

Monetäre Analyse für das Euro- Währungsgebiet

Der EZB-Rat hat der Geldmenge im Rahmen der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie des Eurosystems eine herausragende Rolle zugewiesen und für das Wachstum der breit definierten Geldmenge M3 einen Referenzwert von 4½ % festgelegt. Für die Beurteilung der monetären Lage im Euro-Währungsgebiet ist es allerdings nicht ausreichend, die laufende Geldmengenentwicklung mit dem Referenzwert zu vergleichen. Vielmehr bedarf es einer eingehenden Untersuchung der Faktoren, die dem Geldmengenwachstum zugrunde liegen. Die monetäre Analyse ist hierbei ein wichtiges Hilfsinstrument. Sie setzt an der konsolidierten Bilanz des „geldschaffenden“ Sektors an und untersucht die einzelnen Komponenten und Bilanzgegenposten der Geldmenge M3. Auf dieser bilanzanalytischen Grundlage können dann die ökonomischen Determinanten der jeweiligen monetären Situation aufgezeigt werden. Als Folge der Harmonisierung der Geld- und Bankenstatistiken im Euro-Währungsgebiet und der Neuabgrenzung der monetären Aggregate ergeben sich im Vergleich zur bisherigen Bundesbankpraxis einige Modifikationen für die monetäre Analyse. Diese werden in dem vorliegenden Aufsatz beschrieben. Im Mittelpunkt stehen dabei methodische Fragestellungen. Darüber hinaus werden die monetären Tendenzen im Euro-Währungsgebiet kurz untersucht. Es zeigt sich, daß derzeit weder inflationäre noch deflationäre Gefahren von der monetären Seite drohen.

Bedeutung und Ansatzpunkt der monetären Analyse

*Herausragende
Rolle der
Geldmenge*

Im Rahmen der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie des Eurosystems spielt die Geldmenge eine herausragende Rolle (siehe nebenstehende Erläuterungen). Dies spiegelt sich in dem Beschluß des EZB-Rates vom Dezember letzten Jahres wider, für das Wachstum der neu definierten Geldmenge M3 einen Referenzwert von $4\frac{1}{2}\%$ anzukündigen.¹⁾ Auf der Basis dieses Wertes wird die laufende Geldmengenentwicklung regelmäßig und gründlich analysiert, um frühzeitig Hinweise auf künftige Preisniveauveränderungen zu erhalten.

*Ausschließliche
Beobachtung
des Schlüssel-
aggregats
unzureichend*

Wie auch bisher im Rahmen der deutschen Geldmengensteuerung kann sich die Interpretation der monetären Lage im Euro-Währungsgebiet nicht allein auf die Beobachtung eines Schlüsselaggregats stützen. So kann eine Geldgröße zeitweise Sondereinflüssen unterliegen (z. B. steuerrechtliche Änderungen oder außergewöhnliche Unsicherheiten an den Finanzmärkten), die den Informationsgehalt im Hinblick auf die künftige Inflationsentwicklung vorübergehend beeinträchtigen. Ferner läßt sich derzeit nicht abschätzen, inwieweit durch den Übergang zur gemeinsamen Geldpolitik Änderungen im Portfolioverhalten der Anleger und in den Finanzierungsstrukturen der Wirtschaftsakteure auftreten, die zu einer einmaligen Veränderung der Strukturzusammenhänge oder zu anhalten-

¹ Vgl. hierzu auch: Europäische Zentralbank, Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, Monatsbericht, Februar 1999, insbesondere S. 39 ff.

Stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems

Die vom EZB-Rat beschlossene stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie umfaßt drei wesentliche Elemente: die quantitative Festsetzung des Ziels Preisstabilität, eine herausragende Rolle der Geldmenge und eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung sowie der Risiken für Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet.

Der EZB-Rat hat Preisstabilität als „Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr“ definiert. Dabei „muß Preisstabilität mittelfristig beibehalten werden“. Die Definition von Preisstabilität trägt zum einen den unvermeidlichen Problemen der Preismessung Rechnung, die eine gewisse Überzeichnung der „tatsächlichen Preissteigerung“ mit sich bringen. Zum anderen macht sie deutlich, daß deflationäre Tendenzen mit dem Endziel des Eurosystems nicht vereinbar sind. Das Ziel der Geldwertstabilität bezieht sich auf die mittlere Frist, weil kurzfristig Bewegungen des Preisniveaus auftreten können, die nicht der Kontrolle der Notenbank unterliegen.

Um die Erreichung des Endziels zu gewährleisten, stützt sich die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie ferner auf die beiden anderen der oben genannten Elemente. Der Geldmenge eine herausgehobene Stellung im Indikatorenset beizumessen, trägt der Tatsache Rechnung, daß Inflation längerfristig ein monetäres Phänomen ist. Sie ist daher ein geeigneter nominaler Anker für eine auf das Ziel der Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik und erleichtert die Stabilisierung der Inflationserwartungen auf dem von der Zentralbank anvisierten Niveau. Vor diesem Hintergrund hat der EZB-Rat im Dezember des vergangenen Jahres einen Referenzwert für die breit definierte Geldmenge M3 festgelegt. Danach soll die Geldmenge M3 mit einer Rate von $4\frac{1}{2}\%$ gegenüber dem Vorjahr wachsen, um die Beibehaltung von Preisstabilität und ein tragfähiges realwirtschaftliches Wachstum zu ermöglichen. In die Ableitung des Referenzwertes eingeflossen sind dabei eine Trendwachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts ($2\% - 2\frac{1}{2}\%$), eine normative Preisvorgabe im Einklang mit der quantitativen Festsetzung von Preisstabilität (Anstieg des HVPI von unter 2 %) und ein Zuschlag für die trendmäßige Abnahme der Umlaufgeschwindigkeit von $\frac{1}{2}\% - 1\%$.

Der EZB-Rat stützt sich bei seinen zinspolitischen Entscheidungen nicht allein auf die Ergebnisse der Analyse der monetären Entwicklung. In der kurzen Frist wird die Preisentwicklung von einer Reihe nicht-monetärer Faktoren beeinflusst, die ebenfalls zu berücksichtigen sind. Ferner besteht in der Anfangszeit der Währungsunion Unsicherheit darüber, ob die monetären Grundrelationen, die auf eine hinreichend stabile Beziehung zwischen dem Wachstum der Geldmenge M3 und der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet schließen lassen, auch nach dem Start der gemeinsamen Geldpolitik in ihrer bisherigen Form Bestand haben werden. Der EZB-Rat untersucht daher zusätzlich eine breite Palette von Indikatoren, die Informationen über die künftige Inflationsentwicklung beinhalten können. Dazu zählen beispielsweise die Lohnentwicklung, die Wechselkursentwicklung, die Zinsstruktur sowie verschiedene Preis- und Kostenindizes. Ferner bezieht er auch interne und externe Inflationsprognosen in seine Erwägungen mit ein.

Deutsche Bundesbank

den Instabilitäten in der Geldnachfrage führen können.

*Notwendigkeit
einer
eingehenden
monetären
Analyse*

Vor diesem Hintergrund kommt der monetären Analyse – also der Analyse der Komponenten und Bilanzgegenposten der Geldmenge – eine besondere Bedeutung zu. Im ersten Schritt handelt es sich dabei lediglich um eine bilanzanalytische ex-post-„Erklärung“ des Geldmengenwachstums. Im zweiten Schritt, der eine eingehendere Untersuchung von Einzelentwicklungen umfaßt, geht es jedoch darum, die der jeweiligen monetären Situation zugrunde liegenden ökonomischen oder auch institutionellen Determinanten aufzuzeigen. Auf diese Weise bietet die monetäre Analyse zum Beispiel die Möglichkeit, zwischen temporären und trendmäßigen Einflüssen auf die monetäre Entwicklung zu unterscheiden. Dies führt zu einer gewissen Sicherheit in der Beurteilung der aktuellen monetären Expansion und ihrer Relevanz für die künftige Preisentwicklung.

*Statistische
Grundlagen
der monetären
Analyse*

Ansatzpunkt der monetären Analyse ist die konsolidierte Bilanz des „Geldschöpfungssektors“ des relevanten Währungsgebiets. Sie setzt sich zusammen aus dem Ausweis der Zentralbank und den Bilanzen der übrigen, in den monetären Transmissionsprozeß eingebundenen (geldschaffenden) Institute, wobei durch die Konsolidierung die Beziehungen zwischen den einzelnen Instituten dieses Sektors ausgeschaltet werden. Ein solches Zahlenwerk gibt Auskunft über die Forderungen und Verbindlichkeiten des „geldschaffenden“ Sektors gegenüber den nicht zu diesem Sektor gehörenden Gebietsansässigen und dem Ausland. Es handelt sich hierbei um eine Be-

standsrechnung. Da die Aufgabe der monetären Analyse jedoch in der Erklärung der Geldmengenentwicklung besteht, wird zusätzlich eine Rechnung in Stromgrößen, das heißt in Veränderungen, erstellt.²⁾ Veränderungen der Geldmenge werden dann zu den Veränderungen der in den sogenannten Gegenposten zusammengefaßten Bilanzpositionen (im wesentlichen die Kreditgewährung an den privaten Sektor, die Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte, Veränderungen der Netto-Auslandsposition, die Geldkapitalbildung und Sonstige Einflüsse) in Beziehung gesetzt. Hieraus läßt sich unmittelbar erkennen, welchen (positiven oder negativen) Beitrag die einzelnen Bilanzgegenposten „für sich betrachtet“ zum Geldmengenwachstum geleistet haben. Bei der Interpretation ist allerdings zu beachten, daß Transaktionen zwischen dem „geldschaffenden“ Sektor und den übrigen Wirtschaftsakteuren nicht zwangsläufig geldmengenrelevant sind. Vielmehr können sie sich auch innerhalb der Bilanzgegenposten ausgleichen. Ebenso kann die „Wirkungsrichtung“ sowohl von den Bilanzgegenposten zur Geldmenge hin als auch umgekehrt verlaufen. Die Untersuchung der Geldmengenentwicklung im Bilanzzusammenhang kann also immer nur Ausgangspunkt weiterführender Analysen sein.

²⁾ Dabei entsprechen die Veränderungen innerhalb eines Zeitraums nicht zwangsläufig der Differenz der entsprechenden Bestandsgrößen. Vielmehr werden im Rahmen der Stromgrößenrechnung rein statistisch bedingte Veränderungen ausgeschaltet; hier handelt es sich zum Beispiel um wechselkursbedingte Veränderungen, Neubewertungen (z. B. Abschreibungen) einzelner Bilanzpositionen, Veränderungen infolge einer Neudefinition des Berichtskreises etc.

Die konsolidierte Bilanz der Monetären Finanzinstitute im Euro-Währungsgebiet

*Harmonisierung
der Geld- und
Bankenstatistik
im Euro-Wäh-
rungsgebiet*

In der Vergangenheit haben sich die bankstatistischen Gesamtrechnungen der EU-Mitgliedsländer hinsichtlich der Abgrenzungen des „geldschaffenden“ Sektors und des Inhalts der einzelnen Bilanzpositionen – also vor allem in bezug auf die ausgewiesenen Instrumente und die weitere statistische Aufgliederung, etwa nach Fristen, Währungen oder Wirtschaftssektoren des Nicht-Geldschöpfungssektors – zum Teil deutlich unterschieden. Für die Erstellung einer aussagefähigen konsolidierten Bilanz für das gesamte Euro-Währungsgebiet war daher eine Harmonisierung der jeweiligen nationalen Bilanzstatistiken in den Euro-Teilnehmerländern erforderlich. Weitere Änderungen in den jeweiligen nationalen Berichtssystemen ergaben sich aus der Notwendigkeit, Positionen gegenüber Geschäftspartnern in den übrigen Mitgliedstaaten der Währungsunion – als Teilmenge der Auslandsbeziehungen – gesondert auszugliedern. Spätestens mit Beginn der Währungsunion mußten diese Harmonisierungsarbeiten abgeschlossen sein. Bereits im Juli 1996 wurden daher vom EWI-Rat die „Statistical Requirements for Stage Three of Monetary Union (Implementation Package)“ veröffentlicht und damit die bankstatistischen Anforderungen für die Währungsunion festgeschrieben. Die Bundesbank hat diese Anforderungen im Rahmen einer Modifizierung des bilanzstatistischen Meldewesens umgesetzt. Nach einer rund zweijährigen Vorbereitungsphase reichen die zur Monatlichen Bilanzstatistik berichtspflichtigen Institute in Deutschland seit Januar 1999 die statistischen

Meldungen auf der Grundlage der neuen Berichtsformulare ein.

Zum „Geldschöpfungssektor“ werden in den harmonisierten monetären Statistiken grundsätzlich die sogenannten Monetären Finanzinstitute (MFIs) gerechnet.³⁾ Sie umfassen die Zentralbanken, die Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts⁴⁾ sowie alle anderen gebietsansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen beziehungsweise Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren.⁵⁾ Bei der letztgenannten Gruppe handelt es sich weit überwiegend – in Deutschland bisher sogar ausschließlich – um Geldmarktfonds. Ausschlaggebend für die Entscheidung, den „geldschaffenden“ Sektor nicht auf Zentralbanken und Kreditinstitute zu beschränken, war die

*Sektor der
Monetären
Finanzinstitute*

3 Bei den Monetären Finanzinstituten handelt es sich um eine für statistische Zwecke entwickelte Abgrenzung. Anders als der Kreditinstituts-Begriff hat dieses Konzept keine mindestreserve- oder aufsichtsrelevante Bedeutung.

4 Ein Kreditinstitut im Sinne des Gemeinschaftsrechts ist „ein Unternehmen, dessen Tätigkeit darin besteht, Einlagen oder andere rückzahlbare Gelder des Publikums (einschließlich der Erlöse aus dem Verkauf von Bankschuldverschreibungen an das Publikum) entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung zu gewähren“.

5 Ob ein Finanzinstitut, bei dem es sich nicht um ein Kreditinstitut handelt, zu den MFIs zählt, hängt vom Grad der Substitution zwischen den jeweils emittierten Finanzinstrumenten und Bankeinlagen ab. Die Enge der Substitutionsbeziehung bestimmt sich dabei nach der Liquidität dieser Instrumente, die insbesondere auf der Basis der Kriterien Übertragbarkeit, Konvertibilität, Sicherheit und Marktfähigkeit „gemessen“ wird. Vgl. hierzu im einzelnen: Europäische Zentralbank, Die einheitliche Geldpolitik in Stufe 3 – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des ESZB, Frankfurt 1998, S. 89 f.

in einigen Teilnehmerländern zu beobachtende Verbreitung neuer, von anderen Finanzinstituten ausgegebener Finanzinstrumente, die enge Substitute von Bankeinlagen darstellen. So spielen beispielsweise seit der zweiten Hälfte der achtziger Jahre Geldmarktfondszertifikate in Frankreich bei der kurzfristigen Geldanlage eine bedeutende Rolle. Um für das gesamte Euro-Währungsgebiet ein schlüssiges Bild von der monetären Lage zu bekommen, war es daher erforderlich, derartigen Besonderheiten der Finanzsysteme einzelner Länder bei der Harmonisierung Rechnung zu tragen. Aus deutscher Sicht bestehen die wesentlichen Änderungen im Vergleich zur bisherigen Praxis in der Einbeziehung der Bausparkassen⁶⁾ und der Geldmarktfonds in den „geldschaffenden“ Sektor.⁷⁾

*Instrumenten-
und Fristen-
gliederung*

Die Gliederung der harmonisierten, konsolidierten MFI-Bilanz nach Instrumenten entspricht den international üblichen Konventionen (vgl. die Übersicht auf S. 20). Auf der Aktivseite wird zwischen Buchkrediten, Wertpapieren (ohne Aktien), Aktien und sonstigen Dividendenwerten, Sachanlagen und sonstigen Aktiva unterschieden, auf der Passivseite zwischen dem Bargeldumlauf, den verschiedenen Arten von Einlagen und marktfähigen Instrumenten sowie Kapital und Rücklagen und den sonstigen Passiva. Die Fristenkategorien, mit deren Hilfe einzelne Forderungsbeziehungsweise Verbindlichkeitstypen weiter untergliedert werden, unterscheiden sich zum Teil von denjenigen, die im Rahmen der bisherigen deutschen Bankenstatistik Anwendung fanden. So liegt bei den Forderungen die Grenze zwischen mittel- und langfristig

nun bei fünf Jahren (vorher: vier Jahre), und bei den Verbindlichkeiten entfällt eine solche Grenze völlig. Dafür wurde für die Verbindlichkeiten eine neue Fristengrenze von zwei Jahren eingeführt, die bei den Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und den Bankschuldverschreibungen als Abgrenzung zwischen „Geld“ und Geldkapital dient. Um Zeitreihen gemäß den harmonisierten Vorgaben zeitlich zurückzurechnen, war es teilweise notwendig, die Fristenkategorien der bisherigen Bankenstatistik auf der Grundlage von Schätzungen in diejenigen der neuen umzusetzen. Insbesondere in dem für die Abgrenzung von Geldmengenaggregaten ausschlaggebenden Bereich der kürzerfristigen Verbindlichkeiten halten sich die hierdurch entstehenden Ungenauigkeiten aber in Grenzen.

Die meisten Positionen in der konsolidierten Bilanz werden nach den jeweiligen Geschäftspartnern der MFIs weiter sektoral aufgeglie-

*Sektorale
Gliederung*

⁶ Bis Ende des vergangenen Jahres wurden Forderungen und Verbindlichkeiten der Banken gegenüber Bausparkassen als Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber Nichtbanken ausgewiesen (obgleich Bausparkassen Kreditinstitute im Sinne des KWG sind). Forderungen und Verbindlichkeiten der Bausparkassen gegenüber anderen Nichtbanken wurden in die bankstatistischen Gesamtrechnungen nicht einbezogen. Bei den Bausparkassen handelt es sich um Kapitalsammelstellen mit langfristig determinierten Zinskonditionen für die Anspar- und die Darlehensphase. Das Bauspargeschäft ist deshalb von den Zinsmaßnahmen der Notenbank nicht direkt betroffen. Die im Einklang mit der MFI-Definition nunmehr vorgenommene Zurechnung der Bausparkassen zum „Geldschöpfungssektor“ dürfte gleichwohl für die monetäre Analyse keine Probleme bereiten. Der Anteil der Bausparkassen am gesamten MFI-Sektor im Euro-Währungsgebiet ist relativ gering; gemessen an der Bilanzsumme beträgt er 1%. Vor allem jedoch sind die von Privatpersonen bei Bausparkassen gehaltenen kürzerfristigen, zur Geldmenge M3 zählenden Einlagen unbedeutend.

⁷ Einige wenige, bisher zur Bankenstatistik berichtende Kreditinstitute sind aus dem Berichtskreis ausgeschlossen worden, weil sie die MFI-Definition nicht erfüllen. Die hierdurch entfallenden Bilanzvolumina sind quantitativ jedoch unbedeutend.

Gliederung der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors nach Instrumenten und Fristenkategorien *)

Forderungen	Verbindlichkeiten
Buchkredite bis zu einem Jahr mehr als ein Jahr bis zu fünf Jahren über fünf Jahre	Bargeldumlauf
Wertpapiere außer Aktien bis zu einem Jahr über ein Jahr	Einlagen
Aktien und sonstige Dividendenwerte	täglich fällige Einlagen
Sachanlagen	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu einem Jahr mehr als ein Jahr bis zu zwei Jahren über zwei Jahre
Sonstige Aktiva	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu drei Monaten über drei Monate
	Repogeschäfte
	Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere
	Begebene Schuldverschreibungen bis zu einem Jahr mehr als ein Jahr bis zu zwei Jahren über zwei Jahre
	Kapital und Rücklagen
	Sonstige Passiva

* Die fett gedruckten Positionen werden EWU-weit monatlich erhoben, die restlichen vierteljährlich.

Deutsche Bundesbank

dert. Nach Ausschaltung der Inter-MFI-Positionen verbleiben in der konsolidierten Bilanz der MFIs des Euro-Währungsgebiets die Positionen gegenüber den im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs und den Gebietsansässigen im Nicht-Euro-Währungsgebiet (Banken und Nichtbanken), die jeweils für die Zwecke der monetären Analyse voneinander differenziert werden müssen.⁸⁾ Die Forderungen und Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber dem „Ausland“ können so zu einer Netto-„Auslands“position zusammengefaßt werden, in der sich die Leistungs- und Kapitaltransaktionen der Nicht-MFIs mit dem Nicht-Euro-Währungsgebiet widerspiegeln. Bei den anderen Bilanzgegenposten und bei den Geldmengenaggregaten handelt es sich dagegen prinzipiell um Forderungen beziehungsweise Verbindlichkeiten gegen-

über Währungsgebietsansässigen. Die im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs werden auf der Grundlage des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) noch weiter untergliedert in die Sektoren Zentralregierungen, die sonstigen öffentlichen Haushalte (Länder, lokale Gebietskörperschaften, Sozialversicherung) und die sonstigen Gebietsansässigen, das heißt Unternehmen und Privatpersonen (Sonstige Finanzierungsinstitutionen, Versicherungsunternehmen und Pensionskassen,

⁸ Die weitergehende Trennung des Nicht-MFI-Sektors in „inländische“ Gebietsansässige und Gebietsansässige in den übrigen Mitgliedsländern des Euro-Währungsgebiets ist zum einen wichtig, um auch weiterhin Angaben zum nationalen Bankgeschäft machen zu können, die unter anderem eine Grundlage für die Erstellung der nationalen Finanzierungsrechnungen bilden. Zum anderen erlauben solche Daten nähere Aufschlüsse über die Entwicklung der grenzüberschreitenden Transaktionen des MFI-Sektors innerhalb der EWU.

Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Private Haushalte einschließlich Organisationen ohne Erwerbszweck).⁹⁾ Dabei werden Daten gemäß der detaillierten Sektorengliederung vierteljährlich erhoben.¹⁰⁾

Die Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

*Geldmengen-
definitionen des
Eurosystems ...*

Der EZB-Rat hat drei unterschiedlich weit abgegrenzte Geldmengenaggregate definiert. Die Geldmenge M1 umfaßt den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen¹¹⁾ und damit die unmittelbar für Transaktionszwecke zur Verfügung stehenden Mittel. Diese M1-Definition ist – sieht man vom unbedeutenden Volumen der neu hinzugekommenen täglich fälligen Einlagen von Nicht-MFIs bei Bausparkassen ab – etwas enger als die früher von der Bundesbank vorgenommene Abgrenzung, da die Einlagen mit einer Fälligkeit von über einem Tag bis unter einem Monat, die bisher zu den Sichteinlagen gerechnet wurden, nicht mehr enthalten sind. Zur Geldmenge M2 zählen neben M1 die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Dieses Aggregat, das den Bargeldumlauf und die als relativ liquide erachteten Bankdepositen zusammenfaßt, entspricht damit hinsichtlich der einbezogenen Komponenten weitgehend dem bisherigen deutschen M3.¹²⁾ Die neu abgegrenzte Geldgröße M3 umfaßt neben M2 die vom MFI-Sektor ausgegebenen marktfähigen Instrumente, die als enge Substitute zu den in die Geldmenge einbezogenen Depositen angesehen werden. Dies sind

die Repogeschäfte, die Geldmarktpapiere und Geldmarktfondszertifikate sowie die Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.¹³⁾ Während die Erweiterung des Berichtskreises der meldepflichtigen Institute in Deutschland um die Geldmarktfonds wegen der Einbeziehung der Geldmarktfondszertifikate in M3 durchaus einen – wenn auch moderaten – Einfluß auf M3 aufweist, führt die Einbeziehung der Bausparkassen in den Geldschöpfungssektor zu vergleichsweise geringen Änderungen der monetären Aggregate, da die zahlenmäßig bedeutenden Bauspareinlagen nicht der Geldmenge, sondern dem Geldkapital zugerechnet werden.

9 Eine solche sektorale Gliederung kann Aufschlüsse zur Erklärung der monetären Entwicklung geben. Vgl. hierzu für Deutschland: Read, Vicky, Sectoral Disaggregation of German M3, Discussion Paper 1/96, Economic Research Group of the Deutsche Bundesbank.

10 Ebenfalls vierteljährlich wird für das Eurosystem eine Kreditnehmerstatistik erhoben, in der die kurz-, mittel- und langfristigen Kredite an den privaten, nichtfinanziellen Sektor nach wichtigen Kreditnehmergruppen (nichtfinanzielle Unternehmen, Private Haushalte und Organisationen ohne Erwerbszweck) und die Kredite an private Haushalte zusätzlich nach ihrem Verwendungszweck (Konsumentenkredite, Wohnungsbaukredite, Sonstige) untergliedert werden.

11 In den täglich fälligen Einlagen enthalten ist elektronisches Geld auf vorausbezahlten Karten.

12 Ein Unterschied besteht darin, daß die – quantitativ allerdings unbedeutenden – Termineinlagen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren bis unter vier Jahren nicht mehr in die Geldmenge einbezogen, sondern dem Geldkapital zugerechnet werden. Andererseits zählen die Sparbriefe mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren nun zu M2 beziehungsweise zu M3 und nicht mehr zum Geldkapital. Gemäß der harmonisierten Geld- und Bankenstatistik tauchen die Sparbriefe nicht mehr als eigene Position auf, sondern werden, soweit es sich um Namenspapiere handelt, den Einlagen mit vereinbarter Laufzeit und, soweit sie zu den nicht-börsenfähigen Inhaberschuldverschreibungen zählen, den Bankschuldverschreibungen zugerechnet.

13 Die – in Deutschland quantitativ kaum ins Gewicht fallenden – Repogeschäfte wurden bisher je nach Laufzeit als Sicht- oder Termineinlagen verbucht.

Komponenten und Bilanzgegenposten der Geldmenge M3 (bisheriges und neues Schema im Vergleich)

Bis Ende 1998 Deutsche Geldmenge M3	Ab Anfang 1999 „Europäische“ Geldmenge M3
Komponenten	
Bargeldumlauf	Bargeldumlauf
Sichteinlagen (= Einlagen mit Befristung bis unter einen Monat; einschl. Repogeschäfte)	Täglich fällige Einlagen (einschl. monetärer Verbindlichkeiten der Zentralregierungen)
Termineinlagen mit vereinbarter Laufzeit bis unter vier Jahren (einschl. Repogeschäfte)	Einlagen mit vereinbarter Laufzeit bis zu zwei Jahren (einschl. monetärer Verbindlichkeiten der Zentralregierungen)
Spareinlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von drei Monaten	Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu drei Monaten (einschl. monetärer Verbindlichkeiten der Zentralregierungen)
	Begebene Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere (netto)
	Begebene Schuldverschreibungen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (netto)
	Repogeschäfte
Bilanzgegenposten	
I. Kredite an inländische Nichtbanken	I. Kredite an inländische Nichtbanken
– an öffentliche Haushalte	– an öffentliche Haushalte
– an Unternehmen und private Haushalte	– an Unternehmen und private Haushalte
II. Netto-Forderungen an das Ausland	II. Netto-Forderungen an das Nicht-Euro-Währungsgebiet
III. Geldkapitalbildung	III. Geldkapitalbildung
– Termingelder mit einer vereinbarten Laufzeit von vier Jahren und darüber	– Einlagen mit vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren
– Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten	– Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten
– Sparbriefe	– Schuldverschreibungen mit Laufzeit von mehr als zwei Jahren
– Bankschuldverschreibungen	– Kapital und Rücklagen
– Kapital und Rücklagen	
IV. Einlagen des Bundes	IV. Einlagen der Zentralregierungen
V. Sonstige Einflüsse	V. Sonstige Einflüsse (einschl. des Gegenpostens für die monetären Verbindlichkeiten der Zentralregierungen)
M3 = I + II – III – IV – V	M3 = I + II – III – IV – V
Deutsche Bundesbank	

...umfassen
auch
Verbindlich-
keiten der
Zentral-
regierungen
mit monetärem
Charakter

Eine Besonderheit der Abgrenzung der monetären Aggregate im Euro-Währungsgebiet besteht darin, daß sie nicht nur die genannten Verbindlichkeiten des Geldschöpfungssektors gegenüber gebietsansässigen Nicht-MFIs (ohne Zentralregierungen¹⁴⁾) enthalten, sondern darüber hinaus auch Verbindlichkeiten der Zentralregierungen mit monetärem Charakter. Es handelt sich hierbei um mit den zur Geldmenge zählenden Bankeinlagen vergleichbare Verbindlichkeiten von Post- und Schatzämtern sowie staatlichen Sparkassen, die selbst keine Kreditinstitutseigenschaft besitzen, aber Einlagen oder Einlagensubstitute im Sinne der MFI-Definition aufweisen.¹⁵ Solche Einlagen gibt es in einem nennenswerten Umfang lediglich in Frankreich und Italien. Um die Liquiditätssituation im Euro-Währungsgebiet richtig einschätzen zu können, erschien es gleichwohl sinnvoll, diese in die Geldmengendefinitionen einzubeziehen. Ihr Anteil an den einzelnen Aggregaten ($3\frac{1}{2}\%$ an M1, 3% an M2 und $2\frac{3}{4}\%$ an M3) ist allerdings relativ gering, so daß sie die monetäre Entwicklung in der Regel nur wenig beeinflussen.

Geldmenge M3
aufgrund
günstiger öko-
nomischer
Eigenschaften
im Zentrum des
geldpolitischen
Interesses

Allgemein gesprochen eignet sich ein Geldmengenaggregat zur Abschätzung von Inflationsrisiken, wenn es einen engen Zusammenhang zur monetären Gesamtnachfrage aufweist. Da Bankeinlagen und verbrieftete MFI-Verbindlichkeiten jedoch gleichermaßen für Transaktionszwecke wie für Wertaufbewahrungszwecke gehalten werden, ist es in der Praxis schwierig, eine Grenze zwischen Geld und Geldkapital zu ziehen. Letztlich ist es deshalb eine empirische Frage, ob einem bestimmten Geldaggregat innerhalb der

geldpolitischen Strategie eine herausgehobene Rolle beigemessen werden kann. Notwendige Voraussetzung hierfür ist zum einen die langfristige Stabilität der Geldnachfrage. Sie ist eine Vorbedingung dafür, daß die Geldmengenwachstumsrate, die mit Preisstabilität vereinbar ist, abgeleitet werden kann. Ferner muß die Entwicklung des Geldmengenaggregats einen Vorlauf vor der Preisentwicklung aufweisen. Nach internen Untersuchungen des Eurosystems erfüllt die Geldmenge M3 beide Anforderungen.¹⁶ Der vom EZB-Rat festgesetzte Referenzwert bezieht sich deshalb auf dieses Aggregat.

Besonderheiten der monetären Analyse für das Euro-Währungsgebiet

Die monetäre Analyse für das Euro-Währungsgebiet setzt an dem Schlüsselaggregat M3 an. Untersucht wird insbesondere, inwieweit die Kreditgewährung an den privaten Sektor, die Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte, die Geldkapitalbildung und die Veränderung der Netto-Auslandsposition zum M3-Wachstum beigetragen haben. Im Hinblick auf die Abgrenzung der Position

Monetäre
Analyse im
Euro-
Währungs-
gebiet ...

¹⁴ Die Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber den Zentralregierungen werden nicht in die Geldmenge einbezogen, da erfahrungsgemäß kein enger Zusammenhang zwischen ihrer Entwicklung und dem Ausgabeverhalten der Zentralregierungen besteht.

¹⁵ Die zur Berechnung der Geldaggregate notwendigen Angaben werden von diesen Institutionen gesondert gemeldet. In der konsolidierten MFI-Bilanz sind diese Einlagen definitionsgemäß nicht enthalten. In den Ausweis der Entwicklung der Geldbestände im Bilanzzusammenhang fließen sie dagegen ein; die Gegenposition wird den Sonstigen Einflüssen zugerechnet.

¹⁶ Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank, Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet und ihre Rolle in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, Monatsbericht, Februar 1999, S. 29–47.

Geldkapital ist zu beachten, daß sich diese aufgrund der breiteren Definition von M3 und der erwähnten Unterschiede in den Fristenabgrenzungen von der analogen Position im Rahmen der bisherigen deutschen bankstatistischen Gesamtrechnung etwas unterscheidet. Sie umfaßt die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren (früher: vier Jahre und darüber), die Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von über drei Monaten (einschließlich Bauspareinlagen) und die Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren (bisher: alle Bankschuldverschreibungen) sowie Kapital und Rücklagen der MFIs. Die Netto-Auslandsposition bezieht sich auf die Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet.

*... unterliegt
spezifischen
Anfangs-
schwierigkeiten*

Die Analyse der monetären Lage im Euro-Währungsgebiet unterliegt insofern besonderen Schwierigkeiten, als die Datenlage im Hinblick auf Verfügbarkeit und Qualität naturgemäß zunächst schlechter ist als diejenige, auf die sich die meisten nationalen Zentralbanken in der Vergangenheit stützen konnten. Daten für die gesamte konsolidierte MFI-Bilanz liegen erst ab September 1997 vor, und damit nur für knapp anderthalb Jahre.¹⁷⁾ Die Möglichkeit, aktuelle Tendenzen vor dem Hintergrund vergangener Entwicklungen zu beurteilen, ist damit eingeschränkt. Ebenso gibt es bei derartig kurzen Reihen keine Möglichkeit zur Saisonbereinigung. Die Interpretation muß sich deshalb zur Zeit vorwiegend auf Vorjahrsraten stützen. Änderungen in der monatlichen Dynamik lassen sich folglich nicht immer zuverlässig einschätzen.¹⁸⁾ Für die Geldmengenaggregate M1, M2 und M3

konnte das Problem der Datenverfügbarkeit allerdings durch eine Rückschätzung langer Zeitreihen bis Anfang 1980 gelöst werden,¹⁹⁾ so daß mit den Vorbereitungsarbeiten für eine Saisonbereinigung begonnen werden konnte.

Ferner besteht bei allen von MFIs emittierten, marktfähigen Instrumenten ein weiteres Problem in der Trennung zwischen den von innerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Nicht-MFIs und den von Banken und Nichtbanken außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Beständen. Die Bundesbank hat sich in der Vergangenheit dadurch beholfen, daß mit Hilfe von Angaben aus der Zahlungsbilanzstatistik die Veränderungszahlen um den Saldo der Transaktionen mit dem Ausland entsprechend bereinigt wurden (nicht aber die Bestandsreihen). Auf diese Weise kam es zu merklichen Unterschieden zwischen den Wachstumsraten der jeweiligen unbereinigten Bestandszahlen und denjenigen, die auf der Basis von bereinigten Veränderungen berechnet wurden. Bei den Zahlen der konsolidierten MFI-Bilanz für das Euro-Währungsgebiet werden solche Bereinigungen bisher nicht vorgenommen. Gewisse Verzerrungen sind deshalb insbesondere bei

¹⁷ Diese Daten wurden von den nationalen Zentralbanken teilweise auf der Basis der Angaben der jeweiligen nationalen, noch nicht harmonisierten Bankenstatistiken geschätzt.

¹⁸ Zu beachten ist beispielsweise, daß Änderungen in der Zwölfmonatsrate von einem zum anderen Monat nicht zwangsläufig auf eine stärkere oder schwächere Expansion am aktuellen Rand schließen lassen. Vielmehr können sie auch auf entsprechende Basiseffekte, also auf Änderungen in der Dynamik ein Jahr zuvor, zurückzuführen sein.

¹⁹ Vgl.: Europäische Zentralbank, Monetäre Aggregate im Euro-Währungsgebiet von 1980 bis 1998, Monatsbericht, Februar 1999, S. 43–48.

den Geldmarktpapieren und Geldmarktfondszertifikaten, den Bankschuldverschreibungen und der Netto-Auslandsposition nicht gänzlich auszuschließen.²⁰⁾

Längerfristig orientierte Geldmengenanalyse durch statistische Schwierigkeiten nicht tangiert

Die aufgeführten Schwierigkeiten legen eine gewisse Vorsicht insbesondere bei der kurzfristig ausgerichteten Analyse der monetären Daten nahe. Monatliche Entwicklungen einzelner Größen sollten deshalb nicht überinterpretiert werden. Grundsätzliche Probleme für die Geldpolitik ergeben sich hieraus jedoch nicht. Für eine zuverlässige Beurteilung eines etwaigen künftigen inflationären Drucks von der monetären Seite her kommt es entscheidend auf die angemessene Einschätzung der mittelfristigen (also z.B. den Zeitraum eines Jahres umfassenden) monetären Tendenzen an. Diese aber sollten durch die erwähnten statistischen Anfangsschwierigkeiten nicht nennenswert beeinträchtigt werden.

Deutscher Beitrag zur konsolidierten MFI-Bilanz des Euro-Währungsgebiets

„Regionale“ Aufgliederung der konsolidierten Bilanz als Interpretationshilfe

Die Erhebung der Daten, die in die konsolidierte MFI-Bilanz des Euro-Währungsgebiets einfließen, erfolgt durch die nationalen Zentralbanken.²¹⁾ Es ist daher möglich, die nationalen Beiträge zu einzelnen Positionen der Gesamtbilanz zu berechnen. Eine solche Aufspaltung der monetären Daten für das Euro-Währungsgebiet nach Ländern ist zwar geldpolitisch grundsätzlich ohne eigenständige Relevanz, da sich der EZB-Rat an der monetären Situation in der EWU insgesamt ausrichten muß. Sie kann jedoch zumindest in den ersten Jahren wertvolle Hinweise für die Inter-

pretation der Euro-Aggregate geben. Insbesondere Sonderbewegungen einzelner Positionen lassen sich leichter erklären, wenn zwischen länderspezifischen und länderübergreifenden Entwicklungen differenziert werden kann. Ferner kann die Untersuchung nationaler Spezifika für andere als geldpolitische Fragestellungen nützlich sein, zum Beispiel für eine Analyse von Entwicklungstendenzen im Finanzsystem. Aus diesen Gründen veröffentlicht die Bundesbank im Statistischen Teil des Monatsberichts neben der konsolidierten MFI-Bilanz für das Euro-Währungsgebiet auch jeweils den deutschen Beitrag zu den entsprechenden Positionen. Bei ihrer Interpretation ist allerdings zu beachten, daß es sich bei dem deutschen Beitrag zu den Geldaggregaten M1, M2 und M3 nicht um eigenständige deutsche Geldmengenaggregate handelt. Sie können nicht in sinnvoller Weise zu den „alten“, bis Februar 1999 im Monatsbericht veröffentlichten Aggregaten in Beziehung gesetzt werden.

Vergleicht man die Struktur von M3 für das Euro-Währungsgebiet insgesamt mit derjenigen des deutschen Beitrags (der etwa drei Zehntel am Gesamttaggregat ausmacht), zeigen sich teils starke Ähnlichkeiten, teils aber auch merkliche Unterschiede. Der Anteil des Bargeldumlaufs liegt mit gut 9 % in Deutschland etwas höher als im Euro-Währungs-

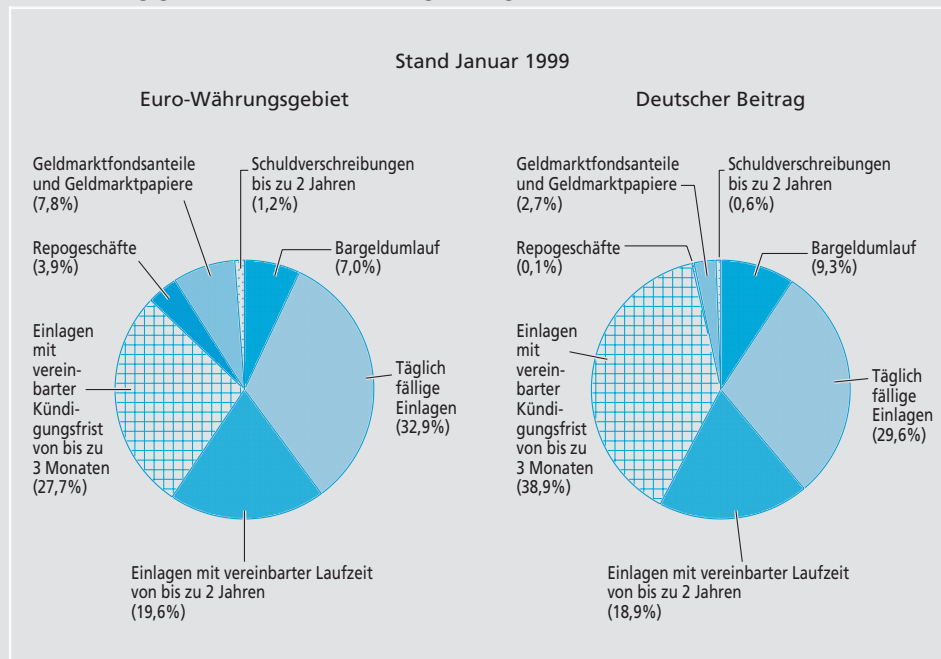
Strukturelle Unterschiede zwischen „Euro-M3“ und deutschem Beitrag

²⁰ Kaufen beispielsweise Ausländer in einer bestimmten Periode per saldo Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren, kommt es zu einer Überschätzung sowohl der Geldkapitalbildung als auch der Netto-Auslandsposition.

²¹ Die nationalen Zentralbanken erheben jeweils die Daten von den in dem jeweiligen Land ansässigen MFIs. Dies bedeutet beispielsweise, daß die Einlagen von deutschen Kunden bei in Luxemburg ansässigen Kreditinstituten in die Meldung der dortigen Notenbank einfließen.

Anteil der Komponenten an M3

Euro-Währungsgebiet und deutscher Beitrag im Vergleich



Deutsche Bundesbank

gebiet. Dies dürfte nicht zuletzt damit zusammenhängen, daß die D-Mark in recht starkem Maße im Ausland verwandt wird. Die täglich fälligen Einlagen und die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren machen sowohl in Deutschland als auch im Eurosystem rund 50 % aus. Signifikante Unterschiede sind dagegen bei den Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten zu verzeichnen. Ihr Anteil am deutschen Beitrag zu M3 ist mit 39 % elf Prozentpunkte höher als in der Währungsunion insgesamt. Hierin spiegelt sich die unterschiedliche Bedeutung der kurzfristigen Spareinlagen wider, die in Deutschland bei der Geldhaltung traditionell eine große, in einigen anderen Ländern des Euro-Währungsgebiets dagegen keine oder nur eine untergeordnete Rolle spielen (z. B. in Österreich, Portugal und Finn-

land). Die Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere sind in Deutschland im Vergleich zum Euro-Währungsgebiet insgesamt von relativ geringer Relevanz. Ihr recht hoher Anteil am „europäischen M3“ ist maßgeblich auf die Situation in Frankreich zurückzuführen (der Anteil des französischen Beitrags an der Position Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere beträgt fast 60 %). Dort erfreuen sich diese Papiere seit längerem einer recht großen Beliebtheit in der Anlegergunst, wofür zeitweise steuerliche Gründe maßgeblich waren. Repogeschäfte machen rund 4 % an M3 im Euro-Währungsgebiet aus. Einen nennenswerten Umfang nehmen solche Transaktionen in Spanien, Italien und Frankreich an. Die Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren spielen so-

wohl in Deutschland als auch in der EWU insgesamt eine untergeordnete Rolle.

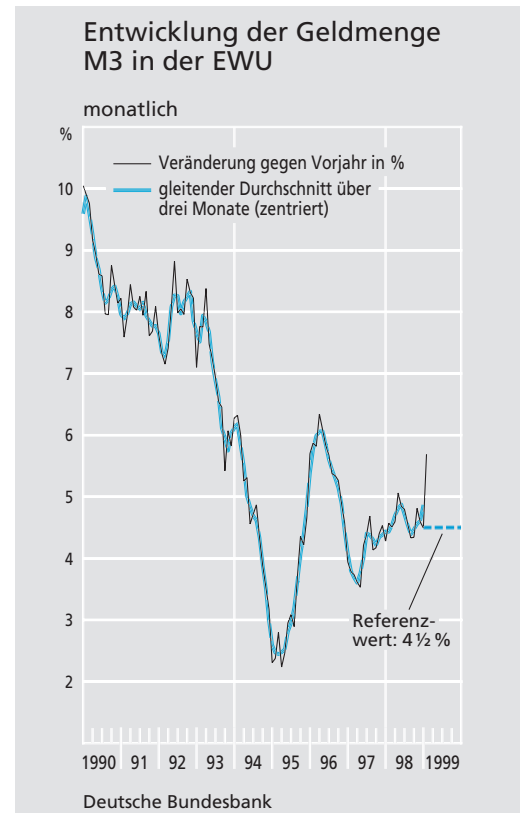
Monetäre Tendenzen im Euro-Währungsgebiet

*Keine Risiken
für Preis-
entwicklung
von der
monetären
Seite*

Nach einem kräftigen Wachstum zu Beginn der neunziger Jahre und ausgeprägten Schwankungen zwischen 1993 bis 1996 hat sich die Geldmenge M3 in den vergangenen beiden Jahren mit Vorjahrsraten zwischen 3 ½ % und 5 % relativ stetig entwickelt. Im Januar dieses Jahres ist sie allerdings kräftig gestiegen. Im Vergleich zu demselben Vorjahrsmonat betrug die Zunahme 5,7 %, verglichen mit 4,5 % im Dezember 1998 und 4,6 % im November 1998. Monatliche Schwankungen in den monetären Daten sollten allerdings nicht überbewertet werden. Dies gilt auch im Hinblick auf mögliche Sondereinflüsse beim Beginn der EWU. Der EZB-Rat analysiert deshalb die Geldmengenentwicklung auf der Grundlage eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der Zwölfmonats-Wachstumsraten von M3. Dieser lag zuletzt (für die Monate November 1998 bis Januar 1999) bei 4,9 % nach 4,6 % im Vormonat. Der vom EZB-Rat Ende des vergangenen Jahres beschlossene Referenzwert von 4 ½ % wurde somit nur leicht überschritten. Insgesamt legt die Geldmengenentwicklung der letzten Monate den Schluß nahe, daß derzeit von der monetären Seite weder inflationäre noch deflationäre Risiken ausgehen.

*Komponenten
der Geldmenge*

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge expandieren seit längerem die täglich fälligen Einlagen besonders stark. Ausschlag-



gebend hierfür dürften der weitere Zinsrückgang sowie die niedrigen Inflationsraten und damit die insgesamt geringen Opportunitätskosten der liquiden Geldhaltung gewesen sein. Darüber hinaus spiegelt die hohe Liquiditätspräferenz die günstige konjunkturelle Entwicklung im letzten Jahr wider. Ebenfalls recht kräftig gewachsen sind in den vergangenen zwölf Monaten die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und – vor allem aufgrund einer starken Zunahme im Januar – die von gebietsansässigen Nicht-MFIs gehaltenen Bestände an Geldmarktfondszertifikaten und Geldmarktpapieren. Der Bargeldumlauf hat leicht zugenommen. Zurückgegangen sind dagegen die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren, die kürzerlaufenden

Entwicklung der Geldbestände im Bilanzzusammenhang in der Europäischen Währungsunion *)

Mrd Euro			
Position	1998 Dez.	1999 Jan.	Zum Ver- gleich: 1998 Jan.
I. Kredite der MFIs an Nicht- banken (Nicht-MFIs) im Euro-Währungsgebiet davon:	+ 32,3	+ 95,3	+ 37,0
an Unternehmen und Privatpersonen	+ 65,7	+ 98,8	+ 31,2
Buchkredite	+ 52,8	+ 59,2	+ 11,2
Wertpapiere	+ 12,9	+ 39,6	+ 19,9
an öffentliche Haushalte	- 33,4	- 3,5	+ 5,8
II. Nettoforderungen gegenüber dem Nicht- Euro-Währungsgebiet	+ 18,4	- 35,6	- 48,4
III. Geldkapitalbildung bei MFIs im Euro-Währungs- gebiet davon:	- 2,1	+ 74,9	+ 7,1
Einlagen mit verein- barter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	+ 5,7	+ 3,8	+ 5,2
Einlagen mit verein- barter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	+ 5,1	+ 0,2	- 2,0
Schuldverschreibungen mit Laufzeit von mehr als 2 Jahren 1)	- 6,6	+ 37,3	+ 6,7
Kapital und Rücklagen	- 6,2	+ 33,5	- 2,8
IV. Einlagen von Zentral- regierungen	+ 1,2	- 6,1	- 8,0
V. Sonstige Einflüsse 2)	- 22,3	- 39,7	+ 0,4
VI. Geldmenge M3 (Saldo: I + II - III - IV - V)	+ 73,9	+ 30,7	- 10,9
Bargeldumlauf 3)	+ 9,4	- 9,2	- 8,3
täglich fällige Einlagen 2)	+ 72,0	+ 30,0	- 48,9
Einlagen mit verein- barter Laufzeit bis zu 2 Jahren 2)	+ 12,7	- 4,4	+ 11,5
Einlagen mit verein- barter Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten 2)	+ 31,1	+ 15,4	+ 17,9
Repogeschäfte	- 20,4	- 4,1	+ 12,1
Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere 1)	- 17,9	+ 15,8	+ 3,6
Schuldverschreibungen bis zu 2 Jahren 1)	- 13,0	- 12,8	+ 1,3
Geldmenge M3 Veränderung gegen Vorjahr in %	+ 4,5	+ 5,7	+ 4,6
Gleitender Dreimonats- durchschnitt (zentriert)	+ 4,9	...	+ 4,5

* Quelle: EZB; Abweichungen gegenüber Veröffentlichungen der EZB aufgrund unterschiedlicher Korrekturstände möglich. Ab Januar 1999 sind statistische Brüche ausgeschaltet (s.a. Tab. II.1 im Statistischen Teil, Seite 8*). — 1 Ohne Bestände der MFIs. — 2 Einschl. monetärer Verbindlichkeiten der Zentralregierungen. — 3 Ohne Kassenbestände der MFIs.

Deutsche Bundesbank

den Schuldverschreibungen und die Repogeschäfte.

Von den einzelnen Bilanzgegenposten hat vor allem die kräftige Expansion der Kredite an den privaten Sektor das Geldmengenwachstum gefördert. Die Buchkredite nahmen von Februar 1998 bis Januar 1999 mit einer Rate von 9,4% zu. Eine entscheidende Rolle dürfte dabei der in manchen Ländern recht markante Rückgang der Bankzinsen gespielt haben. Ferner hat offenbar das kräftige realwirtschaftliche Wachstum in Teilen des Euro-Währungsgebiets die Kreditaufnahme gefördert. Die Bestände der MFIs an Aktien und übrigen Dividendenwerten sowie an anderen Wertpapieren des Unternehmenssektors sind im Berichtszeitraum ebenfalls merklich angestiegen.

*Kräftige
Kreditvergabe
an privaten
Sektor*

Die Verschuldung der öffentlichen Haushalte bei den MFIs ist im Verlauf der letzten zwölf Monate nur wenig gewachsen (0,8%). Die moderate Nachfrage der öffentlichen Hand nach Bankkrediten dürfte wesentlich mit einem konjunktur- und zinsbedingten Rückgang der Defizite zusammenhängen.

*Schwache
Kredit-
gewährung
an öffentliche
Haushalte*

Von der Geldkapitalbildung sind in jüngerer Zeit kaum bremsende Effekte auf das Geldmengenwachstum ausgegangen. Ausschlaggebend für die geringe Bereitschaft zur längerfristigen Mittelanlage bei MFIs dürften insbesondere die historisch niedrigen Zinsen und die Abflachung der Zinsstruktur gewesen sein. Im Januar dieses Jahres ist die statistisch ausgewiesene Wachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber gebietsansässigen Nicht-

*Geringe Geld-
kapitalbildung*

MFIs zwar angestiegen. Diese Zunahme ist allerdings teilweise auf eine merkliche Erhöhung von Kapital und Rücklagen der MFIs und damit auf überwiegend nicht-marktmäßige Transaktionen zurückzuführen. Ferner konnten die Kreditinstitute zuletzt offenbar in einem etwas höheren Maße längerfristige Bankschuldverschreibungen verkaufen. Ihre Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren haben die im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs in den vergangenen zwölf Monaten nur geringfügig aufgestockt. Bei den Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten, die praktisch ausschließlich auf den deutschen Beitrag entfallen, hat sich aufgrund der wenig attraktiven Konditionen der

seit Anfang 1996 anhaltende Abbau fortgesetzt.

Im Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit dem Nicht-Euro-Währungsgebiet sind in den vergangenen zwölf Monaten in hohem Umfang Mittel abgeflossen. Die Netto-Forderungen der MFIs gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet, in denen solche Transaktionen ihren Niederschlag finden, verminderten sich um etwa 100 Mrd Euro. Hierbei dürfte eine Rolle gespielt haben, daß die gebietsansässigen Nicht-MFIs offenbar in hohem Umfang Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen im Nicht-Euro-Währungsgebiet getätigt haben.

*Hohe Abflüsse
im Zahlungsverkehr mit
dem Nicht-Euro-
Währungsgebiet*