seiner großen Reichweite müssen für den reibungslosen und zuverlässigen Betrieb des Systems angemessene Vorkehrungen gegen verschiedenste Risiken getroffen werden. So muss auch im Fall einer Störung des Normalbetriebs die unverzügliche Durchführung systemrelevanter Zahlungen gewährleistet sein, um dem Entstehen eines Systemrisikos entgegenzuwirken. Zur Sicherstellung der ordnungsgemäßen Durchführung solcher Zahlungen im Fall einer Störung des TARGET-Betriebs hat das Eurosystem Notfallmaßnahmen eingerichtet. Die Zentralbanken führten 2005 – häufig unter Einbindung

von Geschäftsbanken – weitere 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, den NZBen der neuen EU-Mitgliedstaaten nach ihrem Beitritt das Recht auf Anbindung an das bestehende TARGET-System einzuräumen, sie jedoch nicht dazu zu verpflichten. Angesichts der bevorstehenden Ablösung des gegenwärtigen TARGET-Systems entwickelte das Euro-

system Alternativen zur vollständigen Integration, die den NZBen der neuen Mitgliedstaaten eine Kosten sparende Anbindung ihrer RTGS-Systeme an das bestehende TARGET-System ermöglichen.

Die Narodowy Bank Polski ist seit 7. März 2005 als erste NZB der neuen Mitgliedstaaten mit ihrem Euro-RTGS-System (SORBNET-EURO) über das RTGS-System der Banca d'Italia (BI-REL) an TARGET angeschlossen.

DIALOG MIT TARGET-ANWENDERN UND BETREIBERN VON ECHTZEIT-BRUTTO-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 im Berichtsjahr zu regelmäßigen Zusammenkünften von Vertretern der 16 an TARGET angeschlossenen Zentralbanken und den nationalen TARGET-Anwendergruppen. Daneben wurden in gemeinsamen Sitzungen der Working Group on TARGET2 des ESZB und der TARGET Working Group 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), 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 (Stichwort: Continuous Linked Settlement – CLS), ist es notwendig, operationale Fragen gemeinsam zu klären.

2.2 TARGET2

Am 8. Februar 2005 veröffentlichte die EZB den ersten Fortschrittsbericht zu TARGET2, in dem die Beschlüsse des EZB-Rats vom Dezember 2004 zum Leistungsspektrum, zum Gebührenkonzept für die Grundleistungen und zum Szenario für den Umstieg auf TARGET2 („Mi-

gration“) dargelegt wurden. Darüber hinaus bietet der Bericht einen Überblick über den gesamten Projektplan.

Der zweite Fortschrittsbericht vom 21. Oktober 2005 enthält EZB-Ratsbeschlüsse vor allem zu den Terminen für die geplante Inbetriebnahme von TARGET2 und die verschiedenen Migrationsfenster sowie die Details der Preisgestaltung für das Liquiditätspooling und den Zahlungsausgleich mit angeschlossenen Systemen. Des Weiteren wurde das Gebührenmodell für die TARGET2-Grundleistungen präzisiert, über das erst nach Konsultationen mit dem Bankensektor endgültig entschieden werden sollte. Schließlich bietet der Bericht detaillierte Informationen über die Gestaltung der TARGET2-Betriebszeiten und über Fortschritte beim Ausbau der Notfallverfahren.

Die Vorarbeiten für TARGET2 konzentrierten sich im Berichtsjahr auf die Finalisierung der funktionalen Kundenspezifikation (User Detailed Functional Specifications – UDFS). Ende August wurde die Ausarbeitung einer Zwischenversion dieser Spezifikation unter enger Einbindung der TARGET-Anwender abgeschlossen. Die finale Spezifikation (Version 2.0) wurde den Anwendern am 30. November 2005 zur Verfügung gestellt. Dadurch konnte die Entwicklung und technische Umsetzung der Gemeinschaftsplattform für TARGET2 sowie die erforderliche Anpassung der eigenen Systeme der Teilnehmer für die Anbindung an das neue System vorangetrieben werden.

Am 17. Juni 2005 informierte der EZB-Rat den Markt vom Abschluss des umfassenden Konsultationsverfahrens und kündigte den Start des ersten Migrationsfensters für die zweite Jahreshälfte 2007 an. Nach genauer Prüfung des Projektplans wurde die Migration der ersten Ländergruppe für den 19. November 2007 festgesetzt. Der Umstieg auf das neue System sollte für alle an TARGET2 teilnehmenden NZBen und die nationalen Bankengemeinschaften bis Mai 2008 abgeschlossen sein. Die Sveriges Riksbank und die Bank of England haben sich

gegen die Teilnahme an TARGET2 entschieden.

Die Vorbereitungen auf die bevorstehende Test- und Migrationsphase stellten im Berichtsjahr einen weiteren Tätigkeitsschwerpunkt dar. Das Eurosystem verständigte sich auf eine gestaffelte Migration mit vier Länderfenstern, wobei das letzte Fenster ausschließlich Reservecharakter hat. Die NZBen und die jeweiligen Bankengemeinschaften werden gruppenweise auf die neue Plattform umsteigen, und zwar zu den folgenden Terminen: 19. November 2007, 18. Februar 2008, 19. Mai 2008 und (sofern erforderlich) 15. September 2008. Im Mai 2005 veröffentlichte das Eurosystem so genannte National Migration Profiles, d. h. eine Dokumentation der ab dem Zeitpunkt der Umstellung auf TARGET2 bei den einzelnen NZBen zu verwendenden Module. Die TARGET2-Anwender werden nach Migrationsfenstern gestaffelt an Tests teilnehmen, wobei diese Tests wiederum in verschiedene Bereiche untergliedert werden, z. B. in einzelne Banken, nationale Bankengemeinschaften und die europäische Ebene. Testbeginn wird voraussichtlich Anfang 2007 sein. Allgemeine Informationen über die Planung und Organisation der Anwendertests sind seit Ende Oktober 2005 auf den Websites der NZBen abrufbar.

Mit dem geplanten Gebührenmodell für die Grundleistungen werden im Wesentlichen zwei Ziele verfolgt. Einerseits soll damit ein möglichst breiter Zugang zum System gewährleistet werden, d. h., kleinere Institutionen sollen nicht an einer direkten Teilnahme gehindert werden, und andererseits soll das Tarifmodell auch für die großen Marktteilnehmer attraktiv sein, auf die ein beträchtlicher Anteil der derzeit getätigten TARGET-Transaktionen entfällt. Gemäß dem im zweiten Fortschrittsbericht vorgestellten Tarifmodell haben die Teilnehmer die Wahl zwischen a) einer monatlichen Grundgebühr von 100 € zuzüglich 0,80 € pro Transaktion (Einheitssatz) und b) einer monatlichen Grundgebühr von 1 250 € zuzüglich einer volumenabhängigen degressiven Gebühr von 0,60 € bis 0,20 € pro Transaktion. Die monatliche Grund-



gebühr ist pro Verrechnungskonto zu entrichten. Diese Tarife liegen in beinahe allen Ländern im Schnitt deutlich unter den Gebühren des bestehenden TARGET-Systems. Unabhängig vom jeweiligen Migrationstermin werden alle NZBen das Tarifmodell für TARGET2 erst ab Mai 2008 anwenden, d. h., sobald auch die Teilnehmer des dritten Länderfensters die Gemeinschaftsplattform benutzen.

Weitere Arbeitsschwerpunkte im Berichtsjahr waren vertragliche Regelungen und andere Rechtsfragen im Zusammenhang mit TARGET2 sowie die geschäftlichen Rahmenbedingungen (z. B. Notfallverfahren und die Abrechnung mit angeschlossenen Systemen). Das Eurosystem wird den konstruktiven Dialog und die enge Zusammenarbeit mit der TARGET-Anwendergemeinschaft bis zum Projektende fortsetzen und regelmäßig über den Projektfortschritt berichten.

2.3 GRENZÜBERSCHREITENDE NUTZUNG VON SICHERHEITEN

Die grenzüberschreitende Nutzung von notenbankfähigen Sicherheiten zur Besicherung aller Arten von Kreditgeschäften des Eurosystems erfolgt hauptsächlich über das Korrespondenz-zentralbank-Modell (CCBM) oder über zugelassene Verbindungen zwischen Wertpapierabwicklungssystemen im Euroraum. Während das

Korrespondenzzentralbank-Modell vom Eurosystem betrieben wird, handelt es sich bei den zugelassenen Verbindungen um vom Markt initiierte Lösungen.

Der Wert der vom Eurosystem grenzüberschreitend gehaltenen Sicherheiten erhöhte sich von 370 Mrd € im Dezember 2004 auf 444 Mrd € im Dezember 2005, womit sich der Anteil der grenzüberschreitenden Sicherheiten an den vom Eurosystem insgesamt hereingenommenen Sicherheiten am Ende des Berichtsjahrs auf 49,1 % belief. Diese Werte belegen die seit einigen Jahren voranschreitende Integration der Finanzmärkte im Euroraum sowie die wachsende Bereitschaft der Geschäftspartner, in ihre Portfolios vermehrt in anderen Euro-Ländern hinterlegte Sicherheiten aufzunehmen.

DAS KORRESPONDENZZENTRALBANK-MODELL (CCBM)

Das CCBM ist nach wie vor der wichtigste Kanal für die grenzüberschreitende Nutzung von Sicherheiten bei der Abwicklung geldpolitischer Geschäfte und der Bereitstellung von Innertageskrediten des Eurosystems. Im Berichtsjahr wurden 36,7 % der insgesamt an das Eurosystem gelieferten Sicherheiten über das CCBM übertragen. Der Wert der im Rahmen des CCBM hinterlegten Sicherheiten erhöhte sich von 298 Mrd € am Jahresende 2004 auf 353 Mrd € Ende 2005.

Angesichts der bevorstehenden Umsetzung des vom EZB-Rat im Juli 2005 beschlossenen neuen Sicherheitenrahmens des Eurosystems wurde im Berichtsjahr mit der Überarbeitung der technischen Rahmenbedingungen und der Verfahrensabwicklung im CCBM begonnen. Der neue Sicherheitenrahmen sieht ein einheitliches Verzeichnis notenbankfähiger Sicherheiten für den gesamten Euroraum sowie die Aufnahme von Kreditforderungen in dieses Verzeichnis vor. Ferner wurde im Hinblick auf die künftige Erweiterung des Euro-Währungsgebiets mit der Einbindung einiger neuer EU-Mitgliedstaaten in die Infrastruktur des CCBM begonnen.

Mangels einer Marktlösung für den gesamten Euroraum als Alternative zum ursprünglich nur als Übergangslösung geschaffenen CCBM sucht die EZB nun nach Möglichkeiten, einen operativen Rahmen für die Verwaltung von Sicherheiten im Eurosystem zu entwickeln.

ZULÄSSIGE VERBINDUNGEN ZWISCHEN NATIONALEN WERTPAPIERABWICKLUNGSSYSTEMEN

Die Verbindungen zwischen nationalen Wertpapierabwicklungssystemen zur grenzüberschreitenden Übertragung von notenbankfähigen Sicherheiten sind durch vertragliche bzw. operationale Vereinbarungen geregelt. Die über eine solche Verbindung auf ein anderes Wertpapierabwicklungssystem übertragenen Sicherheiten sind genauso wie nationale Sicherheiten einsetzbar. Von den 59 Verbindungen, die den Geschäftspartnern zurzeit zur Verfügung stehen, wird lediglich eine geringe Anzahl tatsächlich genutzt. Darüber hinaus decken diese Verbindungen nicht den gesamten Euroraum ab. Voraussetzung für die Zulassung einer Verbindung für die Kreditgeschäfte des Eurosystems ist die Erfüllung der neun Anwendungsstandards des Eurosystems,⁶ anhand derer neue Verbindungen bzw. Neuerungen bei zugelassenen Verbindungen beurteilt werden. Im Berichtsjahr wurden drei bestehende zugelassene Verbindungen aktualisiert und positiv beurteilt.

Der Wert der über derartige Verbindungen gehaltenen Sicherheiten erhöhte sich von 72 Mrd € im Dezember 2004 auf 91 Mrd € im Dezember 2005 und machte 8,6 % der insgesamt im Berichtsjahr vom Eurosystem gehaltenen grenzüberschreitenden und nationalen Sicherheiten aus.

Im Jahr 2005 beschloss das Eurosystem, auch indirekte Verbindungen zwischen Wertpapierabwicklungssystemen für die grenzüberschreitende Übertragung von Sicherheiten an das Eurosystem zuzulassen. Als indirekte Verbindung gilt eine vertragliche und technische Regelung,

⁶ Siehe EZB, Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations, Januar 1998.

mittels derer zwei nicht direkt miteinander verbundene Wertpapierabwicklungssysteme Transaktionen über ein drittes System durchführen können. Von den Marktteilnehmern verwendete indirekte Verbindungen werden nur dann als zulässig erachtet, wenn die Verbindung selbst und die beteiligten Wertpapierabwicklungssysteme den oben genannten Anwendungsstandards entsprechen. So soll verhindert werden, dass das Eurosystem inakzeptablen Risiken ausgesetzt wird. Dazu hat das Eurosystem eine Beurteilungsmethodik für indirekte Verbindungen entwickelt, die im Berichtsjahr erstmals zum Einsatz kam.

3 BANKNOTEN UND MÜNZEN

3.1 EURO-BARGELDUMLAUF UND BARGELDBEARBEITUNG

NACHFRAGE NACH EURO-BANKNOTEN UND -MÜNZEN

Im Jahr 2005 erhöhte sich der Euro-Banknotenumlauf wertmäßig mit einer jährlichen Wachstumsrate von rund 12,8 % (2004: 15,0 %) um 63,9 Mrd € auf 565,2 Mrd € (siehe Abbildung 42). Stückzahlmäßig kam es im gleichen Zeitraum zu einem Anstieg um 7,4 % (2004: 6,8 %) auf 10,4 Milliarden Banknoten (siehe Abbildung 43). Die kontinuierlich wachsende Nachfrage nach Euro-Banknoten ist laut statistischen Analysen zum Teil auf den steigenden Bedarf in Märkten außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen. Schätzungen zufolge befinden sich zwischen 10 % und 20 % der umlaufenden Euro-Banknoten im Besitz von Gebietsfremden, die sie vorwiegend als Wertaufbewahrungsmittel oder Parallelwährung nutzen.

Wie in jedem Jahr seit der Bargeldumstellung stieg der Euro-Banknotenumlauf auch im Berichtsjahr wertmäßig stärker als stückzahlmäßig, was auf eine anhaltend rege Nachfrage nach Banknoten mit hohem Nennwert hinweist. Die Entwicklung bei den einzelnen Banknotennennwerten verlief ähnlich wie im Jahr 2004: Während die Stückelungen zu 5 €, 10 €, 20 € und 200 € mit Wachstumsraten von 3,1 % bis 3,9 %

moderate Zuwächse verzeichneten, kam es bei den Stückelungen zu 50 €, 100 € und 500 € zu starken Umlaufsteigerungen von 11,4 %, 10,8 % bzw. 20,9 % (siehe Abbildung 44).

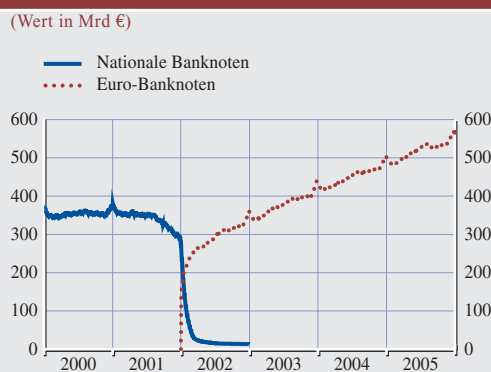
Der seit Januar 2003 steigende Euro-Münzumsatz (ohne die Reserven der NZBen) erhöhte sich im Berichtsjahr wertmäßig um 8,5 % von 15,3 Mrd € auf 16,6 Mrd €. Stückzahlmäßig nahm der Münzumsatz – vor allem durch die wachsende Nachfrage nach Münzen mit niedrigem Nennwert – um 12,1 % von 56,2 Milliarden auf 63,0 Milliarden Stück zu.

BANKNOTENBEARBEITUNG IM EUROSISTEM

Im Berichtsjahr wurde bei Banknotenausgabe und -rücklauf wie auch in den Jahren zuvor eine leichte Aufwärtstendenz registriert. Insgesamt wurden 31,3 Milliarden Euro-Banknoten ausgegeben, und 30,6 Milliarden Banknoten flossen an die NZBen zurück.

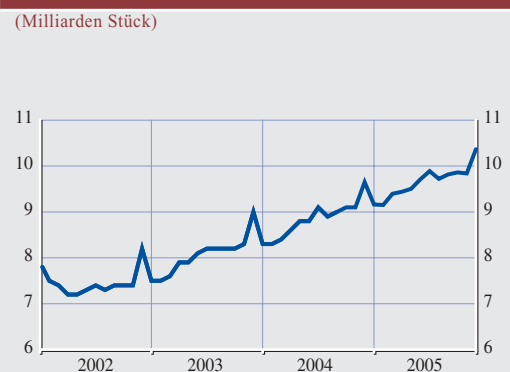
Alle eingelieferten Euro-Banknoten werden von den NZBen des Eurosystems mittels vollautomatisierter Banknotenbearbeitungsmaschinen auf Echtheit und Umlauffähigkeit geprüft. Auf diesem Weg wurden im Jahr 2005 rund 1 Milliarde mehr Banknoten überprüft als im Jahr zuvor, und etwa 4,3 Milliarden verschmutzte oder beschädigte (d. h. nicht mehr umlauffähige) Banknoten wurden vernichtet.

Abbildung 42 Banknotenumlauf von Anfang 2000 bis Ende 2005



Quelle: EZB.

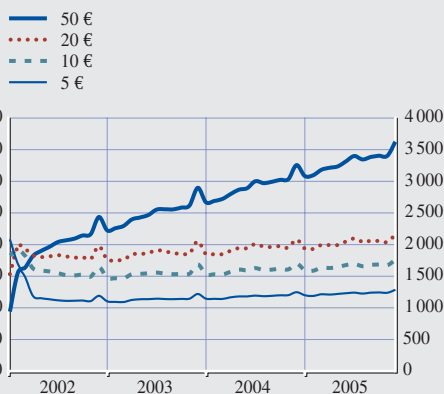
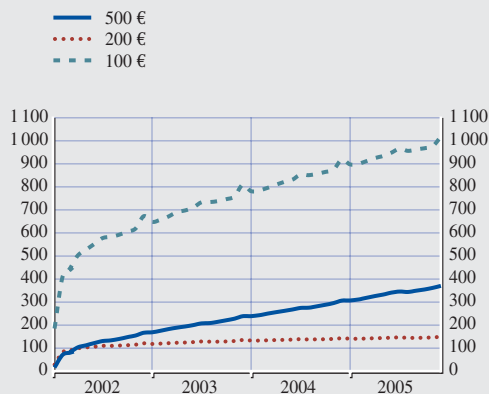
Abbildung 43 Euro-Banknotenumlauf von Anfang 2002 bis Ende 2005



Quelle: EZB.

Abbildung 44 Euro-Banknotenumlauf von Anfang 2002 bis Ende 2005 nach Stückelung

(Millionen Stück)



Quelle: EZB.

3.2 BANKNOTENFÄLSCHUNG UND FÄLSCHUNGSPRÄVENTION

EURO-BANKNOTENFÄLSCHUNGEN

Die Anzahl der gemeldeten Banknotenfälschungen blieb 2005 stabil; zwischen Anfang 2004 und Ende 2005 wurden pro Monat im Schnitt etwa 49 000 gefälschte Banknoten aus dem Verkehr gezogen. Bei den nationalen Analysezentren⁷ gingen im Berichtsjahr insgesamt rund 582 000 Fälschungen ein (2004: 594 000). Der Euro ist und bleibt also eine äußerst sichere Währung; dafür sorgen die hoch entwickelten Sicherheitsmerkmale sowie die europäischen und nationalen Vollzugsbehörden. Dennoch rät die EZB zur Wachsamkeit und empfiehlt den Einsatz des Tests „Sehen-Kippen-Fühlen“.⁸ Abbildung 45 zeigt eine Aufstellung der seit der Euro-Bargeldeinführung sichergestellten Fälschungen in Halbjahres-Intervallen. Die 50-€-Banknote wurde im Berichtsjahr am häufigsten gefälscht (siehe Tabelle 14); seit 2004 ist der Anteil der gefälschten 50-€-Scheine gestiegen,

der Anteil von gefälschten 100-€-Banknoten ist hingegen entsprechend gesunken.

FÄLSCHUNGSPRÄVENTION

Auf dem Gebiet der Falschgeldbekämpfung arbeitet die EZB weiterhin eng mit den NZBen des Eurosystems, Europol und der Europäischen Kommission (besonders dem Europäischen Amt für Betrugsbekämpfung – OLAF) zusammen. Darüber hinaus bildet das Eurosystem professionelle Bargeldakteure innerhalb und außerhalb der EU in der Erkennung und Handhabung von Banknotenfälschungen aus.

Das internationale Forschungszentrum für Fälschungsprävention (International Counterfeit Deterrence Centre – ICDC) beurteilt neue Vervielfältigungstechniken und Systeme zur Fälschungsprävention und unterstützt die Arbeit der Zentralbank-Arbeitsgruppe für die Fälschungsbekämpfung, der 27 Zentralbanken unter der Federführung der Zentralbankpräsidenten der G-10-Staaten angehören. Durch den steigenden Einsatz von Systemen zur Fälschungsprävention haben sich die Aktivitäten des ICDC deutlich ausgeweitet. An der Infrastruktur zur Unterstützung der Falschgeldbekämpfung wird weiterhin gearbeitet; besonders

Tabelle 14 Fälschungen nach Stückelung

	5 €	10 €	20 €	50 €
Prozent	1	7	21	59
	100 €	200 €	500 €	Insgesamt
Prozent	7	4	1	100

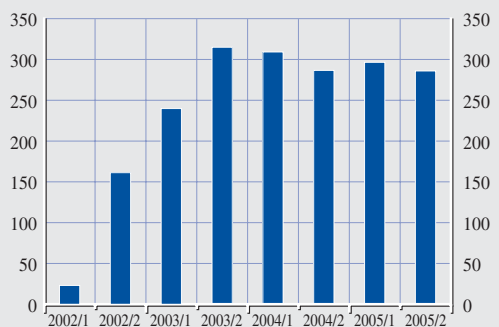
Quelle: Eurosystem.

7 In allen EU-Mitgliedstaaten eingerichtete Zentren für die Erstanalyse gefälschter Euro-Banknoten auf nationaler Ebene.

8 Siehe www.ecb.int/bc/banknotes/security/html/index.de.html.

Abbildung 45 Von Anfang 2002 bis Ende 2005 sichergestellte Euro-Banknotenfälschungen

(Anzahl in Tsd)



Quelle: Eurosystem.

die aktualisierte Website www.rulesforuse.org trug zu einer verbesserten Kommunikation über Systeme zur Fälschungsprävention zwischen den mit der Banknotenausgabe betrauten Behörden und der Öffentlichkeit bei.

3.3 BANKNOTENAUSGABE UND -PRODUKTION

HANDLUNGSRAHMEN FÜR DIE FALSCHGELDERKENNUNG UND DIE SORTIERUNG VON BANKNOTEN NACH UMLAUFFÄHIGKEIT

Die EZB veröffentlichte im Januar 2005 einen Handlungsrahmen für die Echtheitsprüfung und Qualitätssortierung von Banknoten durch Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure. Durch ihn soll gewährleistet werden, dass bei der Wiederausgabe von aus dem Bargeldkreislauf stammenden Banknoten („Recycling“) eine einheitliche Linie verfolgt wird und nur echte Banknoten in gutem Zustand in Umlauf bleiben. Die Bestimmungen sind auch als Unterstützung für Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure im Hinblick auf die Vorgaben von Artikel 6 der Verordnung (EG) Nr. 1338/2001 des Rates für die Erkennung und Einziehung gefälschter Euro-Banknoten zu verstehen. Innerhalb des Eurosystems soll ein Handbuch, das der EZB-Rat im Dezember 2005 verabschiedete, die einheitliche Umsetzung des Handlungsrahmens sicherstellen. Die NZBen sind unter Berücksichtigung landesspezifischer Gegebenheiten (z. B. Wirt-

schaftsumfeld, Bankenstruktur, bestehendes Zweigstellennetz der NZBen und Rolle der NZB im Bargeldkreislauf) für die Erreichung der diesbezüglichen Vorgaben bis spätestens Ende 2006 verantwortlich. Für die Neuorganisation von Abläufen und Geräteumrüstungen in den Kreditinstituten und bei anderen professionellen Bargeldakteuren wird es eine zweijährige Übergangsfrist geben, die spätestens mit Ende 2007 ausläuft.

Hauptelement des Handlungsrahmens ist die Auflage für Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure, alle Banknoten aus dem Zahlungsverkehr vor der direkten Wiederausgabe an Kunden auf Echtheit und (nach Mindeststandards bei der Geldbearbeitung) auf Umlauffähigkeit zu prüfen. Wollen Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure keine Verantwortung für das Recycling von Banknoten übernehmen, können sie ihren Euro-Banknotenbedarf weiterhin durch die NZBen decken.

Die Banknoten, mit denen Geldausgabeautomaten bestückt werden, sind mit Banknotenbearbeitungsautomaten zu prüfen, die nachweislich (d. h., mittels Gerätetests durch die NZBen des Eurogebiets) den Auflagen des Handlungsrahmens entsprechen. Diese Auflagen gelten nicht nur für Banken, sondern auch für alle anderen Betreiber von Geldausgabeautomaten, insbesondere Einzelhändler. Das Eurosystem wird Entwicklungen in diesem Bereich weiter verfolgen.

Darüber hinaus verpflichtet der Handlungsrahmen Kreditinstitute und andere professionelle Bargeldakteure, Daten über ihre Bargeldbearbeitungsaktivitäten an die NZBen zu liefern. So kann das Eurosystem die Einhaltung des Handlungsrahmens überwachen. Gemäß einem Beschluss des EZB-Rats von Dezember 2004 soll der Umfang der Datenerhebung in Absprache mit dem Bankensektor festgelegt werden. Zu diesem Zweck richtete das Eurosystem im Berichtsjahr eine gemeinsame Arbeitsgruppe mit Vertretern der Cash Working Group des Europäischen Zahlungsverkehrsausschusses (Euro-

pean Payments Council) und der Europäischen Vereinigung für Geldtransporte und -Begleitung (European Security Transport Association) ein. Der Meldeumfang für Institutionen, die Euro-Banknoten über Geldausgabeautomaten wieder in Umlauf bringen, soll sich aus Kosteneffizienzgründen auf die wesentlichsten Daten über die Bargeldebearbeitung und die diesbezügliche Infrastruktur beschränken.

EINRICHTUNG EINES PILOTPROGRAMMS FÜR KONSIGNATIONSLAGER

Schätzungen zufolge werden wertmäßig zwischen 10 % und 20 % der insgesamt umlaufenden Euro-Banknoten außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehalten. Um die Versorgung mit Euro-Banknoten international sicherzustellen und den Euro-Umlauf außerhalb des Euroraums besser überwachen zu können, erwägt die EZB die Einrichtung eines Pilotprogramms für Konsignationslager (Extended Custodial Inventory – ECI) für Euro-Banknoten. Die Teilnahme an diesem Programm würde privaten ECI-Banken das Führen von Konsignationslagern für Euro-Bargeld ermöglichen. Im Gegenzug würden die ECI-Banken dem Eurosystem Daten über die Verwendung des Euro außerhalb des Euroraums (Herkunft und Bestimmungsort von gehandelten Banknoten) und Informationen über aus dem Umlauf genommene Fälschungen zur Verfügung stellen sowie nicht mehr umlauffähige Banknoten aus dem Verkehr ziehen. Auch der Austausch von alten gegen neue Banknotenserien und diesbezügliche Informationskampagnen könnten über ECI-Banken erfolgen. Vor einer endgültigen Entscheidung über die Einrichtung und Funktionsweise eines derartigen Programms erwägt die EZB die Durchführung eines einjährigen ECI-Pilotprogramms mit zwei asiatischen Banken.

PRODUKTIONSVEREINBARUNGEN

Im Jahr 2005 wurden 3,63 Milliarden Euro-Banknoten produziert (2004: 1,6 Milliarden). Diese Zunahme ist auf die folgenden Faktoren zurückzuführen: a) Abbau der Banknotenbestände der NZBen im Jahr 2004, b) Anstieg des Banknotenumlaufs im Berichtsjahr, c) erhöhte Anzahl nicht mehr umlauffähiger Banknoten



sowie d) Entscheidung, für einen gewissen Teil des künftigen Banknotenbedarfs bereits im Jahr 2005 vorzusorgen. Diese Entscheidung sollte abzusehende Produktionsspitzen senken und dafür sorgen, dass die Produktionskapazitäten in den kommenden Jahren effizienter eingesetzt werden können.

Seit dem Jahr 2002 werden Euro-Banknoten 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 Banknotenstückelungen zuständig ist. Tabelle 15 bietet einen Überblick über die Produktionsquoten für 2005.

Tabelle 15 Produktionsquoten bei der Herstellung von Euro-Banknoten im Jahr 2005

Stückelung	Anzahl (Millionen Banknoten)	Produziert im Auftrag der NZB von
5 €	530	FR
10 €	1 020	DE, GR, IE, AT
20 €	700	ES, FR, NL, PT, FI
50 €	1 100	BE, DE, ES, IT, NL
100 €	90	IT
200 €	-	-
500 €	190	DE, LU
Insgesamt	3 630	

Quelle: EZB.

ZWEITE EURO-BANKNOTENSERIE

Das Projekt zur Einführung einer zweiten Euro-Banknotenserie wurde nach der Verabschiedung des entsprechenden Rahmenplans durch den EZB-Rat in Angriff genommen und macht gute Fortschritte. Die wichtigsten Projektphasen sind a) Ermitteln der funktionalen und technischen Anforderungen verschiedener Gruppen von Bargeldverwendern, b) technische Validierung zur Bestimmung potenzieller Probleme bei der Massenproduktion, c) Fertigstellung der Entwürfe und Umsetzung in Originalvorlagen, d) Pilotproduktion, e) Druck und f) gestaffelte Banknotenausgabe.

Die grundlegenden funktionalen Anforderungen an die neuen Banknoten (einschließlich ausgewählter Sicherheitsmerkmale) werden auf der Basis von Marktforschungsergebnissen und in Absprache mit europäischen Verbraucherverbänden und der Europäischen Blindenunion festgelegt. In den Konsultationsprozess waren auch Vertreter der folgenden Sektoren eingebunden: Banken, Werttransportunternehmen, Einzelhandel, Automatenindustrie und Hersteller von Banknotenbearbeitungsgeräten.

Mit der Ausgabe der neuen Serie wird voraussichtlich gegen Ende dieses Jahrzehnts begonnen. Der genaue Zeitplan und die Staffelung der Ausgabe werden sich nach den Fortschritten bei der Entwicklung neuer Sicherheitsmerkmale und dem Falschgeldaufkommen richten. An der Banknotenstückelung wird sich bei der zweiten Serie nichts ändern, und auch das Design wird dem Thema Zeitalter und Stile treu bleiben.

4 STATISTIK

Die EZB erhebt, erstellt und veröffentlicht mit Unterstützung der NZBen umfassende Statistiken, die als Grundlage für die Geldpolitik des Euroraums und die verschiedenen Aufgaben des ESZB dienen. Wie schon in den vergangenen Jahren verlief die Bereitstellung statistischer Daten im Berichtsjahr reibungslos. Darüber hinaus wurde das Statistikangebot im Sinne der mittelfristig ausgerichteten Strategie der EZB für den Bereich Statistik erweitert; in Zusammenarbeit mit den Organen der Gemeinschaft und anderen internationalen Organisationen trug die EZB auch weiterhin zur Harmonisierung statistischer Konzepte und zur Förderung ihrer konsequenten Anwendung bei.

4.1 ALLGEMEINE STATISTISCHE ENTWICKLUNGEN IM EURORAUM

In den letzten Jahren wurden bei der Weiterentwicklung der Euroraum-Statistiken bedeutende Ergebnisse erzielt. Das Statistikkonzept für den Euroraum ist darauf ausgerichtet, die laufenden Veränderungen an den Finanzmärkten und in der Wirtschaft im Allgemeinen in vorausschauender Weise zu berücksichtigen und zugleich die verbleibenden statistischen Lücken zu schließen, die Nutzer innerhalb und außerhalb der EZB festgestellt haben. Die EZB hat es sich zum Ziel gesetzt, bei der Erfüllung dieser Vorgaben kosteneffizient vorzugehen und den Meldeaufwand möglichst gering zu halten. Vorschläge für die Einführung neuer bzw. die grundlegende Änderung bestehender Statistiken werden daher einer Kosten-Nutzen-Rechnung unter Einbeziehung der Interessen von Berichtspflichtigen und Statistiknutzern unterzogen.

Der Konzipierung und Erstellung eines nach institutionellen Sektoren aufgeschlüsselten Systems für vierteljährliche finanzielle und nichtfinanzielle Konten für den Euroraum wird höchste Priorität eingeräumt. Dieses integrierte Kontensystem wird derzeit vom Eurosystem in Zusammenarbeit mit der Europäischen Kommission (Eurostat) und den nationalen Statistikämtern erarbeitet und soll ab dem Jahr 2007

verfügbar sein. Es wird die Interaktion zwischen den verschiedenen Wirtschaftssektoren (nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, finanzielle Kapitalgesellschaften, öffentliche und private Haushalte) sowie die Verflechtung zwischen diesen Sektoren und der übrigen Welt veranschaulichen und so Zusammenhänge zwischen finanziellen und nichtfinanziellen Entwicklungen in der Volkswirtschaft nachvollziehbar machen, insbesondere im Hinblick auf Salden wie Ersparnis und Investitionen privater Haushalte und Unternehmen, Staatsdefizit und BIP. Dadurch sollte es im Lauf der Zeit möglich sein, weitere Einblicke in die verschiedenen geldpolitischen Transmissionskanäle zu erlangen und die Auswirkung wirtschaftlicher Schocks auf den Euroraum besser zu analysieren. Letztendlich wird sich anhand der vierteljährlichen Sektorkonten des Euroraums eine breite Palette von Statistiken und Schlüsselindikatoren innerhalb eines gemeinsamen, kohärenten makroökonomischen Rechnungslegungsrahmens beobachten lassen.

Des Weiteren entwickelt die EZB derzeit ein Konzept zur Erhebung harmonisierter statistischer Daten zu nichtmonetären Finanzintermediären (ausgenommen Versicherungsunternehmen und Pensionskassen) mit besonderem Schwerpunkt auf Investmentfonds, womit der wachsenden Bedeutung dieser Institutionen auf den Finanzmärkten des Euroraums Rechnung getragen wird.

Die Vorbereitungen für die künftige Erweiterung des Euro-Währungsgebiets bilden ein weiteres Kernstück der mittelfristig ausgerichteten Strategie der EZB für den Bereich Statistik. Damit die neuen Mitgliedstaaten gleich ab ihrem Beitritt zum Euroraum die notwendigen Daten für Euroraum-Aggregate liefern können, hat die EZB schon bisher eng mit den NZBen dieser Länder zusammengearbeitet. Für die Übermittlung relevanter historischer Daten aller EU-Mitgliedstaaten wurde eine allgemeine Vorgehensweise festgelegt, damit für den erweiterten Euroraum – unabhängig von seiner Zusammensetzung – ausreichend lange Zeitreihen zur Verfügung stehen.

Die EZB arbeitet eng mit Eurostat und anderen internationalen Organisationen zusammen und leistet einen aktiven Beitrag zur laufenden Aktualisierung weltweit gültiger statistischer Standards, etwa des Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (SNA 93) und des Zahlungsbilanzhandbuchs des IWF. Die weitere Entwicklung und Anwendung von international vereinbarten statistischen Standards sowie Governance-Regeln im Bereich Statistik ermöglichen die Erstellung sinnvoller Aggregate des Euro-Währungsgebiets, unterstützen Ländervergleiche und tragen zur Zuverlässigkeit und Unabhängigkeit offizieller Statistiken bei.

4.2 ERWEITERTES BZW. VERBESSERTES STATISTIKANGEBOT

Die Änderung der Verordnung der EZB über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute trat am 1. Januar 2005 in Kraft. Unbeschadet der Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards – IFRS) verpflichtet diese Verordnung Kreditinstitute und Geldmarktfonds, im Hinblick auf die Wahrung der konzeptionellen Grundlage der monetären Statistik weiterhin statistische Daten zu ihren Einlagen und Krediten zum Nominalwert zu melden.

Seit Januar 2005 veröffentlicht die EZB eine geographische Aufgliederung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus für den Euroraum. Seit April 2005 wird der Auslandsvermögensstatus vierteljährlich veröffentlicht. Damit werden Auswirkungen grenzüberschreitender Transaktionen und Bestände des Euro-Währungsgebiets als Wirtschaftsraum zusätzlich verdeutlicht.

Seit September 2005 veröffentlicht die EZB statistische Indikatoren, die den Grad der Integration an den wichtigsten Finanzmärkten des Euro-Währungsgebiets – also den Geld-, Anleihe-, Aktien- und Bankenmärkten – messen. Vom Kundengeschäft der Banken bis zum Akti-

enhandel wird so ein breites Spektrum (siehe Kapitel 3 Abschnitt 3) erfasst.

Mit weiteren Änderungen im Rechtsinstrumentarium der EZB wurden die Weichen für die Veröffentlichung neuer Statistiken gestellt. Im Rahmen der bereits erwähnten Strategie zur Erstellung integrierter vierteljährlicher Statistiken über die finanziellen und nichtfinanziellen Konten des Euroraums nach institutionellen Sektoren änderte der EZB-Rat die Leitlinie der EZB über die vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen ab. Auf diese Weise wird die rechtzeitige, noch umfassendere Bereitstellung der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen (einschließlich einer vollständigen Aufgliederung nach Sektor und Finanzierungsinstrument) ab 2006 sowie von nach Partnersektoren aufgeschlüsselten statistischen Informationen zu Einlagen und Krediten ab 2008 sichergestellt. Darüber hinaus ermöglichte die Verabschiedung der Leitlinie der EZB über staatliche Finanzstatistiken die Integration von Statistiken des Staatssektors in die vierteljährlichen, nach institutionellen Sektoren aufgeschlüsselten Konten des Euroraums. Vierteljährliche Daten sowohl zum öffentlichen Schuldenstand des Euroraums als auch zum Deficit/Debt Adjustment (Differenz zwischen Schuldenstandsänderung und Budgetentwicklung) werden seit November 2005 veröffentlicht.

Im Einklang mit der Verpflichtung der EZB, die Verfügbarkeit und Qualität von Euroraum-Statistiken zu verbessern, hat sich der EZB-Rat im Jahr 2005 auf Maßnahmen verständigt, die den Austausch vertraulicher statistischer Informationen zwischen Statistikbehörden – ausnahmslos für statistische Zwecke – gestatten. Die Datenüberlassung unter Wahrung strengster Vertraulichkeit dient der Vermeidung von Mehrfacherhebungen.

Um die Schaffung eines einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (siehe Kapitel 3) zu vereinfachen, unterstützte der EZB-Rat des Weiteren die Absicht der Europäischen Kommission zur Anhebung der zahlungsbilanzstatistischen Meldefreigrenze für auf Euro lau-

tende Zahlungen innerhalb der EU. Gemäß diesem Vorschlag der Europäischen Kommission müssten die Banken ab Januar 2008 auf Euro lautende grenzüberschreitende Kundenzahlungen unter einem Wert von 50 000 € nicht mehr melden.

Im Berichtsjahr wurden Verbreitungsgrad und Zugänglichkeit der Statistiken weiter verbessert. Bestimmte Statistiken werden nunmehr sowohl für den Euroraum aggregiert als auch nach Ländern aufgeschlüsselt auf der Website der EZB sowie auf den Websites der meisten NZBen des Euroraums veröffentlicht. Darüber hinaus wurde weiter daran gearbeitet, für Entscheidungsträger, Medien, Analysten, Wissenschaftler und andere Nutzer von Statistiken den Zugang zu statistischen Informationen über die Website der EZB zu erleichtern. Die diesbezüglichen Arbeiten sollen bis zur zweiten Hälfte des Jahres 2006 abgeschlossen sein.

4.3 STATISTIKEN ZUR KONVERGENZBEURTEILUNG

Laut EG-Vertrag haben EZB und Europäische Kommission mindestens einmal alle zwei Jahre – oder auf Ansuchen eines Mitgliedstaats außerhalb des Euroraums – einen Konvergenzbericht zu erstellen. Der nächste Konvergenzbericht wird im Lauf des Jahres 2006 veröffentlicht.

Die statistischen Daten, die notwendig sind, um zu überprüfen, inwiefern die einzelnen Mitgliedstaaten die Konvergenzkriterien für Preise, Haushaltslage des Staates (Defizit und Schuldenstand), Wechselkurse und langfristige Zinsen erfüllen, werden von Eurostat bereitgestellt. Gemeinsam mit den NZBen der betreffenden Mitgliedstaaten unterstützt die EZB Eurostat bei der Bereitstellung der Statistiken über die langfristigen Zinssätze und erhebt und erstellt ergänzende Statistiken zu den vier Hauptindikatoren.

Da die Beurteilung des Konvergenzprozesses maßgeblich von der Qualität und Integrität der



zugrunde liegenden Statistiken abhängt, verfolgt die EZB aktuelle Entwicklungen bei der Erstellung und Meldung von Statistiken (insbesondere Statistiken zu den öffentlichen Finanzen) mit großem Interesse. In diesem Zusammenhang begrüßt die EZB die im Berichtsjahr von der Europäischen Kommission durchgeführte Initiative zur Umsetzung eines Verfahrenskodex für Eurostat und die nationalen Statistikämter. Durch Einhaltung dieses Kodex soll die für die Erstellung qualitativ hochwertiger und verlässlicher Statistiken in der EU unerlässliche Unabhängigkeit, Integrität und Zuverlässigkeit der nationalen und gemeinschaftlichen Statistikbehörden gestärkt werden.

5 FORSCHUNG IM VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN BEREICH

Die volkswirtschaftliche Forschung der EZB und des gesamten Eurosystems soll eine tragfähige konzeptionelle und empirische Basis für geldpolitische Entscheidungen schaffen. Die Ökonomen des Eurosystems arbeiten daher insbesondere daran, ein besseres Verständnis für die wirtschaftlichen Zusammenhänge innerhalb des Euroraums zu schaffen sowie Analysen, Modelle und andere Instrumentarien für die Durchführung der Geldpolitik des Euroraums und die Bewältigung seiner sonstigen Aufgaben bereitzustellen.

5.1 FORSCHUNGSTHEMEN

Im Jahr 2005 konzentrierte sich die Forschung der EZB auf die folgenden sechs Themen: Makroökonomik/Geld- und Währungstheorie, Außenwirtschaft und internationale Finanzen, Finanzmarktstabilität, Finanzmarktintegration, makroökonomische Modellierung und Prognoseinstrumente (sowie allgemeine realwirtschaftliche und strukturpolitische Themen).

Der Analyseschwerpunkt der 2005 im Bereich der Makroökonomik/Geld- und Währungstheorie abgeschlossenen Projekte lag auf der Erklärung von Risikoprämien auf Anleiherenditen durch wirtschaftliche Fundamentaldaten (was die Ableitung präziserer marktbasierter Inflationserwartungen ermöglicht) sowie auf der Analyse von so genannten nicht-Ricardianischen Haushalten und Finanzmarktunvollkommenheiten (wie etwa Kreditbeschränkungen und deren Rolle im monetären Transmissionsmechanismus). Weitere Forschungsthemen waren die geldpolitische Bedeutung der Vermögenspreisentwicklung, die Identifikation angemessener geldpolitischer Regeln, die Rolle des Geldes, die Bedeutung der Kommunikation der Zentralbanken sowie Konjunkturunterschiede innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

Im Bereich Außenwirtschaft und internationale Finanzen lag das Hauptaugenmerk auf der Überwälzung von Wechselkursänderungen, der internationalen Transmission von Schocks, der

Risikoteilung innerhalb einer Währungsunion, den Bestimmungsfaktoren für globale Ungleichgewichte und den aus der Zinsstruktur ableitbaren Informationen.

Die Forschungen auf dem Gebiet der Finanzmarktstabilität wiederum konzentrierten sich auf die Entwicklung neuer Techniken zur Messung des Risikos von Bankeninstabilität. Forschungsarbeiten im Bereich Finanzmarktintegration befassten sich schwerpunktmäßig mit der Erstellung und Berechnung von Indikatoren zur Finanzmarktintegration sowohl innerhalb des Euroraums als auch in den neuen EU-Mitgliedstaaten (siehe Kasten 10). Außerdem wurden auch Forschungsarbeiten zum Gemeinwohlfaktor von TARGET2 abgeschlossen.

Im Bereich der makroökonomischen Modellierung wurde das nach den neuesten Erkenntnissen der makroökonomischen Theorie erstellte neue euroraumweite Modell der EZB erfolgreich weiter ausgebaut. Im Vergleich zu früheren Modellen haben die makroökonomischen Modelle der neuen Generation – so genannte dynamisch-stochastische allgemeine Gleichgewichtsmodelle – eine viel stärkere mikroökonomische Basis und ermöglichen eine genauere Analyse ökonomischer Störungen. Die Ergebnisse der technischen Arbeiten am neuen euroraumweiten Modell sowie die ersten empirischen Resultate eines weiteren dynamisch-stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells, das monetäre und finanzielle Variablen berücksichtigt, wurden im Dezember 2005 bei einer gemeinsamen Konferenz des Board of Governors der US-amerikanischen Notenbank und des IWF vorgestellt.

Auch an der Verbesserung der kurzfristigen Prognosen für Inflation und BIP-Wachstum im Euroraum wurde weiter gearbeitet. Unter anderem wurden in diesem Zusammenhang die Transmission von Schocks über Länder, Sektoren und Branchen hinweg analysiert, die Prognosegüte „globaler“ Inflationstrends überprüft sowie Verfahren zur Modellauswahl evaluiert. Weitere Forschungstätigkeiten befassten sich

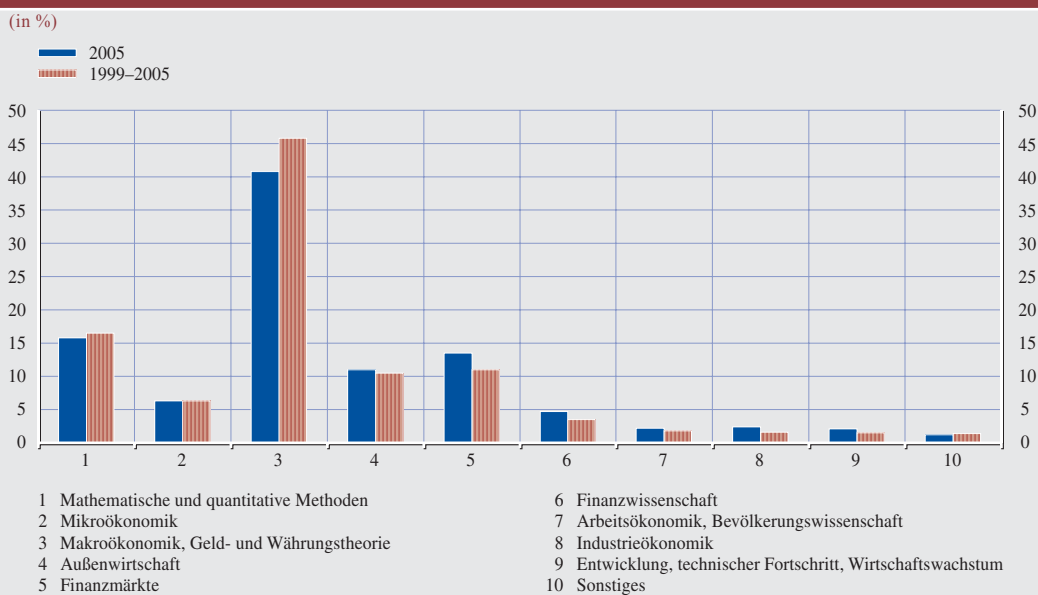
mit den komparativen Vorteilen der Prognose von aggregierten und nicht aggregierten Reihen sowie der Überprüfung des Informationsgehalts von Daten mit höherer Periodizität.

An allgemeinen realwirtschaftlichen und strukturpolitischen Themen wurden im Berichtsjahr der Einfluss von Arbeitsmarktinstitutionen, das Arbeitskräfteangebot bestimmende Faktoren und nationale Unterschiede in der Beschäftigungsdynamik und bei Ist-Löhnen untersucht. Ein weiteres Schwerpunktthema bildeten die Auswirkungen finanzpolitischer Reformen, insbesondere im Hinblick auf die neuen EU-Mitgliedstaaten.

Die meisten der teils bei der EZB, teils in Forschungsk Kooperationen erarbeiteten Ergebnisse wurden in der Working-Paper-Reihe der EZB bzw. vereinzelt auch in der Occasional-Paper-Reihe veröffentlicht sowie bei verschiedenen Konferenzen und Workshops präsentiert. Im Jahr 2005 veröffentlichte die EZB insge-

samt 145 Working Papers (2004: 126), wobei 68 (2004: 72) unter Beteiligung von EZB-Mitarbeitern und 77 (2004: 54) von EZB-fremden Autoren im Rahmen von Gastforscherprogrammen oder als Beiträge zu EZB-Konferenzen verfasst wurden. Von den Beiträgen der EZB-Mitarbeiter zur seit 1999 bestehenden Working-Paper-Reihe wurden 123 Artikel inzwischen in Fachzeitschriften bzw. 22 in Fachbüchern publiziert oder stehen vor der Veröffentlichung – eine weitere Steigerung dieses beachtlichen Anteils im Jahr 2006 steht (angesichts der durch den Peer-Review-Prozess bedingten langen redaktionellen Vorlaufzeiten) bereits fest. Wie Abbildung 46 zeigt, liegt der Schwerpunkt der EZB-Forschungstätigkeit eindeutig auf geldpolitisch relevanten Themen, wobei nach dem Klassifikationsschema des Journal of Economic Literature (JEL-Klassifikation) der Themenbereich „Makroökonomik, Geld- und Währungstheorie“ am häufigsten vertreten ist, gefolgt von den Bereichen „Mathematische und quantitative Methoden“ sowie „Finanzmärkte“ und „Außenwirtschaft“.

Abbildung 46 Working Papers der EZB: Forschungsgebiete laut JEL-Klassifikation¹⁾



Quelle: EZB.

1) Journal of Economic Literature.

Im Lauf des Berichtsjahrs hat die EZB eine Reihe von Konferenzen und Workshops veranstaltet, wie etwa den Workshop „Monetary policy implementation in the euro area: lessons from the past and challenges ahead“, die dritte Konferenz des International Research Forum on Monetary Policy, eine Konferenz mit dem Titel „What effects is EMU having on the euro area and its member countries?“, Workshops in Kooperation mit dem Centre for Economic Policy Research (CEPR) bzw. mit der BIZ („Labour markets in an enlarged European Union: what would raise employment?“ bzw. „Macroeconomic modelling of the term structure of interest rates“), die neunte Jahreskonferenz des CEPR/European Summer Institute („Structural reforms and economic growth“), die vierte Zentralbank-Forschungskonferenz („Risk measurement and systemic risk“, in Kooperation mit der Bank of Japan und dem Board of Governors der US-amerikanischen Notenbank unter der Ägide des Ausschusses für das weltweite Finanzsystem) sowie den vierten Prognoseworkshop („Forecast evaluation and conditional forecasts“).

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 Institutionen oder auch Vertreter der Wissenschaft gemeinsam an großen multifunktionalen Projekten arbeiten. Die EZB übernimmt dabei gänzlich oder gemeinsam mit anderen Institutionen die Koordination und organisatorische Unterstützung.

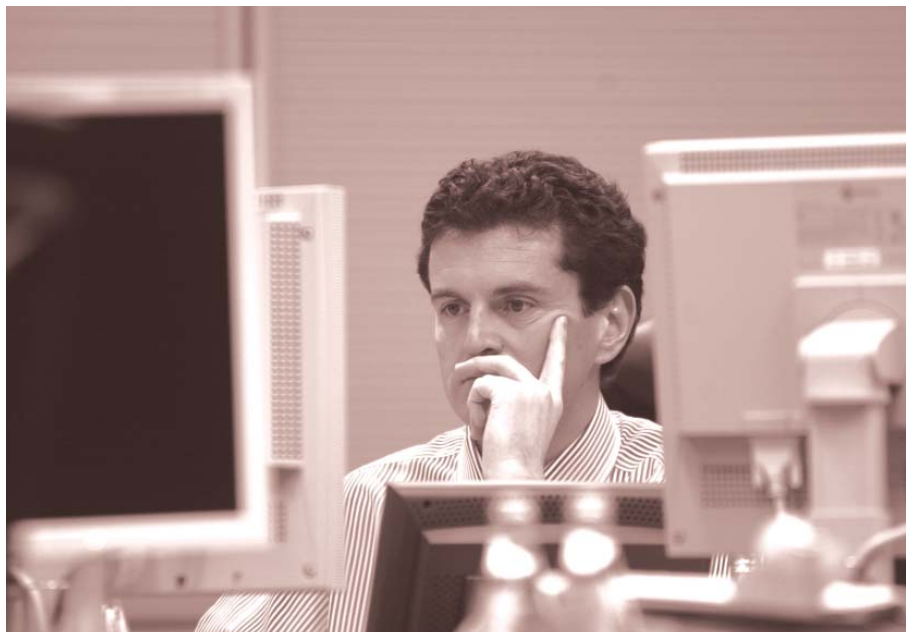
Das Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN), eine 2003 initiierte Forschungskooperation zwischen allen Notenbanken des Eurosystems mit dem Analyseschwerpunkt Inflationsdynamik im Euroraum und in den einzelnen Euro-Ländern hat seine Arbeit im Jahr 2005 beendet. Anhand umfangreicher Statistiken, die u. a. Einzel- und Branchendaten zu Verbrau-

cher- und Erzeugerpreisen, makroökonomische Inflationsraten und Umfrageergebnisse umfassen, wurden die Phänomene Inflationspersistenz und Preissetzung näher erforscht. Im Berichtsjahr erschienen in diesem Zusammenhang 23 Forschungsberichte in der Working-Paper-Reihe der EZB. Feedback aus der wissenschaftlichen Forschung wurde bei Vorträgen auf der Jahrestagung der American Economic Association und beim Jahreskongress der European Economic Association eingeholt (siehe Kasten 4).

Das von der EZB in Zusammenarbeit mit dem CEPR etablierte Euro Area Business Cycle Network bietet eine Plattform zur Untersuchung des Konjunkturzyklus im Euroraum. Teilnehmer dieses Netzwerks sind Forscher aus dem universitären Bereich, der unterschiedlichen Zentralbanken und anderer wirtschaftspolitischer Institutionen. Im Jahr 2005 wurde die dritte Weiterbildungsveranstaltung des Netzwerks abgehalten (dieses Mal zu den Themen angewandte Zeitreihen und Prognosen), wobei die Banca d'Italia als Gastgeber fungierte. Daneben wurde bei der belgischen Notenbank ein weiterer Workshop über die Notwendigkeit einer Echtzeit-Datenbank für den Euroraum sowie bei der finnischen Notenbank ein Workshop zum Thema Produktivität und Konjunkturzyklus im Euroraum und in den Vereinigten Staaten organisiert. Die Forschungsergebnisse des Netzwerks sind über eine Online-Datenbank (mit 251 Forschungsarbeiten bei Redaktionsschluss) sowie über eine gemeinsam mit dem CEPR herausgegebene Reihe von Discussion Papers verfügbar.

Das Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe, eine seit dem Jahr 2002 bestehende Forschungskooperation zwischen der EZB und dem Center for Financial Studies (CFS), hat sich zum Ziel gesetzt, für die Geldpolitik relevante Forschung zur Integration der Finanzmarktssysteme in Europa und zu deren internationaler Verflechtung voranzutreiben. Die EZB und das CFS haben ihre Forschungskooperation bis zum Jahr 2007 ver-

längert und drei neue Schwerpunktthemen vereinbart: a) Zusammenhang zwischen Finanzmarktintegration und -stabilität, b) EU-Beitritt, Finanzmarktentwicklung und -integration sowie c) Finanzmarktmodernisierung und Wirtschaftswachstum in Europa. Das im Rahmen des Forschungsnetzwerks eingerichtete „Lamfalussy Fellowship“-Forschungsprogramm wurde ebenfalls um diese Bereiche erweitert. Im Berichtsjahr organisierten die Oesterreichische Nationalbank (OeNB), die EZB und das CFS gemeinsam in Wien eine Konferenz des Forschungsnetzwerks zum Thema Finanzmarktentwicklung, -integration und -stabilität in Zentral-, Ost- und Südosteuropa (siehe Kasten 10)



6 SONSTIGE AUFGABEN UND AKTIVITÄTEN

6.1 EINHALTUNG DES VERBOTS DER MONETÄREN FINANZIERUNG UND DES BEVORRECHTIGTEN ZUGANGS

Gemäß Artikel 237 Buchstabe d des 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 Maßnahmen verboten, die Regierungsstellen und Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft einen bevorrechtigten Zugang zu Finanzinstituten verschaffen (außer diese Maßnahmen wurden aus aufsichtsrechtlichen Gründen getroffen). 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 von Schuldtiteln am Sekundärmarkt nicht zur Umgehung der Ziele von Artikel 101 EG-Vertrag genutzt werden. Solche Käufe dürfen also nicht zu einer indirekten monetären Finanzierung der öffentlichen Hand führen.

Im Jahr 2005 stellte der EZB-Rat in zwei Fällen Verstöße gegen die angeführten Bestimmungen des EG-Vertrags bzw. der einschlägigen Ratsverordnungen fest, nämlich im Zusammenhang mit dem Kauf von Schuldtiteln der Europäischen Investitionsbank (EIB) am Primärmarkt durch die Banca d'Italia und die Oesterreichische Nationalbank (OeNB). Die Banca d'Italia erwarb am 13. Oktober 2005 im Rahmen der

Währungsreserveverwaltung Schuldverschreibungen der EIB in Höhe von 10 Mio USD. Die Oesterreichische Nationalbank hatte zuvor am 14. September des Jahres 200 Mio € in auf Euro lautende Schuldverschreibungen der EIB investiert. Da die EIB eine Einrichtung der Gemeinschaft ist, stellt ein solcher Kauf einen Verstoß gegen das Verbot der monetären Finanzierung gemäß Artikel 101 des EG-Vertrags und der Verordnung Nr. 3603/93 des Rates dar. Beide NZBen haben die am Primärmarkt von der EIB erworbenen Schuldtitel inzwischen wieder verkauft; die Banca d'Italia am 8. März 2006 und die OeNB Ende Oktober 2005. Außerdem haben beide NZBen durch entsprechende Maßnahmen umgehend veranlasst, dass derartige Käufe in Zukunft nicht mehr getätigt werden.

Im Jahr 2004⁹ hatte der EZB-Rat in einem Fall einen Verstoß gegen die angeführten Bestimmungen des EG-Vertrags bzw. der einschlägigen Ratsverordnungen durch eine NZB festgestellt. Im Zuge des starken Rückflusses nationaler Münzen zu den NZBen nach der Euro-Bargeldeinführung am 1. Januar 2002 überschritt die Suomen Pankki von Oktober 2001 bis Februar 2004 die laut Ratsverordnung (EG) Nr. 3603/93 zulässige Obergrenze von 10 % des Münzumsatzes. Dieser Zustand wurde im März 2004 korrigiert, und seither wurden die Vertragsbestimmungen eingehalten.

6.2 BERATENDE FUNKTIONEN

Gemäß Artikel 105 Absatz 4 EG-Vertrag ist die EZB zu allen in ihren Zuständigkeitsbereich fallenden nationalen und gemeinschaftlichen Gesetzesvorlagen zu konsultieren.¹⁰ Sämtliche Stellungnahmen der EZB sind auf der Website der EZB abrufbar. In Anlehnung an die für EU-Rechtsvorschriften etablierte Praxis veröffentlicht die EZB seit Januar 2005 auch Stellungnahmen zu nationalen Gesetzesvorlagen unmittelbar nach der Beschlussfassung und

⁹ Auf diesen Fall wird hier eingegangen, weil die Überprüfung erst nach dem Redaktionsschluss für den Jahresbericht 2004 abgeschlossen werden konnte.

¹⁰ Gemäß dem Protokoll über einige Bestimmungen betreffend das Vereinigte Königreich Großbritannien und Nordirland, das dem Vertrag beigelegt ist, gilt die Verpflichtung, die EZB zu konsultieren, nicht für das Vereinigte Königreich.

anschließenden Übermittlung an die konsultierende Stelle. Im Juni 2005 publizierte die EZB zur praktischen Unterstützung und Information der nationalen Behörden einen „Leitfaden zur Anhörung der Europäischen Zentralbank durch die nationalen Behörden zu Entwürfen für Rechtsvorschriften“.

Die EZB verabschiedete im Berichtsjahr 61 Stellungnahmen, wobei sie 13-mal vom Rat der Europäischen Union und 48-mal seitens nationaler Behörden konsultiert wurde. Die Zunahme gegenüber den 39 Konsultationsverfahren im Jahr 2004 ist darauf zurückzuführen, dass die neuen Mitgliedstaaten im ersten vollen Jahr ihrer EU-Mitgliedschaft eine größere Zahl an Konsultationsverfahren initiierten. Eine Liste der von der EZB im Jahr 2005 abgegebenen Stellungnahmen findet sich im Anhang.

In ihren Stellungnahmen zu den neuen EU-Ratsverordnungen über die Überwachung bzw. das geänderte Verfahren bei einem übermäßigen Defizit im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts¹¹ betonte die EZB, dass eine solide Finanzpolitik für den Erfolg der WWU von grundlegender Bedeutung und Voraussetzung für gesamtwirtschaftliche Stabilität, Wachstum und Zusammenhalt im Euro-Währungsgebiet sei. Darüber hinaus erachtete die EZB ein glaubwürdiges Verfahren bei einem übermäßigen Defizit unter Einhaltung eines strikten Zeitrahmens für unerlässlich (siehe auch Kapitel 4 Abschnitt 1.1). Die EZB wurde auch zur EU-Ratsverordnung über die Einführung des Euro in den neuen Mitgliedstaaten konsultiert.¹² Die Übergangsphase zwischen der Einführung des Euro als Währung des betreffenden Mitgliedstaats und der Bargeldumstellung sollte nach Ansicht der EZB nicht länger als drei Jahre, nach Möglichkeit sogar kürzer dauern. Die EZB betonte überdies, dass die gemeinsame Währung in allen EU-Amtssprachen unter Berücksichtigung der verschiedenen Alphabete denselben Namen tragen muss.¹³

Die EZB wurde auch im Jahr 2005 wieder von nationalen Behörden (u. a. aus Italien, Litauen, der Slowakei und Spanien) zu Fragen der Unab-

hängigkeit nationaler Zentralbanken im Rahmen des ESZB¹⁴ sowie zu Änderungen der Zentralbanksatzungen in Estland, Lettland, Litauen, der Slowakei und Schweden im Zusammenhang mit dem EZB-Konvergenzbericht 2004 konsultiert.¹⁵ Konsultationsverfahren wurden zudem zu Fragen der Einhaltung des Verbots der monetären Finanzierung gemäß Artikel 101 EG-Vertrag initiiert. Darunter fielen unter anderem ein Gesetzesentwurf zur Ermächtigung der Oesterreichischen Nationalbank, eine Einlage auf ein Sonderkonto beim IWF im Rahmen der Armutsbekämpfungs- und Wachstumsfazilität zugunsten von durch Naturkatastrophen betroffenen Ländern zu tätigen,¹⁶ und ein Gesetzesentwurf zur Ermächtigung der Banca d'Italia, die Kreditlinien für den Libanon zu verlängern.¹⁷ In ersterem Fall kam die EZB zu dem Schluss, dass der österreichische Gesetzesentwurf mit dem Verbot der monetären Finanzierung konform ist, da dieser unter die durch EU-Recht geregelte Ausnahme für die Finanzierung von Verpflichtungen des öffentlichen Sektors gegenüber dem IWF fällt.¹⁸ In zweiterem Fall stellte die EZB fest, dass der Entwurf eine gemäß EG-Vertrag verbotene Form der monetären Finanzierung darstellt. Die italienischen Behörden zogen infolge dessen die Gesetzesvorlage zurück.

11 CON/2005/18 und CON/2005/17 vom 3. Juni 2005.

12 CON/2005/51. Die EZB wurde auch von nationalen Behörden in einigen neuen Mitgliedstaaten, unter anderem Litauen und Slowenien, bezüglich nationaler Rechtsvorschriften zur Erleichterung der Euro-Einführung in diesen Mitgliedstaaten konsultiert (siehe CON/2005/38 und CON/2005/57).

13 Die EZB wurde auch zu weiteren bedeutenden EU-Gesetzesentwürfen angehört, auf die an anderer Stelle in diesem Jahresbericht eingegangen wird, unter anderem zum Entwurf einer Kapitaladäquanzrichtlinie (CON/2005/4) und zum Entwurf eines Ratsbeschlusses über die Unterzeichnung des Haager Übereinkommens über Intermediär-verwahrte Wertpapiere (CON/2005/7). Nähere Informationen finden sich in Kapitel 3 Abschnitt 2.

14 CON/2005/25; CON/2005/30; CON/2005/34; CON/2005/38; CON/2005/58.

15 CON/2005/20; CON/2005/26; CON/2005/38; CON/2005/54; CON/2005/59; CON/2005/60.

16 CON/2005/29.

17 CON/2005/1.

18 Gemäß Artikel 7 der Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates vom 13. Dezember 1993 zur Festlegung der Begriffsbestimmungen für die Anwendung der in Artikel 101 des EG-Vertrages vorgesehenen Verbote.

Die EZB wurde des Weiteren von nationalen Behörden zu Gesetzesentwürfen in Bezug auf Finanzaufsichtssysteme konsultiert.¹⁹ In ihrer Stellungnahme zu einem Gesetzesentwurf, der die Česká národní banka als einzige Finanzaufsichtsbehörde in der Tschechischen Republik vorsieht, vertrat die EZB die Ansicht, wonach angesichts der nachlassenden Bedeutung der traditionellen Grenzen zwischen dem Banken-, Wertpapier- und Versicherungssektor sowie der daraus resultierenden Herausforderungen für die Finanzmarktaufsicht bzw. die Finanzmarktstabilität eine für die Aufsicht des gesamten Finanzmarkts zuständige nationale Zentralbank die bessere Option sei als mehrere Aufsichtsbehörden mit eingeschränkten Zuständigkeitsbereichen. In einem weiteren Konsultationsverfahren zu einer tschechischen Gesetzesvorlage zum Insolvenzrecht²⁰ begrüßte die EZB die Tatsache, dass in dem Entwurf die Verantwortung der Česká národní banka bei der Überwachung von in Schwierigkeiten geratenen Banken und der Entscheidung über die Einleitung von In-

solvenzverfahren in solchen Fällen ausdrücklich anerkannt wird.

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 2005 hatte die EZB diesbezüglich keinen Verwaltungsaufwand, weil es zum Jahresende 2004 keine Außenstände gab und im Berichtsjahr keine neuen Geschäfte abgeschlossen wurden.

19 CON/2005/9; CON/2005/24; CON/2005/26; CON/2005/39.
20 CON/2005/36.

Kasten 9

LEISTUNGEN IM RAHMEN DES EUROSISTEM-RESERVEMANAGEMENTS

Für die Verwaltung der auf Euro lautenden Reserven von Eurosystem-Kunden wurde im Januar 2005 ein umfangreiches neues Leistungsangebot eingeführt. Konkret ermöglicht dieses neue Serviceangebot zugelassenen Kunden (außerhalb des Euroraums angesiedelten Zentralbanken, Währungs- und Regierungsbehörden sowie internationalen Organisationen) die effiziente Verwaltung von Euro-Reserven. Das Angebot reicht von der Depotführung und damit zusammenhängenden Depot- und Abwicklungsleistungen bis zu Kassa- und Anlagegeschäften. Diese Leistungen werden von bestimmten Zentralbanken des Eurosystems (den Eurosystem-Dienstleistern) jeweils über eine eigene Plattform angeboten; dabei gelten harmonisierte Geschäftsbedingungen, die den marktüblichen Standards entsprechen. Im Rahmen dieses neuen Leistungsangebots haben zugelassene Kunden über jeden Eurosystem-Dienstleister Zugriff auf die gesamte Dienstleistungspalette.

Derzeit fungieren sechs NZBen als Eurosystem-Dienstleister: Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Banca d'Italia, Banque centrale du Luxembourg und De Nederlandsche Bank. Ausgewählte Dienstleistungen können aber auch über die anderen Eurosystem-Notenbanken abgewickelt werden. Darüber hinausgehende Zusatzleistungen im Euro-Reservemanagement sind im Einzelfall sowohl seitens der Eurosystem-Dienstleister als auch der übrigen Eurosystem-NZBen möglich. Der EZB kommt die übergeordnete Koordinierungsfunktion und damit die Aufgabe zu, für einen reibungslosen Betrieb zu sorgen.

Von den zugelassenen Kunden wurde das neue Serviceangebot gut aufgenommen. Laut einer Analyse der EZB dürfte die Nutzeranzahl des neuen Leistungsangebots repräsentativ für den Kundenkreis sein, an den sich das Angebot richtet. Seit der Einführung der neuen Servicepalette sind die Kontoguthaben und Wertpapierbestände der Kunden bei den Notenbanken des Eurosystems insgesamt gestiegen. Dies gilt insbesondere für die Bestände an ausländischen Staatspapieren in den Notenbankportfolios. Die Kunden äußern sich des Weiteren positiv über die Möglichkeit, im Rahmen des neuen Dienstleistungsangebots Gelder bei attraktiver Verzinsung automatisiert beim jeweiligen Dienstleister bzw. am Markt auf Taggeldbasis anzulegen.

Für die neuen Reservemanagement-Dienstleistungen gelten – wie schon für das bisherige langjährige Leistungsangebot – die Kernprinzipien für die Verwaltung von offiziellen Währungsreserven, 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 wie das Eurosystem selbst im Zentralbankgeschäft tätig sind.

Künstler

Pep Agut

Titel

Read your voice, 2001

Material

Mischtechnik

Format

190 x 195 cm

© EZB, Künstler



**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 Rechtsvorschriften der Gemeinschaft.

I.1 ÜBERWACHUNG DER FINANZMARKTSTABILITÄT

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

KONJUNKTURELLE ENTWICKLUNG

Die Widerstandsfähigkeit der Finanzmärkte im Euroraum nahm im Jahr 2005 zu. Die Finanzinstitute profitierten von der trotz weiterer Ölpreissteigerungen nach wie vor relativ kräftig wachsenden Weltwirtschaft sowie von einer kontinuierlichen Verbesserung der Bilanzen großer Unternehmen im Euroraum. In diesem Umfeld entwickelten sich die Ertragslage der Banken und die Finanzkraft der Versicherungsunternehmen im Euro-Währungsgebiet weiterhin positiv. Dem gegenüber stehen als Risikofaktoren eine etwaige plötzliche Korrektur globaler Ungleichgewichte, die Korrekturanfälligkeit der aufgrund anhaltender „Renditejagd“ überzogenen Preise an einzelnen Renten- und Kre-

ditmärkten und ein möglicher weiterer Ölpreisanstieg. Darüber hinaus besteht in einigen Ländern weiterhin die Gefahr, dass Immobilienpreiskorrekturen die Bilanzen der privaten Haushalte belasten.

Im Bankensektor des Euroraums setzte sich auch im Jahr 2005 die seit 2003 zu beobachtende Erholung der Ertragslage bei den Großbanken fort. Allerdings erschwert die teilweise Umstellung auf die internationalen Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards – IFRS) im Jahr 2005 Vergleiche mit Rentabilitätsindikatoren aus der Vergangenheit. Entscheidend ist, dass die Verbesserung der Ertragslage auf breiter Front zu beobachten war, und zwar auch in jenen nationalen Bankensektoren, die im Jahr 2003 noch eine unterdurchschnittliche Ertragsituation aufgewiesen hatten. Der Grund für diese Ertragssteigerung waren geringere Rückstellungen, ein nachhaltiges Wachstum der Kredite an private Haushalte (überwiegend Wohnungsbaukredite) und die einsetzende Erholung der Kreditvergabe an den Unternehmenssektor. Kosten senkende Maßnahmen, die sich im Jahr 2004 in der Ertragslage der Banken positiv niedergeschlagen hatten, spielten 2005 eine kleinere Rolle.

Der Wertberichtigungsbedarf der Banken nahm im Berichtsjahr weiter ab, was auf die geringe Anzahl von Insolvenzen privater Haushalte und Unternehmen sowie eine nur minimale Verschlechterung der Qualität der Bankaktiva zurückzuführen ist; gleichzeitig milderten beträchtliche Abschreibungen und Wertberichtigungen überfälliger Kredite aus vergangenen Jahren zumindest in einigen Ländern des Eurogebiets die Auswirkungen des Kreditrisikos auf die Bankbilanzen. Ferner gibt es Hinweise darauf, dass im Jahr 2005 das Verhältnis der Rück-

¹ Unter dem Titel „Financial Stability Review“ veröffentlicht die EZB seit Ende 2004 zweimal jährlich einen Bericht über die Stabilität der Finanzmärkte im Euroraum. Im Jahr 2005 erschien zudem die vierte Ausgabe des Berichts „EU banking sector stability“ mit den wichtigsten Erkenntnissen aus der laufenden Überwachung der Finanzmarktstabilität durch den BSC. Diese Publikationen sind auf der Website der EZB abrufbar.

stellungen zum Volumen der notleidenden Aktiva zurückging. Allerdings kann nicht ausgeschlossen werden, dass sich die Rückstellungen aufgrund der geringen Zuführungen (bzw. der geringen Bestände in einigen Ländern) im Fall eines unerwarteten Abschwungs des Kreditzyklus als ungenügend erweisen.

Setzt sich der in den Jahren 2004 und 2005 verzeichnete Trend zur vermehrten Kreditaufnahme der Unternehmen fort, könnte sich dadurch für die Banken eine willkommene Diversifikation ihrer Ertragsquellen weg von den privaten Haushalten ergeben. Trotz des steigenden Kreditvolumens ging allerdings das Nettozinsergebnis als wichtigste Ertragskomponente im Bankensektor im Jahr 2005 infolge sinkender Zinsspannen weiter zurück. Ausschlaggebend hierfür waren die Abflachung der Zinsstrukturkurven, nachhaltig niedrige Zinsen und der intensive Wettbewerb um Einlagen- und Kreditkunden. Im Bereich der Netto-Nichtzinserträge verzeichneten die Banken generell – sowohl aus Gebühren und Provisionen als auch aus dem Handelsgeschäft – steigende Erträge. In einigen Fällen waren diese Einkünfte hoch genug, um den geringeren Erlös aus der Fristentransformation, dem Kerngeschäft der Banken, mehr als wettzumachen.

Die wichtigsten Solvabilitätskoeffizienten der Banken im Euroraum blieben trotz weiterer Verbesserungen in einzelnen Ländern im Jahr 2004 (für 2005 sind noch keine konsolidierten Daten verfügbar) weitgehend unverändert. Die unkonsolidierten Daten einer Reihe von Großbanken im Eurogebiet lassen auf eine leichte Verbesserung der Solvabilitätsindikatoren im Jahr 2005 schließen.

Die Ertragslage und Eigenkapitalbasis der Versicherungsunternehmen im Euroraum entwickelten sich im Berichtsjahr positiv, auch wenn angesichts des niedrigen Zinsniveaus die Vermögenseinkünfte verhalten blieben. In der Sparte der Nichtlebensversicherer wirkte sich eine konsequente Preispolitik positiv auf die Erträge aus der Neuübernahme von Versicherungsrisiken (Underwriting) aus. Im Lebens-



versicherungssektor trugen geringere garantierte Renditen aus Anlageprodukten ebenso wie Kosteneinsparungen zu einer Stärkung der Ertragslage bei. Zusätzlich wirkten sich die laufenden Reformen der staatlichen Rentensysteme im Euroraum positiv auf private Investitionen in Lebensversicherungsprodukte aus. Im Rückversicherungsgeschäft verschlechterte sich die Ertragslage unter anderem aufgrund sinkender Policenwerte.

Die globalen Märkte für Hedgefonds und privates Beteiligungskapital (Private Equity) expandierten im Jahr 2005 weiter. Bei den Hedgefonds ging das Mittelaufkommen im zweiten und dritten Quartal infolge geringerer Erträge etwas zurück. Unter anderem gerieten bestimmte Credit-Strategien unter Druck, nachdem zwei große US-Autohersteller auf „Sub-Investment-Grade“ herabgestuft worden waren. Da Hedgefonds zunehmend auf Relative-Value-Strategien und komplexe strukturierte Kreditprodukte setzen, kann zudem nicht ausgeschlossen werden, dass den Banken in Zukunft Verluste aus ihren Hedgefondsaktivitäten erwachsen könnten, sollten sich die Kreditmärkte volatiler zeigen. Eine aktuelle Umfrage über das Hedgefondsenagement von Banken in der EU² hat jedoch ergeben, dass in den meisten Ländern die bestehenden direkten Risikopositi-

2 Siehe EZB, Large EU banks' exposures to hedge funds, November 2005.

onen gegenüber Hedgefonds in Relation zum Bilanzvolumen der Banken und zu den entsprechenden Engagements vergleichbarer US-Banken im Allgemeinen eher gering sind. Dieser Umstand zeigt, dass der globale Prime-Broker-Markt nach wie vor weitgehend von US-amerikanischen Finanzinstituten beherrscht wird. Nichtsdestoweniger ist es unabdingbar, dass die Banken für ein angemessenes Risikomanagementsystem für ihre Hedgefondsaktivitäten sorgen.

STRUKTURELLE ENTWICKLUNG

Strukturveränderungen im Bankensektor können etwa durch einen Wandel der Wettbewerbsbedingungen oder verstärkte Internationalisierung die Finanzmarktstabilität längerfristig beeinflussen. Der Bankensektor des Euroraums ist bedeutenden strukturellen Entwicklungen im Hinblick auf Konsolidierung, Internationalisierung, Finanzintermediation und Refinanzierungsstrukturen unterworfen. Derzeit unterscheiden sich die Bankensektoren des Eurogebiets noch hinsichtlich Konzentrationsgrad, Eigentümerstrukturen, Auslandspräsenz sowie Umfang und Bedeutung von Vertriebswegen, doch könnte sich dies infolge vermehrter Fusions- und Übernahmeaktivitäten sowie anderer Strukturentwicklungen ändern.³

Das Konsolidierungstempo hat in den letzten Jahren sowohl auf nationaler als auch auf grenzüberschreitender Ebene abgenommen; davon zeugen die geringere Zahl von Fusionen und Übernahmen sowie der langsamere Rückgang der Zahl der Kreditinstitute.⁴ Eine Reihe großer grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen im Lauf des Jahres 2005 untermauern jedoch die Hinweise auf einen wieder erstarkten Trend zur grenzüberschreitenden Konsolidierung, der im Jahr 2004 an Bedeutung gewonnen hatte. Da die Bankenmärkte in einigen Mitgliedstaaten bereits einen sehr hohen Konzentrationsgrad aufweisen, dürfte der nationale Konsolidierungsprozess unter den Großbanken dieser Länder allmählich auslaufen. So hat sich in diesen Mitgliedstaaten die grenzüberschreitende Konsolidierung trotz der noch bestehenden Hemmnisse neben dem organischen Wachstum als wichtigste Expansionsstrategie etabliert.

Darüber hinaus zeichnet sich eine schrittweise Veränderung in der Bilanzstruktur der Banken ab: Die Wachstumsrate der Kredite liegt über jener der Einlagen, was in der geringeren Attraktivität von Einlageprodukten für private Haushalte angesichts anhaltend niedriger Zinssätze und eines sich verändernden Risiko-Ertragsverhältnisses begründet sein dürfte. Außerdem dürften strukturelle Faktoren, wie etwa der demographische Wandel, durch den private Altersvorsorge- und Versicherungsprodukte an Bedeutung gewinnen, eine Rolle spielen. Dies impliziert des Weiteren, dass sich die Banken zunehmend auf dem Interbanken- und Kapitalmarkt refinanzieren.

Anstatt nur als Intermediäre zwischen Einlegern und Kreditnehmern zu agieren, übertragen Banken im Euroraum offensichtlich zudem Risiken vermehrt an andere Wirtschaftssektoren bzw. rücken vereinzelt auch vom Universalbankprinzip ab. Dessen ungeachtet bleibt im Euroraum die Finanzierung über den Bankenmarkt die häufigste Form der Finanzintermediation.⁵

Die Banken verfügen überdies in zunehmendem Maß über flexiblere Organisationsstrukturen, lagern Teile der Wertschöpfungskette aus, die nicht zum Kerngeschäft zählen, und spezialisieren sich auf bestimmte Stufen des Dienstleistungskreislaufs (Origination, Produktion, Vertrieb oder Abwicklung).

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die Rolle der Banken im Euroraum einem allmählichen Wandel unterworfen ist. Die direkte Kapitalmarktfinanzierung gewinnt an Bedeutung und neue Finanzdienstleister dürften sich ver-

3 Eine genauere Analyse der strukturellen Entwicklungen in der EU und im Bankensektor des Euroraums findet sich in dem Bericht „EU banking structures“ des BSC vom Oktober 2005 sowie im Aufsatz „Konsolidierung und Diversifizierung im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets“ im EZB-Monatsbericht vom Mai 2005.

4 Die Zahl der Kreditinstitute nahm 2004 um 2,8 % und 2005 um 2,3 % ab (annualisiert, auf der Basis von Angaben bis zum dritten Quartal) und beträgt nun knapp 6 300.

5 Das Verhältnis der inländischen Kredite zum BIP belief sich im Jahr 2005 auf 115 %, jenes der Aktienmarktkapitalisierung zum BIP betrug 68 %.

mehrt in bestimmten Nischen des Bankgeschäfts etablieren. Mit dieser Entwicklung geht einerseits eine Effizienzsteigerung der Finanzmärkte im Euroraum und andererseits eine Veränderung der Risikolandschaft einher.

– CEBS) gemeinsam daran, den Handlungsrahmen für das Krisenmanagement in Bezug auf die Vorgehensweisen von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden bei der länderübergreifenden Bewältigung von Finanzkrisen weiter auszubauen.

1.2 ZUSAMMENARBEIT IN KRISENSITUATIONEN

Der Modus für die Zusammenarbeit der zuständigen Behörden beim Management von Finanzkrisen in der EU wurde im Jahr 2005 weiter verbessert.

Im Mai einigten sich die Vertreter der Bankenaufsichtsbehörden, Zentralbanken und Finanzministerien der EU-Mitgliedstaaten auf ein „Memorandum of Understanding (MoU) on cooperation in financial crisis situations“, das am 1. Juli 2005 in Kraft trat. Das unter der Schirmherrschaft des Wirtschafts- und Finanzausschusses verabschiedete MoU bezieht sich auf Krisensituationen, die potenziell sowohl grenzüberschreitende als auch systemische Auswirkungen auf Kreditinstitute, Bankengruppen oder Banken innerhalb von Finanzgruppen haben, sowie auf andere systemische Störungen mit grenzüberschreitenden Folgen für die Finanzmärkte, einschließlich jener, die Zahlungsverkehrssysteme oder andere Teile der Marktinfrastruktur beeinträchtigen. Die im MoU festgeschriebenen Grundsätze und Verfahren betreffen den Austausch von Informationen, Meinungen und Einschätzungen zwischen den betroffenen Behörden sowie Formen der Kooperation auf nationaler und grenzüberschreitender Ebene. Des Weiteren ist zur Förderung der verstärkten Zusammenarbeit zwischen den Behörden die Ausarbeitung von Notfallplänen für das Management von Krisensituationen sowie die Durchführung von Stresstests und Simulationen vorgesehen. Das Memorandum of Understanding selbst wird im Jahr 2006 einem Krisensimulationstest unterzogen.

Ferner arbeiteten der BSC und der Ausschuss der europäischen Bankenaufsichtsbehörden (Committee of European Banking Supervisors

2 FINANZMARKTREGULIERUNG UND FINANZMARKT-AUFSICHT

2.1 ALLGEMEINES

Die Europäische Kommission veröffentlichte im Juli 2005 ein Grünbuch zur Finanzdienstleistungspolitik (2005–2010) zu Konsultationszwecken. Das Eurosystem betonte in seinem Beitrag im Konsultationsverfahren, dass zur Verbesserung des EU-Rahmens für die Finanzmarktaufsicht die Möglichkeiten des Lamfalussy-Prozesses weitestgehend ausgeschöpft werden sollten.⁶ Zudem sprach sich das Eurosystem für eine weitere Straffung des Finanzregelwerks durch die Anwendung der Hauptelemente des Lamfalussy-Konzepts aus. Demnach könnte klarer zwischen grundsätzlichen Bestimmungen (Rechtsvorschriften der Ebene 1) und technischen Umsetzungsdetails (Rechtsvorschriften der Ebene 2) unterschieden werden. Begleitend dazu sollte es zu einer weiteren Konvergenz der Aufsichtspraktiken kommen, die für die EU-weite konsistente Umsetzung der Vorschriften ebenfalls eine wesentliche Rolle spielt. Des Weiteren wurde darauf hingewiesen, dass vor allem in Bezug auf grenzüberschreitend tätige Finanzgruppen solide und konsistente Kooperationsvereinbarungen zwischen der Bankenaufsicht des Heimat- und des Gastlands von besonderer Bedeutung sind. Verbesserungspotenzial bei den Regelungen zur Gewährleistung der Finanzmarktstabilität sieht das Eurosystem bei der länder- und sektorübergreifenden Überwachung der Finanzmarktstabilität, im Finanzkrisenmanagement sowie bei der Einlagensicherung.

2.2 BANKENSEKTOR

Nach der Veröffentlichung des überarbeiteten Regelwerks für die „Internationale Konvergenz der Eigenkapitalmessung und der Eigenkapitalanforderung“ (besser bekannt als Basel II) im Juni 2004 konzentriert sich die Tätigkeit des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht nunmehr auf Kernfragen der Umsetzung des Regelwerks. Auch in einigen technischen Bereichen setzte der Basler Ausschuss seine Arbeit fort.

Durch die Novellierung der Kodifizierten Bankenrichtlinie und der Kapitaladäquanzrichtlinie wurde Basel II in die EU-Rechtsvorschriften integriert. Das Europäische Parlament und der EU-Rat verabschiedeten im September bzw. Oktober 2005 die endgültigen Fassungen der Gesetzestexte. Die Mitgliedstaaten müssen nun die nationalen Rechtsvorschriften entsprechend den neuen, ab 2007 anzuwendenden Regelungen anpassen. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht führte zudem Ende 2005 die fünfte Studie über die quantitativen Auswirkungen von Basel II (Quantitative Impact Study – QIS5) durch. Die für Frühjahr 2006 erwarteten Ergebnisse der QIS5 könnten weitere quantitative Anpassungen des Regelwerks nach sich ziehen. Auch der CEBS hat an der Durchführung der QIS5 mitgewirkt.

Die EZB unterstützt weiterhin die Arbeit des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht und nimmt als Beobachter an den Sitzungen des Ausschusses bzw. seiner wichtigsten Untergremien teil. In ihrer Stellungnahme zu den neuen gemeinschaftlichen Eigenkapitalbestimmungen brachte die EZB ferner ihre Zustimmung zur generellen Stoßrichtung des neuen Regelwerks zum Ausdruck.

Darüber hinaus analysierte die EZB die möglichen Implikationen einer Zunahme des grenzüberschreitenden Bankgeschäfts in der EU aus dem Blickwinkel der Finanzmarktstabilität. Untersucht wurden dabei unter Federführung des BSC die Bereiche Finanzmarktaufsicht, Krisenmanagement, Überwachung der Finanzmarktstabilität sowie Einlagensicherungssysteme. Die zu letzterem Thema erzielten Ergebnisse fanden bereits Eingang in die derzeit laufende Überarbeitung der Richtlinie über Einlagensicherungssysteme durch die Europäische Kommission.⁷

6 Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte, 15. Februar 2001. Der Bericht ist auf der Website der Europäischen Kommission abrufbar. Siehe auch EZB, Jahresbericht 2003, S. 120.

7 Europäische Kommission, Review of the Deposit Guarantee Schemes Directive (94/19/EC), 14. Juli 2005. Das Konsultationspapier ist auf der Website der Europäischen Kommission abrufbar.

2.3 WERTPAPIERSEKTOR

Im Wertpapiersektor lag der Arbeitsschwerpunkt im Berichtsjahr auf der Vollendung des aufsichtsrechtlichen Rahmens der EU durch die Billigung noch ausstehender Durchführungsmaßnahmen (Rechtsvorschriften der Ebene 2) hinsichtlich der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Transparenzrichtlinie. In Anbetracht der Bedeutung dieser Maßnahmen für die europäische Finanzmarktintegration und die Stärkung der Finanzmarktstabilität verfolgte die EZB die Aktivitäten in diesem Bereich mit großer Aufmerksamkeit und leistete durch ihre Teilnahme am Europäischen Wertpapierausschuss ihren Beitrag dazu.

Das Eurosystem beteiligte sich außerdem an der Diskussion zur Überarbeitung des Lamfalussy-Prozesses und nahm zur vorläufigen Bewertung Stellung, die von der Europäischen Kommission zu Konsultationszwecken veröffentlicht worden war. In seinem Kommentar bekräftigte das Eurosystem seine positive Beurteilung des Lamfalussy-Prozesses. Dieser solle insbesondere dafür genutzt werden, bestehende regulatorische Bestimmungen zu straffen und eine gemeinsame Zusammenstellung harmonisierter technischer Vorschriften zu erarbeiten, die den Anforderungen sowohl der Regulierungsbehörden als auch der Marktteilnehmer entsprechen. Diese Regeln sollten für grenzüberschreitend tätige Marktteilnehmer die einzige Quelle der jeweils anzuwendenden Rechte und Verpflichtungen sein.

Das Eurosystem kommentierte auch das von der Europäischen Kommission am 12. Juli 2005 zu Konsultationszwecken veröffentlichte Grünbuch über die Erweiterung des europäischen Rahmens für Investmentfonds. Die Beseitigung der noch bestehenden regulatorischen und rechtlichen Hemmnisse könnte nach Ansicht des Eurosystems zu einer weiteren Konsolidierung des europäischen Marktes für Investmentfonds sowie zu einer Straffung der Produktpalette führen und damit sowohl den Anlegern als auch dem EU-Finanzmarkt zugute kommen. Im Bereich der Hedgefonds unterstützte das Euro-

system den bis dato auf internationaler Ebene verfolgten Ansatz, dem Finanzmarktstabilitätsrisiko im Zusammenhang mit Hedgefonds primär über deren Interaktion mit regulierten Unternehmen, insbesondere Banken, entgegenzuwirken.

2.4 RECHNUNGSLEGUNG

Am 1. Januar 2005 trat die Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Rates in Kraft, wonach alle an der Börse notierten Unternehmen, einschließlich Banken, verpflichtet sind, ihre konsolidierten Abschlüsse im Einklang mit den internationalen Rechnungslegungsstandards (International Financial Reporting Standards – IFRS) zu erstellen. Angesichts der Bedeutung solider Rechnungslegungsstandards für die Finanzmarktstabilität setzte die EZB ihre Mitarbeit an der Umsetzung des neuen Rechnungslegungsrahmens in der EU fort.

Die Erweiterung des internationalen Rechnungslegungsstandards 39 (IAS 39) um die so genannte Fair-Value-Option, d. h. die Möglichkeit, alle Arten von Finanzinstrumenten zum beizulegenden Zeitwert („fair value“) anzusetzen,⁸ stand dabei im ersten Halbjahr 2005 im Mittelpunkt. Die konstruktive Zusammenarbeit zwischen der EZB, dem Basler Ausschuss für Bankenaufsicht und dem International Accounting Standards Board (IASB) mündete im April 2005 in einem Brief des Präsidenten der EZB an das IASB, in dem die EZB die vorgeschlagene Änderung des IAS 39 unterstützte; das IASB nahm daraufhin die entsprechende Änderung des Rechnungslegungsstandards IAS 39 im Juni 2005 vor.

Durch ihre Teilnahme als Beobachter bei der Accounting Task Force des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht leistete die EZB auch einen

⁸ Der beizulegende Zeitwert ist der Betrag, zu dem zwischen sachverständigen, vertragswilligen und voneinander unabhängigen Geschäftspartnern ein Vermögenswert getauscht oder eine Schuld beglichen werden könnte. Er entspricht in der Praxis häufig dem Marktpreis bzw. wird mittels Abdiskontierung zukünftiger Zahlungsströme geschätzt.

Beitrag zu dem von diesem Gremium erarbeiteten Orientierungsrahmen für Aufsichtsbehörden. Im Juli 2005 veröffentlichte der Basler Ausschuss ein Konsultationspapier über die Erwartungen der Aufsicht hinsichtlich der Nutzung der Fair-Value-Option („Supervisory guidance on the use of the fair value option by banks under International Financial Reporting Standards“). Darin setzen die Aufsichtsbehörden die Fair-Value-Option zu den soliden Risikomanagementsystemen in Bezug.⁹

Die Treuhänder („Trustees“) der International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF) schlossen im April 2005 die Überarbeitung ihrer Satzung ab. Den während der Konsultationsphase – auch von Seiten der EZB – eingebrachten Kommentaren folgend wurde die Umstrukturierung des Standards Advisory Council für allgemeine strategische Beratung sowie die Einrichtung einer Trustee Appointments Advisory Group zur Konsultation vor der Ernennung neuer Treuhänder beschlossen. Die EZB ist in beiden Gremien vertreten.

Im zweiten Quartal 2005 veranlasste der BSC eine Analyse der Zusammenhänge zwischen Rechnungslegungsstandards und Finanzmarktstabilität, wobei in erster Linie die Implikationen der Einführung der internationalen Rechnungslegungsstandards bzw. die Frage, ob diese effektiv zu einer Stärkung der Finanzmarktstabilität beitragen, beleuchtet werden.

⁹ Der Orientierungsrahmen für Aufsichtsbehörden soll keine zusätzlichen Rechnungslegungsvorschriften festlegen.

3 FINANZMARKTINTEGRATION

In Anbetracht seiner Kernaufgaben hat das Eurosystem ein ausgeprägtes Interesse an der Integration der Finanzmärkte in Europa und insbesondere im Euroraum. Zum einen fördert ein gut integriertes Finanzsystem die reibungslose und wirksame Übertragung geldpolitischer Impulse im gesamten Euro-Währungsgebiet. Zum anderen erfordert die Finanzmarktintegration angesichts der Mitverantwortung des Eurosystems für die Finanzmarktstabilität entsprechende Aufmerksamkeit und ist nicht zuletzt für den effektiven und reibungslosen Betrieb von Zahlungsverkehrs- und -abwicklungssystemen von Bedeutung. Darüber hinaus unterstützt das Eurosystem gemäß Artikel 105 EG-Vertrag die allgemeine Wirtschaftspolitik der Gemeinschaft, soweit dies ohne Beeinträchtigung des Ziels der Preisstabilität möglich ist. Als eine der Prioritäten der gemeinschaftlichen Wirtschaftspolitik kann die Finanzmarktintegration die Weiterentwicklung des Finanzsystems vorantreiben und damit das Wachstumspotenzial erhöhen.

Das Eurosystem unterscheidet grundsätzlich zwischen vier Kernaktivitäten, durch die es zur Förderung der Finanzmarktintegration beiträgt: a) Überwachung der Fortschritte bei der Finanzmarktintegration in Europa und entsprechende Bewusstseinsbildung, b) Wahrnehmung einer Katalysatorfunktion für den privaten Sektor durch die Schaffung kollektiver Strukturen, c) Beratung bei der Ausgestaltung des legislativen und regulatorischen Rahmens für das Finanzsystem sowie d) Bereitstellung von Zentralbankdienstleistungen, die ebenfalls die Finanzmarktintegration in Europa fördern. In diesen vier Bereichen verfolgte die EZB auch im Jahr 2005 verschiedene Initiativen, die im Folgenden näher beschrieben werden. Darüber hinaus führte die EZB ihre Forschungsaktivitäten auf dem Gebiet der Finanzmarktintegration fort (siehe Kasten 10).

Kasten 10

FORSCHUNGSNETZWERK FÜR KAPITALMÄRKTE UND FINANZMARKTINTEGRATION IN EUROPA

Die EZB und das Center for Financial Studies (CFS) in Frankfurt engagierten sich weiter im Rahmen ihres Forschungsnetzwerks für Kapitalmärkte und Finanzmarktintegration in Europa.¹ Die derzeitige (zweite und erweiterte) Forschungsprojektphase steht im Zeichen der folgenden drei Themenschwerpunkte: a) Zusammenhang zwischen Finanzmarktintegration und -stabilität, b) EU-Erweiterung, Finanzmarktentwicklung und -integration und c) Modernisierung der Finanzsysteme und Wirtschaftswachstum in Europa.

Die erste Konferenz der zweiten Projektphase wurde bei der belgischen Notenbank in Zusammenarbeit mit dem Centre for Economic Policy Research (CEPR) im Mai 2005 in Brüssel veranstaltet. Die Konferenz mit dem Titel „Competition, stability and integration in European banking“ deckte zwei Arbeitsschwerpunkte des Netzwerks ab, nämlich den Wettbewerb im Bankensektor und geographische Aspekte des Bankgeschäfts sowie Finanzmarktintegration und -stabilität.

Breiten Raum nahm das grenzüberschreitende Bankgeschäft in Europa ein. Verschiedene Analysen über den Eintritt ausländischer Banken in aufstrebende Märkte (im konkreten Fall mittel- und osteuropäische Länder, Russland, Ukraine) kamen zu dem Schluss, dass die Unterneh-

¹ Nähere Informationen über frühere Aktivitäten finden sich in Kasten 10 des EZB-Jahresberichts 2003 und in Kasten 12 des EZB-Jahresberichts 2004 sowie auf der Website des Forschungsnetzwerks unter www.eu-financial-system.org.

mensfinanzierung bei Auslandsbanken in diesen Ländern das Umsatz- und Bilanzsummenwachstum der Unternehmen fördert.² Dies trifft sogar auf kleinere Unternehmen zu, obwohl diese relativ gesehen nach wie vor Marktanteile verlieren. Die Präsenz ausländischer Banken macht zudem Kredite für die inländischen Unternehmen erschwinglicher, weil die Zinsbelastung sinkt und ein höherer Verschuldungsgrad sowie längere Kreditlaufzeiten möglich werden. Letztlich fördert der Markteintritt ausländischer Banken auch die Dynamik bzw. die „schöpferische Zerstörung“ innerhalb eines Sektors, da die Zahl von Marktein- und -austritten von Unternehmen ansteigt.

Die zweite Konferenz der aktuellen Projektphase fand im November 2005 in Wien unter der Schirmherrschaft der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB) statt, die auch an der Organisation mitgewirkt hatte. Unter dem Motto „Financial Development, Integration and Stability in Central, Eastern and South-Eastern Europe“ wurden insbesondere die Netzwerkschwerpunkte EU-Erweiterung und Finanzmarktentwicklung und -integration diskutiert. Eine Fülle von Forschungsergebnissen deutet darauf hin, dass die Integration der (nach wie vor kleinen) Aktienmärkte der größeren mittel- und osteuropäischen Länder (MOEL), d. h. der Tschechischen Republik, Ungarns und Polens, mit den Aktienmärkten des Euroraums zunehmend voranschreitet. In den kleineren MOEL ist dies hingegen nicht der Fall. Auch für die Integration der Staatsanleihemärkte der MOEL mit jenen des Eurogebiets liegen relativ wenige Hinweise vor.

Die Aktivitäten des Forschungsnetzwerks werden im Jahr 2006 mit einer von der Deutschen Bundesbank veranstalteten Konferenz zum Schwerpunktthema Modernisierung der Finanzsysteme und Wirtschaftswachstum in Europa fortgeführt. Eine weitere Konferenz wird unter der Schirmherrschaft der Banco de España stattfinden und dem Bereich Finanzmarktintegration und -stabilität gewidmet sein.

² Siehe EZB, Working Paper Nr. 498, Juni 2005.

ÜBERWACHUNG DER FINANZMARKTINTEGRATION

Die EZB veröffentlichte im September 2005 ihren ersten Bericht über Finanzmarktintegration. Mit diesem Bericht wurden einige Indikatoren vorgestellt, die eine allgemeine Bewertung des Integrationsgrads der bedeutendsten Finanzmarktsegmente im Euroraum ermöglichen. Ein Markt für bestimmte Finanzinstrumente oder -dienstleistungen gilt dann als vollständig integriert, wenn alle auf diesem Markt aktiven und grundsätzlich vergleichbaren Wirtschaftssubjekte auch denselben Regeln unterliegen, gleichberechtigten Zugang haben und gleich behandelt werden. Zur Bewertung der Finanzmarktintegration wurden sowohl preisbasierte als auch mengenbasierte Indikatoren herangezogen, die teils auf mathematischen Methoden beruhen (im Fall von Standardabweichungen und Kennzahlen) und teils von ökonometri-

schen Modellen abgeleitet werden. Die Palette der Indikatoren wird noch entwickelt und insbesondere um Indikatoren für Finanzinstitute und Marktinfrastrukturen erweitert.

Die vorliegenden Informationen lassen den Schluss zu, dass der Integrationsgrad zwischen den einzelnen Marktsegmenten stark variiert. Der unbesicherte Geldmarkt war bereits kurz nach der Einführung des Euro vollständig integriert. Ebenso sind bei der Integration des Repomarkts eindeutige Fortschritte zu verzeichnen. Der Markt für Staatsanleihen zeigte sich bereits vor Beginn der Währungsunion in hohem Ausmaß integriert. Allerdings bestehen nach wie vor gewisse Renditeunterschiede, die unter anderem auf Divergenzen bei der Bonität der Emittenten und der Liquidität der Anleihen zurückzuführen sind. Die Integration des Mark-

tes für Unternehmensanleihen ist ebenfalls schon weit fortgeschritten, und auch der Aktienmarkt entwickelt sich erfolgreich in diese Richtung. Im Gegensatz dazu weist der Bankenmarkt – und hier im Speziellen das Privat-

kundengeschäft – im Allgemeinen eine weitaus geringere Integration auf. Alles in allem bestehen im Euroraum nach wie vor gewisse länder-spezifische Unterschiede bei den Kredit- und Einlagenzinsen der Banken (siehe Kasten 11).

Kasten 11

INTERREGIONALER VERGLEICH VON HYPOTHEKENZINSEN IM EURORAUM UND IN DEN VEREINIGTEN STAATEN

In diesem Kasten wird die Heterogenität der Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte in den Ländern des Eurogebiets analysiert. Die Erkenntnis, dass Hypothekenzinsen im Euroraum von Land zu Land generell stärker variieren als in den Vereinigten Staaten zwischen

Abbildung A Streuung der variablen und kurzfristigen Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euroraum und regionale Unterschiede zwischen vergleichbaren Marktzinssätzen in den Vereinigten Staaten

(Zinssätze für das Neugeschäft, Variationskoeffizient)

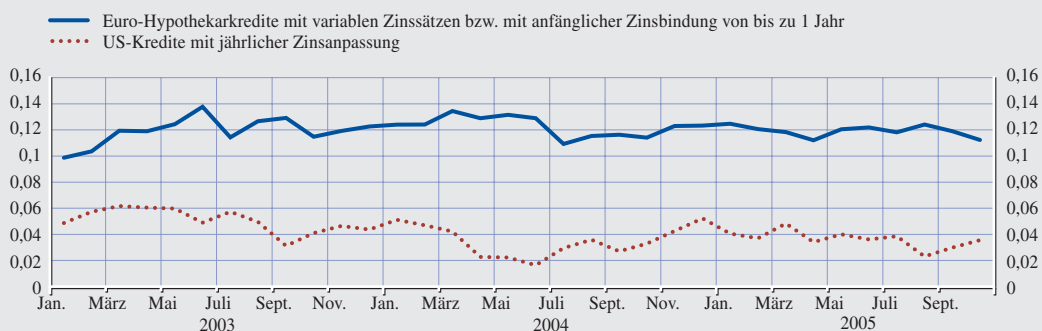
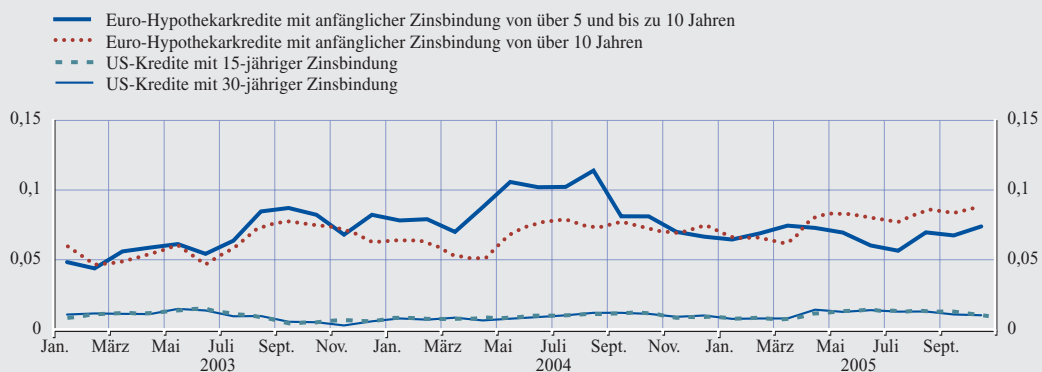


Abbildung B Streuung der langfristigen Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euroraum und regionale Unterschiede zwischen vergleichbaren Marktzinssätzen in den Vereinigten Staaten

(Zinssätze für das Neugeschäft, Variationskoeffizient)



Quellen: Freddie Mac (Primary Mortgage Market Survey) und EZB.

Anmerkung: Um die Relevanz der Analyseergebnisse zu erhöhen, wurden bei der Berechnung der Unterschiede im Euroraum nur Länder mit hohen Kreditvolumina einbezogen. Die US-Daten beziehen sich auf die Unterschiede zwischen den fünf Regionen (Northeast, Southeast, North Central, Southwest und West). Es ist nicht auszuschließen, dass gewisse Schwankungen innerhalb dieser Regionen (d. h. zwischen US-Bundesstaaten) nicht abgedeckt sind; die Streuungsmaße in den Vereinigten Staaten könnten somit etwas höher sein, würden intraregionale Unterschiede einbezogen. Darüber hinaus kann die Größe der jeweiligen Stichproben den Streuungsgrad beeinflussen.

verschiedenen Regionen könnte den Schluss nahe legen, dass der Integrationsgrad des Hypothekenmarkts im Euroraum geringer ist. Anzumerken ist in diesem Zusammenhang, dass die in dieser Analyse verwendeten US-Daten Zinsunterschiede innerhalb der Regionen (über Bundesstaatsgrenzen hinweg) nicht abdecken.

Die unterschiedlichen Zinsen für Wohnungsbaukredite innerhalb des Euroraums lassen sich bis zu einem gewissen Grad mit den unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen von Hypothekarkrediten erklären, die sich mit großer Wahrscheinlichkeit auf das Kreditangebot auswirken. Der Hypothekarkreditmarkt des Eurogebiets ist im Hinblick auf die Finanzierungsarten – von der Finanzierung über Einlagen bis zu Hypothekendarlehen und hypothekarisch gesicherten Wertpapieren – nach wie vor fragmentiert. Hypothekarzinsen können auch aufgrund von Abweichungen bei Produkteigenschaften, Zinsbindungsfristen und Kundenpräferenzen (die sich in unterschiedlichen Laufzeiten und Beleihungsquoten niederschlagen) bzw. in Abhängigkeit von staatlichem Einfluss und Regulierung divergieren.

Vor diesem Hintergrund erwiesen sich im Beobachtungszeitraum von Januar 2003 bis Oktober 2005 die länderspezifischen Unterschiede bei den Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euroraum als deutlich höher als die regionale Streuung der Hypothekarzinsen in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung A und B).

KATALYSATORFUNKTION FÜR DEN PRIVATEN SEKTOR

Die von der Finanzmarktorganisation ACI ins Leben gerufene und angeführte Initiative für kurzfristige Wertpapiere (Short-Term European Paper – STEP) hat zum Ziel, die Konvergenz der Standards auf dem fragmentierten europäischen Markt für kurzfristige Wertpapiere voranzutreiben. Erreicht werden soll dies durch die Einhaltung der STEP-Marktkonvention für die Bereiche Offenlegungspflicht, Dokumentation, Abwicklung und Datenbereitstellung. Die Bankenvereinigung der Europäischen Union (FBE) engagiert sich seit Mai 2005 für die Initiative der ACI und wird zum Funktionieren des STEP-Markts direkt beitragen. Anfang 2006 soll das erste STEP-Gütesiegel an ein Emissionsprogramm verliehen werden.

Die EZB unterstützt diese Initiative durch ihre Katalysatorfunktion: Sie bietet z. B. ein Diskussionsforum und stellt ihre Website für das Konsultationsverfahren der ACI über die Integration des europäischen Marktes für kurzfristige Wertpapiere zur Verfügung. Das Eurosystem wird sich auch auf operativer Ebene für die Initiative einsetzen. So traf der EZB-Rat im

Juli 2004 den Grundsatzbeschluss, die praktische Einführung des STEP-Gütesiegels zwei Jahre lang zu unterstützen. Bei der Zuerkennung des STEP-Gütesiegels wird das von der FBE geführte STEP-Sekretariat von mehreren NZBen des Euroraums unterstützt werden. Ferner beschloss der EZB-Rat nach einer Überprüfung der Effizienz der Datenerhebung, dem Ersuchen um die regelmäßige Erstellung und Veröffentlichung von STEP-Statistiken über Renditen und Emissionsvolumina nachzukommen.

Die EZB engagierte sich im Berichtsjahr weiter für das Projekt zur Schaffung eines einheitlichen Euro-Zahlungsverkehrsraums (Single Euro Payments Area – SEPA). Dabei wurde in erster Linie die fristgerechte Erfüllung der ersten SEPA-Zielvorgabe forciert, derzufolge es den Bürgern des Euroraums ab 1. Januar 2008 möglich sein soll, Überweisungen, Lastschriften und Zahlungskartentransaktionen sowohl unter Verwendung einheitlicher europäischer Zahlungsinstrumente als auch mittels nationaler Instrumente durchzuführen. Darüber hinaus verfolgte die EZB die Aktivitäten des Bankensektors zur Erreichung der zweiten Projektetappe, nämlich die Einrichtung einer voll

funktionsfähigen SEPA-Infrastruktur für Überweisungen, Lastschriften und Zahlungskartentransaktionen bis Ende 2010. Der Europäische Zahlungsverkehrsausschuss (European Payments Council – EPC) wurde von der EZB ebenfalls aktiv unterstützt. Die Treffen der Kontaktgruppe für strategische Fragen im Euro-Zahlungsverkehr (Contact Group on Euro Payments Strategy – COGEPS) wurden für Koordinationsgespräche auf höchster Ebene zwischen dem Eurosystem und dem EPC genutzt. Um die Einbindung aller Beteiligten sicherzustellen, organisierte das Eurosystem eine Reihe von Treffen mit SEPA-Endnutzern wie etwa den Vertretern von Verbraucherverbänden, kleinen und mittleren Unternehmen, des Einzelhandels und von Finanzabteilungen von Kapitalgesellschaften. In weiterer Folge wurde mit dem Ziel, die Erwartungen und Anforderungen dieser Gruppen bestmöglich im SEPA-Projekt zu berücksichtigen, ein Dialog mit dem Bankensektor initiiert. Die EZB würdigte die Leistungen des EPC hinsichtlich der Definition von Standards und Regeln für den Einsatz von Zahlungskarten, Überweisungen und Lastschriften mit einheitlichen europäischen Zahlungsinstrumenten, betonte jedoch gleichzeitig, dass die Überwindung nationaler Hemmnisse und die Erfüllung verschiedener Endnutzeranforderungen noch großer Anstrengungen bedürfen. Im Hinblick auf die Migration nationaler Zahlungsinstrumente auf SEPA-Lösungen ab dem Jahr 2008 rief die EZB einen Dialog auf höchster Ebene zwischen NZBen des Eurosystems und Großbanken im Euroraum ins Leben, um die Erfüllung des SEPA-Projekts und die erforderlichen Investitionen sicherzustellen.

Die EZB unterzog die von Kartenzahlungssystemen im Eurogebiet erhobenen Verrechnunggebühren einer rechtlichen und wirtschaftlichen Analyse. Darüber hinaus wurde in enger Zusammenarbeit mit den NZBen eine Untersuchung von mehr als 100 verschiedenen elektronischen Zahlungsverkehrssystemen in der EU durchgeführt, in deren Rahmen Informationen über innovative elektronische Zahlungsmöglichkeiten zusammengetragen wurden. Die Ergebnisse dieser Untersuchung werden 2006 vorliegen.

Auf dem Gebiet der Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme befinden sich die Anbieter verschiedener Integrationslösungen im Wettbewerb zueinander. Das Eurosystem steht diesen Lösungen neutral gegenüber, tritt aber dezidiert für eine weitere Integration ein. Vor diesem Hintergrund fanden halbjährliche Sitzungen mit der Kontaktgruppe für Euro-Wertpapierinfrastrukturen (Contact Group on Euro Securities Infrastructures – COGESI) statt, einem Diskussionsforum zur Integration der Wertpapierabwicklungssysteme im Eurogebiet für Vertreter der Bankenindustrie und der Betreiber von Wertpapierabwicklungssystemen. Auch mit Vertretern der betreffenden Branchen wurden Treffen abgehalten. Zusätzlich dazu war die EZB in der Sachverständigengruppe für Clearing und Abrechnung (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group) und in der Sachverständigengruppe Rechtssicherheit (Legal Certainty Group) vertreten, die im Jahr 2004 bzw. 2005 von der Europäischen Kommission eingesetzt wurden. Die Aufgabe dieser Gremien besteht darin, den Abbau der von der Giovannini-Gruppe ermittelten 15 Integrationshemmnisse im Zusammenhang mit technischen Einrichtungen, Marktusancen, steuerlichen Regelungen und rechtlichen Fragen voranzutreiben.

Das European Master Agreement (EMA) schließlich ist eine Initiative zur Ermöglichung grenzüberschreitender Finanzgeschäfte auf der Basis eines rechtlichen Rahmenvertrags. Dabei handelt es sich um eine mehrsprachige, in mehreren Rechtssystemen gültige und produktübergreifende Vereinbarung über – insbesondere – Repo-, Devisen-, Derivat- und Wertpapierleihgeschäfte. Die EZB, die an dem Entwurf des EMA mitgearbeitet hatte, setzt diese Rahmenvereinbarung auf europäischer Ebene seit 2001 für alle Geschäfte im Zusammenhang mit der Verwaltung der Währungsreserven und für die Pensionsgeschäfte im Zuge der Eigenmittelverwaltung ein. Seit Juni 2005 bildet das EMA auch die Grundlage für die Derivatgeschäfte der EZB in 15 europäischen Ländern.

BERATUNG ZUM REGULATORISCHEN UND LEGISLATIVEN RAHMEN FÜR DAS FINANZSYSTEM

Das Eurosystem beteiligte sich an Konsultationsverfahren der Europäischen Kommission zu folgenden Themen: Grünbuch zu den Prioritäten der Finanzdienstleistungspolitik in den nächsten fünf Jahren (siehe Abschnitt 2.1 dieses Kapitels), Ausbau des EU-Rahmens für Investmentfonds (siehe Abschnitt 2.3 dieses Kapitels), Hypothekarkredite in der EU und Wertpapierverrechnungs- und -abwicklungssysteme. Des Weiteren war die EZB in die Arbeit der Europäischen Kommission an einem neuen Rechtsrahmen für Zahlungen involviert, der durch den Abbau technischer und rechtlicher Schranken die Effizienz und Sicherheit des Zahlungsverkehrs steigern und den Konsumentenschutz verbessern soll.

Im März 2005 verabschiedete die EZB eine Stellungnahme zu einem geplanten Beschluss des Rates zur Unterzeichnung des Haager Übereinkommens über Wertpapiere, die von Intermediären verwahrt werden. Die EZB merkte an, dass das Übereinkommen einen möglichen Ansatz, den Ort der Depotkontenführung für kollisionsrechtliche Zwecke zu bestimmen, bietet. Allerdings würde die EZB eine umfassende Folgenabschätzung dieser Bestimmungen für die EU begrüßen, die allerdings die Initiativen der Europäischen Kommission im Bereich Clearing und Abwicklung und die Notwendigkeit einer umfassenden rechtlichen Reform und Harmonisierung der buchmäßigen Wertpapierverwaltung nicht infrage stellen dürfte. Die EZB brachte sich außerdem in die Arbeit des International Institute for the Unification of Private Law (UNIDROIT) am Entwurf eines internationalen Übereinkommens über harmonisierte Rechtsvorschriften für von Intermediären verwahrte Wertpapiere ein.

BEREITSTELLUNG VON ZENTRALBANKDIENSTLEISTUNGEN ZUR FÖRDERUNG DER FINANZMARKTINTEGRATION

Die Aufbauarbeit für TARGET2, die neue Generation des TARGET-Systems, wurde 2005 fortgesetzt (siehe Kapitel 2 Abschnitt 2.2). Außerdem initiierte das Eurosystem die schritt-

weise Einführung des einheitlichen Sicherheitsverzeichnisses des Eurosystems (siehe Kapitel 2 Abschnitt 1). Auf globaler Ebene beteiligte sich die EZB an der Analyse der grenzüberschreitenden Verwendung von Sicherheiten durch eine vom G-10-Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) eingesetzte Arbeitsgruppe.

4 ÜBERWACHUNG DER MARKTINFRASTRUKTUR

Die Überwachung der Zahlungs- und Clearingsysteme zählt zu den gesetzlichen Aufgaben des Eurosystems und soll die effiziente und sichere Zahlungsverkehrsabwicklung in der Volkswirtschaft sicherstellen. Darüber hinaus hat das Eurosystem ein grundsätzliches Interesse an Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen, da Probleme beim Transfer und bei der Verwahrung von Sicherheiten die Durchführung der Geldpolitik und das reibungslose Funktionieren von Zahlungssystemen gefährden können. In zwei Berichten, die im Mai 2005 vom Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme (Committee on Payment and Settlement Systems – CPSS) veröffentlicht wurden, lieferte die EZB einen Beitrag zur internationalen Diskussion zum Thema Zahlungsverkehrsüberwachung.¹⁰

4.1 ÜBERWACHUNG DER EURO-GROSSBETRAGS-ZAHLUNGSSYSTEME UND -INFRASTRUKTUR

Das Überwachungsmandat des Eurosystems erstreckt sich auf sämtliche Euro-Zahlungssysteme – auch auf diejenigen, die es selbst betreibt. Für die eigenen Systeme wendet das Eurosystem dieselben Mindestaufsichtsstandards an wie für die vom Privatsektor betriebenen Zahlungssysteme. Diese Standards sind in den 2001 vom EZB-Rat verabschiedeten „Grundprinzipien für Zahlungsverkehrssysteme, die für die Stabilität des Finanzsystems bedeutsam sind“ festgelegt.

TARGET

Der Überwachungsrahmen für das derzeitige TARGET-System wurde zur Gänze umgesetzt und auch das allgemeine Organisationskonzept zur Überwachung des künftigen TARGET2-Systems ist bereits erstellt. Der EZB wird die diesbezüglichen Überwachungsaktivitäten der an TARGET2 angeschlossenen Notenbanken in leitender Funktion koordinieren, während die NZBen die Hauptverantwortung für die Überwachung der lokalen Systemkomponenten tragen (sofern diese ausschließlich für die nationale Systemumgebung relevant sind) und an

den zentralen Überwachungsaktivitäten teilnehmen. Die Entwicklung von TARGET2 wird von den TARGET-Überwachungsinstanzen verfolgt; wie jedes andere Euro-Großbetragszahlungssystem im Euroraum wird auch TARGET2 den Überwachungsstandards des Eurosystems entsprechen müssen. Derzeit wird TARGET2 im Entwurfsstadium einer umfassenden vorläufigen überwachungstechnischen Prüfung unterzogen.

Im Hinblick auf die geplante Anbindung des Euro-RTGS-Systems SORBNET-EURO der Narodowy Bank Polski an TARGET (über das RTGS-System BI-REL der Banca d'Italia) führten die TARGET-Überwachungsinstanzen Anfang 2005 eine überwachungstechnische Prüfung von SORBNET-EURO durch. Im Rahmen der WWU-Erweiterung ist auch mit einem Ausbau des derzeitigen TARGET-Systems zu rechnen. Jene RTGS-Systeme, deren Anbindung an das derzeitige TARGET-System geplant ist, sowie sämtliche sonstigen systemrelevanten Infrastrukturen für den Euro-Zahlungsverkehr in den betroffenen Mitgliedstaaten werden einer Prüfung im Sinne der gemeinsamen Überwachungs politik des Eurosystems unterzogen werden.

EURO I

Im Hinblick auf das Großbetragsnettoabwicklungssystem für Euro-Zahlungen EURO1 (Eigentümer und Betreiber: EBA Clearing Company) konzentrierte sich die Überwachung im Berichtsjahr auf die solide Rechtsgrundlage des Systems. Zur Vorbereitung von EURO1 auf den Beitritt von Banken aus den neuen EU-Mitgliedstaaten hat der Systembetreiber Rechtsgutachten zu den betreffenden Rechtsordnungen eingeholt, um zu überprüfen, ob EURO1 auch nach dem Beitritt dieser Banken dem Grundprinzip I („solide Rechtsgrundlage“) entsprechen würde. Diese Rechtsgutachten wurden von der EZB in ihrer Funktion als für EURO1 zuständiges Überwachungsorgan überprüft. Dabei wurden einige allgemeine Mängel

¹⁰ Siehe BIZ, Central bank oversight of payment and settlement systems und BIZ, New developments in large-value payment systems.

in den Rechtsvorschriften der betreffenden Länder festgestellt, die sich auch auf die Stabilität anderer Zahlungssysteme in diesen Ländern auswirken könnten. In enger Zusammenarbeit mit den entsprechenden NZBen hat die EZB diese Punkte weiter verfolgt.

CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT

Dank der vom Abwicklungssystem Continuous Linked Settlement (CLS) unterstützten Zugum-Zug-Abwicklung von Devisentransaktionen in 15 Währungen wird das Erfüllungsrisiko im Devisenhandel größtenteils ausgeschaltet.

Im Dezember 2005 wurden über CLS im Tageschnitt 194 000 Transaktionen im Wert von durchschnittlich 2,6 Mrd USD abgewickelt.¹¹ Nach dem US-Dollar ist der Euro die wichtigste Währung im CLS; im Dezember 2005 wurden über CLS täglich Euro-Transaktionen in Höhe von durchschnittlich 429 Mrd € abgewickelt, was wertmäßig 20 % des gesamten Abwicklungsvolumens entspricht (auf Transaktionen in US-Dollar entfielen 47 %). Der Anteil des Euro ging gegenüber Dezember 2004 leicht zurück, was auf die höhere Anzahl der über das System abgewickelten Währungen zurückzuführen ist.

Im Jahr 2006 wird die BIZ unter Mitwirkung der wichtigsten Devisenmarktteilnehmer eine Studie über deren Methoden zur Verminderung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel erstellen. Die Ergebnisse dieser Studie werden als Grundlage zur Bewertung der Strategie der G 10 zur Reduzierung des Erfüllungsrisikos im Devisenhandel (in der von der BIZ 1996 im Bericht „Settlement risk in foreign exchange transactions“ festgelegten Definition) aus Zentralbanksicht dienen. Im Rahmen dieser Bewertung sollen die seit 1996 getroffenen Maßnahmen auf ihre Wirksamkeit überprüft und ein eventueller Bedarf an regulatorischen Maßnahmen, die das Erfüllungsrisiko auf einem akzeptablen Niveau halten sollen, bestimmt werden.

SWIFT

Die Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) ist eine genossenschaftliche GmbH, die über 7 500 Finanzin-

stituten sichere Nachrichtendienstleistungen anbietet.

Im Berichtsjahr haben die Notenbanken, die gemeinsam für die Überwachung von SWIFT zuständig sind, das praktische Überwachungsregelwerk weiter gestärkt. Die beiden Grundprinzipien des ursprünglichen Überwachungsrahmens von SWIFT – das Prinzip der kooperativen Überwachung mit der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique als hauptverantwortlicher Aufsichtsinstanz und das Prinzip, Veränderungen mittels moralischer Appelle herbeizuführen – bleiben weiterhin gültig. Im Rahmen dieses Überwachungsregelwerks trafen die EZB und die belgische Notenbank im Februar 2005 eine formelle Einigung über ihre Zusammenarbeit bei der Überwachung von SWIFT.

AUFRECHTERHALTUNG DES GESCHÄFTSBETRIEBS

Am 10. Mai 2005 veröffentlichte die EZB im Rahmen eines öffentlichen Konsultationsverfahrens ein Thesenpapier mit dem Titel „Payment systems business continuity“. Das Thesenpapier enthält Umsetzungsleitlinien im Hinblick auf die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs für systemrelevante Zahlungsverkehrssysteme auf der Basis von Grundprinzip VII und konzentriert sich auf Kernelemente der Geschäftskontinuität wie Strategie, Planung, Krisenmanagement und die Durchführung von Tests. Die erhaltenen Kommentare werden in der für 2006 geplanten Endfassung des Thesensapiers berücksichtigt werden. Diese Endfassung soll bei der Planung und Anwendung von Maßnahmen zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs von systemrelevanten Zahlungssystemen und bei Überwachungstechnischen Prüfungen durch das Eurosystem Anwendung finden.

¹¹ Jedes Devisengeschäft umfasst zwei Transaktionen (je eine Transaktion pro beteiligter Währung). So wurden im Dezember 2005 im Tagesdurchschnitt Geschäfte im Gesamtwert von 1,3 Mrd USD (ca. 1,1 Mrd €) über CLS abgewickelt.

4.2 MASSENZAHLUNGSVERKEHR

ÜBERWACHUNG VON MASSENZAHLUNGSSYSTEMEN

In den Jahren 2004 und 2005 hat das Eurosystem die 15 Euro-Massenzahlungssysteme, die auf Basis der vom EZB-Rat im Jahr 2003 verabschiedeten „Standards für die Überwachung von Euro-Massenzahlungssystemen“ als systemrelevant oder besonders bedeutsam eingestuft wurden, auf Übereinstimmung mit den geltenden Grundprinzipien überprüft. Dabei wurde festgestellt, dass zwei systemrelevante Systeme und ein besonders bedeutsames System sämtlichen Grundprinzipien entsprechen, während die übrigen Systeme Mängel im Hinblick auf ein bzw. mehrere Grundprinzipien aufwiesen. Die Überprüfung gibt allerdings den Stand von Ende Juni 2004 wieder; an der Behebung der – unterschiedlich gravierenden – Mängel wird bereits gearbeitet.¹²

4.3 WERTPAPIERCLEARING- UND -ABWICKLUNGSSYSTEME

Das Eurosystem hat ein besonderes Interesse am reibungslosen Funktionieren von Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen und an deren Überwachung. Zum einen beurteilt es, ob Wertpapierabwicklungssysteme im Euroraum – sowie Verbindungen zwischen diesen Systemen – den so genannten Anwenderstandards des Eurosystems¹³ („Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations“) entsprechen. Zum anderen arbeitet das Eurosystem mit den Stellen zusammen, die auf EU-Ebene für die Regulierung und Überwachung von Wertpapierclearing- und -abwicklungssystemen zuständig sind.

BEURTEILUNG VON WERTPAPIERABWICKLUNGSSYSTEMEN ANHAND VON ANWENDERSTANDARDS

Im Zusammenhang mit seiner regelmäßigen Beurteilung von Wertpapierabwicklungssystemen gab das Eurosystem im Jahr 2004 die Empfehlung ab, neue Rahmenbedingungen für die Emission und Verwahrung von sowie die Abwicklung von Geschäften mit internationalen Schuldverschreibungen zu schaffen. Auf



internationale Schuldverschreibungen, die gemeinsam von den beiden internationalen Zentralverwahrern Euroclear Bank (Belgien) und Clearstream Banking Luxembourg begeben werden, entfällt ein wesentlicher Anteil der für Kreditgeschäfte des Eurosystems zugelassenen Wertpapiere. Im Jahr 2005 begannen die beiden internationalen Zentralverwahrer in Zusammenarbeit mit anderen Marktteilnehmern mit den Vorarbeiten für die Ausstellung neuartiger Inhaber-Globalurkunden (New Global Note – NGN) für Wertpapiere. Nach den NGN-Bestimmungen gelten im Rechtsfall die Eintragungen in das von den internationalen Zentralverwahrern geführte Emittentenregister. Weitere Informationen über die NGN-Rahmenbedingungen sind z. B. auf den Websites der internationalen Zentralverwahrer abrufbar. Die neuen Rahmenbedingungen sollen ab dem 30. Juni 2006 gelten.

KOOPERATION MIT DEM AUSSCHUSS DER EUROPÄISCHEN WERTPAPIERREGULIERUNGSBEHÖRDEN

Im Jahr 2001 genehmigte der EZB-Rat eine Rahmenvereinbarung für die Zusammenarbeit

¹² Siehe EZB, Assessment of euro area retail payment systems against the applicable Core Principles, August 2005.

¹³ Da es in der EU keine harmonisierten Aufsichtsstandards gibt, werden die Anwenderstandards des Eurosystems de facto als gemeinsame Standards für EU-Wertpapierabwicklungssysteme angesehen und daher auch in diesem Kapitel behandelt. Die Anwenderstandards stellen jedoch keine vollständige Sammlung von Standards für die Aufsicht oder Überwachung von Wertpapierabwicklungssystemen dar.

im Bereich der Wertpapierclearing- und -abwicklungssysteme zwischen dem ESZB und dem Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR). Es wurde eine Arbeitsgruppe eingesetzt, in der sämtliche ESZB-Zentralbanken und CESR-Wertpapierregulierungsbehörden durch jeweils eine Person vertreten sind. Auf Grundlage der von der Internationalen Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) und dem Ausschuss für Zahlungsverkehrs- und Abrechnungssysteme der Zentralbanken der G-10-Länder (CPSS) verabschiedeten Empfehlungen für Wertpapierabwicklungssysteme („CPSS/IOSCO-Empfehlungen“) erstellte die Arbeitsgruppe einen Konsultationsbericht mit dem Titel „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“¹⁴, der im Oktober 2004 von EZB-Rat und CESR zur Veröffentlichung im Rahmen eines öffentlichen Konsultationsverfahrens freigegeben wurde. In diesem Konsultationsbericht sind 19 Standards¹⁵ angeführt, die darauf abzielen, die Sicherheit, Stabilität und Effizienz von Wertpapierclearing und -abwicklung in der Europäischen Union zu verbessern. Gegenüber den CPSS/IOSCO-Empfehlungen stellen die ESZB/CESR-Standards angesichts der besonderen Gegebenheiten der europäischen Märkte auf eine Vertiefung und Stärkung der Anforderungen in einigen Bereichen ab. Das übergeordnete Ziel der ESZB/CESR-Standards besteht darin, die Sicherheit und Effizienz der Marktinfrastruktur zu fördern und somit die Integration und Wettbewerbsfähigkeit der Kapitalmärkte in der EU zu erhöhen. Die diesbezüglichen Tätigkeiten der Europäischen Kommission wurden dabei berücksichtigt.

Seit Oktober 2004 befasst sich die Arbeitsgruppe mit den folgenden vier Themen: a) Entwicklung einer Beurteilungsmethodik für die Standards für Wertpapierabwicklungssysteme, b) Entwicklung von Standards und einer Bewertungsmethodik für zentrale Kontrahenten, c) Analyse von Themen, die Depotbanken betreffen, und d) Analyse von Fragen der Zusam-

menarbeit zwischen Regulierungs-, Aufsichts- und Überwachungsbehörden.

Die Vorgehensweise der ESZB/CESR-Arbeitsgruppe ist geprägt von Offenheit und Transparenz. Im Berichtsjahr traf die Arbeitsgruppe häufig mit Vertretern des Bankgewerbes sowie der Wertpapierclearings- und -abwicklungsgesellschaften zusammen, um Fachthemen zu erörtern und das gegenseitige Verständnis für die Usancen der jeweiligen Branche und für die Anliegen der zuständigen Behörden hinsichtlich des bestehenden Risikos zu vertiefen. Darüber hinaus wurde die Zusammenarbeit zwischen Zentralbanken und Wertpapierregulierungsbehörden einerseits und den Bankenaufsichtsbehörden andererseits verstärkt.

14 Abrufbar auf der Website der EZB.

15 Abrufbar auf der Website der EZB.

Künstlerin

Maria Hedlund

Titel

Loosing Ground, 2003

Material

4 C-Prints auf Aluminium

Format

jeweils 85 x 76 cm

© EZB, Künstlerin



KAPITEL 4

EUROPÄISCHE UND INTERNATIONALE BEZIEHUNGEN

I EUROPÄISCHE THEMEN

Auch im Berichtsjahr pflegte die EZB regelmäßige Kontakte zu den Organen und Einrichtungen der EU. So nahm der Präsident der EZB an Sitzungen des ECOFIN-Rats teil, wenn dieser Angelegenheiten im Zusammenhang mit den Aufgaben und Zielsetzungen des ESZB erörterte. Der Vorsitzende der Eurogruppe und ein Mitglied der Europäischen Kommission nahmen an Sitzungen des EZB-Rats teil, wenn sie dies für angemessen hielten. Im Gegenzug nahmen auch der Präsident und der Vizepräsident der EZB an Sitzungen der Eurogruppe teil, die weiterhin als besonders wichtiges Forum für einen offenen und informellen politischen Dialog zwischen der EZB, den Finanzministern des Eurosystems und der Kommission fungiert.

I.1 POLITISCHE THEMEN

DER STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKT

Im Jahr 2005 war in zwölf EU-Mitgliedstaaten ein übermäßiges Defizit festzustellen (siehe auch Kapitel 1 Abschnitt 2.5). Im Euro-Währungsgebiet wurden gegen Deutschland, Griechenland, Frankreich, Italien und Portugal Verfahren wegen übermäßiger Defizite eingeleitet bzw. fortgesetzt; das Verfahren gegen die Niederlande wurde hingegen eingestellt. Im Januar 2005 beschloss der ECOFIN-Rat auf Basis von Analyseergebnissen der Europäischen Kommission, dass zu diesem Zeitpunkt keine zusätzlichen Maßnahmen gegen Deutschland und Frankreich notwendig seien. Griechenland setzte der ECOFIN-Rat im Februar 2005 mit der Maßgabe in Verzug, sein übermäßiges Defizit baldmöglichst, spätestens allerdings im Jahr 2006, zu bereinigen. Italien wurde im Juli 2005 vom ECOFIN-Rat aufgefordert, sein übermäßiges Defizit bis spätestens 2007 zu korrigieren, wobei diese lange Frist aufgrund besonderer Umstände gewährt wurde. Auch Portugal wurde vom ECOFIN-Rat im September 2005 aufgrund besonderer Umstände eine Frist bis (spätestens) 2008 eingeräumt, um sein übermäßiges Defizit zu beseitigen. Im Vereinigten Königreich wurde im Januar 2006 ebenfalls ein übermäßiges Defizit festgestellt, das laut Aufforderung des

ECOFIN-Rats so rasch wie möglich, spätestens aber bis zum Haushaltsjahr 2006/07, zu korrigieren ist. Von den neuen EU-Mitgliedstaaten waren die folgenden Länder von Verfahren wegen übermäßiger Defizite betroffen: die Tschechische Republik, Zypern, Ungarn, Malta, Polen und die Slowakei. In Ungarn verschlechterte sich die Haushaltslage im Jahresverlauf 2005 rasant. Entsprechend stellte der ECOFIN-Rat am 8. November fest, dass Ungarns Maßnahmen zur Budgetkonsolidierung unzureichend seien. Weitere Schritte im Rahmen der laufenden Verfahren wegen übermäßiger Defizite hängen von den Haushaltsergebnissen der Mitgliedstaaten für das Jahr 2005 ab und davon, inwieweit mit den nationalen Konsolidierungsplänen und -maßnahmen die Verpflichtungserklärungen für 2006 und die Folgejahre tatsächlich umgesetzt werden.

Im Jahr 2005 wurden die im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) festgesetzten Verfahrensregeln abgeändert. Nachdem seit Mitte des Jahres 2004 technische Einzelheiten diskutiert worden waren, gelangte der ECOFIN-Rat am 20. März 2005 zu einer politischen Einigung und unterbreitete dem Europäischen Rat eine Vorlage zur „Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“. Nach der Billigung dieser Vorlage durch den Europäischen Rat schloss der ECOFIN-Rat seine formale Prüfung des Pakts ab, und die den SWP betreffenden Ratsverordnungen wurden entsprechend abgeändert.¹ Im Oktober 2005 wurde der Verhaltenskodex (Code of Conduct), der verfahrenstechnische Angaben und Leitlinien zur Umsetzung des Pakts enthält, vom ECOFIN-Rat in einer überarbeiteten Version gebilligt. Die Europäische Kommission und die verantwortlichen EU-Gremien arbeiteten weiter an verfahrenstechnischen und methodischen

¹ Am 27. Juni 2005 wurden zwei neue Ratsverordnungen erlassen: Verordnung (EG) Nr. 1055/2005 des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1466/97 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken sowie Verordnung (EG) Nr. 1056/2005 des Rates zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1467/97 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit.

Fragestellungen im Zusammenhang mit dem reformierten SWP.

Neu im Rahmen der Präventivmaßnahmen sind länderspezifische mittelfristige Budgetziele mit einem konjunkturabhängigen Konsolidierungspfad (d. h. die Verpflichtung zu verstärkter Konsolidierung bei guter Konjunkturlage). Auch bei den Korrekturmaßnahmen gab es Änderungen: Als „schwerwiegender Wirtschaftsabschwung“, der ein Land vor einem Verfahren bei einem übermäßigen Defizit bewahrt, gilt nun eine negative jährliche Wachstumsrate des realen BIP oder eine über einen längeren Zeitraum unter dem Potenzialwachstum liegende Wachstumsrate mit kumulativen Produktionsverlusten. Bleibt das Defizit in der Nähe des Referenzwertes von 3 % des BIP und überschreitet diesen nur vorübergehend, können nunmehr sonstige einschlägige Faktoren dafür ausschlaggebend sein, ob ein Defizit als übermäßig eingestuft wird und ob eine längere Frist für die Defizitkorrektur eingeräumt wird. Was den Konsolidierungspfad zur Beseitigung eines übermäßigen Defizits betrifft, gilt nun als Mindestvorgabe für die jährliche Verbesserung des konjunkturbereinigten Haushaltssaldos ein Wert von 0,5 % des BIP ohne Anrechnung einmaliger und befristeter Maßnahmen. Fristverlängerungen sind insofern möglich, als der ECOFIN-Rat bei einer starken Belastung der öffentlichen Finanzen durch unerwartete nachteilige wirtschaftliche Ereignisse seine Empfehlungen oder die Inverzugesetzung neu aussprechen kann, vorausgesetzt der betroffene Mitgliedstaat hat bereits wirksame Gegenmaßnahmen ergriffen. Auch einige Verfahrensfristen wurden verlängert. Im Governance-Bereich fordert der reformierte Stabilitäts- und Wachstumspakt zu engerer Zusammenarbeit zwischen den Mitgliedstaaten, der Europäischen Kommission und dem EU-Rat sowie zur Verstärkung der gegenseitigen Unterstützung und des gegenseitigen Drucks auf. Ferner verlangt er die Schaffung einzelstaatlicher haushaltspolitischer Vorschriften, die Kontinuität der Haushaltsziele bei einem Regierungswechsel und eine stärkere Einbeziehung der nationalen Parlamente in den übergeordneten finanzpoliti-

schen Rahmen Europas. Zu guter Letzt betont der neue SWP, dass die Umsetzung des fiskalpolitischen Rahmenwerks und dessen Glaubwürdigkeit in hohem Maß auf realistische gesamtwirtschaftliche Prognosen und verlässliche Haushaltsstatistiken angewiesen ist (siehe auch Kapitel 2 Abschnitt 4.3).

Die EZB zählt nicht zu den Vertragsparteien des Stabilitäts- und Wachstumspakts und spielt auch keine formale Rolle bei der Festlegung und Umsetzung der darin vorgesehenen Verfahren. Dennoch brachte sie sich in die Reformdebatte ein und betonte immer wieder die Notwendigkeit eines soliden, auf Budgetdisziplin ausgerichteten finanzpolitischen Regelwerks in der WWU. Die EZB vertrat dabei die Meinung, dass der Pakt in seiner ursprünglichen Form angemessen gewesen sei und dass eine Änderung der Rechtsgrundlage im Bereich der Korrekturmaßnahmen unklug sei. Im Präventivbereich gäbe es aber durchaus Verbesserungsmöglichkeiten. Im März 2005 veröffentlichte der EZB-Rat eine Erklärung zur Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Im Juni folgten Stellungnahmen zu den Vorschlägen der Kommission zur Änderung der Ratsverordnungen (siehe Kasten 12).

Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts bietet die Gelegenheit, sich erneut zu einem soliden Finanzgebaren zu verpflichten und dabei sowohl kürzer- als auch längerfristige Haushaltsprobleme anzugehen. Es ist jedoch unerlässlich, dass die EU-Mitgliedstaaten, die Europäische Kommission und der Rat der Europäischen Union die überarbeiteten Regelungen strikt und konsequent im Sinne einer soliden Fiskalpolitik umsetzen.

ÖFFENTLICHE STELLUNGNAHMEN DER EZB ZUR REFORM DES STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKTS**Erklärung des EZB-Rats vom 21. März 2005**

„Der EZB-Rat ist ernsthaft besorgt über die Vorschläge zur Änderung des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Es muss vermieden werden, dass Änderungen bei den Korrektivmaßnahmen das Vertrauen in den finanzpolitischen Rahmen der Europäischen Union und in tragfähige öffentliche Finanzen in den dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Mitgliedstaaten erschüttern. Hinsichtlich der Präventivmaßnahmen des Pakts nimmt der EZB-Rat auch zur Kenntnis, dass einige Änderungen vorgeschlagen wurden, die mit einer potenziellen Stärkung des Pakts in Einklang stehen. Eine solide Finanzpolitik und eine stabilitätsorientierte Geldpolitik sind für den Erfolg der Wirtschafts- und Währungsunion von grundlegender Bedeutung. Sie sind Voraussetzung für gesamtwirtschaftliche Stabilität, Wachstum und Zusammenhalt im Euro-Währungsgebiet. Es ist unerlässlich, dass die Mitgliedstaaten, die Europäische Kommission und der Rat der Europäischen Union die überarbeiteten Regelungen strikt und konsequent so umsetzen, dass sie einer umsichtigen Finanzpolitik dienlich sind. Mehr denn je ist es in der gegenwärtigen Situation entscheidend, dass alle Beteiligten ihrer jeweiligen Verantwortung nachkommen. Die Öffentlichkeit und die Märkte können sich darauf verlassen, dass der EZB-Rat unbeirrt an seiner Verpflichtung zur Gewährleistung der Preisstabilität festhält.“

Auszug aus den Stellungnahmen der EZB vom 3. Juni 2005 zu den geänderten Ratsverordnungen

„Eine solide Finanzpolitik ist für den Erfolg der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) von grundlegender Bedeutung. Sie ist Voraussetzung für gesamtwirtschaftliche Stabilität, Wachstum und Zusammenhalt im Euro-Währungsgebiet. Der im Vertrag sowie im Stabilitäts- und Wachstumspakt niedergelegte finanzpolitische Rahmen ist ein Eckpfeiler der WWU und somit von entscheidender Bedeutung, um die Erwartungen hinsichtlich finanzpolitischer Disziplin zu verankern. Dieser an Regeln gebundene finanzpolitische Rahmen, der die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen unter gleichzeitiger Glättung wirtschaftlicher Schwankungen durch das Wirken automatischer Stabilisatoren sicherstellen soll, muss klar, einfach und durchsetzbar bleiben. Die Einhaltung dieser Grundsätze fördert zudem die Transparenz und Gleichbehandlung bei der Umsetzung des finanzpolitischen Rahmens.“

DIE LISSABON-STRATEGIE

Die Lissabon-Strategie – das umfassende wirtschafts-, sozial- und umweltpolitische Reformprogramm der Europäischen Union – wurde nach fünf Jahren einer Halbzeitüberprüfung durch den Europäischen Rat unterzogen, welche im März 2005 abgeschlossen wurde. Bis zum Jahr 2010 sollte die Lissabon-Strategie die EU nicht nur in die „dynamischste und wettbewerbsfähigste wissensbasierte Wirtschaft der Welt“ verwandeln, sondern auch nachhaltiges

Wirtschaftswachstum, mehr und bessere Arbeitsplätze sowie größeren sozialen Zusammenhalt ermöglichen. Da diese ambitionierte Zielvorgabe in den ersten fünf Jahren nur mäßige Umsetzungsergebnisse hervorbrachte, beschloss der Europäische Rat bei seinem Treffen im Frühjahr 2005, präzisere Schwerpunkte für die Implementierung der Lissabon-Strategie zu setzen – vor allem in Hinblick auf Wachstum und Beschäftigung. Darüber hinaus wurde zur

Beschleunigung des Reformtempos ein neues Umsetzungskonzept beschlossen.

Inhaltlich wurde an der Strategie zwar wenig geändert, allerdings identifizierten die Staats- und Regierungschefs der EU-Mitgliedstaaten und der Präsident der Europäischen Kommission – unter Beibehaltung der ursprünglichen wirtschafts-, sozial- und umweltpolitischen Agenden – vier vorrangige politische Reformziele: die Förderung von Wissen und Innovation, die Schaffung attraktiver Investitions- und Arbeitsbedingungen in der EU, die Förderung von Wachstum und Beschäftigung im Dienste des sozialen Zusammenhalts und die Förderung einer nachhaltigen Entwicklung.

Da die größte Schwäche der Lissabon-Strategie bislang die unzureichende Verwirklichung von Strukturreformen war, richtet der Europäische Rat nunmehr verstärktes Augenmerk auf ein verbessertes Umsetzungskonzept. Entsprechend wurde das Regel- und Verfahrenswerk für die Ausformulierung und Umsetzung der Strategie mit dem Ziel modifiziert, politische Koordinationsprozesse zwischen getrennten Politikbereichen sowie zwischen der EU und den einzelnen Mitgliedstaaten nach und nach effizienter zu gestalten. Ferner soll mit diesem neuen Konzept die Konsistenz der nationalen Programme, der Berichterstattung und der Bewertung erhöht werden.

Auf der praktischen Ebene bedeutet dies, dass die Grundzüge der Wirtschaftspolitik und die beschäftigungspolitischen Leitlinien künftig in einem Gesamtpaket – den integrierten Leitlinien für Wachstum und Beschäftigung – zusammengefasst werden. Das erste Paket, das grundsätzlich für den Zeitraum 2005–2008 Gültigkeit hat, wurde im Juni 2005 verabschiedet. Im Herbst desselben Jahres beschlossen die EU-Mitgliedstaaten nationale Reformprogramme auf Basis dieser integrierten Leitlinien und bestellten jeweils einen „Lissabon-Koordinator“, bei dem auf nationaler Ebene alle Fäden zusammenlaufen. Die nationalen Reformprogramme beinhalten eine detaillierte Aufschlüsselung der Reformschritte, die in den einzelnen Mit-

gliedstaaten nach Maßgabe ihrer individuellen Erfordernisse und Ausgangssituation bis 2008 geplant sind. Darüber hinaus beschäftigen sich die nationalen Programme mit der Umsetzung der Reformen und fassen unter anderem die früheren nationalen Berichte zur Beschäftigungslage und die Berichte über die Strukturreformen an den Güter- und Kapitalmärkten (Cardiff-Berichte) in einem Dokument zusammen. Zusätzlich zu diesen einzelstaatlichen Programmen legte die Europäische Kommission im Juli 2005 ein Lissabon-Programm der Gemeinschaft vor, das alle bis 2008 auf Gemeinschaftsebene zu treffenden diesbezüglichen Maßnahmen umfasst. Die Reformerfolge sollen in Form eines jährlichen Fortschrittsberichts durch die Europäische Kommission auf integrierter Basis bewertet werden. Der erste Fortschrittsbericht dieser Art wurde von der Kommission im Januar 2006 verabschiedet. In ihrem Bericht begrüßte die Kommission die nationalen Reformprogramme und rief zu deren rigorosen Umsetzung auf.

Im Zentrum des neuen Umsetzungskonzepts für die Lissabon-Strategie steht die verstärkte Betonung der einzelstaatlichen Verantwortung bei der Reformverwirklichung. Dies wird für die Realisierung der Strategie als entscheidend betrachtet, da die Ausgestaltung der Strukturreformen und mehr noch deren Durchführung größtenteils Hoheitsrecht der Mitgliedstaaten sind. Daher müssen sich die Mitgliedstaaten uneingeschränkt zu den politischen Maßnahmen bekennen, die sie auf nationaler Ebene sowie auf EU-Ebene beschließen, und – wie dies auch bei der Erstellung der nationalen Reformprogramme der Fall war – die relevanten Institutionen, die an der Gestaltung und Umsetzung dieser Maßnahmen auf nationaler Ebene mitwirken, hierzu anhören (z. B. die nationalen Parlamente und die Sozialpartner). Diese verstärkte Mobilisierung nationaler Reformkräfte sollte zur Verbesserung der Umsetzungsergebnisse in den Mitgliedstaaten beitragen.

Die EZB misst der Umsetzung der Lissabon-Strategie große Bedeutung bei und trägt durch ihre stabilitätsorientierte Geldpolitik zu deren

Erfolg bei. Die EZB hat stets die positive Wirkung von Strukturreformen hervorgehoben und begrüßt die diesbezüglichen Bemühungen der Regierungen und Sozialpartner. Wenn die Mitgliedstaaten die Lissabon-Agenda mit hohem Engagement umsetzen, können sie einen nachhaltigen Reformprozess in Gang setzen. Gut ausgestaltete Strukturreformen an den Waren-, Dienstleistungs-, Arbeits- und Kapitalmärkten, wie sie im Rahmen der Lissabon-Strategie vorgesehen sind, steigern die Flexibilität der Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets, stärken ihre Widerstandskraft gegenüber wirtschaftlichen Schocks und führen letztlich zu einer höheren und nachhaltigen langfristigen Wachstumsrate sowie einem höheren Beschäftigungsstand. Die Halbzeitüberprüfung war ein wichtiger Schritt zur Wiederbelebung der Lissabon-Strategie. Angesichts der bislang gemischten Umsetzungsergebnisse sind verstärkte Bemühungen zur Erreichung der Lissabon-Ziele notwendig, um den Herausforderungen zu begegnen, die sich aus der Globalisierung, dem technologischem Wandel und der Bevölkerungsalterung ergeben.

1.2 INSTITUTIONELLE THEMEN

DIE EUROPÄISCHE VERFASSUNG

Nachdem der Vertrag über eine Verfassung für Europa (Europäische Verfassung) am 29. Oktober 2004 in Rom von den Staats- und Regierungschefs der EU unterzeichnet worden war, begannen die einzelnen Mitgliedstaaten nach Maßgabe ihrer jeweiligen verfassungsrechtlichen Bestimmungen mit dem Ratifizierungsprozess. Bislang haben 15 Mitgliedstaaten, in denen zusammen mehr als 50 % der gesamten EU-Bevölkerung leben, den Verfassungsvertrag bereits vollständig ratifiziert oder stehen unmittelbar vor dem formalen Abschluss des Ratifizierungsprozesses. Dies sind Belgien, Deutschland, Estland, Griechenland, Spanien, Italien, Zypern, Lettland, Litauen, Luxemburg, Ungarn, Malta, Österreich, Slowenien und die Slowakei.

In Frankreich und den Niederlanden wurden Referenden über die Ratifizierung des Verfassungsvertrags abgehalten. Eine mehrheitliche Unterstützung wurde beim (bindenden) Referendum in Frankreich jedoch um rund 5 Prozentpunkte, und beim (konsultativen) Referendum in den Niederlanden um etwa 12 Prozentpunkte verfehlt. Seither wurde in einigen Mitgliedstaaten der Ratifizierungsprozess ausgesetzt.

Angesichts dieser Entwicklungen beschäftigte sich der Europäische Rat bei seinem Treffen vom 16. und 17. Juni 2005 mit der Ratifizierung des Verfassungsvertrags, und die Staats- und Regierungschefs verabschiedeten eine Erklärung, in der sie an das Ziel der Verfassung erinnerten, „das geeignete Mittel für ein demokratischeres, transparenteres und wirksameres Funktionieren der erweiterten Europäischen Union“ zu liefern. Der Europäische Rat nahm den Ausgang der Referenden in Frankreich und in den Niederlanden zur Kenntnis, versicherte aber gleichzeitig, dass diese Ergebnisse das Engagement der Bürger für das europäische Aufbauwerk nicht in Frage stellen würden. Dennoch wurde eingeräumt, dass die Ergebnisse dieser Referenden Bedenken innerhalb der Bevölkerung aufzeigten und dass eine Phase der Reflexion angemessen sei, die für ausführliche Diskussionen in allen Mitgliedstaaten genutzt werden sollte. Die europäischen Institutionen wurden dazu aufgerufen, sich an der Debatte zu beteiligen. Aus Sicht des Europäischen Rats könne der Zeitplan für die Ratifizierung in verschiedenen Mitgliedstaaten zwar gegebenenfalls angepasst werden, die grundsätzliche Fortsetzung der Ratifizierungsprozesse sei aber nicht in Frage zu stellen. Im ersten Halbjahr 2006 will der Europäische Rat auf dieses Thema zurückkommen, um eine klarere Zukunftsperspektive zu entwickeln und die weitere Vorgangsweise zu bestimmen.

Nach Ansicht der EZB trägt die Europäische Verfassung zu einem klareren rechtlichen und institutionellen Rahmen für die EU bei. Gleichzeitig erhöht sie auf europäischer und internationaler Ebene die Handlungsfähigkeit der EU



und bestätigt das bestehende geldpolitische Rahmenwerk. Die Europäische Verfassung hat daher die Unterstützung der EZB. Dennoch wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass der Prozess zur Ratifizierung der Verfassung keinerlei Einfluss auf das Funktionieren der Währungsunion oder die Stabilität des Euro haben wird. Die EZB wird – unabhängig davon, ob sie nach Maßgabe des geltenden EG-Vertrags oder einer Europäischen Verfassung agiert – weiterhin den Wert des Euro sichern und im Sinne von Wachstum und Beschäftigung zu einem inflationsfreien gesamtwirtschaftlichen Umfeld beitragen.

1.3 ENTWICKLUNGEN IN UND BEZIEHUNGEN MIT EU-BEITRITTLÄNDERN UND BEITRETENDEN STAATEN

In ihren Beziehungen zu den Zentralbanken der EU-Beitrittsländer und der beitretenden Staaten ist es ein vorrangiges Anliegen der EZB, zu einem reibungslosen monetären Integrationsprozess beizutragen, der die verfahrenstechnischen Auflagen des EG-Vertrags erfüllt. Die Beziehungen zwischen der EZB und den Zentralbanken dieser Länder werden natürlich entsprechend intensiver, je näher die EU-Mitgliedschaft rückt.

Seit Bulgarien und Rumänien am 25. April 2005 den Beitrittsvertrag in Luxemburg unterzeichnet haben, nehmen die Zentralbankpräsidenten dieser beiden Länder als Beobachter an den Sitzungen des Erweiterten Rats der EZB teil. Experten aus diesen Zentralbanken haben seither ebenfalls in unterschiedlichen ESZB-Ausschüssen eine Beobachterrolle inne (siehe Kapitel 7 Abschnitt 1.4).

Die EZB hat ihre bilateralen Kontakte mit den Zentralbanken Bulgariens und Rumäniens weiter verstärkt, um eine reibungslose Einbindung in das ESZB zu erleichtern, wenn diese Staaten der EU beitreten. Das gesamte Eurosystem leistete auch im Berichtsjahr Hilfestellung durch EU-finanzierte Partnerschaftsprojekte (Twinning) zur technischen Unterstützung bei den Vorbereitungen der beiden Länder. Dabei ging es 2005 primär um Statistik, Rechtsfragen, Zahlungsverkehrssysteme, geldpolitische und operative Fragen, aber auch um andere Bereiche, wie etwa Finanzmarktaufsicht und -stabilität, Banknoten, Innenrevision und Informationstechnologie.

Als Beitrittstermin wurde für Bulgarien und Rumänien der 1. Januar 2007 festgesetzt, wobei eine Schutzklausel im Beitrittsvertrag vorsieht, dass der Beitritt um ein Jahr verschoben werden kann, wenn die von den Ländern getroffenen Vorbereitungen offensichtlich noch nicht weit genug vorangeschritten sind, um die Anforderungen einer EU-Mitgliedschaft zu erfüllen. Im Oktober 2005 veröffentlichte die Europäische Kommission einen Monitoring-Bericht, in dem sie trotz der in Bulgarien und Rumänien erzielten Fortschritte nach wie vor einige schwerwiegende Problembereiche nannte. Diese umfassen unter anderem den Kampf gegen die Korruption, Themen im Zusammenhang mit dem reibungslosen Funktionieren des Binnenmarktes sowie die Sicherheit in der EU (z. B. Lebensmittelsicherheit, Kontrolle der Außengrenzen). Auch nach diesem Bericht beobachtete die Europäische Kommission die Entwicklungen in Bulgarien und Rumänien weiterhin genau. Die endgültige Empfehlung der Kommission, auf deren Basis der Europäische Rat über das Beitrittsdatum der beiden Länder entscheiden wird, ist im Frühjahr 2006 zu erwarten.

Gemäß der Entscheidung des Europäischen Rats vom Dezember 2004 wurden am 3. Oktober 2005 Beitrittsverhandlungen mit der Türkei eröffnet, nachdem der EU-Rat die Rahmenbedingungen für die Verhandlungen verabschiedet hatte. Die EZB setzte ihren langjährigen politischen Dialog mit der türkischen Zentralbank auf höchster Ebene weiter fort – z. B. im Rahmen jährlicher Treffen auf Direktoriumsebene. So entsandte die EZB im Juli 2005 eine Delegation unter der Leitung des Vizepräsidenten der EZB in die Türkei. Im Mittelpunkt der Beratungen standen der gesamtwirtschaftliche Stabilisierungsprozess und Strukturreformen in der Türkei, die Geld- und Wechselkurspolitik der türkischen Zentralbank, die Wirtschaftslage im Euroraum sowie der Beitrag der Zentralbanken zur Finanzmarktstabilität.

Am 13. Dezember 2004 beschloss der EU-Rat, den Beginn der Beitrittsverhandlungen mit Kroatien für den 17. März 2005 anzusetzen, sofern das Land uneingeschränkt mit dem Internationalen Tribunal für Verbrechen im ehemaligen Jugoslawien kooperiert. Da diese Kooperation zunächst als unzureichend eingestuft wurde, verschob die EU die Aufnahme der Beitrittsgespräche. Am 3. Oktober 2005 kam die EU jedoch zu dem Ergebnis, dass die Zusammenarbeit der kroatischen Behörden mit dem Tribunal nun uneingeschränkt funktioniert, und beschloss, Beitrittsverhandlungen aufzunehmen. Die EZB verstärkte ihrerseits die bilateralen Beziehungen zur kroatischen Zentralbank, und im März 2005 kam es zu einem ersten offiziellen Besuch durch Mitglieder des EZB-Direktoriums. Bis Kroatien den Beitrittsvertrag unterzeichnet, sollen jährliche bilaterale Treffen in Frankfurt stattfinden.

2 INTERNATIONALE THEMEN

2.1 WICHTIGE ENTWICKLUNGEN IM INTERNATIONALEN WÄHRUNGS- UND FINANZSYSTEM

ÜBERWACHUNG DER INTERNATIONALEN WIRTSCHAFTSPOLITIK

Angesichts der Verflechtung des Euro-Währungsgebiets mit der Weltwirtschaft und den internationalen Finanzmärkten beobachtet und analysiert das Eurosystem die Wirtschaftspolitik und grundlegende Entwicklungen in Ländern außerhalb des Euroraums genau. Das Eurosystem engagiert sich auch bei der multilateralen Überwachung durch internationale Organisationen und Foren, insbesondere im Rahmen von Sitzungen des IWF, der OECD, der Finanzminister und Zentralbankpräsidenten der G 7, G 10 und G 20 sowie der alle zwei Monate stattfindenden Treffen der Zentralbankpräsidenten bei der BIZ. In einigen dieser Institutionen und Foren wurde der EZB Mitgliedsstatus (z. B. in der G-20-Gruppe) bzw. Beobachterstatus (z. B. beim IWF) eingeräumt. Die EZB sieht ihre Aufgabe dabei darin, mit ihrer Einschätzung der internationalen wirtschaftspolitischen Entwicklungen zu einem stabilen makroökonomischen Umfeld und einer soliden Wirtschaftspolitik beizutragen.

Das internationale wirtschaftspolitische Umfeld war im Jahr 2005 von der Ausweitung der weltweiten Leistungsbilanzungleichgewichte bestimmt. Während das hohe Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten im Lauf des Jahres weiter anstieg, verzeichnete Asien weiterhin beträchtliche Leistungsbilanzüberschüsse, die rund 0,8 % des globalen BIP erreichten. Verantwortlich dafür waren kräftige Überschusszuwächse in China, die die Rückgänge in den übrigen asiatischen Schwellenländern und in Japan ausglich. Aufgrund des sprunghaften Ölpreisanstiegs erzielten die Erdöl exportierenden Länder im Jahr 2005 sogar noch höhere Leistungsbilanzüberschüsse als die asiatischen Länder (rund 1 % des globalen BIP) und trugen somit auch vermehrt zu den globalen Ungleichgewichten bei. Beide Gruppen bauten auch weiterhin beträchtliche Devisenreserven auf; vor

allem China erhöhte seine Währungsreserven um den beachtlichen Betrag von rund 200 Mrd US-Dollar (etwa 165 Mrd €).

Das Eurosystem verwies auch im Berichtsjahr wiederholt auf die Risiken und Unsicherheiten in Zusammenhang mit dem Fortbestehen derartiger Ungleichgewichte und engagierte sich weiterhin für einen kooperativen Lösungsansatz, im Rahmen dessen alle Wirtschaftsräume gemeinsam an einer geordneten Korrektur bestehender Ungleichgewichte arbeiten sollten. Auf dieser internationalen wirtschaftspolitischen Agenda stehen die Erhöhung der Sparquoten in den Defizitländern, Strukturreformen in Ländern mit relativ geringem Potenzialwachstum sowie Maßnahmen zur Flexibilisierung der Wechselkurse in wichtigen Ländern und Ländergruppen mit starren Wechselkursystemen. Dementsprechend begrüßte die EZB die Entscheidung der chinesischen Behörden vom Juli 2005, auf ein Wechselkursregime des kontrollierten Floatings umzustellen. Die EZB ist der Auffassung, dass die daraus resultierende erhöhte Flexibilität für ein verbessertes Funktionieren der Weltwirtschaft wünschenswert ist und dass das neue System zur weltweiten Finanzmarktstabilität beitragen wird.

Die Kapitalströme in die Schwellenländer, welche aufgrund ihrer Relevanz für die internationale Finanzmarktstabilität von der EZB laufend überwacht werden, blieben im Berichtsjahr dynamisch. Dies galt auch für die wirtschaftliche Entwicklung dieser Länder im Allgemeinen. Externe Faktoren, die maßgeblich zu diesen Entwicklungen beitrugen, waren günstige internationale Finanzierungsbedingungen, hohe Exportpreise für Rohstoffe sowie ein starkes reales BIP-Wachstum in den Vereinigten Staaten und in China. Bessere nationale wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen, günstige Finanzierungsbedingungen und das wachsende Interesse internationaler Investoren ermöglichten einigen Schwellenländern, erstmals auf den internationalen Anleihemärkten auf nationale Währung lautende Wertpapiere zu begeben. Nachdem sich der Zinsabstand der Schwellen-

länder im April vorübergehend ausgeweitet hatte – unter anderem aufgrund steigender Inflationsbefürchtungen in den Vereinigten Staaten und einer vorsichtigeren Anlagepolitik nach der Rating-Herabstufung bestimmter US-Unternehmen – pendelte er sich im Verlauf des Jahres wieder auf einem relativ niedrigen Niveau ein.

Auch der Euroraum selbst war im Jahr 2005 wieder Gegenstand der multilateralen Überwachung. Sowohl der IWF als auch die OECD führten zusätzlich zu ihren Länderprüfungen regelmäßige Prüfungen des gesamten Euro-Währungsgebiets durch. Diese Prüfungen setzen sich mit der Geld-, Finanz- und Wirtschaftspolitik des Euroraums auseinander. Die Artikel-IV-Konsultationen des IWF und die Prüfung durch den Länderprüfungsausschuss der OECD sorgten für wertvolle Diskussionen zwischen diesen Organisationen, der EZB, dem Vorsitzenden der Eurogruppe und der Europäischen Kommission. Im Anschluss an diesen Diskussionsprozess legten der IWF und die OECD ihre Berichte über den Euroraum vor.²

INTERNATIONALE FINANZARCHITEKTUR

Der IWF arbeitet zurzeit an seiner strategischen Neuausrichtung, die auch in verschiedenen internationalen Foren (z. B. bei Treffen der G 7 und G 20) diskutiert wurde. Das ESZB verfolgt diese Diskussionen und leistet inhaltliche Beiträge dazu. Ziel der Reformdebatte ist es, mittelfristige Prioritäten für die Arbeit des IWF zu definieren. Untersucht werden insbesondere die Überwachungstätigkeit des IWF, die Rolle des IWF in den Schwellenländern sowie die Mitspracherechte und adäquate Repräsentation der Mitgliedstaaten innerhalb des IWF.

Im internationalen Dialog darüber, wo ein verstärktes Engagement des IWF notwendig ist, betonte der geschäftsführende Direktor des IWF vor allem die Aufgabe des IWF, seine Mitglieder bei der Bewältigung der Herausforderungen zu unterstützen, die sich aus der Globalisierung ergeben. Die IWF-Mitgliedstaaten plädierten für die verstärkte Berücksichtigung von Wechselkursfragen und der internationalen

Konsequenzen nationaler wirtschaftspolitischer Maßnahmen im Rahmen der bilateralen Überwachung. Auch adäquate Repräsentation und Mitspracherechte in internationalen Foren und vor allem beim IWF wurden im Jahr 2005 ausführlich erörtert. Einige – vor allem asiatische – IWF-Mitgliedstaaten sehen ihre wachsende Bedeutung für die Weltwirtschaft in ihren IWF-Quoten nicht ausreichend berücksichtigt. Die Frage der Quoten und Mitspracherechte wird neben anderen Aspekten der strategischen Neuausrichtung im Vorfeld der IWF-Jahrestagung in Singapur im September 2006 zur Debatte stehen. Der IWF führt derzeit die 13. Quotenüberprüfung durch; diese bietet die Gelegenheit zu bewerten, inwieweit die derzeitigen Quoten den vereinbarten Parametern zur Feststellung der relativen wirtschaftlichen und finanziellen Bedeutung der einzelnen IWF-Mitglieder entsprechen. Die Überprüfung soll bis Januar 2008 abgeschlossen werden.

Die internationale Gemeinschaft engagiert sich seit einigen Jahren intensiv für ein gut organisiertes Krisenmanagement. Das ESZB setzte sich auch im Jahr 2005 mit diesbezüglich relevanten Fragen auseinander, insbesondere damit, welche Rolle dem privaten Sektor bei der Bewältigung von Finanzkrisen zukommen soll. Obwohl bereits einige Schritte unternommen wurden, um die Rahmenbedingungen für eine Einbindung des privaten Sektors zu verbessern, sind noch einige wesentliche Aspekte ungelöst; so muss nicht zuletzt sichergestellt sein, dass im Krisenfall rechtzeitig Klarheit über den Handlungsbedarf für die einzelnen Akteure geschaffen wird. Um diese Problematik auszu-leuchten, verfassten Zentralbanken des ESZB einen Bericht zur Rolle des privaten Sektors bei der Krisenbewältigung, der aus den Erfahrungen der Vergangenheit Bilanz zieht und Verbesserungsmöglichkeiten bei den allgemeinen Rahmenbedingungen aufzeigt. Der Bericht³

2 IWF, Euro Area Policies: Staff Report, August 2005; OECD, Economic Survey of the Euro Area, Juli 2005.

3 EZB, Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors, Occasional Paper Nr. 32, Juli 2005.



sieht in der Schaffung klarerer Strukturen im Krisenbewältigungsprozess – durch Verhaltensrichtlinien für Schuldner, Gläubiger und den öffentlichen Sektor – die Chance, die Gesamtkosten von Finanzkrisen zu senken und eine Kostenverteilung sicherzustellen, die im Vergleich zur derzeitigen Verteilung als angemessener im Sinne der allgemeinen Wohlfahrt erachtet werden dürfte.

DIE INTERNATIONALE ROLLE DES EURO

Auch im Jahr 2005 wuchs die Bedeutung des Euro als internationale Währung in bestimmten Finanzmarktsegmenten kontinuierlich. Vor allem die Rolle des Euro bei den umlaufenden internationalen Schuldverschreibungen und seine Verwendung als Anker- und Interventionswährung sowie als Buchgeld in Drittländern nahmen weiterhin schrittweise zu. Insbesondere in den neuen EU-Mitgliedstaaten, in den EU-Beitrittsländern und beitretenden Staaten sowie in anderen EU-Nachbarregionen wurde der Euro vermehrt als Anker- und Interventionswährung eingesetzt. Wie vom IWF im Dezember 2005 angekündigt, wurde der Anteil des Euro am SZR-Korb am 1. Januar 2006 von 29 % auf 34 % angehoben. Im SZR-Zinssatzkorb wurde der Dreimonats-EURIBOR durch den Dreimonats-EUREPO ersetzt.

Der Einsatz des Euro auf anderen Märkten, beispielsweise im internationalen Kredit- und Einlagengeschäft, im Devisenhandel, im Bereich der offiziellen Währungsreserven und im internationalen Handel, blieb weitgehend stabil.

Die EZB erhöhte den Erfassungsgrad ihrer zur Beobachtung und Analyse der internationalen Rolle des Euro verwendeten Statistiken. Insbesondere neu erhobene Daten zur Währungsstruktur von Schuldverschreibungen in der Zahlungsbilanz und dem Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets ermöglichten genauere Aussagen zur Verwendung des Euro auf den internationalen Kapitalmärkten (siehe Kapitel 2 Abschnitt 4.2). Die EZB untersucht seit 2005 auch die Beweggründe für die Verwendung des Euro im internationalen Handel.

2.2 ZUSAMMENARBEIT MIT LÄNDERN AUSSERHALB DER EU

Das Eurosystem intensivierte seine Kontakte zu den Zentralbanken außerhalb der EU in erster Linie durch die Organisation von Seminaren und Workshops, aber auch durch Projekte zur technischen Unterstützung. Letztere haben sich zu einem wichtigen Instrument zur Förderung des Aufbaus von Institutionen entwickelt, das auch die wirksame Anwendung europäischer und internationaler Standards verbessert. Kontakte zu Zentralbanken außerhalb der EU 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. Das Eurosystem bietet den Zentralbanken in den Nachbarregionen die Möglichkeit zur Zusammenarbeit an; die EZB hat in diesem Zusam-

menhang ein eigenes, kleines Team zur technischen Unterstützung eingesetzt.

Im Oktober 2005 veranstaltete das Eurosystem zusammen mit der Bank von Russland in Sankt Petersburg ein zweites bilaterales Seminar für Führungskräfte. Schwerpunkte des Seminars bildeten die Geld- und Wechselkurspolitik in Russland sowie die Sicherung der Stabilität des Bankensektors angesichts des raschen Kreditwachstums und der Ausweitung der Auslandsverschuldung. Auch das Thema Einlagensicherung sowie die Entwicklung des russischen Bankensektors wurden diskutiert. Derartige Veranstaltungen sollen auch weiterhin auf regelmäßiger Basis stattfinden; das nächste Seminar des Eurosystems wird – unterstützt durch die Deutsche Bundesbank – im Jahr 2006 in Dresden abgehalten.

Am 31. Oktober 2005 wurde „Central Bank Training III“, das Eurosystem-Projekt zur technischen Unterstützung der Bank von Russland im Bereich der Bankenaufsicht, abgeschlossen. Dieses von der EU finanzierte Projekt war im November 2003 im Rahmen des Tacis-Programms (Technical Assistance for the Commonwealth of Independent States) angelaufen, und wurde von der EZB zusammen mit neun nationalen Zentralbanken des Euroraums und drei nationalen Aufsichtsbehörden innerhalb der EU durchgeführt.⁴ Der Wissenstransfer im Rahmen des zweijährigen Fortbildungsprojekts über die Bankenaufsichtspraxis in der EU sollte der russischen Zentralbank helfen, ihre Rolle im Bereich der Bankenaufsicht zu stärken. Das weiter reichende Ziel dabei war es, die Stabilität des russischen Bankensystems zu fördern. Die Fortbildungsmaßnahmen im Rahmen des Projekts umfassten in erster Linie Kurse und Seminare in Russland, die von 800 Bankenaufsehern der russischen Zentralbank besucht wurden. Ein wichtiger Teil des Projekts war die Vermittlung von relevantem Know-how durch den Bericht „Banking Supervision: European experience and Russian practice“⁵, der auf Englisch und Russisch erhältlich ist.

Am 9. Februar 2005 fand in Cannes das zweite hochrangige Seminar des Eurosystems mit Zentralbankpräsidenten der Euro-Mediterranen Partner statt; das dritte Seminar wurde für den 25. Januar 2006 in Nafplion angesetzt. Zentrale Diskussionsthemen waren unter anderem Notenbankunabhängigkeit und Gastarbeiterüberweisungen (Cannes) sowie die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und Fortschritte bei der Reform des geldpolitischen Instrumentariums (Nafplion).

Auch die Zentralbank von Ägypten wurde – im Rahmen einer grundsätzlichen Reform des ägyptischen Finanzsektors – in ihren Bemühungen zur Reform der Bankenaufsicht vom Eurosystem unterstützt. Die EZB und vier NZBen des Euroraums – die Deutsche Bundesbank, die Bank von Griechenland, die Banque de France und die Banca d'Italia – haben ihre Mitarbeit an einem Zweijahresprojekt zur technischen Unterstützung zugesagt, das von der Delegation der Europäischen Kommission in Ägypten im Rahmen des MEDA-Programms zur Unterstützung von Ländern im südlichen Mittelmeerraum finanziert wird. Das Projekt lief am 1. Dezember 2005 an. Seit Oktober 2005 unterstützt die EZB – unter der Federführung des IWF – die ägyptische Notenbank auch bei der Reform ihres geldpolitischen Instrumentariums.

Die EZB vertiefte ihre Beziehungen zu den Ländern Südosteuropas weiter, da diese potenzielle Bewerber für den Beitritt zur EU sind. (Der ehemaligen jugoslawischen Republik Mazedonien wurde im Dezember 2005 Kandidatenstatus zuerkannt.) Im Jahr 2005 besuchten EZB-Vertreter die mazedonische und die alba-

4 Deutsche Bundesbank, Banco de España, Banque de France, Central Bank and Financial Services Authority of Ireland, Banca d'Italia, De Nederlandsche Bank, Oesterreichische Nationalbank, Banco de Portugal, Suomen Pankki – Finlands Bank, Rahoitustarkastus – Finansinspektionen (Finanzaufsichtsbehörde Finnlands), Finansinspektionen (Finanzaufsichtsbehörde Schwedens) und Financial Services Authority (Finanzbehörde des Vereinigten Königreichs).

5 Diese Publikation ist auf der EZB-Website abrufbar (siehe Pressemitteilung vom 13. Oktober 2005 zum Thema „Completion of central banking training project in Russia“).

nische Notenbank. Nach dem EU-Beschluss, die Beitrittsverhandlungen mit Serbien und Montenegro in einigen Bereichen getrennt zu führen, erfolgte auch ein Besuch bei der Zentralbank Montenegros.

Im Nahen Osten vertiefte die EZB ihre Beziehungen zum Generalsekretariat des Golfkooperationsrats (GKR) und den Währungsbehörden und Zentralbanken der GKR-Staaten⁶, die bis zum Jahr 2010 eine gemeinsame Währung einführen wollen.

Am 28. Februar 2005 veranstaltete die EZB ein regionales Treffen mit dem Ausschuss der Zentralbankpräsidenten der Entwicklungsgemeinschaft des südlichen Afrika (SADC)⁷, um Erfahrungen zu regionalen und geldpolitischen Integrationsprozessen auszutauschen.

Im Jahr 2005 verstärkte die EZB ihre direkten Kontakte zu den asiatischen Notenbanken. So organisierte sie gemeinsam mit der indonesischen Zentralbank ein hochrangig besetztes Seminar, an dem die elf Präsidenten des Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks (EMEAP) und Mitglieder des EZB-Rats teilnahmen. Im Zuge des Seminars, welches im November 2005 bei der EZB stattfand, wurden mögliche Maßnahmen für ein ausgeglicheneres globales Wachstum diskutiert und aktuelle Entwicklungen sowie damit zusammenhängende wirtschaftspolitische Themen im Euroraum und im asiatisch-pazifischen Raum erörtert. Das Seminar thematisierte auch die Erfahrungen der beiden Ländergruppen mit der multilateralen Überwachung der Wirtschafts- und Finanzmarktentwicklung sowie die grenzüberschreitende Finanzmarktintegration auf globaler Ebene, innerhalb des asiatisch-pazifischen Raums und innerhalb des Euroraums.

Im Hinblick auf institutionelle Beziehungen zu lateinamerikanischen Ländern lässt sich für 2005 Folgendes festhalten: Die EZB nahm Anfang April als Beobachterin an der Jahrestagung der Interamerikanischen Entwicklungsbank (IDB) in Okinawa teil. Als kooperierendes Mitglied beteiligte sich die EZB weiterhin an meh-

rerer Veranstaltungen des Zentrums für lateinamerikanische monetäre Studien (Centre for Latin American Monetary Studies – CEMLA), unter anderem an den halbjährlichen Sitzungen der Zentralbankpräsidenten, die im April in Cartagena und im September in Washington, D.C. stattfanden, sowie an einem Seminar zum Thema Gastarbeiterüberweisungen in Lateinamerika, welches im Oktober in Mexico City veranstaltet wurde. Die EZB bemühte sich weiterhin um verstärkte bilaterale Kontakte mit Währungsbehörden und anderen offiziellen Stellen in Lateinamerika, indem sie unter anderem Besuche in Mexiko, Brasilien und Argentinien organisierte. Die EZB begrüßte im Jahr 2005 ihrerseits auch mehrere offizielle Delegationen aus einer Reihe lateinamerikanischer Länder.

6 Bahrain, Katar, Kuwait, Oman, Saudi-Arabien und die Vereinigten Arabischen Emirate.

7 Die SADC (Southern African Development Community) ist ein regionaler Zusammenschluss der folgenden Länder im Süden Afrikas: Angola, Botsuana, Demokratische Republik Kongo, Lesotho, Madagaskar, Malawi, Mauritius, Mosambik, Namibia, Sambia, Simbabwe, Südafrika, Swasiland und Tansania.

Künstler

David Farrell

Titel

Ballynultagh, 2000 (aus der Serie „Innocent Landscapes“)

Material

Fotografie

Format

100 x 100 cm

© Künstler



KAPITEL 5

RECHENSCHAFTSPFLICHT

I RECHENSCHAFTSPFLICHT GEGENÜBER DER ÖFFENTLICHKEIT UND DEM EUROPÄISCHEN PARLAMENT

Die Notenbankunabhängigkeit hat sich in den letzten Jahrzehnten als Eckpfeiler einer vorrangig auf Preisstabilität ausgerichteten Geldpolitik etabliert. In jeder modernen Demokratie haben unabhängige Institutionen mit öffentlich-rechtlicher Funktion aber auch eine Rechenschaftspflicht gegenüber den Bürgern und deren demokratisch gewählten Vertretern. Im Fall einer unabhängigen Notenbank kann dies als Verpflichtung verstanden werden, die gefällten Entscheidungen den Bürgern und deren gewählten Vertretern zu erläutern und sich so an den gesteckten Zielen messen zu lassen.

Im Bewusstsein der grundlegenden Bedeutung ihrer Rechenschaftspflicht in Bezug auf geldpolitische Entscheidungen sucht die EZB seit ihrer Gründung regelmäßig den Dialog mit den EU-Bürgern und dem Europäischen Parlament. Auch die zahlreichen Publikationen, die die EZB im Jahr 2005 herausbrachte, und die Vielzahl der Vorträge, mit denen sich die EZB-Ratsmitglieder zu Wort meldeten, sind Ausdruck des diesbezüglichen Engagements der EZB (siehe Kapitel 6 Abschnitt 2).

Zu den Berichtspflichten der EZB, die im EG-Vertrag genau festgelegt sind, gehört u. a. die Veröffentlichung von Wochenausweisen sowie Quartals- und Jahresberichten. In der Praxis geht die EZB mit der Publikation von Monatsberichten, mit monatlichen Pressekonferenzen und mit der monatlichen Veröffentlichung der zusätzlich zu den Zinsbeschlüssen getroffenen EZB-Ratsentscheidungen über diese Vertragspflichten sogar noch hinaus.

Auf institutioneller Ebene kommt dem Europäischen Parlament laut EG-Vertrag eine zentrale Rolle im Zusammenhang mit der Rechenschaftspflicht der EZB zu. Gemäß Artikel 113 EG-Vertrag stellte der Präsident den EZB-Jahresbericht 2004 im Plenum des Europäischen Parlaments vor. Außerdem berichtete der Präsident bei seinen vierteljährlichen Anhörungen durch den parlamentarischen Ausschuss für Wirtschaft und Währung (Committee on Economic and Monetary Affairs – ECON)

regelmäßig über die Geldpolitik der EZB und die Erfüllung ihrer sonstigen Aufgaben.

Das Europäische Parlament suchte auch mit anderen Direktoriumsmitgliedern wiederholt den Dialog. Im April 2005 etwa folgte der Vizepräsident der EZB der Einladung des ECON den EZB-Jahresbericht 2004 vorzustellen. Im Oktober lud der Ausschuss Lorenzo Bini Smaghi zu einem Meinungsaustausch über die Reformdiskussion beim IWF ein (siehe Kapitel 4 Abschnitt 2.1).

Wie in den Jahren zuvor traf eine Delegation von ECON-Mitgliedern in der EZB mit Direktoriumsmitgliedern zu Gesprächen über eine Reihe von Fragen zusammen. Außerdem gab es informelle Gespräche mit Mitgliedern des Europäischen Parlaments zu Fragen aus dem Bereich Wertpapierclearing und -abwicklung in der EU sowie – mit Schwerpunkt auf den neuen EU-Mitgliedstaaten, die den Euro als nächstes einführen wollen – Diskussionen über die Öffentlichkeitsarbeit rund um den Euro. Des Weiteren beantwortete die EZB wie bisher auf freiwilliger Basis schriftliche Anfragen von Mitgliedern des Europäischen Parlaments in ihrem Zuständigkeitsbereich.

Laut Artikel 112 EG-Vertrag ist das Europäische Parlament vor der Ernennung neuer EZB-Direktoriumsmitglieder anzuhören. Deshalb lud das Europäische Parlament – um eine entsprechende Stellungnahme abgeben zu können – Lorenzo Bini Smaghi ein, dem ECON seine Ansichten darzulegen und Fragen der Ausschussmitglieder zu beantworten. Nach der Anhörung stimmte das Parlament seiner Ernennung zu.

2 MEINUNGSAUSTAUSCH MIT VERTRETERN DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS

Im Rahmen des Meinungsaustausches zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament wurden zahlreiche Themen erörtert, wobei bei den Anhörungen des Präsidenten im Europäischen Parlament das Schwergewicht auf geldpolitischen Fragen lag. Andere wichtige Diskussionssthemen sind im Folgenden zusammengefasst.

REFORM DES STABILITÄTS- UND WACHSTUMSPAKTS

Zentrale Gesprächsthemen waren die Entwicklung der öffentlichen Finanzen und die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts. In der im Februar 2005 verabschiedeten Entschließung zu den öffentlichen Finanzen in der WWU machte das Europäische Parlament warnend darauf aufmerksam, „dass übermäßige Regierungsausgaben die Preisstabilität, niedrige Zinsen und das Niveau der staatlichen Investitionen gefährden und zusätzlich die Fähigkeit einschränken, der Herausforderung aufgrund der demographischen Veränderungen in der Europäischen Union entgegenzutreten.“ Im Hinblick auf die Reform des Pakts begrüßte das Parlament die Stärkung der präventiven Komponente sowie die stärkere Ausrichtung auf die öffentliche Verschuldung und die Lissabon-Ziele. Hingegen beurteilte es die mangelnde Klarheit der Korrektivbestimmungen skeptisch und äußerte Bedauern darüber, dass die Gelegenheit zur Stärkung der Rolle der Europäischen Kommission nicht genutzt wurde.

Der EZB-Präsident begrüßte die weitgehende Übereinstimmung zwischen den beiden Institutionen in dieser Frage. Bei seinen Anhörungen durch den Wirtschafts- und Währungsausschuss unterstrich er die fundamentale Bedeutung gesunder Staatsfinanzen für den Erfolg der Wirtschafts- und Währungsunion. In diesem Zusammenhang würdigte er, dass die Reform des Pakts die Weichen für eine solide Finanzpolitik neu gestellt hätte, gab aber zugleich zu bedenken, dass das neue Regelwerk auch lückenlos und konsequent umgesetzt werden müsse (siehe Kapitel 4 Abschnitt 1.1).

HALBZEITÜBERPRÜFUNG DER LISSABON-STRATEGIE

Ein zentrales Thema im Dialog zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament war auch die Halbzeitüberprüfung der Vorgaben von Lissabon. In den Entschließungen zu diesem Thema begrüßte das Parlament die Absichtserklärung des EU-Rats und der Europäischen Kommission, sich künftig verstärkt für den Lissabon-Prozess engagieren zu wollen, und bekannte sich zu dem neuen Umsetzungskonzept. Das Parlament unterstrich darüber hinaus, dass „ein wachstumsorientiertes, nachhaltiges makroökonomisches Umfeld gewährleistet werden muss, damit die wirtschafts-, sozial- und umweltpolitischen Ziele erreicht werden“. Hingegen bedauerte das Parlament die abwehrende Haltung des Europäischen Rats zum Vorschlag der hochrangigen Sachverständigenengruppe unter dem Vorsitz von Wim Kok, jährliche Kommissions-Rankings über den Fortschritt der Mitgliedstaaten bei der Umsetzung der Vorgaben von Lissabon zu veröffentlichen.

Der Präsident der EZB würdigte die Lissabon-Strategie als ein sinnvolles Konzept zur Erschließung des europäischen Wachstums- und Beschäftigungspotenzials. Darüber hinaus schloss er sich der Einschätzung des Parlaments an, dass ein stabiles makroökonomisches Umfeld Voraussetzung für mehr Wachstum und Beschäftigung sei. Außerdem unterstrich er die Notwendigkeit für ein Benchmarking und gegenseitige Unterstützung auf europäischer Ebene, um die Umsetzung von Strukturformen voranzutreiben (siehe Kapitel 4 Abschnitt 1.1).

DIALOG ÜBER DIE THEMEN EURO UND WÄHRUNGSUNION

Im Jahr 2005 befasste sich das Europäische Parlament auch eingehend mit der Kommunikationspolitik in Sachen Euro und WWU gegenüber den Bürgern in den derzeitigen und künftigen Euro-Ländern. Im März suchte der zuständige Berichterstatter des Europäischen Parlaments den Meinungsaustausch mit José Manuel González-Páramo (EZB-Direktorium)

und einer Reihe von weiteren EZB-Experten. In seiner Entschließung zur Umsetzung einer Informations- und Kommunikationsstrategie zu den Themen Euro und Währungsunion äußerte sich das Parlament sehr positiv über die WWU und vertrat die Ansicht, „dass die Einheitswährung das wohl erfolgreichste europäische Projekt aller Zeiten ist“. Mit dem Ziel, die gemeinsame Währung entsprechend zu unterstützen und die Weichen für eine erfolgreiche Einführung des Euro in den künftigen Euro-Ländern zu stellen, sprach sich das Parlament für eine konsequente, ambitionierte und langfristig angelegte Kommunikationsstrategie rund um den Euro und die Währungsunion aus. Unter anderem regte das Parlament an, die EZB sollte jährlich den quantitativen Nutzen des Euro für die Bürger erheben.

Im Zuge seines Auftritts im Plenum des Europäischen Parlaments versicherte der EZB-Präsident, dass die EZB alle infrage kommenden kommunikativen Maßnahmen berücksichtige, um den Nutzen des Euro bestmöglich zu vermitteln. Er erläuterte, dass bei einer umfassenden quantitativen Analyse des Nutzens der gemeinsamen Währung jedoch mit methodischen Problemen und Datenproblemen zu rechnen sei. In einem Schreiben an das Parlament wurde auch darauf hingewiesen, dass eine derartige Evaluierung Aspekte einbeziehen müsste, die außerhalb des Zuständigkeitsbereichs der Zentralbanken liegen.

FINANZMARKTINTEGRATION UND FINANZMARKT-REGULIERUNG

Finanzmarktintegration und -regulierung waren erneut zentrale Themen im Dialog zwischen der EZB und dem Europäischen Parlament, und dabei insbesondere die Aktivitäten des ESZB und des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR) im Bereich Wertpapierclearing und -abwicklung. In einer diesbezüglichen Entschließung vom Juli 2005 hielt das Parlament fest, dass die ESZB/CESR-Standards (siehe Kapitel 3 Abschnitt 4.3) die EU-Gesetzgebung nicht präjudizieren dürfen

und betonte die Notwendigkeit einer umfassenden und offenen Konsultation der involvierten Stellen.

Der Präsident der EZB betonte, dass die Standards einen entscheidenden Beitrag zu einer sicheren und integrierten Infrastruktur im Bereich Wertpapierclearing und -abwicklung leisten, und dass die Entscheidungen des ESZB und des CESR nach einer umfassenden Konsultation der Marktteilnehmer offen und transparent erfolgt seien. Die ESZB/CESR-Standards hätten eine künftige gesetzliche Regelung in diesem Bereich weder präjudiziert noch ausgeschlossen.

EURO-BANKNOTEN UND -MÜNZEN

Die mögliche Ausgabe von Euro-Banknoten mit sehr niedrigem Nennwert wurde im Jahr 2005 ebenfalls diskutiert. Einerseits richteten Mitglieder des Europäischen Parlaments in dieser Sache schriftliche Anfragen an den EZB-Präsidenten, andererseits verabschiedete das Europäische Parlament eine Erklärung, mit der die Europäische Kommission, der EU-Rat und die EZB aufgefordert wurden, die Notwendigkeit der Ausgabe von Banknoten im Wert von 1 € und 2 € anzuerkennen.

Der EZB-Rat hatte sich zuletzt im Jahr 2004 gegen die Ausgabe von Banknoten mit sehr niedrigem Nennwert ausgesprochen, weil die Gegenargumente stärker waren, nämlich eine zu geringe Nachfrage seitens der Bevölkerung, die praktischen Probleme, welche Dritten durch deren Einführung entstehen würden, sowie die hohen Druck- und Bearbeitungskosten. Diesbezüglich erklärte der Präsident, dass diese Einschätzung des EZB-Rats nach wie vor aktuell ist.

Künstlerin

Natividad Bermejo

Titel

Duérmete niño, 2000

Material

Graphit auf Papier

Format

145 x 212 cm

© EZB, Künstlerin



KAPITEL 6

ÖFFENTLICHKEITSARBEIT

I KOMMUNIKATIONSPOLITIK

Kommunikation ist ein integraler Bestandteil der Geldpolitik der EZB und spielt auch bei der Erfüllung ihrer sonstigen Aufgaben eine zentrale Rolle. Die Öffentlichkeitsarbeit der EZB ist im Wesentlichen von zwei Grundsätzen geprägt: Offenheit und Transparenz. Diese beiden Prinzipien tragen zur Wirksamkeit, Effizienz und Glaubwürdigkeit der Geldpolitik der EZB bei. Darüber hinaus unterstützen sie die EZB in ihrem Bestreben, umfassend Rechenschaft über ihre Tätigkeit abzulegen (siehe Kapitel 5).

Durch die seit 1999 etablierte Praxis, regelmäßig, aktuell und detailliert Einblick in ihre geldpolitischen Beschlüsse und Standpunkte zu gewähren, sorgt die EZB in ihrer Kommunikationspolitik für ein auf Notenbankebene einzigartig hohes Maß an Offenheit und Transparenz. Geldpolitische Beschlüsse werden unmittelbar nach der Entscheidungsfindung im EZB-Rat im Rahmen einer Pressekonferenz erläutert. Dabei beantwortet der Präsident der EZB nach seinen ausführlichen einleitenden Bemerkungen gemeinsam mit dem Vizepräsidenten die Fragen der Journalisten. Seit Dezember 2004 veröffentlichen die Zentralbanken des Eurosystems auf ihren Websites allmonatlich zusätzlich zu den geldpolitischen Beschlüssen auch die sonstigen Beschlüsse des EZB-Rats.

Die Rechtsakte der EZB sowie der konsolidierte Finanzausweis des Eurosystems werden in allen 20 Amtssprachen der EU veröffentlicht. Den übrigen satzungsmäßigen Berichtspflichten – der Publikation von Quartals- und Jahresberichten sowie von Konvergenzberichten – kommt die EZB in 19 der 20 Amtssprachen nach.¹ 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, gesamtwirtschaftliche Experten-Projektionen sowie geldpolitische Positionen, die für die breite Öffentlichkeit von Interesse sind. Die Herstellung und Versendung der wichtigsten EZB-Publikationen in den einzelnen Sprachen erfolgt in enger Zusammenarbeit mit den jeweiligen NZBen.

¹ Für Maltesisch gilt vorübergehend eine Ausnahme.

2 KOMMUNIKATIONS- AKTIVITÄTEN

Die EZB muss Finanzexperten, die Medien, Regierungsstellen, parlamentarische Vertreter und die breite Öffentlichkeit gleichermaßen ansprechen, aber jeweils unter Berücksichtigung des unterschiedlichen finanz- und wirtschaftspolitischen Hintergrunds dieser Gruppen. Daher setzt die EZB bei der Erläuterung ihrer Aufgaben und geldpolitischen Beschlüsse auf eine ganze Reihe von Kommunikationsmitteln und -aktivitäten, die laufend optimiert werden.

In der Palette von Studien und Berichten der EZB bietet der Jahresbericht – als Instrument zur Erfüllung der Rechenschaftspflicht – einen Überblick über die Aktivitäten der EZB im jeweiligen Berichtsjahr, während sich im Monatsbericht die jeweils aktuellsten Einschätzungen der wirtschaftlichen und monetären Lage durch die EZB finden sowie die genauen Daten, die den Entscheidungen der EZB zugrunde liegen. Ferner trägt die EZB 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 2005 entwickelte die EZB in Zusammenarbeit mit den Notenbanken des Euroraums Unterrichtsmaterial für Schüler und Lehrer. Zweck des Unterrichtspakets ist, einen leicht verständlichen und doch umfassenden Überblick über die Bedeutung der Preisstabilität für die langfristige Sicherung des Wohlstands zu geben und über die Ausrichtung der Geldpolitik der EZB auf dieses Ziel zu informieren. Das Unterrichtspaket (ein achtminütiger Film, Informationsbroschüren für Schüler, Lehrerheft) wurde an rund 50 000 Sekundarschulen im Euroraum in den jeweiligen Landessprachen verteilt und kann auch von der Website der EZB in allen Amtssprachen der EU heruntergeladen werden.

Die EZB hat im Jahr 2005 die Kommunikation der geldpolitischen Beschlüsse an die Finanzmärkte optimiert und dafür gesorgt, dass diese Informationen einer noch breiteren Öffentlichkeit zugänglich werden. Seit Februar 2005 kann



die monatliche Pressekonferenz live auf der Website der EZB mitverfolgt werden. Die entsprechenden Video- und Audiodateien werden kurz nach jeder Pressekonferenz ins Internet gestellt.

Gemeinsam mit der BIZ und den Notenbanken der G-10-Staaten initiierte die EZB eine neue, vierteljährlich erscheinende Fachpublikation mit dem Titel „International Journal of Central Banking“, deren erste Ausgabe am 19. Mai 2005 herauskam. In diesem Fachjournal werden geldpolitisch relevante Forschungsarbeiten zu allen Aspekten der Theorie und Praxis des Zentralbankwesens abgedruckt, insbesondere zu Fragen der Geldwert- und Finanzmarktstabilität.

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 2005 hielten die Mitglieder des Direktoriums zu diesem Zweck etwa 220 Reden, gaben zahlreiche Interviews und verfassten Beiträge für Fachjournale, Zeitschriften und Zeitungen.

Auch die NZBen des Euroraums spielen eine wichtige Rolle bei der Öffentlichkeitsarbeit. Sie stellen sicher, dass Informationen über den Euro und über die Aktivitäten des Eurosystems auf nationaler Ebene kommuniziert werden, und betreuen eine Reihe regionaler und nationaler Zielgruppen in der jeweiligen Landessprache und unter Nutzung der nationalen Infrastrukturen.

Die EZB ermöglicht auch Besuche vor Ort in Frankfurt. Im Jahr 2005 nutzten etwa 8 000 Besucher die Möglichkeit, bei Vorträgen und Präsentationen durch EZB-Mitarbeiter Informationen aus erster Hand zu erhalten. Die meisten Besucher waren Studierende und Fachleute aus dem Finanzbereich.

Sämtliche von der EZB veröffentlichten Dokumente sind unter www.ecb.int abrufbar, und auch über die zahlreichen Aktivitäten der EZB wird im Internet informiert. Im Jahr 2005 wurden zudem rund 65 000 Anfragen, die über verschiedene Kanäle eingingen, bearbeitet.

Schließlich veranstaltet die EZB jedes Jahr Europäische Kulturtage, um der Öffentlichkeit und den Mitarbeitern der EZB die kulturelle Vielfalt und Lebendigkeit der EU-Mitgliedstaaten näher zu bringen. Jedes Jahr wird ein anderes Partnerland mit seinem reichen kulturellen Erbe vorgestellt und so das Verständnis für die verschiedenen Kulturen innerhalb der EU gefördert. Nachdem die Kulturtage 2003 Portugal und 2004 Polen gewidmet waren, stand das Jahr 2005 ganz im Zeichen Ungarns mit einer Palette kultureller Veranstaltungen, die in Zusammenarbeit mit der Magyar Nemzeti Bank vom 2. bis zum 28. November organisiert wurden.

Künstler

Pedro Proença

Titel

Alla turca (algumas anotações musicais), 2001

Material

Acryl auf Leinwand

Format

200 x 150 cm

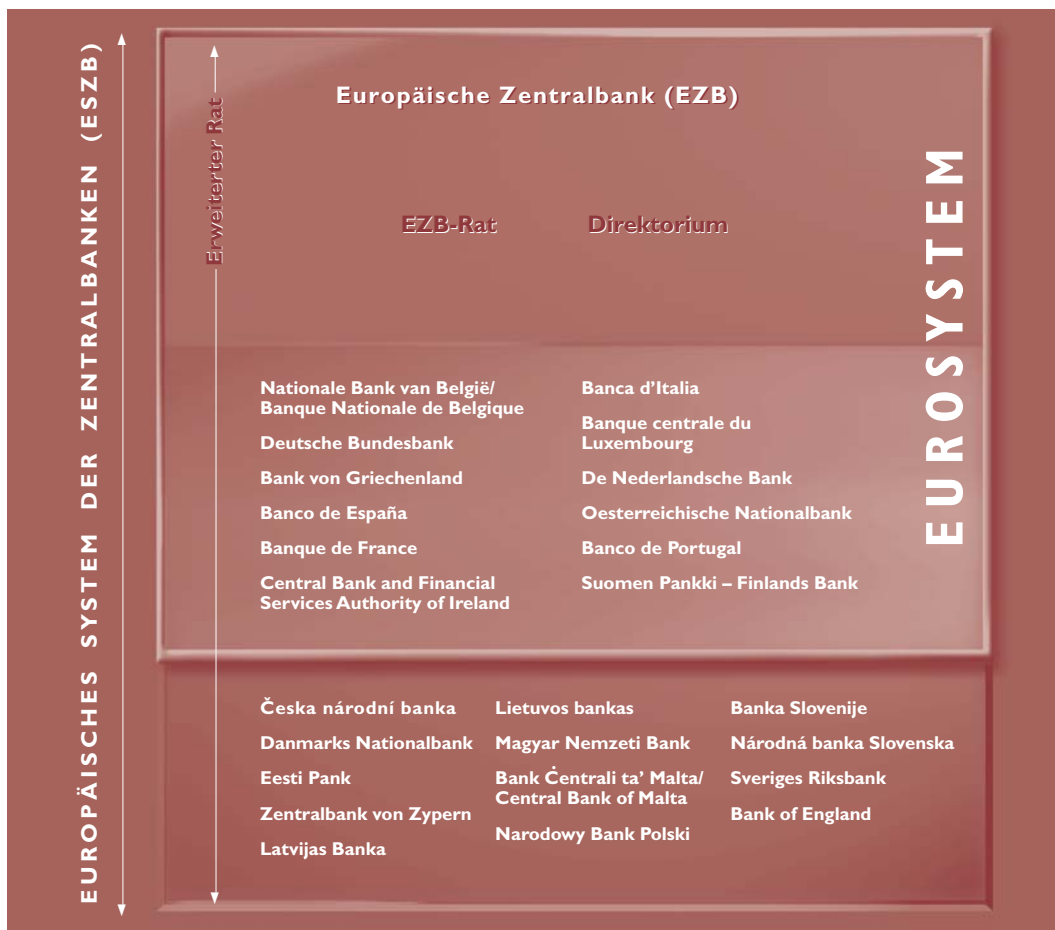
© EZB, Künstler



**INSTITUTIONELLER
RAHMEN,
ORGANISATION UND
JAHRESABSCHLUSS**

I BESCHLUSSORGANE UND CORPORATE GOVERNANCE IN DER EZB

I.1 DAS EUROSISTEM UND DAS EUROPÄISCHE SYSTEM DER ZENTRALBANKEN



Die Europäische Zentralbank (EZB) und die nationalen Zentralbanken (NZBen) der zwölf EU-Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist, bilden zusammen das Zentralbankensystem des Euro-Währungsgebiets: das „Eurosystem“. Auf diese Bezeichnung verständigte sich der EZB-Rat, um die Struktur des Zentralbankensystems im Euroraum besser zu veranschaulichen; außerdem unterstreicht der Begriff die gemeinsame Identität, Teamarbeit und Kooperation aller Mitglieder. In diesem Geist veröffentlichten die EZB und die NZBen des Euroraums auf ihren Websites im Januar 2005 ein Leitbild sowie strategische Leitlinien und organisatorische Grundsätze für die Erfüllung der Aufgaben durch alle Mitglieder des Eurosystems.

Das Europäische System der Zentralbanken (ESZB) setzt sich aus der EZB und den NZBen aller EU-Mitgliedstaaten (derzeit 25) zusammen, d. h., es sind auch die NZBen der Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, darin vertreten. Die Unterscheidung zwischen Eurosystem und ESZB bleibt 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 die EZB sicher, dass sämtliche Aufgaben der beiden Systeme entweder von ihr selbst oder von den NZBen erfüllt werden.

Jede NZB besitzt eigenständige Rechtspersönlichkeit nach dem jeweils geltenden innerstaatlichen Recht, wobei die NZBen des Euroraums integrale Bestandteile des Eurosystems sind und als solche die dem Eurosystem übertragenen Aufgaben gemäß den von den Beschlussorganen der EZB erlassenen Vorschriften ausführen. Die NZBen gestalten die Tätigkeit des Eurosystems und des ESZB durch ihre Teilnahme an den Ausschüssen des Eurosystems bzw. des ESZB aktiv mit (siehe Abschnitt 1.5 dieses Kapitels). Aufgaben, die nicht mit dem Eurosystem zusammenhängen, werden von den NZBen weiterhin in eigener Verantwortung wahrgenommen, 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. Solange noch nicht alle EU-Mitgliedstaaten den Euro eingeführt haben, fungiert der Erweiterte Rat als drittes Beschlussorgan. Die Zuständigkeiten der Beschlussorgane sind im EG-Vertrag, in der ESZB-Satzung und in den einschlägigen Geschäftsordnungen geregelt.¹ Innerhalb des Eurosystems und des ESZB ist die Entscheidungsfindung zentralisiert. Strategisch wie operativ trägt jedoch die EZB zusammen mit den NZBen des Eurogebiets – unter gebührender Berücksichtigung des in der ESZB-Satzung verankerten Grundsatzes der dezentralen Organisation – zur Erreichung der gemeinsamen Ziele bei.

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. Seine Hauptaufgaben bestehen gemäß EG-Vertrag darin,

- die Leitlinien und Entscheidungen zu erlassen, die zur Erfüllung der dem Eurosystem übertragenen Aufgaben notwendig sind, so wie

- die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets festzulegen – je nach Situation durch die Beschlussfassung über geldpolitische Zwischenziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld im ESZB, etc. – und die für ihre Ausführung notwendigen Leitlinien zu erlassen.

Der EZB-Rat tritt in der Regel zweimal im Monat am Sitz der EZB in Frankfurt am Main zusammen. In der jeweils ersten Sitzung im Monat analysiert der EZB-Rat unter anderem eingehend die monetäre und wirtschaftliche Entwicklung und fasst entsprechende Beschlüsse. Im Mittelpunkt der zweiten Sitzung im Monat stehen vorwiegend Fragen im Zusammenhang mit den übrigen Aufgaben und Verantwortungsbereichen der EZB und des Eurosystems. Im Jahr 2005 fanden zwei Sitzungen außerhalb Frankfurts statt, und zwar auf Einladung der Deutschen Bundesbank in Berlin und der Bank von Griechenland in Athen.

Bei der Beschlussfassung in geldpolitischen Angelegenheiten und in anderen Aufgabenbereichen der EZB und des Eurosystems agieren die Mitglieder des EZB-Rats nicht als Vertreter ihres jeweiligen Landes, sondern eigenständig und unabhängig. Dies zeigt sich auch an dem Grundsatz, dass jedes Mitglied im EZB-Rat über eine gleichberechtigte Stimme verfügt („ein Mitglied – eine Stimme“).

¹ Zur Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank siehe Beschluss der EZB vom 19. Februar 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/2), ABl. L 80 vom 18.3.2004, S. 33; Beschluss der EZB vom 17. Juni 2004 zur Verabschiedung der Geschäftsordnung des Erweiterten Rates der EZB (EZB/2004/12), ABl. L 230 vom 30.6.2004, S. 61; und Beschluss der EZB vom 12. Oktober 1999 hinsichtlich der Geschäftsordnung des Direktoriums der Europäischen Zentralbank (EZB/1999/7), ABl. L 314 vom 8.12.1999, S. 34. Alle angeführten Beschlüsse sind auch auf der Website der EZB abrufbar.

DER EZB-RAT



Hintere Reihe

(von links nach rechts):

Lorenzo Bini Smaghi,
Klaus Liebscher, Axel A. Weber,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing

Mittlere Reihe

(von links nach rechts):

Jaime Caruana, Vítor Constâncio,
Erkki Liikanen, Antonio Fazio,
John Hurley, Guy Quaden

Vordere Reihe

(von links nach rechts):

Nicholas C. Garganas, Yves Mersch,
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Lucas D. Papademos,
Jean-Claude Trichet, Nout Wellink,
Christian Noyer

Jean-Claude Trichet

Präsident der EZB

Lucas D. Papademos

Vizepräsident der EZB

Lorenzo Bini Smaghi (seit 1. Juni 2005)

Mitglied des Direktoriums der EZB

Jaime Caruana

Präsident, Banco de España

Vítor Constâncio

Präsident, Banco de Portugal

Vincenzo Desario

(vom 20. Dezember 2005 bis 15. Januar 2006)

Amtierender Präsident, Banca d'Italia

Mario Draghi (seit 16. Januar 2006)

Präsident, Banca d'Italia

Antonio Fazio (bis 19. Dezember 2005)

Präsident, Banca d'Italia

Nicholas C. Garganas

Präsident, Bank von Griechenland

José Manuel González-Páramo

Mitglied des Direktoriums der EZB

John Hurley

Präsident, Central Bank and Financial
Services Authority of Ireland

Otmar Issing

Mitglied des Direktoriums der EZB

Klaus Liebscher

Gouverneur, Oesterreichische
Nationalbank

Erkki Liikanen

Präsident, Suomen Pankki – Finlands Bank

Yves Mersch

Präsident, Banque centrale du Luxembourg

Christian Noyer

Präsident, Banque de France

Tommaso Padoa-Schioppa (bis 31. Mai 2005)

Mitglied des Direktoriums der EZB

Guy Quaden

Gouverneur, Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique

Gertrude Tumpel-Gugerell

Mitglied des Direktoriums der EZB

Axel A. Weber

Präsident, Deutsche Bundesbank

Nout Wellink

Präsident, De Nederlandsche Bank

1.3 DAS DIREKTORIUM

Dem Direktorium gehören der Präsident und der Vizepräsident der EZB sowie vier weitere Mitglieder an, deren Ernennung einvernehmlich durch die Staats- und Regierungschefs der Länder des Euroraums erfolgt. Das Direktorium tritt in der Regel einmal wöchentlich zusammen und ist insbesondere verantwortlich für:

- die Vorbereitung der EZB-Ratssitzungen,
- die Durchführung der Geldpolitik im Euroraum gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rats sowie die Erteilung

der erforderlichen Weisungen an die NZBen des Euroraums,

- die Führung der laufenden Geschäfte der EZB, und
- die Ausübung bestimmter vom EZB-Rat übertragener Befugnisse, einschließlich einiger Befugnisse normativer Art.

Der Management-Ausschuss, dem ein Mitglied des Direktoriums vorsitzt, steht dem Direktorium bei der Verwaltung der EZB, der Geschäftsplanung und beim jährlichen Haushaltsverfahren beratend und unterstützend zur Seite.

Hintere Reihe
(von links nach rechts):
Lorenzo Bini Smaghi,
José Manuel González-Páramo,
Otmar Issing
Vordere Reihe
(von links nach rechts):
Gertrude Tumpel-Gugerell,
Jean-Claude Trichet (Präsident),
Lucas D. Papademos
(Vizepräsident)



Jean-Claude Trichet

Präsident der EZB

Lucas D. Papademos

Vizepräsident der EZB

Lorenzo Bini Smaghi (seit 1. Juni 2005)

Mitglied des Direktoriums der EZB

José Manuel González-Páramo

Mitglied des Direktoriums der EZB

Otmar Issing

Mitglied des Direktoriums der EZB

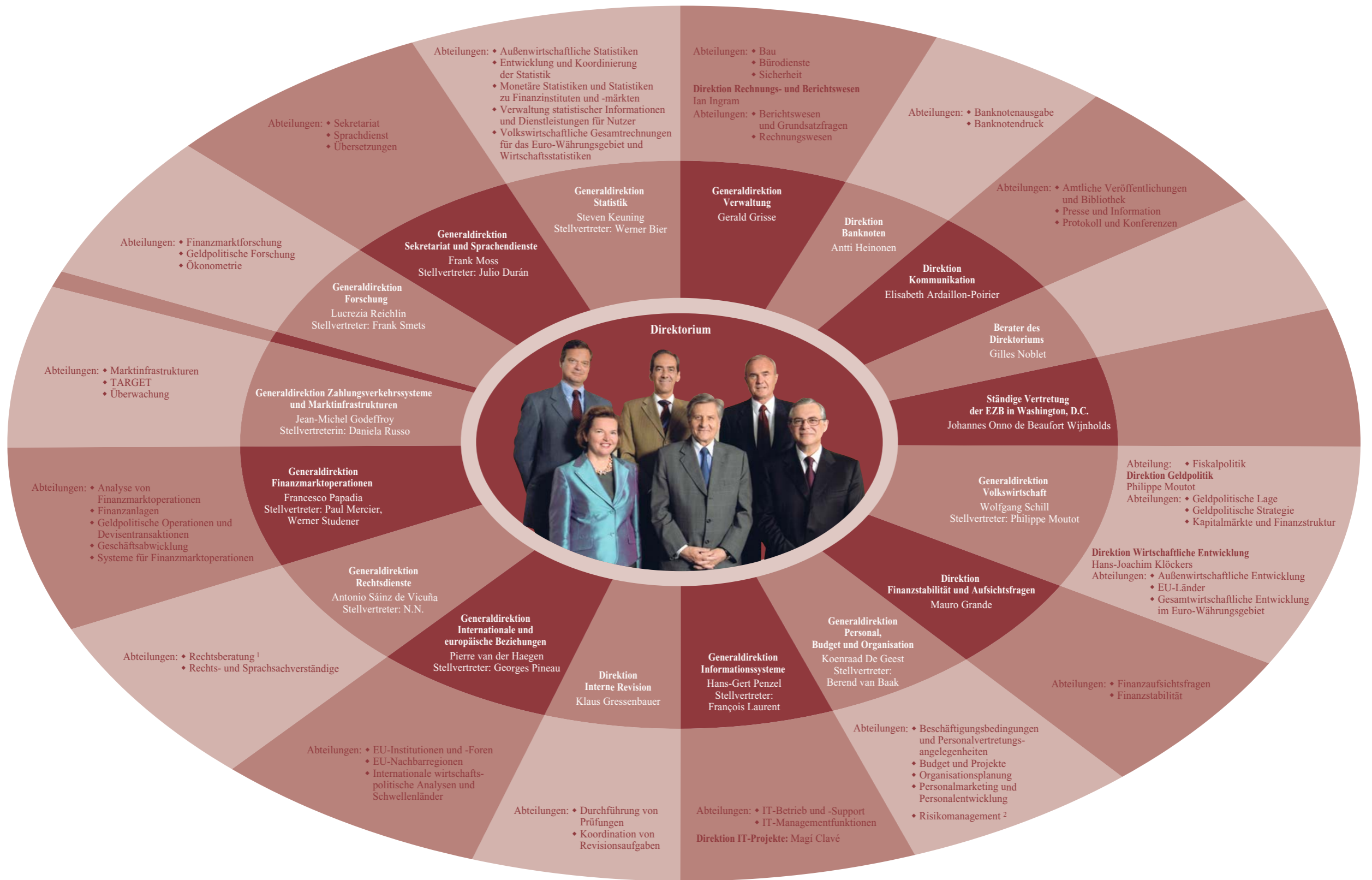
Tommaso Padoa-Schioppa

(bis 31. Mai 2005)

Mitglied des Direktoriums der EZB

Gertrude Tumpel-Gugerell

Mitglied des Direktoriums der EZB



Direktorium

Hintere Reihe (von links nach rechts): Lorenzo Bini Smaghi, José Manuel González-Páramo, Otmar Issing

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

¹ Einschließlich Datenschutzfunktion.

² Die Abteilung ist unmittelbar dem Direktorium unterstellt.

1.4 DER ERWEITERTE RAT

Der Erweiterte Rat besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der NZBen aller EU-Mitgliedstaaten. Er nimmt vorwiegend jene Aufgaben wahr, mit denen ursprünglich das Europäische Währungsinstitut betraut war und die aufgrund der Tatsache, dass der Euro noch nicht von allen EU-Mitgliedstaaten eingeführt wurde, von der EZB weiterhin zu erfüllen sind. Im Berichtsjahr trat der Erweiterte Rat viermal zusammen. Im März 2005 beschloss der Erweiterte Rat, die Zentralbankpräsidenten Bulga-

riens und Rumäniens ab dem Zeitpunkt der Unterzeichnung des Beitrittsvertrags als Beobachter zu den Sitzungen des Erweiterten Rats einzuladen. Dieser Beschluss wurde in Anlehnung an die Vorgehensweise gefasst, die 2003 gegenüber den zehn Zentralbanken der damals beitretenden Staaten praktiziert wurde, und soll die Zusammenarbeit mit der bulgarischen und der rumänischen Zentralbank im Hinblick auf ihren Beitritt zum ESZB stärken. Am 16. Juni 2005 nahmen die Zentralbankpräsidenten Bulgariens und Rumäniens erstmals als Beobachter an einer Sitzung des Erweiterten Rats teil.



Hintere Reihe

(von links nach rechts):

Andres Lipstok, Erkki Liikanen, Ilmārs Rimšēvičs, Lars Heikensten, Zdeněk Tůma, Axel A. Weber, Reinoldijus Šarkinas, Mitja Gaspari

Mittlere Reihe

(von links nach rechts):

Nicholas C. Garganas, Jaime Caruana, Leszek Balcerowicz, Vítor Constâncio, Klaus Liebscher, Antonio Fazio, John Hurley, Zsigmond Járαι

Vordere Reihe

(von links nach rechts):

Yves Mersch, Bodil Nyboe Andersen, Christodoulos Christodoulou, Lucas D. Papademos, Jean-Claude Trichet, Michael C. Bonello, Nout Wellink, Christian Noyer, Guy Quaden
Anmerkung: Mervyn King und Ivan Šramko nahmen nicht an der Sitzung teil, bei der dieses Foto gemacht wurde.

Jean-Claude Trichet Präsident der EZB
Lucas D. Papademos Vizepräsident der EZB
Bodil Nyboe Andersen (bis 31. Oktober 2005)
Präsidentin, Danmarks Nationalbank
Leszek Balcerowicz
Präsident, Narodowy Bank Polski
Nils Bernstein (seit 1. November 2005)
Präsident, Danmarks Nationalbank
Michael C. Bonello
Präsident, Bank Ċentrali ta' Malta/
Central Bank of Malta
Jaime Caruana Präsident, Banco de España
Christodoulos Christodoulou
Präsident, Zentralbank von Zypern
Vítor Constâncio
Präsident, Banco de Portugal
Vincenzo Desario
(vom 20. Dezember 2005 bis 15. Januar 2006)
Amtierender Präsident, Banca d'Italia
Mario Draghi (seit 16. Januar 2006)
Präsident, Banca d'Italia
Antonio Fazio (bis 19. Dezember 2005)
Präsident, Banca d'Italia
Nicholas C. Garganas
Präsident, Bank von Griechenland
Mitja Gaspari Präsident, Banka Slovenije
Lars Heikensten (bis 31. Dezember 2005)
Präsident, Sveriges Riksbank

John Hurley Präsident, Central Bank and
Financial Services Authority of Ireland
Stefan Ingves (seit 1. Januar 2006)
Präsident, Sveriges Riksbank
Zsigmond Járαι Präsident, Magyar Nemzeti Bank
Mervyn King Präsident, Bank of England
Vahur Kraft (bis 6. Juni 2005)
Präsident, Eesti Pank
Klaus Liebscher
Gouverneur, Oesterreichische Nationalbank
Erkki Liikanen
Präsident, Suomen Pankki – Finlands Bank
Andres Lipstok (seit 7. Juni 2005)
Präsident, Eesti Pank
Yves Mersch
Präsident, Banque centrale du Luxembourg
Christian Noyer Präsident, Banque de France
Guy Quaden
Gouverneur, Nationale Bank van België/
Banque Nationale de Belgique
Ilmārs Rimšēvičs Präsident, Latvijas Banka
Reinoldijus Šarkinas
Vorsitzender des Direktoriums, Lietuvos bankas
Ivan Šramko Präsident, Národná banka Slovenska
Zdeněk Tůma Präsident, Česká národní banka
Axel A. Weber Präsident, Deutsche Bundesbank
Nout Wellink Präsident, De Nederlandsche Bank

I.5 AUSSCHÜSSE DES EUROSISTEMS/ESZB, HAUSHALTAUSSCHUSS UND PERSONALLEITERKONFERENZ



Die Ausschüsse des Eurosystems bzw. des ESZB unterstützten die Beschlussorgane der EZB bei der Erfüllung ihrer Aufgaben auch im Berichtsjahr maßgeblich. Die Ausschüsse wurden vom EZB-Rat und vom Direktorium in ihrem jeweiligen Zuständigkeitsbereich mit der Bearbeitung bestimmter Fragen betraut und trugen durch ihre Expertise zur Entscheidungsfindung bei. Im Regelfall ist die Mitgliedschaft in den Ausschüssen auf Mitarbeiter der Zentralbanken des Eurosystems beschränkt. Wenn jedoch Themen aus dem Zuständigkeitsbereich des Erweiterten Rats erörtert werden, entsenden auch die NZBen jener Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, Vertreter in die Ausschusssitzungen. Gegebenenfalls können auch andere zuständige Gremien – wie im Fall des Ausschusses für Bankenaufsicht etwa Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden – zur Teilnahme eingeladen werden. Analog zur Entscheidung, die Sitzungen des Erweiterten Rats für die Zentralbankpräsi-

denten der beitretenden Länder zu öffnen, werden Experten der Zentralbanken Bulgariens und Rumäniens seit der Unterzeichnung des Beitrittsvertrags im April 2005 als Beobachter zu den Sitzungen der ESZB-Ausschüsse eingeladen, wenn diese sich mit Themen aus dem Zuständigkeitsbereich des Erweiterten Rats befassen. Derzeit gibt es zwölf Ausschüsse des Eurosystems bzw. des ESZB, die alle gemäß Artikel 9 der EZB-Geschäftsordnung eingerichtet wurden.

In Budgetfragen steht dem EZB-Rat der gemäß Artikel 15 der EZB-Geschäftsordnung eingerichtete Haushaltsausschuss zur Seite.

Im November 2005 rief der EZB-Rat gemäß Artikel 9a der EZB-Geschäftsordnung eine Personalleiterkonferenz (Human Resources Conference) ins Leben (siehe Abschnitt 2 dieses Kapitels).

1.6 CORPORATE GOVERNANCE

Im Sinn einer verantwortungsvollen Unternehmensführung hat die EZB eine Reihe externer und interner Kontrollinstanzen eingerichtet und auch den Zugang der Öffentlichkeit zu EZB-Dokumenten genau geregelt.

EXTERNE KONTROLLINSTANZEN

Die ESZB-Satzung sieht zwei externe Instanzen vor: einen unabhängigen Rechnungsprüfer², der den Jahresabschluss der EZB prüft (Artikel 27.1 ESZB-Satzung), und den Europäischen Rechnungshof, der die Effizienz der Verwaltung der EZB prüft (Artikel 27.2). Der jährliche Bericht des Europäischen Rechnungshofs wird zusammen mit der Antwort der EZB im Amtsblatt der Europäischen Union und auf der Website der EZB veröffentlicht.

Um die Unabhängigkeit der externen Rechnungsprüfer der EZB bestmöglich sicherzustellen, verfügte der EZB-Rat im August 2002 die Einführung eines Rotationsprinzips für deren Bestellung; das Bestellungsverfahren wurde entsprechend geändert.

INTERNE KONTROLLINSTANZEN

Die interne Kontrollstruktur der EZB basiert auf der Eigenverantwortung jeder Organisationseinheit (Abteilung, Direktion, Generaldirektion) für interne Kontrolle und Effizienz. Daher setzt jede Organisationseinheit eigenständig die erforderlichen Kontrollmaßnahmen um und definiert das angemessene Sicherheitsniveau. So soll etwa der Fluss von Insiderinformationen zwischen den für geldpolitische Maßnahmen zuständigen Bereichen und jenen, die für die Verwaltung der Währungsreserven und Eigenmittel der EZB Verantwortung tragen, durch eine Reihe von Regeln und Verfahren („Chinese Wall“) unterbunden werden. Außerdem fungieren einzelne Abteilungen in der Generaldirektion Personal, Budget und Organisation als übergeordnete Überwachungsinstanzen, die auch Vorschläge zur EZB-weiten Verbesserung der Effektivität von Risikoidentifikation, -bewertung und -minderung einbringen.

Darüber hinaus führt die Direktion Interne Revision im Auftrag des Direktoriums – unabhängig von den internen Kontrollsystemen und der Risikoüberwachung der EZB – Prüfungen durch. Gemäß ihrem Mandat (festgelegt in der „ECB Audit Charter“)³ beurteilt die interne Revision von Fall zu Fall die Angemessenheit und Effizienz der EZB-internen Kontrollsysteme sowie die Qualität, mit der die EZB die ihr übertragenen Aufgaben durchführt. Die interne Revision der EZB befolgt die vom Institute of Internal Auditors festgelegten „International Standards for the Professional Practice of Internal Auditing“.

Der Ausschuss der internen Revision (Internal Auditors Committee) des Eurosystems bzw. des ESZB, der sich aus den Leitern der für die Innenrevision zuständigen Abteilungen der EZB und der NZBen zusammensetzt, koordiniert die Revision gemeinsamer Projekte und operativer Systeme auf Eurosystem- bzw. ESZB-Ebene.

In der EZB gelten zwei Verhaltenskodizes: Der Verhaltenskodex für den EZB-Rat trägt der Verantwortung aller Ratsmitglieder Rechnung, die Integrität und das Ansehen des Eurosystems zu wahren sowie die Effektivität der Aufgabenerfüllung zu gewährleisten.⁴ Der Kodex dient den Mitgliedern des EZB-Rats und ihren Stellvertretern als Richtschnur bei der Ausübung ihrer jeweiligen Funktion und legt berufsethische Standards fest. Zusätzliche Orientierungshilfen kann ein eigens vom EZB-Rat für derartige Fragen eingesetzter Berater bieten. Der zweite Verhaltenskodex legt für Mitarbeiter und Direktoriumsmitglieder Richtlinien und Maßstäbe für ein verantwortungsbewusstes Verhalten am

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 in der EZB gültigen Revisionsbestimmungen transparenter zu machen, wurde 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.

Arbeitsplatz fest.⁵ Im Sinne dieses Kodex ist es EZB-Mitarbeitern und Direktoriumsmitgliedern untersagt, Insiderinformationen auszunutzen, indem sie entweder auf eigenes Risiko und eigene Rechnung oder auf Risiko und Rechnung Dritter private Finanzgeschäfte tätigen.⁶ Ein vom Direktorium ernannter Berater in ethischen Angelegenheiten stellt die einheitliche Auslegung dieser Vorschriften sicher.

MASSNAHMEN ZUR BETRUGSBEKÄMPFUNG

Im Jahr 1999 wurde vom Europäischen Parlament und dem Europäischen Rat eine Verordnung⁷ verabschiedet, die ein schärferes Vorgehen gegen Betrug, Korruption und sonstige rechtswidrige Handlungen zum Nachteil der finanziellen Interessen der Gemeinschaften ermöglichen soll. Die Verordnung sieht u. a. in vermuteten Fällen von Betrug interne Untersuchungen durch das Europäische Amt für Betrugsbekämpfung (OLAF) innerhalb der Organe, Einrichtungen, Ämter und Agenturen der Gemeinschaft vor.

Die Durchführung von Untersuchungen ist OLAF-Vertretern durch entsprechende Beschlüsse der von der Verordnung betroffenen Stellen zu ermöglichen. Der EZB-Rat fasste einen diesbezüglichen Beschluss⁸ im Juni 2004, der am 1. Juli 2004 in Kraft trat.

ZUGANG DER ÖFFENTLICHKEIT ZU DOKUMENTEN DER EZB

Der von der EZB im März 2004 gefasste Beschluss über den Zugang der Öffentlichkeit zu Dokumenten der EZB⁹ stimmt mit den entsprechenden Zielsetzungen und Standards anderer Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft überein. Er soll einerseits die Transparenz erhöhen, andererseits trägt er gleichzeitig der Unabhängigkeit der EZB und der NZBen Rechnung und stellt die Vertraulichkeit bestimmter, speziell die Erfüllung der Aufgaben der EZB betreffender, Angelegenheiten sicher.

Diesbezügliche Anträge auf Zugang zu EZB-Dokumenten waren im Berichtsjahr weiterhin nicht sehr zahlreich.

- 5 Siehe Verhaltenskodex der Europäischen Zentralbank gemäß Artikel 1.3 der Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank, ABl. C 76 vom 8.3.2001, S. 12 und EZB-Website.
- 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*, Slg. 2003, I-7147 erlassen.
- 9 ABl. L 80 vom 18.3.2004, S. 42.

2 ORGANISATORISCHES

2.1 PERSONAL

PERSONALSTAND

Für das Jahr 2005 hatte die EZB 1 369,5 Planstellen (Vollzeitäquivalente) eingerichtet, verglichen mit 1 362,5 Planstellen im Jahr 2004. Tatsächlich beschäftigt (d.h. fest angestellt bzw. mindestens ein Jahr befristet angestellt) waren Ende 2005 insgesamt 1 360 Mitarbeiter im Ausmaß von 1 351 Vollzeitstellen.¹⁰ Seit dem 15. Mai 2005 können sich auch Staatsangehörige der zwei beitretenden Staaten Bulgarien und Rumänien bei der EZB bewerben. Im Fall einer externen Neubesetzung von festen Stellen wurden 2005 prinzipiell Dreijahresverträge bzw. auf Management- und Referentenebene Fünfjahresverträge vergeben.

Zur Vertretung von EZB-Mitarbeitern, die beispielsweise Mutterschutz, Elternzeit oder unbezahlten Urlaub in Anspruch nahmen, wurden im Berichtsjahr 106 Mitarbeiter befristet mit Verträgen von unter einem Jahr aufgenommen, verglichen mit 123 im Jahr 2004.

Im Sinne eines organisatorischen Grundsatzes des Eurosystems („Der Austausch von Personal, Wissen und Erfahrung wird durch alle Mitglieder und zwischen allen Mitgliedern des Eurosystems gefördert.“) stellte die EZB im Berichtsjahr temporär für drei bis elf Monate auch 80 Notenbankexperten aus dem ESZB sowie Fachkräfte der bulgarischen und der rumänischen Zentralbank ein. Diese Kurzzeitverträge ermöglichten einen sehr wertvollen Erfahrungsaustausch zwischen den Mitarbeitern der EZB und der NZBen und trugen so zur Stärkung des Teamgeistes im ESZB bei. Diese Form der Zusammenarbeit war auch im Hinblick auf die nächste EU-Erweiterung und die künftige Einbindung der bulgarischen und der rumänischen Zentralbank ein Gewinn.

Im Jahr 2005 ermöglichte die EZB 158 Studierenden und Absolventen der Studienrichtungen Volkswirtschaftslehre (VWL), Statistik, Betriebswirtschaftslehre, Rechtswissenschaft und Translationswissenschaft ein Praktikum. Zehn dieser Praktikantenstellen wurden im Rahmen

des Graduate Research Programme vergeben, das die EZB zur Förderung von Forschungsprojekten hochbegabter VWL-Doktoranden eingerichtet hat.

Im Rahmen des Research Visitor Programme, mit dem Forschungsprojekte renommierter Wissenschaftler zu speziellen geldpolitischen Fragen gefördert werden, waren im Berichtsjahr 19 Gastforscher bei der EZB tätig, verglichen mit 18 im Jahr 2004.

Im Jahr 2006 wird ein Graduate Programme anlaufen, das für herausragende Jungabsolventen aus unterschiedlichen einschlägigen Studienrichtungen konzipiert ist. Für das Auswahlverfahren können sich Interessierte seit 2005 registrieren.

INTERNE MOBILITÄT

Die Mitarbeiter der EZB haben die Möglichkeit, bankintern ihren beruflichen Horizont zu erweitern, was der EZB durch den damit zusammenhängenden Erfahrungsaustausch zwischen einzelnen Geschäftsbereichen Synergiegewinne bringt. Die interne Mobilität wird durch interne Stellenausschreibungen gefördert, bei denen stärker als bisher auf möglichst breit gefächerte Kompetenzen Wert gelegt wird. Außerdem forciert die EZB den internen Mitarbeiteraustausch bzw. können EZB-Mitarbeiter zur Vertretung abwesender Kollegen befristet neue Aufgaben übernehmen. Im Jahr 2005 wechselten mehr als 100 Mitarbeiter intern auf andere Stellen.

EXTERNE MOBILITÄT

Die EZB entsandte auch im Berichtsjahr – für einen Zeitraum von zwei bis zwölf Monaten – Mitarbeiter zu NZBen und anderen einschlägigen europäischen und internationalen Institutionen (etwa zur Europäischen Kommission und zum IWF). Das Entsendungsprogramm zur Erlangung externer Berufserfahrung nutzten insgesamt 15 Mitarbeiter. Weitere 14 Mitarbeiter

¹⁰ Zum Vergleich: Ende 2004 waren bei der EZB unbefristet oder mindestens ein Jahr befristet 1 314 Mitarbeiter im Ausmaß von 1 309 Vollzeitstellen beschäftigt.

ließen sich für den vorübergehenden Wechsel zu einer NZB oder anderen infrage kommenden Finanzorganisationen bis zu drei Jahre beurlauben.

STÄRKUNG DES HUMANKAPITALS

Die Umsetzung der im Jahr 2004 neu ausgerichteten Personalstrategie wurde auch 2005 fortgesetzt. Da zu den Schwerpunkten dieser Strategie neben der Mobilitätsförderung (bis zur Managementebene) vor allem auch die Führungskräfteentwicklung zählt, wurden die Management- und Führungskompetenzen mit Schulungen und individuellem Coaching weiter gestärkt. Außerdem müssen sich die Führungskräfte jährlich einem Multi-Source-Feedback-Prozess stellen, also einer Bewertung durch relevante Mitarbeiter, deren Ergebnisse auch in die jährliche Führungskräftebeurteilung einfließen. Ferner wurde das Advanced-Management-Weiterbildungsprogramm um Komponenten der Leistungssteuerung von Mitarbeitern und des Veränderungsmanagements erweitert.

Darüber hinaus wurde die Personalpolitik verstärkt auf die 2004 erarbeiteten sechs Grundwerte der EZB (Kompetenz, Effizienz und Effektivität, Integrität, Teamgeist, Transparenz und Rechenschaftspflicht sowie die Arbeit für Europa) ausgerichtet. Zur strukturellen Verankerung der Werte im Berufsalltag wurden die Erarbeitung konkreter Verhaltensvorgaben und Maßnahmen sowie die explizite Berücksichtigung der Werte bei der Mitarbeiterbeurteilung forciert.

Besonderes Augenmerk wird in der Personalstrategie der EZB auf die laufende Aus- und Weiterbildung gelegt, wobei alle Beteiligten für eine erfolgreiche Umsetzung verantwortlich sind. Die EZB finanziert und organisiert die Personalentwicklungsmaßnahmen, die Führungskräfte definieren den Weiterbildungsbedarf zur Sicherstellung des für die einzelnen Stellen erforderlichen hohen Kompetenz- und Qualifikationsniveaus, und von den Mitarbeitern wird erwartet, dass sie das Angebot engagiert nutzen. Neben dem umfangreichen internen Weiterbildungsangebot können Mitarbeiter



und Führungskräfte auch externe Möglichkeiten nutzen, um einen darüber hinausgehenden individuellen fachspezifischen Trainingsbedarf zu decken. Außerdem stehen ihnen auch die Programme, die gemeinsam im Rahmen des EZSB oder von einzelnen NZBen organisiert werden, offen.

Im Rahmen der Secondary Training Policy ermöglichte die EZB im Berichtsjahr 19 Mitarbeitern die Qualifizierung für Aufgaben, die über das Anforderungsprofil ihrer derzeitigen Position hinausgehen.

EINSETZUNG EINER PERSONALLEITERKONFERENZ UND KONKRETISIERUNG DES EUROSISTEM-LEITBILDS

Zur weiteren Stärkung der personalpolitischen Kooperation und des Teamgeists im Eurosystem/ESZB setzte der EZB-Rat eine Personalleiterkonferenz ein und gab so der bereits etablierten Zusammenarbeit zwischen den Personalleitern der NZBen innerhalb der EU einen institutionellen Rahmen. Die Personalleiterkonferenz wurde (in Anerkennung der Personalhoheit der NZBen und der EZB) mit einem Mandat für den Erfahrungs- und Informationsaustausch zu relevanten Fragen der Personalwirtschaft und -politik ausgestattet. Im Rahmen der Personalleiterkonferenz sollen u. a. Möglichkeiten für gemeinsame Fortbildungsaktivitäten und Maßnahmen zur Förderung des Personalaustausches ausgelotet und personalpolitische Aktivitäten von gemeinsamem Interesse koordiniert werden.

Am 1. September 2005 beschloss der EZB-Rat eine Reihe von Maßnahmen zur Konkretisierung des im Januar veröffentlichten Leitbilds des Eurosystems. Mit der Umsetzung der beschlossenen Maßnahmen wurden anschließend die Personalleiterkonferenz und der Ausschuss für Öffentlichkeitsarbeit des Eurosystems/

ESZB beauftragt. Die Gestaltung des Berufsalltags im Sinne des Leitbilds des Eurosystems wird ein längerfristiger Prozess sein.

DIVERSITÄTSMANAGEMENT

Das Anliegen des Diversitätsmanagements ist es, ein produktives und von Respekt geprägtes Arbeitsumfeld zu schaffen, in dem alle Mitarbeiter ihre unterschiedlichen Fähigkeiten im Interesse der Erreichung der Unternehmensziele voll einbringen können. Da die EZB Mitarbeiter aus allen 25 EU-Mitgliedstaaten und den zwei beitretenden Ländern beschäftigt, hat Diversitätsmanagement hier einen besonders hohen Stellenwert. Folglich werden individuelle Fähigkeiten im Berufsalltag berücksichtigt und bewusst genutzt, um das für die Erfüllung der Aufgaben der EZB erforderliche hohe Leistungsniveau zu erzielen. Der Ausbau einer generellen Diversitätsstrategie und von Anti-Diskriminierungs-Richtlinien („Dignity at Work“) sowie eines entsprechenden Monitoringkonzepts wurde im Jahr 2005 vorangetrieben.

2.2 EFFEKTIVITÄT UND EFFIZIENZ DER EZB AUF DEM PRÜFSTAND

Als öffentlich-rechtliche Institution bekennt sich die EZB zu dem Auftrag, optimale Leistungen so kostengünstig wie möglich zu erbringen, was mit einer Reihe interner und externer Kontrollmechanismen auch laufend überprüft wird. Ergänzend dazu beschloss die EZB im Jahr 2005, ihre Tätigkeit unter aktiver Einbindung von Management und Mitarbeitern nach den Regeln des Zero-Based Budgeting auf Effizienz und Effektivität zu durchleuchten – also alle Aktivitäten nach einer umfassenden Leistungserhebung unter dem Effizienz- und Effektivitätsaspekt zu untersuchen und komplett neu zu konzipieren.

Auf Basis der Analyseergebnisse verfügte das Direktorium zahlreiche Stelleneinsparungen, ohne aber Mitarbeiter abzubauen. Während der Sondierungsphase für Möglichkeiten, wie die betroffenen Mitarbeiter im Unternehmen neu eingesetzt werden könnten, galt 2005 ein mehr-

monatiger Aufnahmestopp. Auch organisatorisch wurden zahlreiche Neuerungen beschlossen, die einzelne Einheiten betreffen oder übergreifend Anwendung finden, darunter die zentrale Ansiedlung des Einkaufsmanagements in der Generaldirektion Verwaltung; die Zusammenlegung der Direktion Planung und Controlling mit der Direktion Personal zur neu geschaffenen Generaldirektion Personal, Budget und Organisation; die Feinabstimmung der Aufgabenverteilung zwischen der Generaldirektion Informationssysteme und anderen Einheiten der EZB im Hinblick auf IT-Anwendungen; die Konzentration der Statistikaufgaben in der Generaldirektion Statistik und der Ausbau des operativen Risikomanagements.

2.3 DER EZB-NEUBAU

Nach eingehenden Überlegungen und ausführlichen Diskussionen auf Basis der Wettbewerbskriterien für den Neubau der EZB wählte der EZB-Rat am 13. Januar 2005 das überarbeitete Entwurfskonzept der Wiener Architektengruppe COOP HIMMELB(L)AU aus, mit dem die Architekten bereits den vorangegangenen internationalen Städtebau- und Architekturwettbewerb für sich entscheiden konnten. Zugleich beschloss der EZB-Rat eine Optimierungsphase, in der die funktionellen, räumlichen und technischen Anforderungen noch einmal im Hinblick auf eine Kostenminimierung und bestmögliche Ressourcennutzung geprüft werden sollten.

Der EZB-Rat genehmigte schließlich am 15. Dezember 2005 den im Sinne der revidierten Anforderungen weiter optimierten Entwurf von COOP HIMMELB(L)AU. Das neue Konzept erfüllt sämtliche Anforderungen der EZB, wobei die Baukostenschätzungen unter dem veranschlagten Kostenrahmen von 500 Mio € liegen. Zu den Baukosten zählen die eigentlichen Kosten für die Baukonstruktion, für Gebäudetechnik und Landschaftsgestaltung sowie die Kosten für nutzerspezifische Einrichtungen, die die EZB als eine moderne Zentralbank benötigt. Die Baukosten wiederum ergeben mit allen Projektnebenkosten den Gesamtinvestitionsrahmen.



Die Projektnebenkosten beinhalten insbesondere die Kosten für den Erwerb des Baugrunds rund um die Großmarkthalle, die Baugrunderschließung, die gesamten Planungskosten sowie alle sonstigen Kosten wie Baugenehmigungsgebühren und den Aufwand für Gebäudeausstattung und IT-Infrastruktur. Diese Kosten belaufen sich auf schätzungsweise 350 Mio €, wobei rund 80 Mio € für den Baugrund und dessen Erschließung sowie für den Architekturwettbewerb bereits investiert wurden. Die gesamten Investitionskosten, also die Baukosten und alle Projektnebenkosten, summieren sich somit auf geschätzte 850 Mio €. Alle Kostenschätzungen beruhen auf einschlägigen und anerkannten Methoden und auf dem Preisniveau von 2005.

Während der Optimierungsphase ergaben sich mehrere Veränderungen des Entwurfs. Erstens wurde mit einem neuen, diagonal in die Großmarkthalle eingestellten Baukörper ein Verbindungstrakt zu den Bürotürmen geschaffen, der zugleich den Nordeingang der EZB definiert. Zweitens wurde die Nutzung der Großmarkthalle intensiviert und die Sichtbarkeit der Großmarkthalle vom Südufer des Mains aus verbessert. Unverändert blieben das architektonische

Erscheinungsbild und die Bürofunktion der Türme.

Am 15. Dezember 2005 beschloss der EZB-Rat den Start der Planungsphase. Die Planungen werden im März 2006 beginnen; in weiterer Folge sollen die Bauarbeiten gegen Ende 2007 aufgenommen und Ende 2011 abgeschlossen werden.

Zuletzt wurde vom EZB-Rat das Konzept für Management, Organisation, Controlling und Revision in der Planungsphase des EZB-Bauprojekts (Beschaffung und operationelles Risikomanagement eingeschlossen) am 16. Februar 2006 genehmigt.

Eine Gedenk- und Informationsstätte zur Erinnerung an die Deportation jüdischer Bürgerinnen und Bürger aus der Großmarkthalle soll ebenfalls errichtet werden. Für dieses Projekt wird voraussichtlich im ersten Halbjahr 2006 ein internationaler Gestaltungswettbewerb ausgeschrieben werden, dessen Einzelheiten eine Arbeitsgruppe bestehend aus Vertretern der Stadt Frankfurt, der Jüdischen Gemeinde Frankfurt und der EZB erarbeitet.

3 SOZIALER DIALOG IM ESZB

Der Soziale Dialog des ESZB ist ein Konsultationsforum für EZB-Vertreter, Arbeitnehmervertreter aller Zentralbanken des ESZB sowie für Vertreter der europäischen Gewerkschaftsverbände. Ziel des Sozialen Dialogs ist es, für den entsprechenden Informationsfluss und Meinungsaustausch über Themen zu sorgen, die die Beschäftigungslage bei den NZBen des ESZB nachhaltig beeinflussen könnten.

und die stärkere Einbindung der Personalvertreter und Gewerkschaften der NZBen der zehn neuen Mitgliedsländer beschlossen wurden.

Im Rahmen des Sozialen Dialogs im ESZB fanden im Jahr 2005 drei Zusammenkünfte statt, wobei die regelmäßig diskutierten Themen Banknotenproduktion und -umlauf, Zahlungsverkehrssysteme (TARGET2) und Finanzaufsicht erörtert wurden. Neu auf der Tagesordnung stand darüber hinaus das Leitbild des Eurosystems mit seinen strategischen Leitlinien und organisatorischen Grundsätzen sowie deren Implikationen für die tägliche Arbeit der Eurosystem-Mitarbeiter.

Der EZB-Rat würdigte das Anliegen der Personalvertreter, in die Diskussionen über die weiteren Auswirkungen des Eurosystem-Leitbilds auf die Mitarbeiter eingebunden zu werden und konsultierte sie vor dem Beschluss über die ersten Umsetzungsmaßnahmen. So erging im Mai 2005 der Vorschlag an die Zentralbanken des Eurosystems, ihre Personalvertreter auf nationaler Ebene zu konsultieren. Aufbauend auf dieser Initiative stand eine Konsultation der Personalvertreter auf der Tagesordnung des darauf folgenden Sozialen Dialogs im Juli 2005. Bei diesem Treffen gaben die europäischen Gewerkschaftsorganisationen eine gemeinsame Erklärung über ihre Sichtweise zum Eurosystem-Leitbild und den darin formulierten strategischen Leitlinien und organisatorischen Grundsätzen ab.

Außerdem hielt die EZB die Personalvertreter zwischen den Treffen wie bisher mit einem Newsletter über aktuelle Entwicklungen in den oben genannten Bereichen auf dem Laufenden. Festzuhalten ist ferner, dass bei den Treffen im Jahr 2005 auch Maßnahmen zum weiteren Ausbau des Sozialen Dialogs im Rahmen des ESZB

4 JAHRESABSCHLUSS DER EZB

MANAGEMENTBERICHT

I HAUPTTÄTIGKEITEN

Auf die verschiedenen Tätigkeiten der EZB im Jahr 2005 wird in den entsprechenden Kapiteln des Jahresberichts näher eingegangen.

2 JAHRESABSCHLUSS

Gemäß Artikel 26.2 der Satzung des ESZB ist der Jahresabschluss der EZB vom Direktorium nach den vom EZB-Rat vorgegebenen Grundsätzen zu erstellen. Der Jahresabschluss wird nach erfolgter Feststellung durch den EZB-Rat veröffentlicht.

3 RÜCKSTELLUNG FÜR WECHSELKURS-, ZINSÄNDERUNGS- UND GOLDPREISRISIKEN

Da die meisten Forderungen und Verbindlichkeiten der EZB anhand der aktuellen Devisenmarktkurse und Wertpapierpreise regelmäßig neu bewertet werden, hängt das Jahresergebnis der EZB stark von der Wechselkursentwicklung und, in geringerem Maße, von der Zinsentwicklung ab. Dies betrifft in erster Linie die Bestände der EZB an Währungsreserven in US-Dollar, japanischen Yen und Gold, die überwiegend in zinstragende Instrumente investiert sind.

In Anbetracht der hohen Wechselkurs-, Zinsänderungs- und Goldpreisrisiken, denen die EZB somit ausgesetzt ist, und im Hinblick auf den Stand der Ausgleichsposten für Neubewertung hat der EZB-Rat die Bildung einer Rückstellung zur Absicherung gegen diese Risiken beschlossen. Am 31. Dezember 2005 wurde diese Rückstellung mit 992 Mio € dotiert, wodurch sich der Nettogewinn der EZB auf genau null verringerte.

Die Rückstellung dient der Abdeckung von realisierten und nicht realisierten Verlusten, insbesondere von Bewertungsverlusten, die nicht durch die Ausgleichsposten für Neubewertung gedeckt sind. Das Ausmaß der Rückstellung wird jährlich überprüft.

4 JAHRESERGEBNIS

Ohne die Bildung der Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs- und Goldpreisrisiken hätte die EZB 2005 einen Nettogewinn von 992 Mio € erzielt, im Vergleich zu einem Nettoverlust in Höhe von 1 636 Mio € im Jahr 2004.

Der Verlust im Vorjahr war im Wesentlichen auf die Aufwertung des Euro zurückzuführen, die zur erfolgswirksamen Abschreibung des Euro-Gegenwerts der US-Dollarbestände der EZB führte. Die durchschnittlichen Anschaffungskosten der US-Dollar-Positionen wurden ebenfalls auf Basis des Wechselkurses zum Jahresultimo berichtigt.

Die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und gegenüber Gold führte 2005 zu einer erheblichen Erhöhung der entsprechenden Ausgleichsposten aus Neubewertung, blieb jedoch ohne Auswirkung auf die Gewinn- und Verlustrechnung. Die harmonisierten Rechnungslegungsgrundsätze für die EZB und das Eurosystem, die in den Erläuterungen zum Jahresabschluss beschrieben sind, beruhen vorrangig 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 sind jedoch buchmäßige Verluste am Jahresende in der Gewinn- und Verlustrechnung aufwandswirksam zu erfassen.

Die Zunahme des Nettozinsetrags im Jahr 2005 war hauptsächlich auf die nach dem 2004 historisch niedrigen Zinsniveau für Anlagen in Euro und in Fremdwährung erneut steigenden US-Dollar-Zinsen zurückzuführen. Der Nettozinsetrags beinhaltet den Seigniorage-Gewinn der EZB aus ihrem Anteil am Euro-Banknotenlauf in Höhe von 868 Mio €.

Die gesamten Sachaufwendungen der EZB, einschließlich Abschreibungen, sanken um 7 %

von 374 Mio € im Jahr 2004 auf 348 Mio € im Jahr 2005.

Die Personalaufwendungen nahmen in erster Linie aufgrund einer geänderten Behandlung von versicherungsmathematischen Nettogewinnen/-verlusten im Zusammenhang mit dem EZB-Pensionsplan und sonstigen Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses ab. Die deutlich höheren Pensionsaufwendungen im Vorjahr erklären sich damit, dass die versicherungsmathematischen Nettoverluste in Höhe von 23,7 Mio € im Geschäftsjahr 2004 zur Gänze im Aufwand ausgewiesen wurden. Ab 2005 sind versicherungsmathematische Nettogewinne und -verluste, die eine festgelegte Grenze überschreiten, über die erwartete mittlere Restlebensarbeitszeit der Mitglieder des Pensionsplans abzuschreiben.

Der daraus resultierende Rückgang der Personalaufwendungen wurde jedoch zum Teil durch gestiegene Gehaltszahlungen aufgrund des höheren Personalstands ausgeglichen.

Auch die sonstigen Sachaufwendungen gingen vor allem aufgrund von niedrigeren Beraterhonoraren und sonstigen Honoraren zurück.

Die Bezüge der Direktoriumsmitglieder beliefen sich 2005 wie im Vorjahr auf insgesamt 2,1 Mio €.

5 INVESTITIONSTÄTIGKEIT UND RISIKOMANAGEMENT

Das Währungsreserveportfolio der EZB besteht aus den Währungsreserven, die ihr gemäß Artikel 30 der Satzung des ESZB von den NZBen des Eurosystems übertragen wurden, und den damit erzielten Einkünften. Diese Bestände dienen der Finanzierung der Fremdwährungsgeschäfte der EZB zu den im EG-Vertrag dargelegten Zwecken.

Das Eigenmittelportfolio der EZB besteht aus ihrem eingezahlten Kapital, der Allgemeinen Reserve und den in der Vergangenheit aus die-

sem Portfolio kumulierten Einkünften. Sein Zweck besteht darin, die EZB mit Reserven zum Ausgleich möglicher Verluste auszustatten.

Die Investitionstätigkeit der EZB und ihr diesbezügliches Risikomanagement sind in Kapitel 2 des Jahresberichts näher beschrieben.

6 CORPORATE GOVERNANCE BEI DER EZB

Kapitel 7 des Jahresberichts enthält Angaben zur Unternehmensführung und -kontrolle der EZB.

7 BESCHÄFTIGTE

Die durchschnittliche Anzahl der Beschäftigten der EZB belief sich im Jahr 2004 auf 1 261 und stieg 2005 auf 1 331. Weitere Angaben hierzu finden sich in den Erläuterungen zur Gewinn- und Verlustrechnung sowie in Kapitel 7 (Abschnitt 2), in dem auch auf die Personalstrategie der EZB eingegangen wird.

BILANZ ZUM 31. DEZEMBER 2005

AKTIVA	ERLÄUTERUNG NR.	2005 (in €)	2004 (in €)
Gold und Goldforderungen	1	10 064 527 857	7 928 308 842
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	2		
Forderungen an den IWF		170 162 349	163 794 845
Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva		31 062 557 242	26 938 993 980
		31 232 719 591	27 102 788 825
Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	2	2 908 815 389	2 552 016 565
Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	3		
Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite		13 416 711	87 660 507
Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	4	25 000	25 000
Intra-Eurosystem-Forderungen	5		
Forderungen aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems		45 216 783 810	40 100 852 165
Sonstige Intra-Eurosystem-Forderungen (netto)		5 147 038 409	3 410 918 324
		50 363 822 219	43 511 770 489
Sonstige Aktiva	6		
Sachanlagen		175 237 902	187 318 304
Sonstiges Finanzanlagevermögen		6 888 490 580	6 308 075 905
Aktive Rechnungsabgrenzungsposten		1 091 945 157	770 894 480
Sonstiges		4 397 807	6 933 022
		8 160 071 446	7 273 221 711
Bilanzverlust		0	1 636 028 702
Aktiva insgesamt		102 743 398 213	90 091 820 641

PASSIVA	ERLÄUTERUNG NR.	2005 (in €)	2004 (in €)
Banknotenumlauf	7	45 216 783 810	40 100 852 165
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	8	1 050 000 000	1 050 000 000
Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	9	649 304 896	137 462 706
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	10	0	4 967 080
Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets Einlagen, Guthaben und sonstige Verbindlichkeiten	10	855 933 000	1 254 905 957
Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten Verbindlichkeiten aus der Übertragung von Währungsreserven	11	39 782 265 622	39 782 265 622
Sonstige Passiva	12		
Passive Rechnungsabgrenzungsposten		1 331 685 870	1 136 708 542
Sonstiges		632 012 224	265 799 279
		1 963 698 094	1 402 507 821
Rückstellungen	13	1 027 507 143	52 396 126
Ausgleichsposten aus Neubewertung	14	8 108 628 098	1 921 117 190
Kapital und Rücklagen	15		
Kapital		4 089 277 550	4 089 277 550
Rücklagen		0	296 068 424
		4 089 277 550	4 385 345 974
Passiva insgesamt		102 743 398 213	90 091 820 641

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG FÜR DAS GESCHÄFTSJAHR 2005

	ERLÄUTERUNG NR.	2005 (in €)	2004 (in €)
Zinserträge aus Währungsreserven		889 408 789	422 418 698
Zinserträge aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems		868 451 848	733 134 472
Sonstige Zinserträge		1 794 267 421	1 456 650 188
<i>Zinserträge</i>		<i>3 552 128 058</i>	<i>2 612 203 358</i>
Zinsaufwendungen für die NZB-Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven		(710 160 404)	(693 060 433)
Sonstige Zinsaufwendungen		(1 572 338 709)	(1 229 369 015)
<i>Zinsaufwendungen</i>		<i>(2 282 499 113)</i>	<i>(1 922 429 448)</i>
Nettozinsergebnis	18	1 269 628 945	689 773 910
Realisierte Gewinne (Verluste) aus Finanzgeschäften	19	149 369 135	136 045 810
Abschreibungen auf Finanzanlagen und -positionen	20	(97 494 081)	(2 093 285 109)
Auflösung von (Zuführung zu) Rückstellungen für Fremdwährungs- und Preisrisiken		(992 043 443)	0
Nettoergebnis aus Finanzgeschäften, Abschreibungen und Rückstellungen		(940 168 389)	(1 957 239 299)
Nettoaufwendungen aus Gebühren und Provisionen	21	(182 373)	(261 517)
Sonstige Erträge	22	18 281 961	5 956 577
Nettoerträge insgesamt		347 560 144	(1 261 770 329)
Personalaufwendungen	23	(153 048 314)	(161 192 939)
Sachaufwendungen	24	(158 457 219)	(176 287 651)
Abschreibungen auf Sachanlagen		(31 888 637)	(33 655 824)
Aufwendungen für die Banknotenherstellung	25	(4 165 974)	(3 121 959)
Jahresüberschuss (Jahresfehlbetrag)		0	(1 636 028 702)

Frankfurt am Main, 7. März 2006

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

Jean-Claude Trichet
Präsident

RECHNUNGSLEGUNGSGRUNDSÄTZE¹

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 Rechnungslegungsgrundsätze², 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 das Geschäftsjahr 2005, das am 31. Dezember endete, erfolgte die Bewertung zum Preis in Euro pro Feinunze Gold; dieser errechnete sich aus dem Umrechnungskurs des Euro zum US-Dollar am 30. Dezember 2005.

WERTPAPIERE

Die Bewertung aller marktfähigen Wertpapiere und vergleichbarer Forderungen erfolgt zum Mittelkurs am Bilanzstichtag für jedes Wertpapier getrennt. Für das Geschäftsjahr 2005, 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 aus Neubewertung 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 verrechnet. Ergibt die Bewertung

1 Die detaillierten Rechnungslegungsgrundsätze der EZB sind in einem Beschluss des EZB-Rats vom 5. Dezember 2002 festgelegt (EZB/2002/11), ABl. L 58 vom 3.3.2003, S. 38-59, in der geänderten Fassung.

2 Diese Grundsätze stehen im Einklang mit den Bestimmungen des Artikels 26.4 der ESZB-Satzung über die Harmonisierung der Buchführung und Finanzberichterstattung über die Geschäfte des Eurosystems.

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

Befristete Transaktionen sind Geschäfte, bei denen die EZB Vermögenswerte im Rahmen einer Rückkaufsvereinbarung verkauft (Repogeschäft) bzw. kauft (Reverse Repo) oder gegen Überlassung von Sicherheiten Kredite gewährt.

Bei einem Repogeschäft verkauft die EZB Wertpapiere und verpflichtet sich zugleich, diese Wertpapiere zu einem bestimmten Termin zum dafür vereinbarten Preis wieder vom Geschäftspartner zurückzukaufen. Repogeschäfte werden als besicherte Kreditaufnahme auf der Passivseite der Bilanz ausgewiesen und daraus resultierende Zinsaufwendungen in die Gewinn- und Verlustrechnung eingestellt. Alle im Rahmen von Repogeschäften verkauften Wertpapiere verbleiben in der Bilanz der EZB.

Bei einem Reverse Repo kauft die EZB Wertpapiere und verpflichtet sich zugleich, diese Wertpapiere zu einem bestimmten Termin zum dafür vereinbarten Preis wieder auf den Geschäftspartner zu übertragen. Reverse Repos werden als besicherte Kredite auf der Aktivseite der Bilanz ausgewiesen, erhöhen aber nicht den Wertpapierbestand der EZB. Daraus resultierende Zinserträge werden in der Gewinn- und Verlustrechnung erfasst.

Im Rahmen eines standardisierten Wertpapierleihprogramms abgewickelte Rückkaufsvereinbarungen und Wertpapierleihgeschäfte sind nur dann bilanzwirksam, wenn die EZB dafür für die gesamte Laufzeit Barsicherheiten erhält. Dies war im Jahr 2005 bei keiner derartigen Transaktion der Fall.

AUSSERBILANZIELLE GESCHÄFTE

Devisentermingeschäfte, die Terminseite von Devisenswaps und andere Währungsinstrumente, bei denen ein Währungstausch zu einem zukünftigen Termin vereinbart wird, werden in die Nettofremdwährungsposition 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 übrigen 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 Gesamtnettoforderung unter den „Forderungen aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb 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“ erfasst.

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 neuen Standort vollständig abgeschrieben ist.

EZB-PENSIONSPLAN UND SONSTIGE LEISTUNGEN NACH BEENDIGUNG DES ARBEITSVERHÄLTNISSSES

Die EZB bietet ihren Mitarbeitern einen leistungsorientierten Pensionsplan. Die Finanzierung des Pensionsplans erfolgt durch einen eigenen langfristigen Fonds. Die EZB hat mit Wirkung vom 1. Januar 2005 die Bilanzierung dafür geändert. Die Auswirkungen für den Jahresabschluss werden im Folgenden dargestellt.

Bilanz

Die Verbindlichkeit, die nun hinsichtlich des leistungsorientierten Plans in der Bilanz ausgewiesen wird, entspricht dem Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung zum Bilanzstichtag *abzüglich* des beizulegenden Zeitwerts des Pensionskapitals, bereinigt um nicht erfolgswirksame versicherungsmathematische Gewinne oder Verluste.

Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung wird jährlich von unabhängigen Aktuarien auf Basis der Anwartschaftsbarwertmethode berechnet, d. h. durch Abzinsung der geschätzten künftigen Leistungen mit den Zinssätzen erstklassiger Euro-Unternehmensanleihen mit gleicher Fälligkeit.

Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste können infolge von Abweichungen der Ist-Werte von den unterstellten versicherungsmathematischen Annahmen entstehen oder aus Änderungen der versicherungsmathematischen Annahmen resultieren.

Bis zum Jahr 2005 erfasste die EZB den Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung und den Zeitwert des Pensionskapitals getrennt (Bruttodarstellung). Darüber hinaus waren bisher alle versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste im betreffenden Geschäftsjahr erfolgswirksam. Die Daten für 2004 wurden zu Vergleichszwecken nach der nun geltenden Bilanzierungsmethode neu ermittelt. Dabei war aufgrund der bisherigen Praxis bei der Erfassung der versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste keine Vorjahresberichtigung der Gewinn- und Verlustrechnung erforderlich.

Gewinn- und Verlustrechnung

Der nun in der Gewinn- und Verlustrechnung auszuweisende Nettopensionsaufwand setzt sich aus folgenden Komponenten zusammen:

- a) dem Barwert des laufenden Dienstzeitaufwands im Berichtsjahr,
- b) dem Zinsaufwand,

- c) den erwarteten Erträgen aus dem Pensionskapital und
- d) aus etwaigen erfolgswirksamen versicherungsmathematischen Gewinnen und Verlusten bei Anwendung der Korridor-methode.

Korridormethode

Der kumulierte Nettowert der nicht erfolgswirksamen versicherungsmathematischen Gewinne und Verluste über der Korridor-grenze von a) 10 % des Barwerts der leistungsorientierten Verpflichtung oder b) 10 % des beizulegenden Zeitwerts des Pensionskapitals (falls dieser Wert höher ist als a)) ist über die erwartete mittlere Restlebensarbeitszeit der Mitglieder des Pensionsplans abzuschreiben.

Pensionsbezüge der Mitglieder des Direktoriums und sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses

Die Pensionen der Direktoriumsmitglieder und Zahlungen an Mitarbeiter der EZB im Fall der Erwerbsunfähigkeit sind nicht kapitalgedeckt. Der erwartete Aufwand hierfür wird nach einem dem leistungsorientierten Pensionsplan ähnlichen Schema anteilmäßig bilanziert, wobei sich der jährliche Aufwand an der Amtszeit der Direktoriumsmitglieder bzw. an der Dauer der Beschäftigungsverhältnisse orientiert. Versicherungsmathematische Gewinne und Verluste werden nach den Bestimmungen des Pensionsplans erfolgswirksam erfasst.

Die diesbezüglichen Verpflichtungen der EZB werden jährlich von unabhängigen Aktuaren bewertet und im Jahresabschluss entsprechend ausgewiesen.

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 erfolgt³, auf Basis des Banknoten-Verteilungsschlüssels verbucht.⁴

Der auf die EZB entfallende 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 werden verzinst⁵ und 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 dem 2002 vom EZB-Rat gefassten Beschluss wird die Seigniorage der EZB quartalsweise als Gewinnvorauszahlung⁶ an die NZBen verteilt. Der entsprechende Betrag wird in voller Höhe an die NZBen weitergegeben, es sei denn, das Nettojahresergebnis der EZB liegt unter ihrem Seigniorage-Gewinn. Der zur Vorauszahlung anstehende Betrag kann aber auch auf Beschluss des EZB-Rats um Zuführungen zur Rückstellung für Wechselkurs-, Zinsänderungs- und Goldpreisrisiken sowie um anteilige Kosten der EZB für die Banknotenausgabe und -bearbeitung gekürzt werden.

SONSTIGES

Nach Auffassung des Direktoriums würde angesichts der Zentralbankfunktion der EZB die Veröffentlichung einer Cashflow-Rechnung den Bilanzadressaten keine zusätzlichen relevanten Informationen bieten.

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, in der geänderten Fassung.

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, in der geänderten Fassung.

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. Dieser Beschluss wurde durch den Beschluss EZB/2005/11, ABl. L 311 vom 26.11.2005, S. 41, aufgehoben, der am 18. November 2005 rechtskräftig wurde. Ab 2006 erfolgt die Verteilung nur noch zum Jahresende.

Als externer Rechnungsprüfer wurde für den Fünfjahreszeitraum bis Ende des Geschäftsjahres 2007 die KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestellt. Die Bestellung erfolgte gemäß Artikel 27 der ESZB-Satzung auf Empfehlung des EZB-Rats mit Billigung durch den EU-Rat.

ERLÄUTERUNGEN ZUR BILANZ

1 GOLD UND GOLDFORDERUNGEN

Am 31. Dezember 2005 hielt die EZB 23,1 Mio Unzen Feingold (2004: 24,7 Mio Unzen). Der Rückgang resultiert aus Goldverkäufen gemäß der Vereinbarung der Zentralbanken über Goldbestände vom 27. September 2004, die von der EZB mit unterzeichnet wurde. Der Gesamtwert der Bestände nahm im Vergleich zum Jahresende 2004 zu, da der Goldpreis 2005 deutlich gestiegen ist (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 2005 ausgewiesen. Bestandsveränderungen ergaben sich aus Transaktionen des Internationalen Währungsfonds (IWF), der von der EZB autorisiert ist, in ihrem Namen innerhalb einer vereinbarten Bandbreite SZR gegen Euro zu kaufen bzw. zu verkaufen. Der Wert des SZR beruht auf einem Währungskorb bestehend aus den vier weltweit bedeutendsten Währungen (Euro, japanischer Yen, Pfund Sterling, US-Dollar in entsprechender Gewichtung). 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 und japanischen Yen und setzt sich wie folgt zusammen:

<i>Forderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Giroeinlagen	5 149 756 962	2 682 171 017	2 467 585 945
Geldmarkteinlagen	1 182 580 317	848 227 002	334 353 315
Reverse Repos	1 306 216 228	2 408 046 989	(1 101 830 761)
Wertpapieranlagen	23 424 003 735	21 000 548 972	2 423 454 763
Insgesamt	31 062 557 242	26 938 993 980	4 123 563 262

<i>Forderungen an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</i>	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Giroeinlagen	25 019	26 506	(1 487)
Geldmarkteinlagen	2 908 790 370	2 547 022 979	361 767 391
Reverse Repos	0	4 967 080	(4 967 080)
Insgesamt	2 908 815 389	2 552 016 565	356 798 824

Die Zunahme der Positionen im Jahr 2005 resultiert im Wesentlichen aus der Neubewertung der auf US-Dollar lautenden EZB-Bestände zum Jahresende (siehe „Gold, Fremdwährungsforderungen und -verbindlichkeiten“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

3 FORDERUNGEN IN EURO AN ANSÄSSIGE AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Zum 31. Dezember 2005 waren in dieser Position Bankeinlagen bei Geschäftspartnern erfasst, die ihren Sitz nicht im Euroraum haben.

4 SONSTIGE FORDERUNGEN IN EURO AN KREDITINSTITUTE IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Zum 31. Dezember 2005 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 2005 634 Mio € (2004: 536 Mio €) und entsprach damit den für die ersten drei Quartale zurückgeforderten Gewinnvorauszahlungen (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze sowie Erläuterung Nr. 18 „Nettozinsergebnis“).

	2005 (in €)	2004 (in €)
Forderungen an die NZBen des Euroraums aus dem TARGET-Zahlungsverkehr	75 906 443 905	64 024 554 579
Verbindlichkeiten gegenüber den NZBen des Euroraums aus dem TARGET-Zahlungsverkehr	(71 393 877 603)	(61 149 859 140)
Netto-TARGET-Position	4 512 566 302	2 874 695 439
Forderungen an die (Verbindlichkeiten gegenüber den) NZBen des Euroraums aus der Seigniorage-Gewinnvorauszahlung	634 472 107	536 222 885
Sonstige Intra-Eurosystem-Forderungen (netto)	5 147 038 409	3 410 918 324

6 SONSTIGE AKTIVA

Sachanlagen

Diese Position gliedert sich wie folgt:

	Buchwert zum 31.12.2005 (in €)	Buchwert zum 31.12.2004 (in €)	Veränderung (in €)
Grund und Gebäude	128 986 932	135 997 016	(7 010 084)
EDV-Ausstattung inkl. Software	30 751 165	43 089 388	(12 338 223)
Betriebs-/Geschäftsausstattung, Einbauten und Kraftfahrzeuge	2 929 688	3 809 292	(879 604)
In Bau befindliche Anlagen	11 576 491	3 215 050	8 361 441
Sonstige Sachanlagen	993 626	1 207 558	(213 932)
Insgesamt	175 237 902	187 318 304	(12 080 402)

Der Rückgang in der Gesamtposition ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass im Jahr 2005, anders als 2004, in den Positionen „Grund und Gebäude“ sowie „EDV-Ausstattung inkl. Software“ keine größeren Zugänge verzeichnet wurden.

Der Anstieg in der Position „In Bau befindliche Anlagen“ steht im Wesentlichen im Zusammenhang mit dem EZB-Neubau. Nach Inbetriebnahme der Anlagen werden die Beträge umgebucht und unter Sachanlagen ausgewiesen.

Sonstiges Finanzanlagevermögen

Dazu zählen folgende Hauptkomponenten:

	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Auf Euro lautende Wertpapiere	5 710 256 343	5 399 222 333	311 034 010
Reverse Repos in Euro	1 136 043 600	869 977 933	266 065 667
Sonstiges Finanzanlagevermögen	42 190 637	38 875 639	3 314 998
Insgesamt	6 888 490 580	6 308 075 905	580 414 675

- a) Die hier erfassten auf Euro lautenden Wertpapiere und Reverse Repos dienen der Anlage der Eigenmittel der EZB (siehe Erläuterung Nr. 12 „Sonstige Passiva“).

- b) Ende 2004 wurden die Kapitalanlagen der für die Mitarbeiter der EZB eingerichteten Pensionskasse in Höhe von 120,2 Mio € unter dieser Position aufgeführt. Diese werden nun als Teil des Nettopensionsaufwands unter den „Sonstigen Passiva“ ausgewiesen (siehe „EZB-Pensionsplan und sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).
- c) Im Jahr 2005 zeichnete die EZB 211 weitere Aktien der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) und hält somit insgesamt 3 211 Aktien, die zu den Anschaffungskosten von 41,8 Mio € ausgewiesen sind.

Active Rechnungsabgrenzungsposten

Die im Zusammenhang mit den Forderungen der EZB aus ihrem Anteil am Euro Banknotenumlauf zum 31. Dezember 2005 abgegrenzten Zinserträge entsprachen dem Zinsertrag für das letzte Quartal 2005 (siehe „Banknotenumlauf“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

Diese Position umfasst auch abgegrenzte Zinserträge aus Wertpapieranlagen und anderen Finanzanlagen.

Sonstiges

In dieser Position ist eine Forderung gegen das deutsche Bundesministerium der Finanzen auf Rückvergütung der Umsatzsteuer sowie anderer indirekter Steuern enthalten. 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-ESZB-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:

<i>Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</i>	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Repogeschäfte	0	4 967 080	(4 967 080)

<i>Verbindlichkeiten gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Repogeschäfte	855 933 000	1 254 905 957	(398 972 957)

11 INTRA-EUROSYSTEM-VERBINDLICHKEITEN

In dieser Position sind die Verbindlichkeiten ausgewiesen, die die EZB im Rahmen der Übertragung der Währungsreserven durch die NZBen im Zuge des Beitritts zum Eurosystem eingegangen ist. 2004 wurden zwei Anpassungen dieser Verbindlichkeiten vorgenommen, und zwar im Zusammenhang mit a) der fünfjährigen Anpassung der Gewichtung des Kapitalschlüssels der EZB am 1. Januar 2004 und b) dem Beitritt von zehn neuen Mitgliedstaaten am 1. Mai 2004, der sich ebenfalls auf die Gewichtung des EZB-Kapitalschlüssels auswirkte. Hierdurch ging der Stand dieser Verbindlichkeiten von 40,5 Mrd € auf 39,8 Mrd € zurück. 2005 erfolgten keine weiteren Anpassungen.

Die Verbindlichkeiten werden zum jeweils geltenden marginalen Zuteilungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems – vermindert um einen Abschlag für die unverzinsten Goldbestände – verzinst (siehe Erläuterung Nr. 18 „Nettozinsergebnis“).

	Kapital- schlüssel (in %)	(in €)
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	1 419 101 951
Deutsche Bundesbank	21,1364	11 761 707 508
Bank von Griechenland	1,8974	1 055 840 343
Banco de España	7,7758	4 326 975 513
Banque de France	14,8712	8 275 330 931
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	513 006 858
Banca d'Italia	13,0516	7 262 783 715
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	87 254 014
De Nederlandsche Bank	3,9955	2 223 363 598
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	1 157 451 203
Banco de Portugal	1,7653	982 331 062
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	717 118 926
Insgesamt	71,4908	39 782 265 622

12 SONSTIGE PASSIVA

In dieser Position sind im Wesentlichen die Zinsansprüche der NZBen im Zusammenhang mit ihren Forderungen aus der Übertragung von Währungsreserven erfasst (siehe Erläuterung Nr. 11 „Intra-Eurosystem-Verbindlichkeiten“). Außerdem umfasst diese Position a) passive Rechnungsabgrenzungsposten sowie offene Repogeschäfte in Höhe von 556 Mio € im Zusammenhang mit der Verwaltung der Eigenmittel der EZB (siehe Erläuterung Nr. 6 „Sonstige Aktiva“) und b) die Nettoverbindlichkeit der EZB im Zusammenhang mit ihren Pensionsverpflichtungen.

EZB-Pensionsplan und sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses

Die in der Bilanz ausgewiesenen Pensionsverpflichtungen der EZB (siehe „EZB-Pensionsplan und sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze) setzten sich aus folgenden Komponenten zusammen:

	2005 (in Mio €)	2004 (in Mio €)
Barwert der Pensionsverpflichtung	223,5	178,5
Beizulegender Zeitwert des Pensionskapitals	(161,2)	(120,2)
Nicht erfolgswirksam erfasste versicherungsmathematische Gewinne/(Verluste)	6,5	0
Zu passivierende Deckungslücke	68,8	58,3

Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung umfasst auch die nicht kapitalgedeckten Verpflichtungen im Zusammenhang mit den Pensionen der Direktoriumsmitglieder und den Ansprüchen der Mitarbeiter auf Zahlungen bei Erwerbsunfähigkeit in Höhe von 30,4 Mio € (2004: 23,0 Mio €).

In der Gewinn- und Verlustrechnung für 2005 schlugen sich der laufende Dienstaufwand, der Zinsaufwand aus der Verpflichtung und die erwarteten Erträge aus dem Pensionskapital wie folgt nieder (Vergleichswerte für 2004 entsprechend rückgerechnet):

	2005 (in Mio €)	2004 (in Mio €)
Laufender Dienstzeitaufwand	24,6	17,6
Zinsaufwand	6,2	4,8
Erwartete Erträge aus dem Pensionskapital	(5,2)	(4,2)
Erfolgswirksame versicherungsmathematische (Nettogewinne)/Nettoverluste	0	23,7
Anteil an den „Personalaufwendungen“	25,6	41,9

Der Barwert der leistungsorientierten Verpflichtung änderte sich wie folgt:

	2005 (in Mio €)	2004 (in Mio €)
Leistungsorientierte Verpflichtung zum Jahresbeginn	178,5	123,4
Dienstzeitaufwand	24,6	17,6
Zinsaufwand	6,2	4,8
Beiträge der Mitglieder des Pensionsplans	9,3	8,4
Sonstige Nettoänderungen der Verbindlichkeiten aufgrund von Beitragsleistungen der Mitglieder des Pensionsplans	6,1	1,8
Pensionszahlungen	(2,2)	(1,0)
Versicherungsmathematische (Gewinne)/Verluste	1,0	23,5
Leistungsorientierte Verpflichtung zum Jahresende	223,5	178,5

Der beizulegende Zeitwert des Pensionskapitals änderte sich wie folgt:

	2005 (in Mio €)	2004 (in Mio €)
Beizulegender Zeitwert des Pensionskapitals zum Jahresbeginn	120,2	91,8
Erwartete Erträge	5,2	4,2
Versicherungsmathematische Gewinne/(Verluste)	7,5	(0,2)
Arbeitgeberbeiträge	14,7	14,6
Beiträge der Mitglieder des Pensionsplans	9,3	8,4
Pensionszahlungen	(1,8)	(0,4)
Sonstige Nettoänderungen des Pensionskapitals aufgrund von Beitragsleistungen der Mitglieder des Pensionsplans	6,1	1,8
Beizulegender Zeitwert des Pensionskapitals zum Jahresende	161,2	120,2

Die hier aufgeführten Bewertungen beruhen auf versicherungsmathematischen Annahmen, die vom Direktorium für Bilanzierungs- und Offenlegungszwecke gebilligt wurden.

Die Berechnung der Pensionskassenverbindlichkeiten beruht in erster Linie auf den nachfolgend dargelegten Annahmen. Die erwartete Kapitalrendite dient als Basis für die Berechnung des in die Gewinn- und Verlustrechnung einzustellenden Nettopensionsaufwands.

	2005 (in %)	2004 (in %)
Zinssatz	4,10	4,50
Erwartete Kapitalrendite	6,00	6,00
Künftige Gehaltserhöhungen	2,00	3,75
Künftige Pensionserhöhungen	2,00	2,25

13 RÜCKSTELLUNGEN

In Anbetracht der großen Wechselkurs-, Zinsänderungs- und Goldpreiskrisen bei den, denen die EZB ausgesetzt ist, und im Hinblick auf den derzeitigen Stand der Ausgleichsposten für Neubewertung erachtete der EZB-Rat die Bildung einer Rückstellung gegen diese Risiken für zweckmäßig. Am 31. Dezember 2005 wurde diese Rückstellung mit 992 Mio € dotiert, wodurch sich der Nettogewinn auf genau null verringerte.

Die Rückstellung dient der Finanzierung künftiger realisierter und nicht realisierter Verluste, insbesondere künftiger Bewertungsverluste, die nicht durch die Ausgleichsposten aus Neubewertung gedeckt sind. Das erforderliche Ausmaß dieser Rückstellung wird jährlich auf Basis der voraussichtlichen Entwicklung der Wechselkurs-, Zinsänderungs- und Goldpreiskrisen geprüft. Bei dieser Prüfung stützt sich die EZB auf allgemein anerkannte Methoden zur Schätzung von Finanzrisiken.

In dieser Position enthalten sind auch – im Zusammenhang mit dem Umzug zum endgültigen Standort der EZB – eine Rückstellung zur Erfüllung der vertraglichen Verpflichtung der

EZB, den ursprünglichen Zustand der angemieteten Räumlichkeiten wiederherzustellen, sowie andere Rückstellungen.

14 AUSGLEICHSPOSTEN AUS NEUBEWERTUNG

Dieser Posten entspricht einer Bewertungsreserve, die aus buchmäßigen Gewinnen aus Forderungen und Verbindlichkeiten gebildet wird.

	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Gold	4 362 459 301	1 853 957 106	2 508 502 195
Devisen	3 737 934 137	0	3 737 934 137
Wertpapiere	8 234 660	67 160 084	(58 925 424)
Insgesamt	8 108 628 098	1 921 117 190	6 187 510 908

Die Neubewertung zum Jahresende basiert auf den folgenden Wechselkursen und Goldpreisen:

Wechselkurs/Goldpreis	2005	2004
US-Dollar je Euro	1,1797	1,3621
Japanischer Yen je Euro	138,90	139,65
Euro je SZR	1,2099	1,1396
Euro je Feinunze Gold	434,856	321,562

15 KAPITAL UND RÜCKLAGEN

Kapital

Das gezeichnete Kapital der EZB beträgt 5,565 Mrd €; davon wurden 4,089 Mrd € eingezahlt. Die zu 100 % eingezahlten Anteile der NZBen des Euroraums machen zusammen 3,978 Mrd € aus und teilen sich wie folgt auf (keine Änderungen im Jahr 2005):⁷

	Kapital- schlüssel (in %)	(in €)
Nationale Bank van België/ Banque Nationale de Belgique	2,5502	141 910 195
Deutsche Bundesbank	21,1364	1 176 170 751
Bank von Griechenland	1,8974	105 584 034
Banco de España	7,7758	432 697 551
Banque de France	14,8712	827 533 093
Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	0,9219	51 300 686
Banca d'Italia	13,0516	726 278 371
Banque centrale du Luxembourg	0,1568	8 725 401
De Nederlandsche Bank	3,9955	222 336 360
Oesterreichische Nationalbank	2,0800	115 745 120
Banco de Portugal	1,7653	98 233 106
Suomen Pankki – Finlands Bank	1,2887	71 711 893
Insgesamt	71,4908	3 978 226 562

Die 13 NZBen, die nicht dem Eurosystem angehören, müssen als Beitrag zu den Betriebskosten der EZB einen Mindestprozentsatz des von ihnen gezeichneten Kapitals einzahlen. 2004 wurde dieser Prozentsatz von 5 % auf 7 % angehoben. Einschließlich der Beiträge von den zehn neuen NZBen, die nicht dem Eurosystem angehören, beliefen sich die Beiträge Ende 2004 auf insgesamt 111 050 988 €, woran sich im Jahr 2005 nichts änderte. 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.

⁷ Die einzelnen Beträge wurden auf den nächsten vollen Euro gerundet. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Die nicht dem Eurosystem angehörenden NZBen haben die nachfolgend aufgeführten Beiträge eingezahlt:

	Kapital- schlüssel (in %)	(in €)
Česká národní banka	1,4584	5 680 860
Danmarks Nationalbank	1,5663	6 101 159
Eesti Pank	0,1784	694 916
Zentralbank von Zypern	0,1300	506 385
Latvijas Banka	0,2978	1 160 011
Lietuvos bankas	0,4425	1 723 656
Magyar Nemzeti Bank	1,3884	5 408 191
Bank Centrali ta' Malta/ Central Bank of Malta	0,0647	252 024
Narodowy Bank Polski	5,1380	20 013 889
Banka Slovenije	0,3345	1 302 967
Národná banka Slovenska	0,7147	2 783 948
Sveriges Riksbank	2,4133	9 400 451
Bank of England	14,3822	56 022 530
Insgesamt	28,5092	111 050 988

17 ZINSFUTURES

Im Jahr 2005 wurden im Rahmen der Verwaltung der Währungsreserven der EZB Fremdwährungs-Zinsfutures verwendet. Zum 31. Dezember 2005 waren die folgenden Geschäfte offen:

Fremdwährungs- Zinsfutures	Kontraktwert (in €)
Verkäufe	5 021 586 677
Käufe	100 873 103

AUSSERBILANZIELLE GESCHÄFTE

16 STANDARDISIERTES WERTPAPIER- LEIHPROGRAMM

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 2005 befristete Transaktionen in Höhe von 0,9 Mrd € (2004: 1 Mrd €) offen (siehe „Befristete Transaktionen“ im Abschnitt Rechnungslegungsgrundsätze).

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:

	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Zinserträge aus Giroeinlagen	7 519 063	3 744 188	3 774 875
Zinserträge aus Geldmarkteinlagen	124 214 410	49 854 512	74 359 898
Reverse Repos	153 568 329	63 759 141	89 809 188
Nettoertrag aus Wertpapieranlagen	641 956 243	317 073 827	324 882 416
Bruttozinserträge aus Währungsreserven	927 258 045	434 431 668	492 826 377
Zinsaufwendungen für Giroeinlagen	(221 697)	(32 020)	(189 677)
Repogeschäfte	(37 562 595)	(11 947 990)	(25 614 605)
Sonstige Nettozinsaufwendungen	(64 964)	(32 960)	(32 004)
Nettozinserträge aus Währungsreserven	889 408 789	422 418 698	466 990 091

Die Zinserträge haben 2005 aufgrund der steigenden Zinssätze für US-Dollar-Bestände deutlich zugenommen.

Zinserträge aus der Verteilung des Euro-Banknotenumlaufs innerhalb des Eurosystems

In dieser Position werden die Zinserträge (Seigniorage) aus dem achtprozentigen Anteil der EZB 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 2005 beschloss der EZB-Rat im Dezember 2005:

- die für die ersten drei Quartale erfolgten Gewinnvorauszahlungen an die NZBen im Umfang von 634 Mio € zurückzufordern und
- die Gewinnvorauszahlung für das vierte Quartal im Umfang von 234 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 in Höhe von 1,6 Mrd € (2004: 1,2 Mrd €) und Zinsaufwendungen in Höhe von 1,5 Mrd € (2004: 1,1 Mrd €) ergeben sich aus den Salden auf den TARGET-Konten. Die Zinserträge und -aufwendungen, die sich aus anderen auf Euro lautenden Aktiva und Passiva ergeben, werden hier ebenfalls aufgeführt.

19 REALISIERTE GEWINNE (VERLUSTE) AUS FINANZGESCHÄFTEN

Realisierte Nettogewinne aus Finanzoperationen setzten sich 2005 wie folgt zusammen:

	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Realisierte Wertpapierkursgewinne (netto)	14 854 774	94 643 135	(79 788 361)
Realisierte Goldpreis- und Wechselkursgewinne (netto) (Realisierte Goldpreis- und Wechselkursverluste (netto))	134 514 361	41 402 675	93 111 686
Bei Finanzgeschäften realisierte Gewinne	149 369 135	136 045 810	13 323 325

20 ABSCHREIBUNGEN AUF FINANZANLAGEN UND -POSITIONEN

	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Buchmäßige Wertpapierkursverluste	(97 487 772)	(28 485 006)	(69 002 766)
Buchmäßige Wechselkursverluste	(6 309)	(2 064 800 103)	2 064 793 794
Insgesamt	(97 494 081)	(2 093 285 109)	1 995 791 028

Diese Aufwendungen ergeben sich in erster Linie aus der Abschreibung der durchschnittlichen Anschaffungskosten der US-Dollar-Wertpapierbestände der EZB zum Jahresultimowert.

21 NETTOERGEBNIS AUS GEBÜHREN UND PROVISIONEN

	2005 (in €)	2004 (in €)	Veränderung (in €)
Erträge aus Gebühren und Provisionen	473 432	297 964	175 468
Aufwendungen für Gebühren und Provisionen	(655 805)	(559 481)	(96 324)
Nettoaufwendungen aus Gebühren und Provisionen	(182 373)	(261 517)	79 144

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 „Zinsfutures“).

22 SONSTIGE ERTRÄGE

Diese Position resultiert im Wesentlichen aus der erfolgswirksamen Auflösung nicht in Anspruch genommener Rückstellungen für Sach-

aufwendungen. Zu einem Anstieg dieser Position führten insbesondere Änderungen der Mietverträge der EZB: Nach einer entsprechenden Neubewertung konnte die Rückstellung zur Erfüllung der Vertragspflicht der EZB, den ursprünglichen Zustand der derzeit angemieteten Räumlichkeiten nach der Rückgabe wiederherzustellen, verringert werden.

23 PERSONALAUFWENDUNGEN

Unter dieser Position werden die Kosten für Gehälter, Zulagen und Versicherungsbeiträge für Arbeitnehmer (2005: 126,9 Mio €; 2004: 120,0 Mio €) ausgewiesen. Die Bezüge der Direktoriumsmitglieder beliefen sich auf insgesamt 2,1 Mio € (2004: 2,1 Mio €). An scheidende Direktoriumsmitglieder ausbezahlte Übergangsgelder und an frühere Direktoriumsmitglieder oder deren Angehörige geleistete Pensionszahlungen beliefen sich im Berichtsjahr auf 0,4 Mio € (2004: 0,5 Mio €).

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.

Von den Personalaufwendungen entfielen 25,6 Mio € (2004: 41,9 Mio €) auf Aufwendungen für den EZB-Pensionsplan und sonstige Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses (siehe Erläuterung Nr. 12 „Sonstige Passiva“).

Der Rückgang in der Position „Personalaufwendungen“ ist in erster Linie auf eine geänderte Behandlung der versicherungsmathematischen Nettogewinne/-verluste im Zusammenhang mit dem EZB-Pensionsplan und sonstigen Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses zurückzuführen. Die Pensionsaufwendungen waren 2004 deutlich höher, da die versicherungsmathematischen Nettoverluste in Höhe von 23,7 Mio € zur Gänze im Geschäftsjahr auszuweisen waren. Nach der nun anzuwendenden Korridormethode waren im Jahr

2005 keine diesbezüglichen Gewinne oder Verluste erfolgswirksam zu berücksichtigen (siehe Erläuterung Nr. 12 „Sonstige Passiva“).

Ende 2005 lag der Personalstand der EZB bei 1 351 Mitarbeitern, von denen 131 Führungspositionen bekleideten. Die Veränderung des Mitarbeiterstands stellt sich wie folgt dar:

	2005	2004
Stand zum 1. Januar	1 309	1 213
Neuaufnahmen	82	137
Austritte	40	41
Stand zum 31. Dezember	1 351	1 309
Durchschnittlicher Personalstand	1 331	1 261

24 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.

25 AUFWENDUNGEN FÜR DIE BANKNOTENHERSTELLUNG

Diese Aufwendungen beziehen sich 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 GEWINNAUSSCHÜTTUNG/ VERLUSTABDECKUNG

Diese Erläuterungen sind nicht Bestandteil des Jahresabschlusses der EZB für das Jahr 2005.

EINKÜNFTE DER EZB AUS IHREM ANTEIL AM BANKNOTENUMLAUF (SEIGNIORAGE)

Gemäß Beschluss des EZB-Rats wurde der Seigniorage-Gewinn der EZB aus ihrem Anteil am gesamten Euro-Banknotenumlauf in Höhe von 733 Mio € im Jahr 2004 einbehalten, um zu vermeiden, dass die Gewinnausschüttung das Nettojahresergebnis übersteigt. Auch 2005 wurde ein Betrag in Höhe von 868 Mio € einbehalten. Beide Beträge entsprechen den gesamten Einkünften der EZB aus ihrem Anteil am Banknotenumlauf in den betreffenden Jahren.

GEWINNAUSSCHÜTTUNG/VERLUSTABDECKUNG

Gemäß Artikel 33 der ESZB-Satzung wird der Nettogewinn der EZB in der folgenden Reihenfolge verteilt:

- a) Ein vom EZB-Rat zu bestimmender Betrag, der 20 % des Nettogewinns nicht übersteigen darf, wird dem allgemeinen Reservefonds bis zu einer Obergrenze von 100 % des Kapitals zugeführt;
- b) der verbleibende Nettogewinn wird an die Anteilseigner der EZB entsprechend ihren eingezahlten Anteilen ausgeschüttet.

Falls die EZB einen Verlust erwirtschaftet, kann der Fehlbetrag aus dem allgemeinen Reservefonds der EZB und erforderlichenfalls nach einem entsprechenden Beschluss des EZB-Rats aus den monetären Einkünften des betreffenden Geschäftsjahrs im Verhältnis und bis in Höhe der Beträge gezahlt werden, die nach Artikel 32.5 der Satzung¹ an die NZBen verteilt werden.

Im Jahr 2005 wurde eine Rückstellung in Höhe von 992 Mio € zur Absicherung gegen Wechselkurs-, Zinsänderungs- und Goldpreisisiken gebildet; dies führte zu einer Verringerung des

Nettogewinns auf genau null. Daher erfolgte weder eine Zuweisung an die Allgemeine Reserve noch eine Gewinnausschüttung an die Anteilseigner der EZB noch waren Verluste abzudecken.

Somit lässt sich die Behandlung des Nettoverlusts/-gewinns 2004 und 2005 wie folgt zusammenfassen:

	2005 (in €)	2004 (in €)
Jahresüberschuss/ (Jahresfehlbetrag)	0	(1 636 028 702)
Entnahme aus der Allgemeinen Reserve	0	296 068 424
Deckung durch die gemeinsamen monetären Einkünfte der NZBen	0	1 339 960 278
Insgesamt	0	0

¹ Gemäß Artikel 32.5 der ESZB-Satzung wird die Summe der monetären Einkünfte der NZBen unter den NZBen entsprechend ihren eingezahlten Anteilen am Kapital der EZB verteilt.

Auditor's report

President and Governing Council
of the European Central Bank

Frankfurt am Main

We have audited the accompanying balance sheet of the European Central Bank as of 31 December 2005 and the related profit and loss account for the year then ended as well as the notes. These annual accounts are the responsibility of the European Central Bank's Executive Board. Our responsibility is to express an opinion on these annual accounts based on our audit.

We conducted our audit in accordance with International Standards on Auditing. Those Standards require that we plan and perform the audit to obtain reasonable assurance about whether the annual accounts are free of material misstatement. An audit includes examining, on a test basis, evidence supporting the amounts and disclosures in the annual accounts. An audit also includes assessing the accounting principles used and significant estimates made by management, as well as evaluating the overall presentation of the annual accounts. We believe that our audit provides a reasonable basis for our opinion.

In our opinion, the annual accounts give a true and fair view of the financial position of the European Central Bank as of 31 December 2005 and of the results of its operations for the year then ended in accordance with the accounting policies as described in the first part of the notes.

Frankfurt am Main, 7 March 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



Wohlmannstetter
Wirtschaftsprüfer



Dr. Lemnitzer
Wirtschaftsprüfer

**Von der EZB zu Informationszwecken angefertigte Übersetzung
des Bestätigungsvermerks ihres externen Wirtschaftsprüfers
Im Fall von Abweichungen gilt die von KPMG unterzeichnete englische Fassung.**

Bestätigungsvermerk

An den Präsidenten der Europäischen Zentralbank
und den EZB-Rat
Frankfurt am Main

Wir haben die Bilanz der Europäischen Zentralbank zum 31. Dezember 2005 und die Gewinn- und Verlustrechnung für das Geschäftsjahr 2005 sowie die diesbezüglichen Erläuterungen geprüft. Für die Erstellung dieses Jahresabschlusses ist das Direktorium der Europäischen Zentralbank zuständig. In unserer Verantwortung liegt es, einen Bestätigungsvermerk 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 2005 und der finanziellen Ergebnisse ihrer Tätigkeit im Geschäftsjahr 2005.

Frankfurt am Main, 7. März 2006

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft
Aktiengesellschaft
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft

(Wohlmannstetter)
Wirtschaftsprüfer

(Dr. Lemnitzer)
Wirtschaftsprüfer

5 KONSOLIDIERTE BILANZ DES EUROSYSTEMS ZUM 31. DEZEMBER 2005

(in Mio €)

AKTIVA	31. DEZEMBER 2005	31. DEZEMBER 2004
1 Gold und Goldforderungen	163 881	125 730
2 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	154 140	153 856
2.1 Forderungen an den IWF	16 391	23 948
2.2 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen, Auslandskredite und sonstige Auslandsaktiva	137 749	129 908
3 Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	23 693	16 974
4 Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	9 185	6 849
4.1 Guthaben bei Banken, Wertpapieranlagen und Kredite	9 185	6 849
4.2 Forderungen aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0
5 Forderungen in Euro aus geldpolitischen Operationen an Kreditinstitute im Euroraum	405 966	345 112
5.1 Hauptrefinanzierungsgeschäfte	315 000	270 000
5.2 Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	90 017	75 000
5.3 Feinsteuerungsgeschafte in Form von befristeten Transaktionen	0	0
5.4 Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
5.5 Spitzenrefinanzierungsfazilität	949	109
5.6 Forderungen aus Margenausgleich	0	3
6 Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet	3 636	3 763
7 Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	92 367	70 244
8 Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte	40 113	41 317
9 Sonstige Aktiva	145 635	120 479
Aktiva insgesamt	1 038 616	884 324

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

PASSIVA	31. DEZEMBER 2005	31. DEZEMBER 2004
1 Banknotenumlauf	565 216	501 256
2 Verbindlichkeiten in Euro aus geldpolitischen Operationen gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	155 535	138 735
2.1 Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	155 283	138 624
2.2 Einlagefazilität	252	106
2.3 Termineinlagen	0	0
2.4 Feinsteuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0
2.5 Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	0	5
3 Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet	207	126
4 Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen	0	0
5 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	41 762	42 187
5.1 Einlagen von öffentlichen Haushalten	34 189	35 968
5.2 Sonstige Verbindlichkeiten	7 573	6 219
6 Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	13 224	10 912
7 Verbindlichkeiten in Fremdwährungen gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	366	247
8 Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	8 405	10 679
8.1 Einlagen, Guthaben und sonstige Verbindlichkeiten	8 405	10 679
8.2 Verbindlichkeiten aus der Kreditfazilität im Rahmen des WKM II	0	0
9 Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte	5 920	5 573
10 Sonstige Passiva	67 325	51 791
11 Ausgleichsposten aus Neubewertung	119 094	64 581
12 Kapital und Rücklagen	61 562	58 237
Passiva insgesamt	1 038 616	884 324

ANHANG

RECHTSINSTRUMENTE DER EZB

Diese Aufstellung bietet einen Überblick über die Rechtsinstrumente, die im Jahr 2005 und Anfang 2006 von der EZB verabschiedet und im Amtsblatt der Europäischen Union (erhältlich beim Amt für amtliche Veröffentlichungen der Europäischen Gemeinschaften) veröffent-

licht wurden. Eine Auflistung aller von der EZB seit ihrer Gründung verabschiedeten und im Amtsblatt veröffentlichten Rechtsakte findet sich in der Rubrik „Rechtlicher Rahmen“ auf der EZB-Website.

Nr.	Titel	Fundstelle im Amtsblatt
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	ABl. L 111, 2.5.2005, S. 1
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	ABl. L 109, 29.4.2005, S. 6
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 im Europäischen System der Zentralbanken im Bereich der staatlichen Finanzstatistiken	ABl. L 109, 29.4.2005, S. 81
EZB/2005/6	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 11. März 2005 zur Änderung der Leitlinie EZB/2000/1 über die Verwaltung von Währungsreserven der Europäischen Zentralbank durch die nationalen Zentralbanken sowie über die Rechtsdokumentation bei Geschäften mit den Währungsreserven der Europäischen Zentralbank	ABl. L 109, 29.4.2005, S. 107
EZB/2005/7	Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 7. April 2005 an den Rat der Europäischen Union im Hinblick auf die externen Rechnungsprüfer der Bank von Griechenland	ABl. C 91, 15.4.2005, S. 4
EZB/2005/8	Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 7. April 2005 an den Rat der Europäischen Union im Hinblick auf die externen Rechnungsprüfer der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique	ABl. C 91, 15.4.2005, S. 5

Nr.	Titel	Fundstelle im Amtsblatt
EZB/2005/9	Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 20. Mai 2005 an den Rat der Europäischen Union zum externen Rechnungsprüfer der De Nederlandsche Bank	ABl. C 151, 22.6.2005, S. 29
EZB/2005/10	Empfehlung der Europäischen Zentralbank vom 26. Oktober 2005 an den Rat der Europäischen Union zum externen Rechnungsprüfer der Central Bank and Financial Services Authority of Ireland	ABl. C 277, 10.11.2005, S. 30
EZB/2005/11	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 17. November 2005 über die Verteilung der Einkünfte der Europäischen Zentralbank aus dem Euro-Banknotenumlauf an die nationalen Zentralbanken der teilnehmenden Mitgliedstaaten	ABl. L 311, 26.11.2005, S. 41
EZB/2005/12	Beschluss der Europäischen Zentralbank vom 17. November 2005 zur Änderung des Beschlusses EZB/2002/11 über den Jahresabschluss der Europäischen Zentralbank	ABl. L 311, 26.11.2005, S. 43
EZB/2005/13	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 17. November 2005 zur Änderung der Leitlinie EZB/2002/7 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank im Bereich der vierteljährlichen Finanzierungsrechnungen	ABl. L 30, 2.2.2006, S. 1
EZB/2005/14	Entscheidung der Europäischen Zentralbank vom 9. Dezember 2005 über die Genehmigung des Umfangs der Ausgabe von Münzen im Jahr 2006	ABl. L 333, 20.12.2005, S. 55
EZB/2005/15	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 15. Dezember 2005 zur Änderung der Leitlinie EZB/2000/1 über die Verwaltung von Währungsreserven der Europäischen Zentralbank durch die nationalen Zentralbanken sowie über die Rechtsdokumentation bei Geschäften mit den Währungsreserven der Europäischen Zentralbank	ABl. L 345, 28.12.2005, S. 33
EZB/2005/16	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 30. Dezember 2005 über ein Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Zahlungsverkehrssystem („TARGET“)	ABl. L 18, 23.1.2006, S. 1
EZB/2005/17	Leitlinie der Europäischen Zentralbank vom 30. Dezember 2005 zur Änderung der Leitlinie EZB/2000/7 über geldpolitische Instrumente und Verfahren des Eurosystems	ABl. L 30, 2.2.2006, S. 26

STELLUNGNAHMEN DER EZB

Die folgende Tabelle gibt einen Überblick über die von der EZB im Jahr 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 Mitgliedstaaten¹

Nr. ²	Ursprung	Gegenstand
CON/2005/1	Italien	Erweiterung der Kreditlinien für den Libanon durch die Banca d'Italia
CON/2005/3	Ungarn	Bearbeitung und Verteilung von Bargeld
CON/2005/5	Malta	Anforderungen der Bank Ċentrali ta' Malta/Central Bank of Malta für statistische Meldungen von Kreditinstituten
CON/2005/8	Litauen	Mindestreservepflichten für Kreditgenossenschaften (kredito unija)
CON/2005/9	Belgien	Regeln über die Aufsicht über Wertpapierabwicklungsinstitute und gleichgestellte Institute
CON/2005/10	Ungarn	Berichts-anforderungen der Magyar Nemzeti Bank hinsichtlich der Transaktions-Codes für Zahlungen
CON/2005/12	Luxemburg	Finanzsicherheiten
CON/2005/13	Zypern	Meldungen der monatlichen Bilanzen durch monetäre Finanzinstitute
CON/2005/14	Ungarn	Mindestreservepflichten
CON/2005/15	Dänemark	Aufteilung der Betriebskosten eines Debitkartensystems zwischen Banken, Verbrauchern und Einzelhändlern
CON/2005/19	Ungarn	Technische Aufgaben und andere Pflichten in Bezug auf den Schutz des gesetzlichen Zahlungsmittels gegen Fälschung
CON/2005/20	Lettland	Änderungen der Satzung der Latvijas Banka
CON/2005/21	Litauen	Rechtlicher Rahmen für die Einführung des Euro
CON/2005/23	Österreich	Meldung grenzüberschreitender Dienstleistungen für die Zahlungsbilanzstatistik und die Statistik zum Auslandsvermögensstatus
CON/2005/24	Tschechische Republik	Umstrukturierung der Finanzmarktaufsicht und Überwachung von Zahlungs- und Wertpapierabwicklungssystemen

¹ 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 an die Behörden veröffentlicht.

² Die Konsultationen sind in der Reihenfolge ihrer Verabschiedung durch den EZB-Rat nummeriert.

Nr. ²	Ursprung	Gegenstand
CON/2005/25	Slowakei	Regelung des Lobbying, einschließlich Lobbying-Aktivitäten im Verhältnis zur Národná banka Slovenska
CON/2005/26	Slowakei	Aufgabe der Národná banka Slovenska in Bezug auf die integrierte Aufsicht über den gesamten Finanzmarkt sowie zu den Änderungen ihrer Satzung
CON/2005/27	Niederlande	Zusammenarbeit zwischen der De Nederlandsche Bank und dem Centraal Bureau voor de Statistiek im Bereich der statistischen Berichts-anforderungen der EZB
CON/2005/28	Zypern	Änderung des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 98/26/EG über die Wirksamkeit von Abrechnungen in Zahlungswertpapierliefer- und -abrechnungssystemen (Finalitätsrichtlinie)
CON/2005/29	Österreich	Finanzierung eines österreichischen Beitrags zum Treuhandfonds des IWF für die von Naturkatastrophen betroffenen Länder mit Niedrigeinkommen durch die Oesterreichische Nationalbank
CON/2005/30	Spanien	Regelungen für die Abführung des Gewinns der Banco de España an das Finanzministerium
CON/2005/31	Belgien	Einführung eines direkten Berichtssystems für die Zahlungsbilanzstatistik und die Statistik zum Auslandsvermögensstatus
CON/2005/32	Litauen	Statistische Berichts-anforderungen der Lietuvos bankas im Bereich von Zahlungsmitteln
CON/2005/34	Italien	Anpassungen der Struktur und Leitung der Banca d'Italia aufgrund eines Gesetzes über den Schutz von Spareinlagen
CON/2005/35	Zypern	Änderung des Mindestreservesystems der Zentralbank von Zypern
CON/2005/36	Tschechische Republik	Modernisierung der Insolvenzregeln durch Einführung neuer Wege zur Lösung von Insolvenzfällen und Stärkung von Gläubigerrechten
CON/2005/37	Deutschland	Änderungen der Meldepflichten für grenzüberschreitende Zahlungen
CON/2005/38	Litauen	Recht der Lietuvos bankas, bei Einführung des Euro Banknoten und Münzen auszugeben, und persönliche Unabhängigkeit ihres Präsidenten
CON/2005/39	Tschechische Republik	Überarbeiteter Vorschlag für eine umfassende Eingliederung der Finanzmarktaufsicht in die Česká národní banka als einzige Aufsichtsbehörde
CON/2005/40	Frankreich	Umsetzung von Bestimmungen zur Übertragung des Eigentums an Finanzierungsinstrumenten

Nr. ²	Ursprung	Gegenstand
CON/2005/41	Italien	Überwachung von Kleinbetragszahlungssystemen
CON/2005/42	Ungarn	Materielle und technische Anforderungen an Clearingtransaktionen sowie deren Anforderungen in den Bereichen Sicherheit und Aufrechterhaltung des Systembetriebs
CON/2005/43	Belgien	Abschaffung von Inhaberpapieren und Aktualisierung des rechtlichen Rahmens der von Unternehmen begebenen Wertpapiere
CON/2005/44	Polen	Änderungen der Bestimmungen über Devisengenehmigungen
CON/2005/45	Tschechische Republik	Statistische Berichtspflichten für bestimmte Finanzinstitute, darunter Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen
CON/2005/46	Tschechische Republik	Austausch einzelner statistischer Daten zwischen der Česká národní banka und dem Český statistický úřad (Statistikamt) für statistische Zwecke
CON/2005/47	Slowakei	Ausschluss der Národná banka Slovenska von strafrechtlicher Verantwortung juristischer Personen
CON/2005/48	Schweden	Vergütung von Zinskosten durch die Sveriges Riksbank für Unternehmen, die Bargeld sortieren und verwahren
CON/2005/49	Tschechische Republik	Statistische Berichtspflichten für Banken und Zweigstellen ausländischer Banken
CON/2005/50	Slowakei	Verringerung der jährlichen Beiträge der Geschäftsbanken zum Einlagensicherungsfonds und Verbot der monetären Finanzierung
CON/2005/52	Ungarn	Berichts-anforderungen der Magyar Nemzeti Bank im Hinblick auf neue Arten von Daten
CON/2005/54	Schweden	Änderung der Satzung der Sveriges Riksbank
CON/2005/55	Slowakei	Änderungen des Systems zur Verwaltung der Staatsfinanzen
CON/2005/57	Slowenien	Umstellung des Kapitals von Aktiengesellschaften und Gesellschaften mit beschränkter Haftung sowie zur Einführung von nennwertlosen Aktien aufgrund der Einführung des Euro
CON/2005/58	Italien	Geänderter Vorschlag zu Anpassungen der Struktur und Leitung der Banca d'Italia aufgrund eines Gesetzes über den Schutz von Spareinlagen
CON/2005/59	Estland	Änderung der Satzung der Eesti Pank zur Vorbereitung auf die Einführung des Euro
CON/2005/60	Litauen	Änderung der Satzung der Lietuvos bankas zur Vorbereitung auf die Einführung des Euro
CON/2005/61	Slowakei	Durch die Národná banka Slovenska zu verwendende Grundsätze für die Rechnungslegung und das Berichtswesen

b) Stellungnahmen der EZB nach Konsultationen durch eine europäische Institution³

Nr. ⁴	Ursprung	Gegenstand	Fundstelle im Amtsblatt
CON/2005/2	EU-Rat	Verhinderung der Nutzung des Finanzsystems zum Zwecke der Geldwäsche und der 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
CON/2005/6	EU-Rat	Ernennung eines Mitglieds des Direktoriums der EZB	ABl. C 75, 24.3.2005, S. 14
CON/2005/7	EU-Rat	Haager Übereinkommen über Intermediärverwahrte Wertpapiere	ABl. C 81, 2.4.2005, S. 10
CON/2005/11	EU-Rat	Qualität der statistischen Daten im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit	ABl. C 116, 18.5.2005, S. 11
CON/2005/16	EU-Rat	Gemeinschaftliche Statistiken über die Struktur und Tätigkeit von Auslandsunternehmenseinheiten	ABl. C 144, 14.6.2005, S. 14
CON/2005/17	EU-Rat	Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit, um den Änderungen bei der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts Rechnung zu tragen	ABl. C 144, 14.6.2005, S. 16
CON/2005/18	EU-Rat	Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken, um den Änderungen bei der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts Rechnung zu tragen	ABl. C 144, 14.6.2005, S. 17
CON/2005/22	EU-Rat	Verlängerung und Ausdehnung des Aktionsprogramms in den Bereichen Austausch, Unterstützung und Ausbildung zum Schutz des Euro gegen Geldfälschung (Pericles-Programm)	ABl. C 161, 1.7.2005, S. 11
CON/2005/33	Europäische Kommission	Gemeinsamer Bezugszeitraum für den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)	ABl. C 254, 14.10.2005, S. 4

³ Die Stellungnahmen werden auch auf der EZB-Website veröffentlicht.

⁴ Die Konsultationen sind in der Reihenfolge ihrer Verabschiedung durch den EZB-Rat nummeriert.

Nr.⁴	Ursprung	Gegenstand	Fundstelle im Amtsblatt
CON/2005/51	EU-Rat	Rechtsrahmen für die Einführung des Euro in den Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben	ABl. C 316, 13.12.2005, S. 25
CON/2005/53	EU-Rat	Verlängerung der Fristen zur Umsetzung und Anwendung der Richtlinie 2004/39/EG über Märkte für Finanzinstrumente	ABl. C 323, 9.12.2005, S. 31
CON/2005/56	EU-Rat	Übermittlung von Angaben zum Auftraggeber bei Geldtransfers	ABl. C 336, 31.12.2005, S. 109

CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSISTEMS¹

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, 3. MÄRZ, 7. APRIL, 4. MAI, 2. JUNI, 7. JULI, 4. AUGUST, 1. SEPTEMBER, 6. OKTOBER UND 3. NOVEMBER 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.

1. DEZEMBER 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 6. Dezember 2005 abzwickelnden Geschäft – um 0,25 Prozentpunkte auf 2,25 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 6. Dezember 2005 um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf 3,25 % bzw. 1,25 % zu erhöhen.

16. DEZEMBER 2005

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2006 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (LRGs) von 30 Mrd € auf 40 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt zwei Aspekten Rechnung. Erstens ist damit zu rechnen, dass der Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2006 weiter steigt. Zweitens hat das Eurosystem beschlossen, den Anteil des durch die LRGs gedeckten Liquiditätsbedarfs leicht zu erhöhen. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2007 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

12. JANUAR UND 2. FEBRUAR 2006

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,25 %, 3,25 % bzw. 1,25 % zu belassen.

¹ Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems für die Jahre 1999 bis 2004 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., im Jahresbericht 2003 auf Seite 235 ff. bzw. im Jahresbericht 2004 auf Seite 233 zu finden.

PUBLIKATIONEN DER EZB SEIT 2005

Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2005 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von Dezember 2005 bis Februar 2006 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 (www.ecb.int) abgerufen werden.

JAHRESBERICHT

„Jahresbericht 2004“, April 2005.

AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

„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.

„Vermögenspreisblasen und Geldpolitik“, April 2005.

„Vergleichbarkeit von Statistiken für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan“, April 2005.

„Die Standards des ESZB/CESR für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren in der Europäischen Union“, April 2005.

„Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum“, Mai 2005.

„Konsolidierung und Diversifizierung im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets“, Mai 2005.

„Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance)“, Mai 2005.

„Harmonisierter Verbraucherpreisindex: Konzept, Eigenschaften und bisherige Erfahrungen“, Juli 2005.

„Die Lissabon-Strategie – fünf Jahre später“, Juli 2005.

„Die Nutzung der harmonisierten MFI-Zinsstatistik“, Juli 2005.

„Die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts“, August 2005.

„Die Bedeutung der asiatischen Schwellenländer für die Weltwirtschaft“, August 2005.

„Die Euro-Banknoten: Entwicklungen und künftige Herausforderungen“, August 2005.

„Geldnachfrage und Unsicherheit“, Oktober 2005.

„Beurteilung der Leistungsfähigkeit von Finanzsystemen“, Oktober 2005.

„Das Preissetzungsverhalten im Euro-Währungsgebiet“, November 2005.

„Entwicklung der Unternehmensfinanzierung im Euro-Währungsgebiet“, November 2005.

„Wirtschaftliche und finanzielle Beziehungen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und Russland“, November 2005.

„Die Berechenbarkeit der Geldpolitik der EZB“, Januar 2006.

„Hedgefonds: Entwicklungen und wirtschaftspolitische Implikationen“, Januar 2006.

„Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet“, Februar 2006.

„Finanzpolitik und Finanzmärkte“, Februar 2006.

STATISTICS POCKET BOOK

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

LEGAL WORKING PAPER SERIES

1. „The developing EU legal framework for clearing and settlement of financial instruments“ von K. M. Löber, Februar 2006.

OCCASIONAL PAPERS

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.
25. „Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices“ von G. Wolswijk und J. de Haan, März 2005.
26. „Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators“ von L. Mörttinen, P. Poloni, P. Sandars und J. Vesala, April 2005.
27. „The EU budget: how much scope for institutional reform?“ von H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez und R. Ritter, April 2005.
28. „Regulatory reforms in selected EU network industries“ von R. Martin, M. Roma und I. Vansteenkiste, April 2005.
29. „Wealth and asset price effects on economic activity“ von F. Altissimo, E. Georgiou, T. Sastre, M. T. Valderrama, G. Sterne, M. Stocker, M. Weth, K. Whelan und A. Willman, Juni 2005.
30. „Competitiveness and the export performance of the euro area“ von einer Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, Juni 2005.
31. „Regional monetary integration in the member states of the Gulf Cooperation Council“ von M. Sturm und N. Siegfried, Juni 2005.
32. „Managing financial crises in emerging market economies – experience with the involvement of private sector creditors“ von einer Arbeitsgruppe des Ausschusses für internationale Beziehungen, Juni 2005.
33. „Integration of securities market infrastructures in the euro area“ von H. Schmiedel und A. Schönenberger, Juli 2005.
34. „Hedge funds and their implications for financial stability“ von T. Garbaravicius und F. Dierick, August 2005.
35. „The institutional framework for financial market policy in the USA seen from an EU perspective“ von R. Petschnigg, September 2005.
36. „Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route“ von I. Angeloni, M. Flad und F. P. Mongelli, September 2005.
37. „Financing conditions in the euro area“ von L. Bê Duc, G. de Bondt, A. Calza, D. Marqués Ibáñez, A. van Rixtel und S. Scopel, Oktober 2005.
38. „Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature“ von M. G. Briotti, Oktober 2005.
39. „Labour productivity in the Nordic EU countries: a comparative overview and explanatory factors 1980-2004“ von A. Annenkov und C. Madaschi, Oktober 2005.

40. „What does European institutional integration tell us about trade integration?“ von F. P. Mongelli, E. Dorrucchi und I. Agur, Dezember 2005.
41. „Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences“ von N. Leiner-Killinger, C. Madaschi und M. Ward-Warmedinger, Dezember 2005.
42. „The New Basel Capital Framework and its implementation in the European Union“ von F. Dierick, F. Pires, M. Scheicher und K. G. Spitzer, Dezember 2005.
43. „The accumulation of foreign reserves“ von einer Arbeitsgruppe des Ausschusses für internationale Beziehungen, Februar 2006.

WORKING PAPERS

559. „When did unsystematic monetary policy have an effect on inflation?“ von B. Mojon, Dezember 2005.
560. „The determinants of ‘domestic’ original sin in emerging market economies“ von A. Mehl und J. Reynaud, Dezember 2005.
561. „Price setting in German manufacturing: new evidence from new survey data“ von H. Stahl, Dezember 2005.
562. „The price setting behaviour of Portuguese firms: evidence from survey data“ von F. Martins, Dezember 2005.
563. „Sticky prices in the euro area: a summary of new micro evidence“ von L. J. Álvarez, E. Dhyne, M. M. Hoeberichts, C. Kwapil, H. Le Bihan, P. Lünemann, F. Martins, R. Sabbatini, H. Stahl, P. Vermeulen und J. Vilmunen, Dezember 2005.
564. „Forecasting the central bank’s inflation objective is a good rule of thumb“ von M. Diron und B. Mojon, Dezember 2005.
565. „The timing of central bank communication“ von M. Ehrmann und M. Fratzscher, Dezember 2005.
566. „Real versus financial frictions to capital investment“ von N. Bayraktar, P. Sakellaris und P. Vermeulen, Dezember 2005.
567. „Is the time ripe for a currency union in emerging East Asia? The role of monetary stabilisation“ von M. Sánchez, Dezember 2005.
568. „Exploring the international linkages of the euro area: a global VAR analysis“ von S. Déés, F. di Mauro, M. H. Pesaran und L. V. Smith, Dezember 2005.
569. „Towards European monetary integration: the evolution of currency risk premium as a measure for monetary convergence prior to the implementation of currency unions“ von F. González und S. Launonen, Dezember 2005.
570. „Household debt sustainability: what explains household non-performing loans? An empirical analysis“ von L. Rinaldi und A. Sanchis-Arellano, Januar 2006.
571. „Are emerging market currency crises predictable? A test“ von T. A. Peltonen, Januar 2006.
572. „Information, habits and consumption behaviour: evidence from micro-data“ von M. Kuismanen und L. Pistaferri, Januar 2006.
573. „Credit chains and the propagation of financial distress“ von F. Boissay, Januar 2006.
574. „Inflation convergence and divergence within the European Monetary Union“ von F. Buseti, L. Forni, A. Harvey und F. Venditti, Januar 2006.
575. „Growth in euro area labour quality“ von G. Schwerdt und J. Turunen, Januar 2006.
576. „Debt-stabilising fiscal rules“ von P. Michel, L. von Thadden und J.-P. Vidal, Januar 2006.

577. „Distortionary taxation, debt and the price level“ von A. Schabert und L. von Thadden, Januar 2006.
578. „Forecasting ECB monetary policy: accuracy is (still) a matter of geography“ von H. Berger, M. Ehrmann und M. Fratzscher, Januar 2006.
579. „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances“ von J. Kremer, C. Rodrigues Braz, T. Brosens, G. Langenus, S. Momigliano und M. Spolander, Januar 2006.
580. „Bank interest rate pass-through in the euro area: a cross-country comparison“ von C. K. Sørensen und T. Werner, Januar 2006.
581. „Public sector efficiency for new EU Member States and emerging markets“ von A. Afonso, L. Schuknecht und V. Tanzi, Januar 2006.
582. „What accounts for the changes in US fiscal policy transmission?“ von F. O. Bilbiie, A. Meier und G. J. Müller, Januar 2006.
583. „Back to square one: identification issues in DSGE models“ von F. Canova und L. Sala, Januar 2006.
584. „A new theory of forecasting“ von S. Manganelli, Januar 2006.
585. „Are specific skills an obstacle to labour market adjustment? Theory and an application to the EU enlargement“ von A. Lamo, J. Messina und E. Wasmer, Februar 2006.
586. „A method to generate structural impulse responses for measuring the effects of shocks in structural macro models“ von A. Beyer und R. E. A. Farmer, Februar 2006.
587. „Determinants of business cycle synchronisation across euro area countries“ von U. Böwer und C. Guillemineau, Februar 2006.
588. „Rational inattention, inflation developments and perceptions after the euro cash changeover“ von M. Ehrmann, Februar 2006.
589. „Forecasting economic aggregates by disaggregates“ von D. F. Hendry und K. Hubrich, Februar 2006.
590. „The pecking order of Cross-Border Investment“ von C. Daude und M. Fratzscher, Februar 2006.
591. „Cointegration in panel data with breaks and cross-section dependence“ von A. Banerjee und J. L. Carrion-i-Silvestre, Februar 2006.
592. „Non-linear dynamics in the euro area demand for M1“ von A. Calza und A. Zaghini, Februar 2006.
593. „Robustifying learnability“ von R. J. Tetlow und P. von zur Muehlen, Februar 2006.

SONSTIGE PUBLIKATIONEN

- „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.
- „Progress report on TARGET2“, Februar 2005.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, Februar 2005.
- „Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation“, Februar 2005.

„Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2003 figures“ („Blue Book“), Februar 2005.

„Statistics and their use for monetary and economic policy-making“, März 2005.

„Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 13 April 2005: in support of the current proposal to amend IAS 39 – The fair value option“, April 2005.

„Euro money market study 2004“, Mai 2005.

„Correspondent central banking model (CCBM) – procedure for Eurosystem counterparties“, Mai 2005.

„Regional economic integration in a global framework – proceedings of the G20 Workshop held in Beijing, 22-23 September 2004“, Mai 2005.

„TARGET Annual Report 2004“, Mai 2005.

„The new EU Member States: convergence and stability“, Mai 2005.

„Financial Stability Review“, Juni 2005.

„Letter from the ECB President to Mr Nikolaos Vakalis, Member of the European Parliament“, Juni 2005.

„Guide to consultation of the European Central Bank by national authorities regarding draft legislative provisions“, Juni 2005.

„Assessment of SORBNET-EURO and BIREL against the Core Principles: connection of SORBNET-EURO to TARGET via the Banca d’Italia and its national RTGS system BIREL“, Juni 2005.

„Information guide for credit institutions using TARGET“, Juni 2005.

„Statistical classification of financial markets instruments“, Juli 2005.

„Reply of the ECB to the public consultation by the CEBS on the consolidated financial reporting framework for credit institutions“, Juli 2005.

„Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures“ („Blue Book“), August 2005.

„Eurosystem contribution to the public consultation by the European Commission on the Green Paper on Financial Services Policy (2005–2010)“, August 2005.

„Central banks’ provision of retail payment services in euro to credit institutions – policy statement“, August 2005.

„ECB statistics: a brief overview“, August 2005.

„Assessment of euro retail payment systems against the applicable Core Principles“, August 2005.

„Indicators of financial integration in the euro area“, September 2005.

„EU banking structures“, Oktober 2005.

„EU banking sector stability“, Oktober 2005.

„Second progress report on TARGET2“, Oktober 2005.

„Legal aspects of the European System of Central Banks“, Oktober 2005.

„European Union balance of payments/international investment position statistical methods“ („B.o.p. book“), November 2005.

„Large EU banks’ exposures to hedge funds“, November 2005.

„Green paper on the enhancement of the EU framework for investment funds. Eurosystem contribution to the Commission’s public consultation“, November 2005.

„The European Commission’s Green Paper on mortgage credit in the EU – Eurosystem contribution to the public consultation“, Dezember 2005.

„Financial Stability Review“, Dezember 2005.

„Review of the international role of the euro“, Dezember 2005.

„The Eurosystem, the Union and beyond“, Dezember 2005.

„Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in acceding countries – Statistical tables“, Januar 2006.
„Data collection from credit institutions and other professional cash handlers under the Framework for banknote recycling“, Januar 2006.
„Euro money market survey 2005“, Januar 2006.
„Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, Februar 2006.
„Towards a Single Euro Payments Area – objectives and deadlines (fourth progress report)“, Februar 2006.

INFORMATIONSBROSCHÜREN

„The current TARGET system“, August 2005.
„TARGET2 – innovation and transformation“, August 2005.
„The euro area at a glance“, August 2005.

GLOSSAR

Dieses Glossar enthält ausgewählte Begriffe, die im Jahresbericht verwendet werden. Ein umfassenderes Glossar in englischer Sprache kann auf der Website der EZB abgerufen werden (www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html).

Aktienmarkt (equity market): Markt, an dem Aktien begeben und gehandelt werden.

Anleihemarkt (bond market): Markt, an dem längerfristige **Schuldverschreibungen** begeben und gehandelt werden.

Auslandsvermögensstatus (Internationale Vermögensposition) (international investment position – i.i.p.): Bestandsstatistik, die den Wert und die Zusammensetzung der finanziellen Nettoforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland ausweist.

Außenfinanzierungskosten nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (real) (cost of the external financing of non-financial corporations (real)): Kosten für die externe Finanzierung nichtfinanzieller Unternehmen. Für im Euroraum angesiedelte nichtfinanzielle Unternehmen werden die Außenfinanzierungskosten wie folgt berechnet: gewichteter Durchschnitt der Eigen- und Fremdkapitalkosten (z. B. Kosten von Krediten, Schuldverschreibungen und Aktien) basierend auf den um Bewertungseffekte und Inflationserwartungen bereinigten Beständen.

Befristete Transaktion (reverse transaction): Geschäft, bei dem die Zentralbank Vermögenswerte im Rahmen einer **Rückkaufsvereinbarung** verkauft (**Repogeschäft**) bzw. kauft (Reverse Repo) oder gegen Überlassung von **Sicherheiten** Kredite gewährt.

Beitretende Staaten (accessing countries): Jene Länder, die den EU-Beitrittsvertrag unterzeichnet haben. Diesen Status erhielten zuletzt Bulgarien und Rumänien mit der Unterzeichnung des EU-Beitrittsvertrags am 25. April 2005.

Beitrittsländer (accession countries): Jene Länder, mit denen die EU Beitrittsverhandlungen aufgenommen hat. Seit dem 3. Oktober 2005 steht die EU in Beitrittsverhandlungen mit Kroatien und der Türkei.

Benchmark-Portfolio (benchmark portfolio): Im Zusammenhang mit Investitionen versteht man unter einem Benchmark-Portfolio ein Vergleichsportfolio oder einen Index auf der Basis von Zielgrößen für die Liquidität, das Risiko und die Rendite von Anlagen, an dem die Wertentwicklung des jeweiligen Portfolios gemessen wird.

Bruttobetriebsüberschuss (gross operating surplus): Überschuss über (oder Fehlbetrag auf) den Produktionswert nach Abzug der Vorleistungskosten, des Arbeitnehmerentgelts sowie der Produktionsabgaben (minus Subventionen), aber vor Berücksichtigung von Vermögenseinkünften und -kosten.

Corporate Governance: Für eine verantwortungsvolle Unternehmensführung und -kontrolle festgelegte Regeln, Verfahren und Strukturen. Dazu zählen die Rechte und Pflichten der einzelnen Funktionsträger (Aufsichtsrat, Führungskräfte/Geschäftsführung, Aktionäre, andere Interessengruppen etc.) und die Regeln und Verfahren für die Entscheidungsfindung.

Devisenwap (foreign exchange swap): Kombination eines Devisenkassageschäfts mit einem Devisentermingeschäft.

Direktinvestitionen (direct investment): Auslandsinvestitionen 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 verbrieften. 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.

ECOFIN-Rat (ECOFIN Council): Der EU-Rat (Ministerrat) in der Zusammensetzung der Wirtschafts- und Finanzminister.

Echtzeit-Bruttosystem: Siehe **RTGS-System**.

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 Zentralbank** 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 auch die ESZB-Satzung enthält.

Einlagefazilität (deposit facility): **Ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die den **Geschäftspartnern** die Möglichkeit bietet, täglich fällige Einlagen zum dafür festgesetzten Zinssatz bei der NZB anzulegen (siehe **Leitzinsen der EZB**).

EONIA (Euro Overnight Index Average): Auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft. Er wird als gewichteter Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Euro-Übernachtverträge, die von ausgewählten Instituten gemeldet werden, berechnet.

Erfüllungsrisiko (settlement risk): Oberbegriff für das Risiko, dass die Abwicklung in einem Übertragungssystem nicht wie erwartet stattfindet. Das Erfüllungsrisiko kann sowohl das **Kreditrisiko** als auch das **Liquiditätsrisiko** umfassen.

Ertragslage der Unternehmen (corporate profitability): Kennzahl zur Messung der Ertragskraft von Unternehmen, ausgedrückt als Verhältnis bestimmter Ertragszahlen zu beispielsweise Umsatz, Bilanzsumme und Eigenkapital. Aus Unternehmensabschlüssen lassen sich verschiedenste

Ertragskennzahlen ableiten, etwa Betriebsergebnis in % des Umsatzes (Betriebsergebnis = Umsatz abzüglich Betriebsaufwand), Umsatzrendite (Überschuss in % des Umsatzes; Überschuss = Betriebsergebnis und betriebsfremde Erträge nach Steuern, Abschreibungen und außerordentlichen Posten), Gesamtkapitalrendite (Verhältnis Jahresüberschuss zu Bilanzsumme) und Eigenkapitalrendite (Verhältnis Jahresüberschuss zu Eigenkapital). Als gesamtwirtschaftliche Gewinnkennzahl – basierend auf den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen – wird oft der **Bruttoertragsüberschuss** herangezogen, zum Beispiel im Verhältnis zum BIP oder zur Wertschöpfung.

Erweiterter Rat (General Council): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Der Erweiterte Rat setzt sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten aller Zentralbanken des **ESZB** zusammen.

ESVG 95: Siehe **Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen**.

ESZB: Siehe **Europäisches System der Zentralbanken**.

EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate): Von ausgewählten Instituten gemeldeter Durchschnittszinssatz, 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**.

Europäische Zentralbank (EZB) (European Central Bank – ECB): Die EZB ist der Mittelpunkt des **Eurosystems** und des **Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)** und besitzt gemäß Gemeinschaftsrecht (Artikel 107 Absatz 2 EG-Vertrag) 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 (EZB)** 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 1995 (ESVG 95) (European System of Accounts 1995 – ESA 95): Umfassende, integrierte Systematik volkswirtschaftlicher Konten auf Grundlage von international abgestimmten statistischen Konzepten, Definitionen, Klassifikationen und Verbuchungsregeln zum Zweck der harmonisierten quantitativen Darstellung der Volkswirtschaften der EU-Mitgliedstaaten. Das ESVG 95 ist die EU-Version des internationalen System of National Accounts 1993 (SNA 1993).

Europäisches Währungsinstitut (EWI) (European Monetary Institute – EMI): Mit Beginn der zweiten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion** am 1. Januar 1994 eingerichtete Institution, die nach der Errichtung der **Europäischen Zentralbank** am 1. Juni 1998 aufgelöst wurde.

Euroraum: Siehe **Euro-Währungsgebiet**.

Eurosystem: Zentralbanksystem des **Euro-Währungsgebiets**. Das Eurosystem setzt sich aus der **Europäischen Zentralbank (EZB)** und den NZBen jener Mitgliedstaaten zusammen, die an der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion** teilnehmen und somit den Euro eingeführt haben.

Euro-Währungsgebiet (Eurogebiet, Euroraum) (euro area): Umfasst jene Mitgliedstaaten, die den **Euro** gemäß **EG-Vertrag** als gemeinsame Währung eingeführt haben und unter der Verantwortung des **EZB-Rats** eine gemeinsame Geldpolitik betreiben. 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**.

EZB: Siehe **Europäische Zentralbank**.

EZB-Direktorium (Executive Board): Eines der Beschlussorgane der **Europäischen Zentralbank (EZB)**. Das Direktorium setzt sich aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie vier weiteren Mitgliedern zusammen, die von den Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, einvernehmlich ernannt wurden.

EZB-Rat (Governing Council): Oberstes Beschlussorgan der **Europäischen Zentralbank (EZB)**, das sich aus den Mitgliedern des **EZB-Direktoriums** und den Zentralbankpräsidenten der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, zusammensetzt.

Feinsteuerungsoption (fine-tuning operation): **Offenmarktgeschäft** des **Eurosystems** zum Ausgleich unerwarteter Liquiditätsschwankungen am Markt. Häufigkeit und Laufzeit solcher Geschäfte sind nicht standardisiert.

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. jeder Vertragspartner bei einer Transaktion mit einer Zentralbank).

Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Von Eurostat ermittelte und für alle EU-Mitgliedstaaten harmonisierte Messgröße der Verbraucherpreise.

Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG) (main refinancing operation): Regelmäßiges **Offenmarktgeschäft**, das vom **Eurosystem** in Form einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. HRGs werden über wöchentliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel einer Woche durchgeführt.

HRG: Siehe **Hauptrefinanzierungsgeschäft**.

HVPI: Siehe **Harmonisierter Verbraucherpreisindex**.

Implizite Volatilität (implied volatility): Erwartete Volatilität (d. h. Standardabweichung) der Veränderungsrate des Preises von Vermögenswerten (z. B. von Aktien oder Anleihen). Die implizite Volatilität lässt sich mittels Optionspreismodellen (z. B. mit dem Black-Scholes-Modell) aus dem Preis eines Vermögenswerts, der Laufzeit und dem Ausübungspreis von Optionen auf diesen Wert sowie aus der risikofreien Rendite ableiten.

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 Euroraum) 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, das Einlagengeschäfte (Annahme fremder Gelder als Einlagen oder anderer rückzahlbarer Gelder des Publikums) und Kreditgeschäfte auf eigene Rechnung betreibt, oder b) ein Betreiber von E-Geld-Geschäften (Ausgabe von Zahlungsmitteln in Form von elektronischem Geld), der kein Kreditinstitut im Sinne von a) ist.

Kreditrisiko (credit risk): Das Risiko, dass ein **Geschäftspartner** seine Verpflichtung weder bei Fälligkeit noch zu einem späteren Zeitpunkt in voller Höhe erfüllt. Dazu gehören auch das Eindeckungsrisiko, das **Erfüllungsrisiko** sowie das Risiko des Ausfalls der Abwicklungsbank.

Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren bzw. 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 einer **befristeten Transaktion** durchgeführt wird. LRGs werden über monatliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel drei Monaten durchgeführt.

Leitzinsen der EZB (key ECB interest rates): Vom **EZB-Rat** festgelegte Zinssätze, 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 unbekanntem späteren Zeitpunkt erfüllt.

Lissabon-Strategie (Lisbon strategy): Vom Europäischen Rat von Lissabon im Jahr 2000 beschlossene umfassende Agenda von Strukturreformen mit dem Ziel, die EU zum „wettbewerbsfähigsten und dynamischsten wissensbasierten Wirtschaftsraum der Welt“ zu machen.

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 Eurogebiet 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 das **Eurosystem**, ansässige **Kreditinstitute** im Sinne des Gemeinschaftsrechts und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinn von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

MFI-Zinssätze (MFI interest rates): Zinssätze, die von gebietsansässigen **Kreditinstituten** und sonstigen **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 ihren geldpolitischen Kurs 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 von den **Kreditinstituten** einzuhaltende **Mindestreservepflicht** berechnet wird. Die Erfüllungsperiode beginnt am Abwicklungstag des ersten **Hauptrefinanzierungsgeschäfts** nach jener Sitzung des

EZB-Rats, für die die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses 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 Mindestreserveguthabens innerhalb der **Mindestreserve-Erfüllungsperiode**.

Monetäre Analyse (monetary analysis): Eine Säule der von der **Europäischen Zentralbank** durchgeführten umfassenden Analyse der Risiken für die **Preisstabilität**, die die Grundlage für die geldpolitischen Beschlüsse des **EZB-Rats** bildet. Die monetäre Analyse dient zur Beurteilung mittel- bis langfristiger Inflationstrends und trägt dem engen Zusammenhang, der über längere Zeithorizonte hinweg zwischen Geldmenge und Preisen besteht, Rechnung. In der monetären Analyse wird die Entwicklung einer Vielzahl monetärer Indikatoren beobachtet, einschließlich der Geldmenge **M3**, ihrer Komponenten und Gegenposten (insbesondere Kredite), sowie verschiedener Messgrößen der Überschussliquidität (siehe **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 Banknotenumlauf und zu den Verbindlichkeiten aus Einlagen der **Kreditinstitute** gehalten werden.

Monetäre Finanzinstitute: Siehe **MFIs**.

Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets (MFI net external assets): Forderungen des **MFI-Sektors** 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 Euro-raum gegenüber Gebietsfremden (wie Einlagen, **Repogeschäfte** und Geldmarktfondsanteile von Gebietsfremden sowie von **MFIs** des Euroraums begebene **Schuldverschreibungen** mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren).

Offenmarktgeschäft (open market operation): Auf Initiative der Zentralbank durchgeführtes Finanzmarktgeschäft. Die Offenmarktgeschäfte des **Eurosystems** lassen sich im Hinblick auf Zielsetzung, Rhythmus und Verfahren in vier Gruppen unterteilen: **Hauptrefinanzierungsgeschäfte**, **längerfristige Refinanzierungsgeschäfte**, **Feinsteuerungsoperationen** und strukturelle Operationen. Verfahrenstechnisch liegt der Schwerpunkt auf **befristeten Transaktionen**; alle vier Geschäftstypen können als solche abgewickelt werden. Darüber hinaus können bei strukturellen Operationen **Schuldverschreibungen** begeben und endgültige Käufe bzw. Verkäufe durchgeführt

werden. Feinststeuerungsoperationen können in Form von endgültigen Käufen bzw. Verkäufen, Devisenswapgeschäften und durch die Hereinnahme von Termineinlagen abgewickelt werden.

Öffentliche Haushalte (Staat) (general government): Sektor, der laut **ESVG 95** jene Gebietskörperschaften 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 Erwerbzzweck, wie z. B. staatliche Unternehmen, werden nicht den öffentlichen Haushalten zugerechnet.

Option: Finanzinstrument, das den Inhaber berechtigt, aber nicht verpflichtet, bestimmte Vermögenswerte wie Anleihen oder Aktien zu einem im Voraus festgelegten Preis (Ausübungs- oder Basispreis) bis zu bzw. zu einem bestimmten künftigen Zeitpunkt (Ausübungs- oder Fälligkeitstag) zu kaufen oder zu verkaufen.

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. Stabilitätspolitisch hat es sich der EZB-Rat zum Ziel gesetzt, 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): Viermal jährlich durchgeführte Analysen zur Abschätzung der möglichen zukünftigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen im **Euro-Währungsgebiet**. Die im Juni und Dezember veröffentlichten Projektionen stammen von Experten des Eurosystems, während die im März und September veröffentlichten Projektionen von Experten der **EZB** erstellt werden. Als Bestandteil der **wirtschaftlichen Analyse**, der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB, fließen die Projektionen in die vom **EZB-Rat** vorgenommene Beurteilung der Risiken für die **Preisstabilität** ein.

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 4½ %.

Repogeschäft: Siehe **Rückkaufsvereinbarung**.

RTGS-System (Echtzeit-Bruttosystem) (Real-Time Gross Settlement system – RTGS): Abwicklungssystem, in dem jede Transaktion kontinuierlich in Echtzeit verarbeitet und ausgeglichen wird (ohne Netting) (siehe auch **TARGET-System**).

Rückkaufsvereinbarung (Repogeschäft) (repurchase agreement): Vereinbarung über den Verkauf eines Vermögenswerts, die den Verkäufer berechtigt und verpflichtet, diesen Vermögenswert zu einem bestimmten Preis zu einem späteren Zeitpunkt oder auf Anforderung zurückzukaufen. Eine solche Vereinbarung gleicht wirtschaftlich einem besicherten Kredit, allerdings mit dem Unterschied, dass das Eigentum an den **Sicherheiten** auf den Käufer übertragen wird.

Schuldverschreibung (debt security): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (d. h. dem Gläubiger) eine Zahlung zu einem bestimmten Termin (oder Zahlungen zu bestimmten Terminen) zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen mit Kupons ausgestattet (d. h. festverzinslich) und/oder werden bei Fälligkeit mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft.

Sicherheiten (collateral): Als Kreditrückzahlungsgarantie (z. B. von **Kreditinstituten** an Zentralbanken) übertragene Vermögenswerte oder im Rahmen von **Rückkaufsvereinbarungen** (z. B. von Kreditinstituten an Zentralbanken) verkaufte Vermögenswerte.

Sonstige Finanzinstitute (SFIs) (other financial intermediaries – OFIs): Kapitalgesellschaften oder Quasi-Kapitalgesellschaften (ohne Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen), deren Hauptfunktion in der finanziellen Mittlertätigkeit liegt und die zu diesem Zweck gegenüber anderen institutionellen Einheiten (ohne monetäre Finanzinstitute) Verbindlichkeiten (außer in Form von Zahlungsmitteln, Einlagen und/oder Einlagensubstituten) eingehen. Zu den SFIs zählen insbesondere Gesellschaften, die überwiegend im Bereich der langfristigen Finanzierung tätig sind, wie Finanzierungsleasinggesellschaften, eigens zur Haltung verbriefter Vermögenswerte geschaffene finanzielle Mantel-Kapitalgesellschaften, Holdinggesellschaften, Wertpapierhändler und Derivatehändler (auf eigene Rechnung), Wagniskapital-Beteiligungsgesellschaften und im Bereich der Entwicklungsfinanzierung tätige Unternehmen.

Spitzenrefinanzierungsfazilität (marginal lending facility): **Ständige Fazilität** des **Eurosystems**, die die **Geschäftspartner** nutzen können, um von der NZB Übernachtskredit gegen notenbankfähige **Sicherheiten** zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten (siehe **Leitzinsen der EZB**).

Staat: Siehe **Öffentliche Haushalte**.

Stabilitäts- und Wachstumspakt (Stability and Growth Pact): Ziel des Stabilitäts- und Wachstumspakts ist die Gewährleistung gesunder Staatsfinanzen in der dritten Stufe der **Wirtschafts- und Währungsunion** als Mittel zur Verbesserung der Voraussetzungen für **Preisstabilität** und für ein starkes, nachhaltiges und der Schaffung von Arbeitsplätzen förderliches Wachstum. Zu diesem Zweck enthält der Pakt die Auflage für die EU-Mitgliedstaaten, mittelfristige Haushaltsziele festzulegen. Auch das **Verfahren bei einem übermäßigen Defizit** ist im Pakt genau geregelt. Rechtlich gesehen besteht der Pakt aus folgenden Komponenten: der Entschließung des Europäischen Rats von Amsterdam über den Stabilitäts- und Wachstumspakt vom 17. Juni 1997 sowie zwei Verordnungen des EU-Rats, nämlich a) Verordnung (EG) Nr. 1466/97 vom 7. Juli 1997 über den Ausbau der haushaltspolitischen Überwachung und der Überwachung und Koordinierung der Wirtschaftspolitiken in der durch Verordnung (EG) Nr. 1055/2005 vom 27. Juni 2005 geänderten Fassung, und b) Verordnung (EG) Nr. 1467/97 vom 7. Juli 1997 über die Beschleunigung und Klärung des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit in der durch Verordnung (EG) Nr. 1056/2005 vom 27. Juni 2005 geänderten Fassung. Ergänzende Bestandteile des Pakts sind ferner der Bericht über die „Verbesserung der Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts“ (verabschiedet vom Europäischen Rat von Brüssel vom 22. und 23. März 2005 auf Basis einer Vorlage des ECOFIN-Rats) sowie ein neuer Verhaltenskodex mit dem Titel „Spezifikationen für die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts sowie Leitlinien zu Inhalt und Form der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme“ (verabschiedet vom ECOFIN-Rat am 11. Oktober 2005).

Ständige Fazilität (standing facility): Zentralbankfazilität, die von den **Geschäftspartnern** auf eigene Initiative in Anspruch genommen werden kann. Das **Eurosystem** bietet zwei ständige Übernachtfazilitäten an, und zwar die **Spitzenrefinanzierungfazilität** und die **Einlagefazilität**.

Systemrisiko (systemic risk): Das Risiko, dass die Zahlungsunfähigkeit eines Instituts 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.

TARGET2: Neue Generation des TARGET-Systems. Das derzeit dezentral aufgebaute System soll durch eine Gemeinschaftsplattform ersetzt werden, über die harmonisierte Dienstleistungen zu einheitlichen Gebühren angeboten werden.

TARGET-System (Transeuropäisches Automatisiertes Echtzeit-Brutto-Express-Überweisungssystem) (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): Das Echtzeit-Bruttosystem (**RTGS-System**) für Euro-Zahlungen ist ein dezentrales Zahlungssystem, das 16 nationale RTGS-Systeme, den Zahlungsverkehrsmechanismus der EZB und den Interlinking-Mechanismus umfasst.

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 Haushaltsdisziplin, enthält die für die Feststellung eines übermäßigen Defizits maßgeblichen Kriterien und bestimmt die weitere Vorgehensweise im Fall der Nichterfüllung der Defizit- bzw. Schuldenstandsvorgaben. 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 (in der durch Verordnung (EG) Nr. 1056/2005 des Rates vom 27. Juni 2005 geänderten Fassung), 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 Erstellung, Bestätigung, Verrechnung und Abwicklung des Zahlungsauftrags.

Wechselkursmechanismus II (WKM II) (exchange rate mechanism II – ERM 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.

Wertpapierabwicklungssystem (securities settlement system – SSS): Technisch-institutionelle Gesamtlösung zur Wertpapierdepotführung und Abwicklung von Wertpapiergeschäften, wobei die Übertragung der Wertpapiere gebührenfrei, nach dem Prinzip Lieferung gegen Zahlung oder nach dem Prinzip Lieferung gegen Lieferung erfolgen kann. Transaktionen können auf Brutto- bzw. Nettobasis oder auf Bruttobasis in Echtzeit abgewickelt werden. Ein Wertpapierabwicklungssystem ermöglicht die Verrechnung (Clearing) der Zahlungsverpflichtungen der Teilnehmer.

Wertpapieranlagen (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 der von der **Europäischen Zentralbank** durchgeführten umfassenden Analyse der Risiken für die **Preisstabilität**, die 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 Waren-, Dienstleistungs- und Faktormärkten über diese Zeithorizonte. Ein Analyseschwerpunkt liegt dabei auf der Art der konjunkturellen Schocks, ihrem Einfluss auf Kostenentwicklung und Preisgestaltung sowie auf den möglichen kurz- bis mittelfristigen Auswirkungen solcher Schocks auf die Volkswirtschaft (siehe **monetäre Analyse**).

Wirtschafts- und Finanzausschuss (WFA) (Economic and Financial Committee – EFC): Beratendes Gemeinschaftsgremium, das an der Vorbereitung der Arbeit des **ECOFIN-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 Weg zur Wirtschafts- und Währungsunion – d. h. der Prozess, der zur Einführung des Euro als der gemeinsamen Währung und zur Durchführung einer einheitlichen Geldpolitik im Euroraum sowie zur Abstimmung der nationalen Wirtschaftspolitik der EU-Mitgliedstaaten führte – war nach den Bestimmungen des EG-Vertrags ein dreistufiger 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.

WWU: Siehe **Wirtschafts- und Währungsunion**.

Zahlungsbilanz (balance of payments – b.o.p.): Systematische Darstellung der wirtschaftlichen Transaktionen einer Volkswirtschaft mit dem Rest der Welt über einen bestimmten Zeitraum. In der Zahlungsbilanz werden der Waren- und Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland, grenzüberschreitende Einkommensflüsse, Veränderungen bei den finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland sowie als Übertragungen bzw. Transfers klassifizierte Transaktionen (z. B. Schuldenerlass) erfasst.

Zentraler Kontrahent (central counterparty): Schaltstelle zwischen den **Geschäftspartnern** bei Handelsgeschäften, die 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 (zentrale Wertpapierverwahrstelle) (central securities depository – CSD): Einrichtung für die Verwahrung und Verwaltung von Wertpapieren, die die 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 Verwahrungs- und Verwaltungsaufgaben kann ein Zentralverwahrer auch Clearing- und Abwicklungsfunktionen übernehmen.

ISSN 1561456-5



9 771561 456001