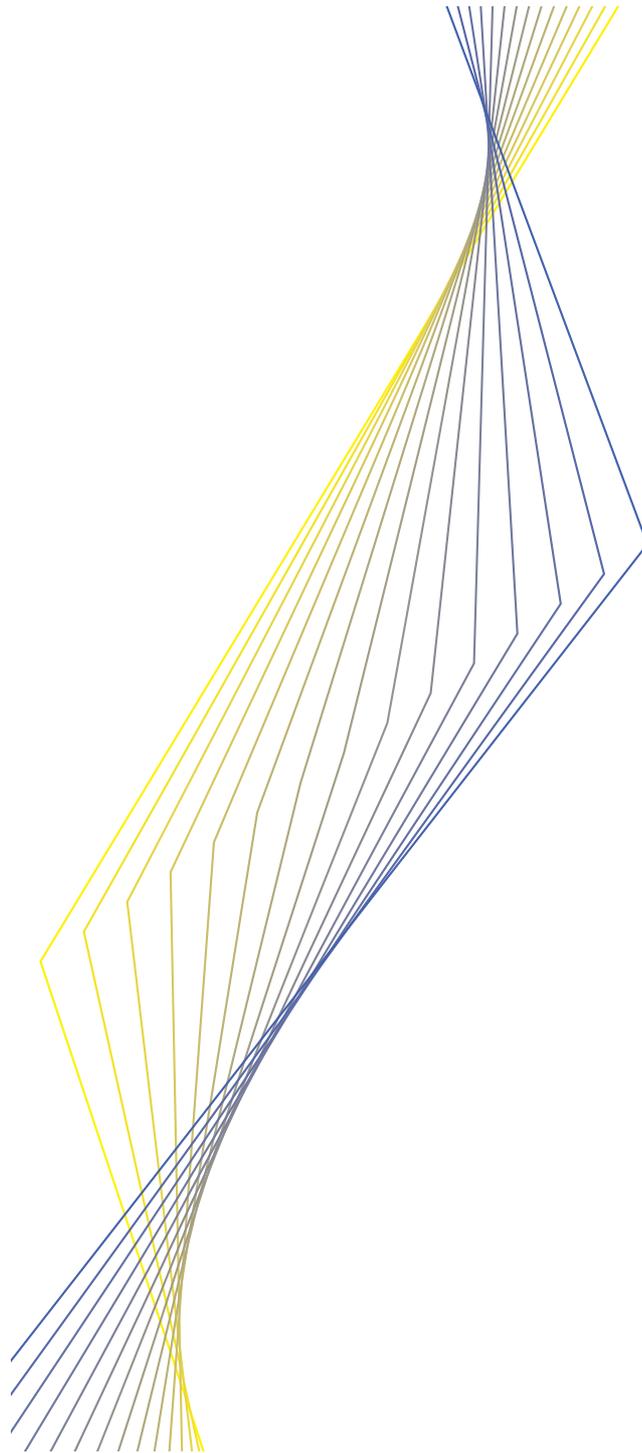




EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

September 1999

© **Europäische Zentralbank, 1999**

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

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

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

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

Der Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 8. September 1999.

**Korrigenda zum Artikel „Die internationale Rolle des Euro“
aus dem Monatsbericht August 1999**

Der im Monatsbericht August 1999 veröffentlichte Artikel „Die internationale Rolle des Euro“ enthielt falsch berechnete Zahlen. Diese wurden in der im Internet veröffentlichten Fassung dieses Artikels (<http://www.ecb.int>) berichtigt. Ein Neudruck des Artikels ist auf Anfrage bei der EZB erhältlich. Die Korrekturen haben keinen Einfluß auf die in diesem Artikel abgegebenen Bewertungen.

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	21
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	26
Finanzpolitische Entwicklung	37
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	38
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	51*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	55*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	57*

Abkürzungen

Länder

BE	Belgien
DK	Dänemark
DE	Deutschland
GR	Griechenland
ES	Spanien
FR	Frankreich
IE	Irland
IT	Italien
LU	Luxemburg
NL	Niederlande
AT	Österreich
PT	Portugal
FI	Finnland
SE	Schweden
UK	Vereinigtes Königreich
JP	Japan
US	Vereinigte Staaten

Sonstige

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM4	Balance of Payments Manual des IWF (4. Auflage)
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
MFI	Monetäre Finanzinstitute
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

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

In den letzten Monaten hat es eine Reihe von Anzeichen dafür gegeben, daß eine Erholung des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet eingesetzt hat, welche durch außenwirtschaftliche wie auch binnenwirtschaftliche Faktoren unterstützt wurde. Gleichzeitig sind die Verbraucherpreise moderat gestiegen, auch wenn der Anstieg weiterhin gering bleibt. Bei vorausschauender Betrachtungsweise verdienen die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität große Aufmerksamkeit, da sich das Geldmengenwachstum nach oben hin vom Referenzwert entfernt hat. Zudem ist die Kreditgewährung an den privaten Sektor weiterhin kräftig gewachsen. In der unmittelbaren Zukunft kann aufgrund des jüngsten Ölpreisanstiegs sowie der verzögerten Auswirkung der Wechselkursentwicklung in der ersten Jahreshälfte 1999 weiterer Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise erwartet werden. Sollten die Lohnabschlüsse weiterhin moderat ausfallen, kann jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt davon ausgegangen werden, daß sich dieser Anstieg bei unter 2 % einpendeln wird. Insgesamt gesehen besteht trotz der guten Aussichten für eine anhaltende Preisstabilität die Notwendigkeit, hinsichtlich der Aufwärtsrisiken wachsam zu bleiben.

Vor diesem Hintergrund beschloß der EZB-Rat auf seinen Sitzungen am 26. August und 9. September 1999, die Zinssätze für die geldpolitischen Operationen des Eurosystems unverändert zu lassen. Somit blieb der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte bei 2,5 %. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden bei 1,5 % bzw. 3,5 % belassen.

Die Wachstumsrate des breiten Geldmengenaggregats M3 hat sich, wie oben erwähnt, schrittweise vom Referenzwert von 4 ½ % entfernt. Der jüngste Dreimonatsdurchschnitt der Wachstumsraten von M3 (für den Zeitraum von Mai bis Juli 1999) erhöhte sich auf 5,4 %, gegenüber 5,3 % für den vorhergehenden Dreimonatszeitraum von April bis Juni 1999. Die 12-Monats-Wachstumsrate von M3 stieg ebenfalls von 5,3 % im Juni auf 5,6 % im Juli. Gleichzeitig verzeichnete die Kreditge-

währung an den privaten Sektor weiterhin ein kräftiges Wachstum, wobei die Wachstumsrate im Juli allerdings leicht auf 10,4 % zurückging, nachdem sie im vorhergehenden Monat 10,9 % betragen hatte. Bei der Betrachtung dieser Entwicklung sei darauf hingewiesen, daß die geldpolitische Strategie des Eurosystems der Entwicklung von M3 eine herausragende Rolle zuweist. Da sich die Währungsunion jedoch noch immer in einem sehr frühen Stadium befindet und die Zahlen für das Wachstum der weit gefaßten Geldmenge in den letzten Monaten mehrmals revidiert worden sind, müssen kurzfristige monetäre Entwicklungen mit besonderer Vorsicht interpretiert und die Daten sorgfältig analysiert werden.

Die Finanzmarktindikatoren scheinen die jüngsten Anzeichen einer Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds zu bestätigen. Die langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet zogen im August weiter an und legten seit Ende April 1999 um etwa 125 Basispunkte zu. Dieser Anstieg spiegelt sowohl binnenwirtschaftliche Faktoren, insbesondere die verbesserten Wachstumsaussichten im Euro-Währungsgebiet, als auch ein Übergreifen des Anstiegs der langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten wider. Die Erwartung eines stärkeren Wachstums im Eurogebiet trug im August auch zu einer weiteren Verringerung des Zinsgefälles gegenüber den Vereinigten Staaten bei. Gleichzeitig sind die Indikatoren der Finanzmarkterwartungen hinsichtlich der Verbraucherpreisentwicklung im Euroraum weiterhin weitgehend mit der Gewährleistung der Preisstabilität in den kommenden Jahren vereinbar.

Der effektive Wechselkurs des Euro blieb im August und Anfang September weitgehend stabil, nachdem er sich in der zweiten Juli-hälfte im Einklang mit Daten, die auf verbesserte Aussichten für den Euroraum hindeuteten, etwas gefestigt hatte. Die wichtigste Entwicklung bei den bilateralen Wechselkursen im August und Anfang September war der deutliche Anstieg des japanischen Yen sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber

dem Euro infolge einer optimistischeren Einschätzung der japanischen Wirtschaft.

Insgesamt setzt sich die Verbesserung der Wirtschaftslage außerhalb des Eurogebiets fort, und die Aussichten für ein stärkeres Wachstum der Weltwirtschaft haben sich verfestigt. Die jüngsten Daten zur Lage in den Vereinigten Staaten deuten darauf hin, daß das Produktionswachstum anhält. Dies veranlaßte die US-amerikanische Notenbank, den Ziel-Zinssatz für Tagesgeld am 24. August 1999 um 25 Basispunkte auf 5,25 % anzuheben, um Anzeichen von Inflationsdruck entgegenzuwirken. Die jüngsten Informationen zu anderen Ländern und Regionen, insbesondere zum Vereinigten Königreich (wo die Zinssätze Anfang September erhöht wurden) und Südostasien, weisen ebenfalls auf ein möglicherweise stärkeres Wachstum hin. Es bestehen jedoch auch gewisse Risiken für die Weltwirtschaft, beispielsweise bezüglich der Stärke der Erholung in den lateinamerikanischen Ländern.

Innerhalb des Euro-Währungsgebiets bekräftigen die neuesten Zahlen zur Industrieproduktion für Juni (und somit für das zweite Quartal 1999) den Eindruck einer anhaltenden Konjunkturverbesserung. Die derzeit verfügbaren Prognosen deuten auf eine Stärkung der Gesamtkonjunktur im Laufe des Jahres hin, und die jüngsten Informationen bestätigen die Erwartung, daß sich das reale BIP-Wachstum von etwa 2 % im Jahr 1999 auf etwa 2 ¾ % im Jahr 2000 erhöhen wird. Auch wenn dies noch schwer zu beurteilen ist, haben sich die in diesen Prognosen enthaltenen Abwärtsrisiken tendenziell verringert.

Wie oben erwähnt, hat sich der Anstieg der Verbraucherpreise moderat erhöht. Der jährliche Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt erhöhte sich im Juli um 0,2 Prozentpunkte auf 1,1 %, und somit kehrte sich die seit April 1999 zu beobachtende Abwärtsbewegung um. Die wichtigsten Faktoren, die dem Anstieg der Teuerungsrate nach dem HVPI zugrunde liegen, waren erstens die weitere Ölpreiserhöhung und zweitens die Entwicklung des Euro-

Wechselkurses in der ersten Jahreshälfte 1999. Diese Effekte wurden durch einen weiteren deutlichen Rückgang der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel teilweise kompensiert. Der HVPI ohne die schwankungsfälligeren Komponenten (saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie) verzeichnete im Juli ebenfalls einen Anstieg, der durch eine einmalige Erhöhung der Preise für einige Dienstleistungen bedingt war. Diese Preiserhöhung hing mit dem geänderten Reiseverhalten in den Sommerferien zusammen. Was die zukünftige Entwicklung betrifft, kann im Zuge einer weiteren Deregulierung und eines verstärkten Wettbewerbs ein anhaltender Abwärtsdruck auf Preise für Dienstleistungen entstehen. Hinsichtlich anderer Preisindizes hat kürzlich, unter anderem in Verbindung mit der Entwicklung der Preise für Öl und Rohstoffe (ohne Energie), eine Erhöhung der Erzeugerpreise eingesetzt, nachdem diese bis Anfang 1999 kräftig zurückgegangen waren.

Insgesamt wird die Geldpolitik wachsam bleiben und sich weiterhin auf die Gewährleistung der Preisstabilität konzentrieren. Gleichzeitig bestehen gute Aussichten für einen dauerhaften Wirtschaftsaufschwung im Euro-Währungsgebiet. Diese Konjunkturerholung bietet die Möglichkeit, dringend erforderliche strukturelle Reformen und die Haushaltskonsolidierung schneller voranzutreiben. Dies würde entscheidend zu einem höheren, nichtinflationären realen BIP-Wachstum und, zusammen mit maßvollen Tarifabschlüssen, mittelfristig zu anhaltenden Beschäftigungszuwächsen beitragen.

Soll ein mögliches günstiges Szenario von höherem Wachstum und stabilen Preisen herbeigeführt werden, müssen alle Entscheidungsträger ihren Beitrag leisten. Die Arbeitsmarktlage im Euro-Währungsgebiet ist trotz des jüngsten gemäßigten Rückgangs der Arbeitslosenquote im Euroraum nach wie vor nicht zufriedenstellend. Auch wenn ein rascherer Nettozuwachs an Arbeitsplätzen mit einer Erholung des Wirtschaftswachstums einhergehen sollte, reicht dies ohne eine weitere moderate Lohnentwicklung nicht aus, um die Arbeitslosigkeit deutlich und nachhaltig

zu verringern. Die moderate Lohnentwicklung hat dazu beigetragen, daß die nachteiligen Auswirkungen der jüngsten Verlangsamung des realen BIP-Wachstums auf den Arbeitsmarkt begrenzt waren. Gemäßigte Tarifabschlüsse sind auch weiterhin notwendig, damit sich das Beschäftigungswachstum im Eurogebiet günstiger entwickeln und die Lohnentwicklung zu einer inflationsfreien Erholung beitragen kann.

Darüber hinaus sind strukturelle Reformen – insbesondere zur Erhöhung der Flexibilität der Arbeits-, Güter- und Dienstleistungsmärkte – erforderlich, um die immer noch sehr hohe Arbeitslosigkeit deutlich zu verringern. Eine sofortige Umsetzung solcher Reformen dürfte auch der beste Weg sein, um das langfristige Potential für Wachstum und Beschäftigung im Eurogebiet voll auszuschöpfen.

Gleichermaßen muß die Finanzpolitik der Länder des Euroraums dazu beitragen, die gün-

stigen Aussichten für die Wirtschaft im Eurogebiet zu erhalten. Nach bedeutenden Fortschritten bei der Reduzierung der Haushaltsungleichgewichte im Vorfeld der Entscheidung über die Teilnahme an der Währungsunion Anfang 1998 kam die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte mehr oder weniger zu einem Stillstand, und die Mitgliedstaaten strebten für 1999 nur geringe Fortschritte an. Im allgemeinen waren die haushaltspolitischen Ziele nicht ehrgeizig genug, und bei den konjunkturunabhängigen Elementen der Haushaltsdefizite waren sowohl für das laufende Jahr als auch mittelfristig nur geringfügige Verringerungen vorgesehen. Das sich verbessernde wirtschaftliche Umfeld bietet eine willkommene Gelegenheit, so schnell wie möglich – und in einigen Fällen rascher als gegenwärtig von den Regierungen vorgesehen – nahezu ausgeglichene oder sogar einen Überschuß aufweisende Haushalte zu erzielen.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

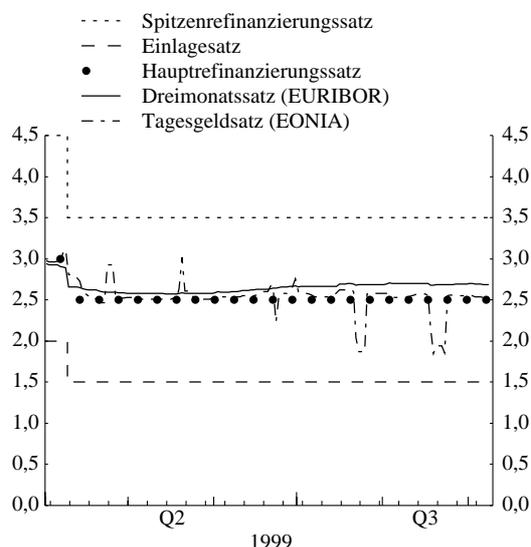
In seinen Sitzungen am 26. August und 9. September 1999 analysierte der EZB-Rat die Aussichten für die Preisentwicklung und die Risiken für die Preisstabilität in der EWU. Wie er feststellte, bestätigten die neuesten Informationen zur monetären, finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Entwicklung die Auffassung, daß die wirtschaftlichen Aussichten für das Eurogebiet weiterhin mit der Gewährleistung der Preisstabilität in Einklang stehen. Der EZB-Rat beschloß daher, die EZB-Zinsen unverändert zu lassen. Der Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems blieb daher bei 2,5 %, und die Zinsen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden bei 3,5 % bzw. 1,5 % belassen (siehe Abbildung 1).

Mäßige Aufwärtstendenz beim M3-Wachstum in den ersten sieben Monaten des Jahres

Im Juli 1999 beschleunigte sich das Wachstum der weit gefaßten Geldmenge M3 auf eine Zwölfmonatsrate von 5,6 % gegenüber

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

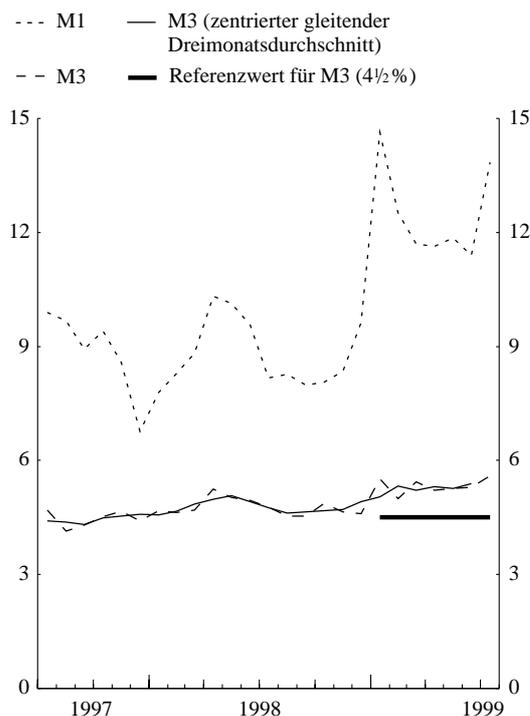
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 2 Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

5,3 % im Vormonat. (Dieser Wert wurde nachträglich von 5,0 % nach oben revidiert.) Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 für den Zeitraum Mai bis Juli 1999 erhöhte sich auf 5,4 %, während er in den drei Monaten von April bis Juni 1999 5,3 % betragen hatte. (Dieser Wert wurde von zuvor 5,1 % nach oben revidiert.) Er lag damit knapp einen Prozentpunkt über dem Referenzwert von 4 1/2 %. In den ersten sieben Monaten dieses Jahres wies die Jahresrate der Geldmenge M3 nach dem außergewöhnlichen Wachstumsschub im Januar einen mäßig steigenden Trend auf (siehe Abbildung 2). Insgesamt dürfte dies auf die sehr geringen Opportunitätskosten monetärer Aktiva, und insbesondere der liquidesten Komponenten, zurückzuführen sein, aber wohl auch auf die allmähliche Konjunkturbelebung in der EWU. Zugleich hat der steilere Verlauf der Zinsstrukturkurve die Beschleunigung des M3-Wachstums nicht aufgehalten, obwohl

diese Verteilung für sich genommen zu Portfolioumschichtungen von in M3 enthaltenen Instrumenten zugunsten längerfristiger Finanzaktiva beigetragen haben dürfte.

Auf der Basis nicht saisonbereinigter monatlicher Veränderungen expandierte die Geldmenge M3 im Juli 1999 um 7 Mrd €; saisonbereinigt nahm sie um 28 Mrd € (oder rund 0,6 %) gegenüber dem Vormonat zu (siehe Tabelle 1). Diese relativ kräftige saisonbereinigte Zunahme von M3 spiegelte den Anstieg der M1-Komponenten (23 Mrd €) und der sonstigen kurzfristigen Einlagen (13 Mrd €) wider, während die in M3 enthaltenen marktfähigen Instrumente um 8 Mrd € zurückgegangen sind.

Das Wachstum des Bargeldumlaufs erhöhte sich im Juli 1999 auf eine Jahresrate von 3,8 %, womit sich der in den letzten Monaten zu beobachtende kontinuierliche Aufwärtstrend (2,9 % im Juni) fortsetzte. Bei den täglich fälligen Einlagen hat sich der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr ebenfalls deutlich, und zwar von 13,4 % im Juni auf 16,3 % im Juli und damit auf den höchsten Stand seit dem außergewöhnlichen Anstieg im Januar 1999, erhöht. Angesichts der niedrigen Inflationsraten sind die mit der Haltung von Bargeld und täglich fälligen Einlagen (die normalerweise nicht oder nur vergleichsweise niedrig verzinst werden) verbundenen Opportunitätskosten

aufgrund des niedrigen Zinsniveaus deutlich gesunken. Zu der höheren Vorjahrsrate der täglich fälligen Einlagen im Juli hat allerdings auch ein „Basisseffekt“ beigetragen, da im Juli 1998 umfangreiche Portfolioumschichtungen von den kurzfristigen Einlagen hin zu marktfähigen Instrumenten vorgenommen wurden. Aufgrund dieser Entwicklungen beschleunigte sich das Wachstum von M1 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsstand von 11,4 % im Juni auf 13,8 % im Juli 1999.

Bei den kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) erhöhte sich die Jahresrate - teilweise aufgrund des vorgenannten Basisseffekts - ebenfalls (von 2,0 % im Juni auf 2,7 % im Juli 1999). Sowohl die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren als auch die Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von weniger als drei Monaten wuchsen dabei schneller als zuvor. Bei den Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von weniger als zwei Jahren betrug der Rückgang im Juli nur noch 2,6 %, gegenüber 3,8 % im Vormonat. Die Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten übertrafen ihr entsprechendes Vorjahrsniveau im Juli um 6,6 %, verglichen mit 6,3 % im Juni. Im Vorjahresvergleich nahm deshalb das mittlere Geldmengenaggregat M2 (das den Bargeldumlauf und alle kurzfristigen Einlagen umfaßt) im Juli um 7,6 % zu, gegenüber 6,2 % im Juni.

Tabelle 1
Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(saisonbereinigt; Monatsendstände und Veränderungen gegen Vormonat)

	Juli 1999		Mai 1999		Juni 1999		Juli 1999		Mai bis Juli 1999	
	Bestand		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%
M3	4 590,7		19,7	0,4	14,7	0,3	27,7	0,6	20,7	0,5
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 865,9		13,4	0,7	14,7	0,8	22,9	1,2	17,0	0,9
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 131,3		5,4	0,3	0,2	0,0	12,6	0,6	6,1	0,3
Marktfähige Instrumente (= M3 - M2)	593,4		0,8	0,1	-0,1	0,0	-7,9	-1,3	-2,4	-0,4

Quelle: EZB.

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

Im Gegensatz zu den M2-Komponenten sind die in M3 enthaltenen marktfähigen Papiere in den letzten Monaten insgesamt stetig zurückgegangen. Im Juli beschleunigte sich der Rückgang auf eine Jahresrate von 6,4 %, gegenüber 0,5 % im Vormonat (das negative Wachstum wurde von 2,4 % nach oben revidiert). Diese deutliche Veränderung der Vorjahrsrate dürfte zum Teil durch den bereits erwähnten Basiseffekt bedingt sein. Allerdings hängt der Rückgang bei den marktfähigen Instrumenten insgesamt wohl - auch längerfristig betrachtet - vor allem mit den niedrigen kurzfristigen Zinssätzen und der weiteren Versteilung der Zinsstrukturkurve in der EWU im bisherigen Jahresverlauf zusammen. Bei diesen Instrumenten haben in diesem Jahr allein die Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere zugenommen. Die relativ hohe Zuwachsrate dieser Papiere hat sich jedoch spürbar verringert (von 14,2 % im Vormonat auf 8,0 % im Juli). Auch der Rückgang der Repogeschäfte hat sich verstärkt; der ausstehende Betrag dieser Geschäfte unterschritt den Vorjahrsstand im Juli um 23,2 % (gegenüber 16,1 % im Juni). Nur die Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von weniger als zwei Jahren - deren Anteil an M3 aber gering ist - gingen im Juli im Vergleich zum Vorjahr mit 16,2 % nicht mehr so stark zurück wie im Juni (19,2 %).

Die zuletzt veröffentlichten Geldmengen-zahlen beinhalteten einige Revisionen der vormals angegebenen Zahlen. Solche Korrekturen sind als natürliche und unvermeidbare Folge der Einführung eines neuen harmonisierten statistischen Berichtsrahmens in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion zu betrachten. Bei den Geldmengen-zahlen ergeben sich - auch im Vergleich zu den Revisionen anderer Wirtschaftsstatistiken - in der Regel nur geringfügige Änderungen. Gleichwohl unterstreicht das Aufkommen solcher Revisionen, daß die Geldmengen-entwicklung stets sorgfältig auf der Grundlage der mittelfristigen Entwicklung und nicht kurzfristiger Schwankungen beurteilt werden muß. Da die monetären Statistiken unmittelbar aus den Bilanzzahlen abgeleitet werden können, die von den MFIs gemeldet werden,

dürften die Revisionen mit eingespielteren Meldeabläufen weniger ins Gewicht fallen. Insgesamt gesehen zeigt die Erfahrung der ersten sieben Monate der dritten Stufe der WWU, daß die vom Eurosystem erstellten monetären Statistiken eine hohe Qualität besitzen und ein angemessenes Bild der monetären Entwicklung in der EWU vermitteln.

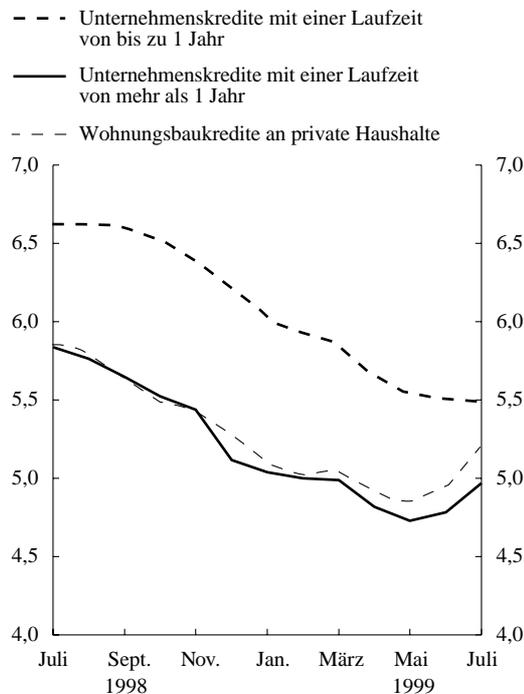
Kreditwachstum im Juli geringer, aber immer noch kräftig

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors war in den ersten sieben Monaten dieses Jahres ein relativ hohes Kreditwachstum zu verzeichnen, das sich im Juli aber etwas ermäßigt hat. Die gesamte Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet war im Juli 7,3 % höher als vor Jahresfrist, verglichen mit 7,8 % im Juni, wobei alle Hauptkomponenten zu dem abgeschwächten Wachstum beigetragen haben. Das Wachstum der Kreditgewährung an den privaten Sektor in der EWU verlangsamte sich im Juli um 0,5 Prozentpunkte auf eine Jahresrate von 10,4 %; ausschlaggebend hierfür waren sowohl eine nicht mehr so kräftige Expansion der Buchkredite als auch ein geringerer Anstieg der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien. Außerdem haben im Juli die Kredite an die öffentlichen Haushalte im Vorjahrsvergleich abgenommen (um 0,9 %); die bereits im Vormonat rückläufige Jahresrate betrug 0,0 %. Hierfür waren eine weitere Abschwächung des geringen Zuwachses bei den Krediten wie auch eine stärkere Abnahme der MFI-Bestände an Staatsschuldverschreibungen im Vorjahrsvergleich verantwortlich.

Die relativ starke Ausweitung der Kredite an den privaten Sektor, die im ersten Halbjahr 1999 dauernd um 10 % schwankte, war vermutlich in erster Linie auf die allgemein niedrigen Kreditzinsen der Banken zurückzuführen. In letzter Zeit dürfte nach der seit Mai 1999 steiler gewordenen Zinsstrukturkurve auch die Erwartung anziehender Kreditzinsen die privaten Haushalte und Unternehmen veranlaßt haben, ihre Kreditaufnahmen auf den

Abbildung 3 Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quelle: EZB-Aggregation der nationalen Angaben.

jetzigen Zeitpunkt vorzuziehen. Tatsächlich aber sind die Zinsen im Kundengeschäft der Banken für Wohnungsbaukredite - die meist eine längere Laufzeit haben - und für Unternehmenskredite mit einer Fälligkeit von über einem Jahr bis Juli 1999 insgesamt nur um 37 bzw. 24 Basispunkte gegenüber ihrem Tiefpunkt im Mai 1999 gestiegen und damit deutlich weniger als vergleichbare längerfristige Kapitalmarktsätze (siehe Abbildung 3 und im einzelnen auch Tabelle 3.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieser Ausgabe des Monatsberichts).

Darüber hinaus dürfte die derzeitige Konjunkturerholung in der EWU das anhaltende Wachstum der Kreditgewährung an den privaten Sektor gestützt haben. Möglicherweise hat zudem eine verbesserte Verfügbarkeit von Finanzierungsmitteln aufgrund des stärkeren Wettbewerbs im Bankgewerbe seit Beginn der Währungsunion die Kreditaufnahme gefördert. Schließlich haben auch höhere

Kredite wegen steigender Haus- und Grundstückspreise in einigen Ländern sowie die regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten weiterhin eine Rolle gespielt.

Bei den übrigen Gegenposten von M3 hat sich das Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors leicht von einer Jahresrate von 5,7 % im Juni auf 5,9 % im Juli verstärkt, womit sich der seit Jahresbeginn zu beobachtende mäßige Anstieg fortsetzte. Die Zunahme im Juli war hauptsächlich auf ein kräftigeres Wachstum sowohl der Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren (2,7 % im Juli 1999 gegenüber 2,5 % im Juni) als auch des Kapitals und der Rücklagen zurückzuführen. Andererseits sind die Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von über drei Monaten stärker zurückgegangen (um 7,6 % im Juli verglichen mit 6,3 % im Juni). Diese gegenläufigen Entwicklungen dürften teilweise auf die Entwicklung der Einlagenzinsen im Kundengeschäft der Banken bei diesen beiden Arten von Instrumenten zurückzuführen sein. In den letzten Monaten bis Juli hat sich die Differenz zwischen den Zinsen für Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren und den Zinsen entsprechender Instrumente mit einer kürzeren Laufzeit vergrößert. Dagegen hat sich der Abstand zwischen den Zinsen für Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten und für entsprechende Einlagen mit einer kürzeren Laufzeit zurückgebildet, obgleich sie im Juli wieder etwas angezogen haben. Vor dem Hintergrund der ansteigenden Zinsstrukturkurve setzte sich schließlich das kräftige Wachstum der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren fort (8,3 % im Juli, und damit das gleiche Niveau wie im Vormonat).

Nachdem die Nettoforderungen des MFI-Sektors gegen das Nicht-Euro-Währungsgebiet eine Zeitlang stetig zurückgegangen waren, ist hier in letzter Zeit ein Umschwung eingetreten. Im Juli 1999 haben sich diese Forderungen im zweiten Monat in Folge erhöht, und zwar absolut und nicht saisonbereinigt um 27 Mrd € gegenüber Juni 1999. Gleichwohl ist ihr Rückgang gegenüber dem Vorjahr nach wie vor sehr ausgeprägt (162 Mrd €).

Tabelle 2**Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten***(12-Monats-Veränderungen; Mrd EUR)*

	1999 Jan.	1999 Febr.	1999 März	1999 April	1999 Mai	1999 Juni	1999 Juli
Kredite an den privaten Sektor	547,7	517,0	523,3	523,1	548,9	579,1	557,4
Kredite an öffentliche Haushalte	26,3	28,9	38,3	16,3	33,2	0,5	-18,7
Nettoposition gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-68,9	-121,5	-84,6	-130,9	-193,0	-189,4	-162,0
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten ¹⁾	-163,8	-152,8	-157,2	-187,3	-181,7	-186,0	-191,3
Sonstige Gegenposten	-107,1	-59,2	-87,7	3,3	20,6	26,0	57,6
M3	234,3	212,4	232,0	224,5	228,0	230,2	243,0

*Quelle: EZB.**Anmerkung: Wegen des Rundens der Zahlen entspricht die Summe der M3-Gegenposten in (Mrd) Euro möglicherweise nicht dem für M3 angegebenen Gesamtbetrag.**1) Ein negatives Vorzeichen zeigt zunehmende MFI-Verbindlichkeiten an.*

Betrachtet man die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors insgesamt, so ist festzustellen, daß das dynamische Wachstum der Kredite an den privaten Sektor bisher nicht mit einer ähnlichen Ausweitung der Geldmenge M3 einhergegangen ist (siehe Tabelle 2). Dies läßt sich mit der Entwicklung der übrigen Gegenposten von M3 erklären, auf die weiter oben näher eingegangen wurde. Erstens wurde die hohe Kreditgewährung, wie der Rückgang der Nettoforderungen des MFI-Sektors gegen das Nicht-Euro-Währungsgebiet in den vergangenen zwölf Monaten zeigt, von einem Anstieg der Geldvermögensbildung von Nicht-MFIs des Eurogebiets im Ausland begleitet. Zweitens hat das Wachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors dazu beigetragen, daß die Ausweitung von M3 moderater ausfiel als dies sonst der Fall gewesen wäre. Schließlich führt das gedämpfte oder sogar negative Wachstum der Ausleihungen an die öffentlichen Haushalte dazu, daß die der Gesamtwirtschaft zur Verfügung gestellten Finanzierungsmittel weniger stark wachsen als die Kreditgewährung an den privaten Sektor signalisiert.

Relativ stetige Geldmarktentwicklung im August

Am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt blieben die Zinssätze im August und Anfang September bemerkenswert stabil. Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA

(„euro overnight index average“), lag meist geringfügig über dem Satz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (siehe Abbildung 1). Erst gegen Schluß der am 23. August 1999 beendeten Mindestreserveerfüllungsperiode notierte der EONIA deutlich unter 2,5 % und spiegelte damit die reichliche Liquiditätsversorgung des Bankensystems wider (siehe Kasten 1). Auch der Dreimonats-EURIBOR bewegte sich im August und Anfang September ununterbrochen in einer engen Spanne von 2,68 % bis 2,71 %.

Die Stabilität der Geldmarktkonditionen am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums schlug sich auch in den Ergebnissen des regulären monatlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts des Eurosystems nieder, das am 26. August 1999 abgewickelt wurde. Dieses längerfristige Geschäft hatte wie üblich eine Laufzeit von drei Monaten und wurde nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchgeführt. Dabei ergaben sich ein gewichteter durchschnittlicher und ein marginaler Zuteilungssatz von 2,66 % bzw. 2,65 %. Somit entsprachen die Sätze denen des längerfristigen Geschäfts im Vormonat und lagen wie bisher nur wenige Basispunkte unter dem Dreimonats-EURIBOR am Tag der Geschäftsabwicklung.

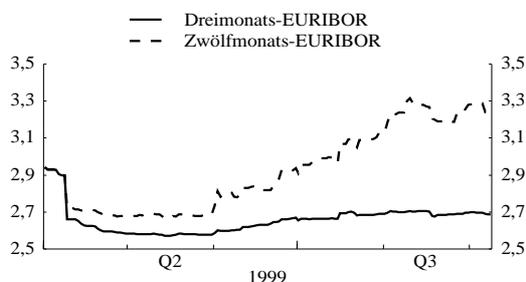
Im Gegensatz zu den Sätzen für Dreimonatsgeld am Kassamarkt war die Entwicklung der impliziten Geldmarktsätze für Termingeschäfte mit Fälligkeit bis zur Jahresmitte 2000

durch eine gewisse Volatilität gekennzeichnet. Die impliziten EURIBOR-Zinssätze für im Dezember 1999, März 2000 und Juni 2000 fällige Kontrakte setzten die seit Mitte Juli zu beobachtende Aufwärtsentwicklung Anfang August fort und lagen am 9. August 1999 bei 3,42 %, 3,54 % bzw. 3,81 %. Diese Entwicklung kehrte sich später jedoch wieder um. Von Ende Juli bis zum 8. September 1999 ging der implizite EURIBOR-Satz für im Dezember 1999 fällige Kontrakte um 8 Basispunkte auf 3,20 % zurück, während er sich für im März und Juni 2000 fällige Kontrakte um 6 bzw. 5 Basispunkte auf 3,35 % bzw. 3,61% erhöhte.

Von Ende Juli bis zum 8. September stiegen der Sechsmonats-EURIBOR um 13 Basispunkte auf 3,10 % und der Zwölfmonats-EURIBOR um 15 Basispunkte auf 3,28 %. Die-

Abbildung 4 Kurzfristzinsen im Euro- Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

se kurzfristigen Zinssätze erreichten somit ein Niveau, das insgesamt deutlich über dem Stand vom Mai 1999 lag, was auf die seitdem allgemein verbesserten Konjunkturaussichten zurückzuführen ist (siehe Abbildung 4).

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der siebten Erfüllungsperiode

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der siebten Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Juli bis 23. August 1999 führte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte durch, die alle zu einem festen Zinssatz von 2,5 % abgewickelt wurden. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 68,0 Mrd € und 76,0 Mrd €. Der durchschnittliche Bietungsbetrag bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften erhöhte sich auf 1 414,8 Mrd €, gegenüber 1 307,9 Mrd € in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Das höchste Bietungsaufkommen seit Anfang des Jahres wurde am 18. August mit 1 538,1 Mrd € verzeichnet. Da der Tagesgeldsatz nach Ansicht der EZB die entspannten Liquiditätsbedingungen nicht angemessen widerspiegelte und deshalb zu relativ hohen Geboten bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften führte, wurde die Liquiditätsbereitstellung am 17. August im letzten Hauptrefinanzierungsgeschäft der Mindestreserveerfüllungsperiode großzügig bemessen. Infolgedessen war der Markt vom 18. August an reichlich mit Liquidität versorgt, was schließlich die Tagesgeldsätze auf ein entsprechend niedriges Niveau sinken ließ.

Die Repartierungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bewegten sich in der siebten Mindestreserveerfüllungsperiode zwischen 4,8 % und 5,4 %, während sie in der sechsten Mindestreserveerfüllungsperiode zwischen 4,3 % und 7,4 % betragen hatten. Die Zahl der Bieter bei den wöchentlichen Tendergeschäften verringerte sich von durchschnittlich 879 in der vorangegangenen Erfüllungsperiode auf 846.

Das Eurosystem führte am 28. Juli ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorangekündigten Zuteilungsvolumen von wie zuvor schon 15 Mrd € durch. Insgesamt nahmen 281 Bieter an diesem Geschäft teil. Der marginale Zuteilungssatz betrug 2,65 %.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Juli bis 23. August 1999

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	195,6	1,0	+ 194,6
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	150,1	-	+ 150,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+ 45,0
Ständige Fazilitäten	0,5	1,0	- 0,5
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	343,2	434,2	- 91,0
Banknotenumlauf	-	344,8	- 344,8
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	47,3	-47,3
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	343,2	-	+ 343,2
Sonstige Faktoren (netto)	-	42,1	- 42,1
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			103,6
(d) Mindestreservesoll			102,8

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten

Im Vergleich zur vorangegangenen Mindestreserveerfüllungsperiode stieg die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität leicht von tagesdurchschnittlich 0,4 Mrd € auf 0,5 Mrd € an, während sich die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität etwas stärker von 0,6 Mrd € auf 1,0 Mrd € erhöhte. Die stärkere Nutzung der Einlagefazilität ist vor allem darauf zurückzuführen, daß an den letzten vier Tagen der Mindestreserveerfüllungsperiode (von Freitag, dem 20. August, bis Montag, dem 23. August) überschüssige Liquidität in Höhe von insgesamt 23,2 Mrd € im Rahmen dieser Fazilität angelegt wurde.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

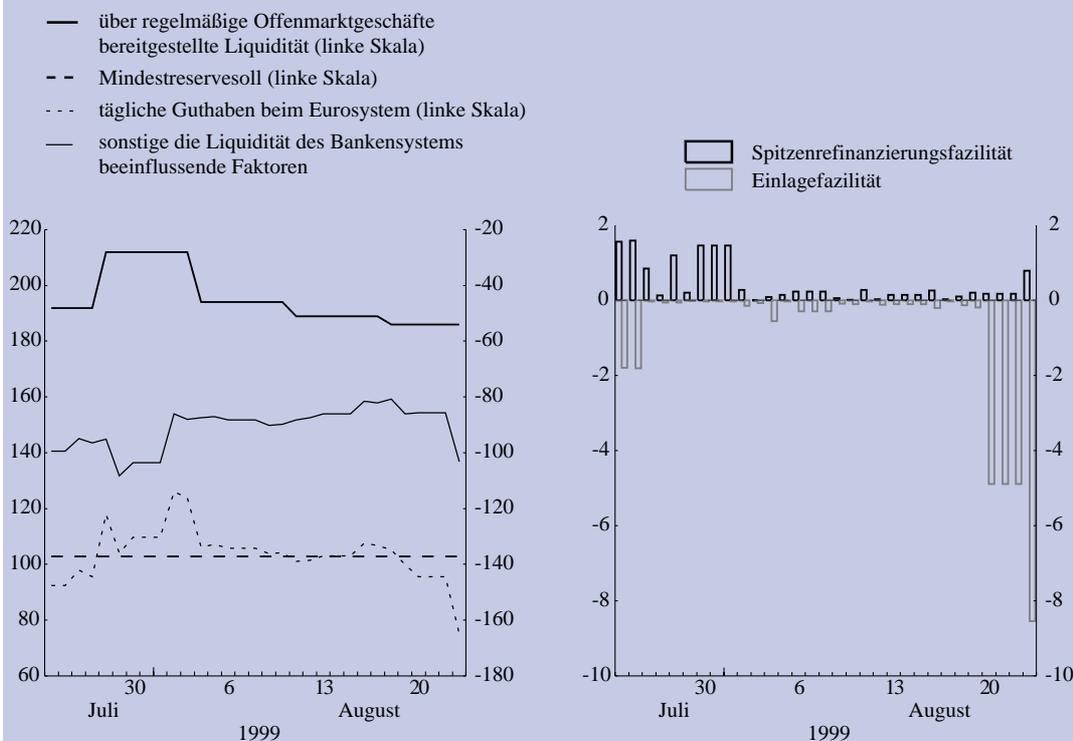
Die autonomen Faktoren (Posten (b) in der Tabelle oben), d. h. die Faktoren, die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängen, entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 91,0 Mrd € und damit 6,1 Mrd € mehr als in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 80,8 Mrd € und 108,1 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

In der siebten Mindestreserveerfüllungsperiode beliefen sich die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten auf 103,6 Mrd € und das Mindestreservesoll auf 102,8 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll verminderte sich also gegenüber der vorangegangenen Erfüllungsperiode um 0,2 Mrd € auf 0,8 Mrd €. Hiervon sind etwa 0,2 Mrd € auf Girokontoguthaben, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, zurückzuführen. Die Überschußreserven machten ungefähr 0,6 Mrd € aus.

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der siebten Erfüllungsperiode

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Weiterer Anstieg der langfristigen Anleiherenditen im August

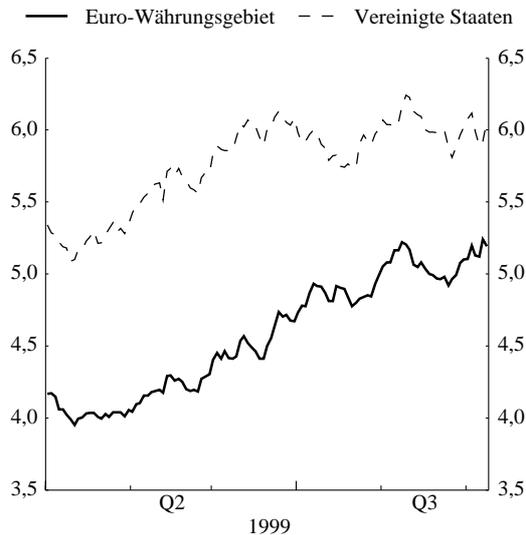
Anfang Mai 1999 zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet wieder an. Seitdem haben sich die durchschnittlichen Anleiherenditen im Euroraum um etwa 125 Basispunkte erhöht, wobei im August ein Anstieg von über 25 Basispunkten zu verzeichnen war und am 8. September ein Renditenniveau von fast 5,2 % erreicht wurde (siehe Abbildung 5). Während die kurzfristige Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen im Euroraum im August anscheinend teilweise auf die von den US-Anleihemärkten ausgehende Sogwirkung zurückzuführen war, scheinen im Verlauf des August wie schon in früheren Monaten auch inländische Einflußgrößen eine wichtige Rolle bei der Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen im Eurogebiet gespielt zu haben. Insbesondere dürfte die zunehmend optimistische Kon-

junktüreinschätzung der Marktteilnehmer für das Euro-Währungsgebiet eine wichtige Ursache für den jüngsten Auftrieb bei den inländischen Anleiherenditen gewesen sein. Entsprechend der größeren Rolle, die den heimischen Faktoren bei der jüngsten Entwicklung zugewiesen wird, hat sich auch der Renditenvorsprung langfristiger US-Anleihen gegenüber vergleichbaren Renditen im Euro-Währungsgebiet zwischen Ende Juli und dem 8. September um mehr als 20 Basispunkte auf weniger als 90 Basispunkte verringert. Damit hat sich dieser Abstand gegenüber seinem Mitte Juni dieses Jahres erreichten Höchststand insgesamt um etwa 70 Basispunkte verringert.

Die Entwicklung an den internationalen Anleihemärkten, die auf die inländischen Anleihemärkte einen Einfluß ausübt, war von verhältnismäßig starken Schwankungen der langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten

Abbildung 5
Renditen langfristiger Staatsanleihen im
Euro-Währungsgebiet und in den
Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB, nationale Statistiken und Reuters.

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

Staaten gekennzeichnet; diese wiesen im August keinen klaren Trend auf. Insgesamt erhöhten sich die Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen zwischen Ende Juli und dem 8. September nur geringfügig auf knapp 6,1 %. Die Schwankungen der US-Anleiherenditen vollzogen sich in einem Umfeld, in dem von den wirtschaftlichen Indikatoren gegensätzliche Hinweise bezüglich der Stärke der Konjunktur und deren möglichen Auswirkungen auf die künftige Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten auszugehen schienen. Anfang August kam es durch weitere Anzeichen für eine angespannte Arbeitsmarktlage offensichtlich zu Befürchtungen am Markt, die US-Wirtschaft könne einem stärkeren Inflationsdruck ausgesetzt sein. Anschließend führten jedoch Statistiken, die einen nur verhaltenen Anstieg der Erzeugerpreise auswiesen, offenbar zu einer Neueinschätzung der Preisaussichten seitens der Marktteilnehmer und einer Korrektur der langfristigen US-Anleiherenditen nach unten. Der Beschluß des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank vom 24. August, den Ziel-Zinssatz für Tagesgeld

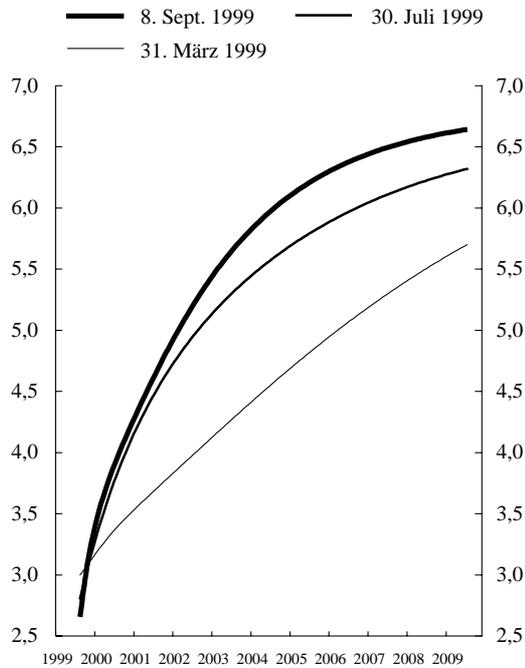
um 25 Basispunkte anzuheben, war von den Finanzmärkten weitgehend erwartet worden. Die gleichzeitige Ankündigung der Federal Reserve, sie werde in der nahen Zukunft weiter eine neutrale geldpolitische Grundhaltung einnehmen, wurde von den Anleihemärkten positiv aufgenommen und übte Ende August ebenfalls einen Abwärtsdruck auf die US-Anleiherenditen aus. Anfang September verstärkten niedriger als erwartet ausfallende Beschäftigungszuwächse und Lohnsteigerungen diesen Abwärtsdruck weiter. In Japan stiegen die langfristigen Anleiherenditen zwischen Ende Juli und dem 8. September leicht an. Dies war teilweise auf die erwartete allmähliche Konjunkturerholung in Japan wie auch auf die befürchteten Folgen des für 1999 erwarteten hohen japanischen Haushaltsdefizits für das Angebot an japanischen Staatsanleihen zurückzuführen.

Wie bereits erwähnt, scheint sich die Volatilität am US-Anleihemarkt zwar zeitweilig auf die kurzfristige Entwicklung der Anleiherenditen im Euroraum ausgewirkt zu haben, doch dürften heimische Einflußgrößen für den im August verzeichneten allgemeinen Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen eine wichtige Rolle gespielt haben. Insbesondere führten kürzlich veröffentlichte Daten bei den Marktteilnehmern zu einer optimistischeren Einschätzung der künftigen Konjunkturerholung im Euro-Währungsgebiet; dies dürfte bei den Finanzmarktteilnehmern auch zu geringfügig höheren Inflationserwartungen geführt haben. In ähnlicher Weise scheint auch der stärker als erwartet ausgefallene Anstieg der Wachstumsrate von M3 im Juli einen gewissen Aufwärtsdruck auf das Niveau der langfristigen Anleiherenditen im Euroraum ausgeübt zu haben.

Infolge dieser Entwicklung an den Anleihemärkten im Eurogebiet wies die Renditenstrukturkurve im Euroraum im August einen steileren Verlauf auf (siehe Abbildung 6). Gemessen als Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und den Zinssätzen für Dreimonatsgeld erhöhte sich die Steigung der Renditenstrukturkurve bis zum

Abbildung 6
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld
im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung. Die implizite, aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur abgeleitete Termin-Zinsstrukturkurve spiegelt die Markterwartung hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Termin-Zinsstrukturkurven wurde im Monatsbericht vom Januar 1999 auf Seite 28 f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten wurden von Swapkontrakten abgeleitet.

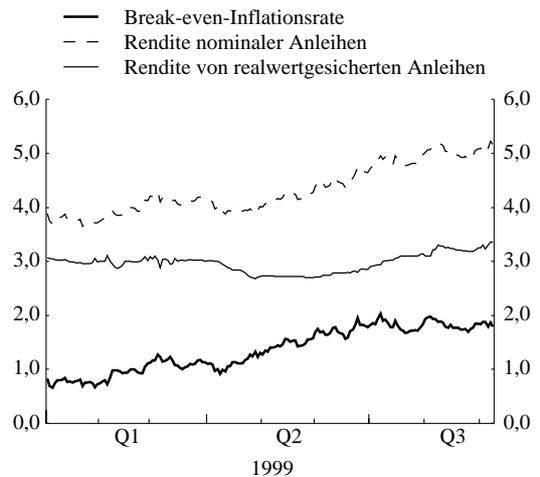
8. September auf etwa 250 Basispunkte. Damit liegt die Steigung der Renditenstrukturkurve ungefähr 170 Basispunkte über dem Ende 1998 verzeichneten Niveau.

Wie im Monatsbericht Februar (Seite 16 f., Kasten 2) erläutert wird, läßt ein Vergleich der Realrenditen von an Preisindizes gebundenen Anleihen und nominalen festverzinslichen Wertpapieren mit ähnlichen Laufzeiten gewisse Rückschlüsse darauf zu, ob veränderte nominale Anleiherenditen auf veränderte Realzinsen oder eher auf veränderte Inflationserwartungen in der Wirtschaft zurückgehen. In dieser Hinsicht verdeutlicht Abbildung 7, daß der seit Anfang Mai 1999 zu verzeichnende Anstieg der nominalen Anleiherenditen mit steigenden realen Renditen von in Frankreich begebenen indexierten Anleihen einherging. Abbildung 7 zeigt jedoch

auch, daß die Differenz zwischen den langfristigen nominalen Anleiherenditen und den Realrenditen für indexierte Anleihen mit vergleichbarer Laufzeit in Frankreich in den letzten Monaten größer geworden ist. Diese Differenz wird allgemein als „Break-even-Inflationsrate“ bezeichnet, da ein Anleger bei dieser erwarteten Inflationsrate für die Restlaufzeit der Anleihe die nominal- oder die realverzinsliche Anleihe als gleichwertig erachten würde. Bei der Interpretation der Break-even-Inflationsrate als Meßgröße für die Inflationserwartungen ist jedoch Vorsicht geboten, da die Break-even-Inflationsrate normalerweise auch verschiedene Risikoprämien enthält. Einerseits wird dabei die erwartete Inflation tendenziell zu hoch eingeschätzt, da die Nominalrendite in der Regel eine Inflationsrisikoprämie enthält. Andererseits müßten aufgrund der geringeren Liquidität am Sekundärmarkt, die für indexierte Anleihen charakteristisch ist, die Realrenditen solcher Anleihen eine Liquiditätsprämie enthalten. Zudem bezieht sich die in Abbildung 7 dargestellte Break-even-Inflationsrate auf eine spe-

Abbildung 7
Break-even-Inflationsrate, berechnet
für Verbraucherpreise in Frankreich

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Tageswerte)



Quellen: Französisches Schatzamt, ISMA und Reuters.
 Anmerkung: Die Renditen von realwertgesicherten Anleihen werden von den Börsenkursen französischer, an den französischen VPI (ohne Tabakpreise) gebundener Anleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die Renditen nominaler Anleihen werden von den Börsenkursen französischer festverzinslicher Anleihen, ebenfalls mit Fälligkeit 2009, abgeleitet.

zifische Meßgröße des französischen VPI (nämlich den VPI ohne Tabakpreise), nicht aber auf den HVPI für das Euro-Währungsgebiet.

Erholung der Aktienkurse im August

Zwischen Januar und Juli 1999 wiesen die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet allgemein keine klare Tendenz auf, waren mitunter aber durchaus volatil. Im August stiegen die Aktienkurse im Eurogebiet deutlich an (siehe Abbildung 8). Dies spiegelte in erster Linie den wachsenden Optimismus seitens der Finanzmarktteilnehmer bezüglich der Konjunkturaussichten wider. Gemessen am Dow Jones EURO STOXX (Gesamtindex) legten die Aktienkurse im Zeitraum von Ende Juli bis zum 8. September 1999 um über 5 % zu. In einem Umfeld steigender langfristiger Renditen am Kapitalmarkt war dieser Kursanstieg an den Aktienmärkten im Euroraum bemerkenswert. Damit notieren die Aktienkurse um über 10 % höher als Ende 1998.

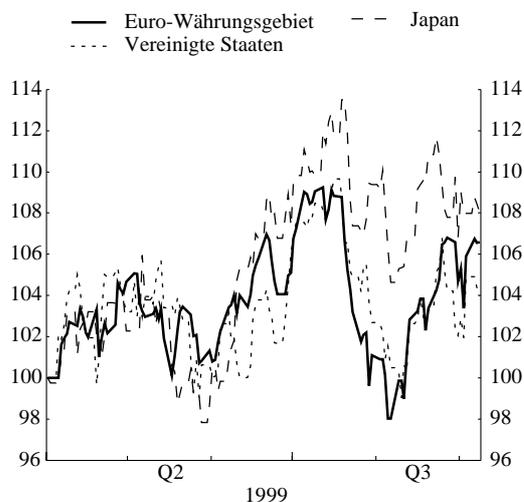
Bei den internationalen Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet ist der volatile Verlauf der Aktienkurse in den Vereinigten Staaten im August zu nennen. Insgesamt stieg der Standard & Poor's 500 zwischen Ende Juli und dem 8. September um etwas mehr als 1 %. Die Kurschwankungen sind wohl im Zusammenhang mit den zuvor erwähnten unsicheren Markterwartungen bezüglich der Aussichten für die Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten und den damit verbundenen Auswirkungen auf die Entwicklung der dortigen kurzfristigen Zinsen zu sehen. In diesem Zusammenhang hatte der Beschluß des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank am 24. August, den Ziel-Zinssatz für Tagesgeld zu erhöhen, aber kurzfristig weiterhin eine neutrale geldpolitische Grundhaltung einzunehmen, vorübergehend einen positiven Einfluß auf die Entwicklung der amerikanischen Aktienkurse. Auch an den Aktienmärkten Japans war während des Augusts eine gewisse Volatilität zu beobachten, und der Nikkei 225 verzeichnete während des Zeitraums von

Ende Juli bis zum 8. September einen Rückgang von gut 1 %. Einer der Faktoren, die wohl zu dieser Entwicklung beigetragen haben, war die Aufwärtstendenz bei den japanischen Anleiherenditen. Außerdem dürfte die fortgesetzte Stärke des Japanischen Yen sich belastend auf die Aktienkurse ausgewirkt haben, denn die Marktteilnehmer dürften aus diesem Grund ein geringeres Exportwachstum und niedrigere Unternehmensgewinne erwartet haben.

Neben den Kursschwankungen, die im August von den internationalen Börsen auf die Aktienmärkte des Eurogebiets ausstrahlten, dürfte die überdurchschnittliche Aktienkursentwicklung im Eurogebiet ein Zeichen dafür sein, daß Binnenmarktfaktoren eine wichtige Rolle gespielt haben. Besonders bemerkenswert bei der Entwicklung im August war, daß der Anstieg am Aktienmarkt vor dem Hintergrund steigender langfristiger Anleiherenditen stattfand. Diese Entwicklung signalisiert, daß der Aufwärtstrend am Aktienmarkt den wachsenden Optimismus seitens der Markt-

Abbildung 8
Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

(1. April 1999 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters für das Euro-Währungsgebiet; nationale Statistiken für die Vereinigten Staaten und Japan.

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

teilnehmer bezüglich der Konjunkturaussichten im Euroraum widerspiegelte.

Ein weiteres besonderes Kennzeichen der Entwicklung im August war auch, daß sich die Kurserholung über die gesamte Breite der Aktienmärkte im Eurogebiet erstreckte und die Zuwächse in den meisten Branchen eine ähnliche Größenordnung erreichten, was darauf hindeutet, daß die erwartete Konjunkturbelebung sich gleichsam auf alle Branchen verteilt. Relativ starke Kursanstiege waren in Branchen zu beobachten, die 1999 über weite Strecken schwache Notierungen aufwiesen wie beispielsweise die Verbrauchsgüterindustrie und die Versorger. Außerdem wurden im Finanzsektor, in dem sich die Aktienkurse 1999 ebenfalls weitgehend unterdurchschnittlich entwickelt hatten, im August vergleichsweise starke Zuwächse verzeichnet. Neben den optimistischeren Aussichten für die Konjunkturerwicklung dürfte die Verbesserung in diesem Sektor auch auf die Auswirkungen einer steileren Zinsstrukturkurve für Bankkreditzinssätze und damit für die Rentabilität der traditionellen Bankgeschäfte, bei denen die Banken längerfristige Kredite weitgehend durch kurzfristige Einlagen finanzieren, zurückzuführen sein. Darüber hinaus legten die Aktiennotierungen

aus den Branchen Technologie, Industrieerzeugnisse und Energie im August aufgrund günstiger außenwirtschaftlicher Einflußfaktoren weiter zu.

Betrachtet man die Entwicklung in den einzelnen Branchen seit Anfang 1999, so scheinen die Aktienkurse von Unternehmen, die stärker auf Änderungen in den internationalen Rahmenbedingungen reagieren, tendenziell besser abgeschnitten zu haben als die eher binnenmarktorientierten Gesellschaften. Dies wird insbesondere durch die überdurchschnittliche Entwicklung des Dow Jones EURO STOXX 50 signalisiert, der sich aus größeren und international stärker diversifizierten Unternehmen als der Gesamtindex zusammensetzt. Gegenüber dem Stand von Ende 1998 hat der Dow Jones EURO STOXX 50 per 8. September um fast 15 % zugelegt. Außerdem wurden in den Branchen Grundstoffe, Industrieerzeugnisse und Technologie seit Ende 1998 erhebliche Kurssteigerungen von rund 25 % bis rund 35 % verzeichnet. Demgegenüber lagen die Aktienkurse im Ernährungsgewerbe sowie insbesondere von Versorgungsunternehmen (ohne Telekommunikationsbereich) am 8. September weiterhin unter dem Stand von Ende 1998.

2 Preisentwicklung

Gemäß den neuesten vorliegenden Daten betrug die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Juli 1,1 %; sie lag damit um 0,2 Prozentpunkte höher als im Juni (siehe Tabelle 3 und Abbildung 9). Wie bereits im Juni schlugen sich in der Entwicklung des HVPI für das Euro-Währungsgebiet auch im Juli gegenläufige Entwicklungen bei einigen seiner volatileren Komponenten nieder. Allerdings überwog im Juli der von den steigenden Energiepreisen ausgehende Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise insgesamt den von anderen Komponenten, insbesondere den unverarbeiteten Nahrungsmitteln, ausgeübten Abwärtsdruck. Zudem lag auch die jährliche Steigerungsrate des HVPI ohne Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel im Juli etwas höher, doch dies

war hauptsächlich auf einen vorübergehenden Anstieg der Dienstleistungspreise zurückzuführen.

Die jährliche Teuerungsrate der Energiepreiskomponente erhöhte sich im Juli auf 3,2 % (gegenüber 1,4 % im Juni) und setzte damit die seit April 1999 zu verzeichnende allmähliche Beschleunigung fort. Diese Entwicklung der Energiepreise auf der Verbraucherstufe ist im wesentlichen auf die seit Anfang 1999 anziehenden Ölpreise zurückzuführen. Zwischen Februar 1999 und Juli 1999 erhöhte sich der durchschnittliche Ölpreis von seinem tiefsten Stand von 9,4 € je Barrel auf 18,1 € je Barrel. Seither sind die Ölpreise weiter gestiegen und lagen im August 1999 bei durchschnittlich 19,2 € je Barrel. Kasten 2 enthält weitere Erläuterungen zu

Tabelle 3

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1996	1997	1998	1998	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				Q3	Q4	Q1	Q2	März	April	Mai	Juni	Juli	Aug.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	2,2	1,6	1,1	1,1	0,8	0,8	1,0	1,0	1,1	1,0	0,9	1,1	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,8	1,2	0,6	0,6	0,2	0,3	0,6	0,4	0,7	0,6	0,5	0,7	.
Nahrungsmittel	1,9	1,4	1,6	1,7	1,1	1,3	0,6	1,4	1,2	0,6	0,1	-0,1	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,0	1,4	1,4	1,4	1,2	1,2	0,9	1,1	1,1	0,8	0,7	0,7	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,7	1,4	2,0	2,1	0,8	1,5	0,3	1,8	1,2	0,4	-0,7	-1,4	.
Industrieerzeugnisse	1,8	1,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	0,6	0,0	0,6	0,6	0,8	1,1	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,4	0,5	0,9	1,0	0,9	0,8	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	.
Energie	3,0	2,8	-2,6	-3,2	-4,4	-3,8	0,8	-2,8	0,3	0,5	1,4	3,2	.
Dienstleistungen	2,9	2,4	2,0	2,0	2,0	1,7	1,6	1,8	1,7	1,5	1,5	1,6	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	0,4	1,1	-0,8	-1,3	-2,3	-2,6	-1,3	-2,3	-1,6	-1,4	-1,0	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	2,0	0,6	.	-0,3	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,3	1,9	.	1,4	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer ²⁾</i>													
	3,3	2,5	.	1,2	.	.	.	.	.	.	.	.	.
<i>Gesamtlohnkosten pro Stunde ³⁾</i>													
	2,5	2,5	1,6	1,5	1,9	1,8	.	.	.	.	.	.	.
Ölpreise (EUR je Barrel) ⁴⁾	15,9	17,1	12,0	11,7	10,1	10,3	15,0	11,8	14,4	14,9	15,6	18,1	19,2
Rohstoffpreise ⁵⁾	-6,9	12,9	-12,5	-18,2	-20,5	-16,0	-8,2	-14,6	-12,5	-7,8	-4,2	-2,3	-0,5

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

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

3) Gesamtwirtschaft (außer Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Bildungssektor, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen).

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

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

den Auswirkungen von Ölpreisveränderungen auf die Verbraucherpreise. Der schnellere Anstieg des HVPI für das Eurogebiet wurde durch deutlich rückläufige Preise bei der zweiten wichtigen volatilen HVPI-Komponente, den unverarbeiteten Nahrungsmitteln, gedämpft, die damit ein gewisses Gegengewicht zu den Auswirkungen höherer Energiepreise bildeten. Nachdem die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Juni 1999 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 0,7 % gefallen waren, war im Juli ein noch stärkerer Rückgang von 1,4 % zu verzeichnen.

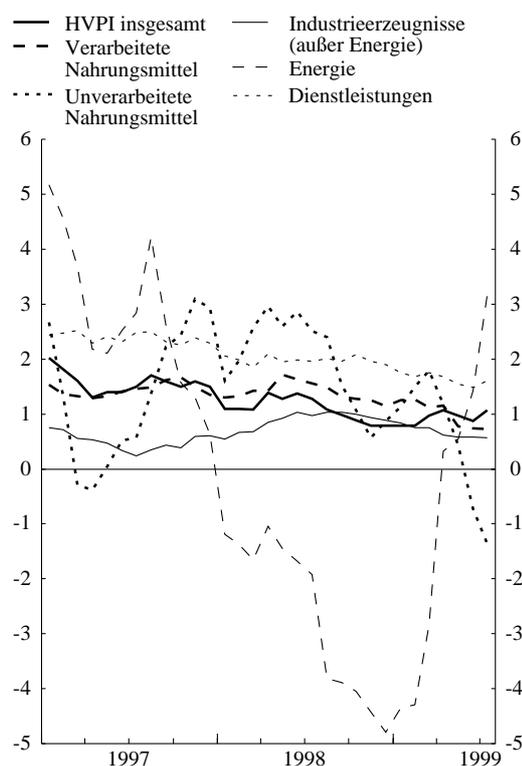
Im Gegensatz zum recht volatilen Verlauf sowohl der Preise für Energie als auch für unverarbeitete Nahrungsmittel war bei den meisten übrigen HVPI-Komponenten eine relativ stabile Entwicklung festzustellen. Die jährliche Preissteigerungsrate der verarbeiteten Nahrungsmittel blieb im Juli 1999 gegenüber ihrem im Juni

verzeichneten Stand unverändert bei 0,7 %. Ähnlich verhielt es sich auch mit den Preisen für Industrieerzeugnisse (außer Energie), deren jährliche Steigerungsrate seit April 1999 konstant bei 0,6 % verharrte. Doch trotz dieser relativ gleichbleibenden Entwicklung erhöhte sich der HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie im Juli leicht, wenn auch nicht im selben Maße wie der HVPI insgesamt. Dieser Anstieg war hauptsächlich auf eine wahrscheinlich nur vorübergehende Erhöhung der Preise für bestimmte Dienstleistungen, insbesondere für Pauschalreisen, zurückzuführen. Deshalb dürfte der Anstieg im Juli auch nicht als Hinweis auf ein Ende der in den letzten zwei Jahren verzeichneten Verlangsamung der Preissteigerung bei den Dienstleistungen zu verstehen sein. Wie bereits in früheren Ausgaben des Monatsberichts erörtert, spiegelt dieser Trend strukturbedingte Faktoren wider, wie beispielsweise den verstärkten Wettbewerb und die Deregulierung, aber auch die vergleichsweise geringen nominalen Lohnsteigerungen, die in den letzten Jahren im Euroraum zu verzeichnen waren.

Der vom Arbeitsmarkt ausgehende relativ verhaltene Druck auf die Preise steht in Einklang mit den verfügbaren Daten zu den Lohnkosten im Euro-Währungsgebiet. Wenngleich diese erst mit einer erheblichen zeitlichen Verzögerung veröffentlicht werden, ist für das Jahr 1999 bislang kein wesentlicher Aufwärtsdruck bei den Lohnkosten erkennbar. Wie im Monatsbericht August angenommen, sind die vorläufigen Schätzungen zur Steigerung der Gesamtlohnkosten pro Stunde für das erste Quartal 1999 kürzlich tatsächlich von 2,2 % auf 1,8 % nach unten korrigiert worden. Gemäß dieser neuen Schätzung hätte sich damit die Lohnsteigerung im Vergleich zum letzten Quartal 1998, als sie 1,9 % betragen hatte, also leicht verlangsamt. Darüber hinaus deuten auch nationale Einkommensstatistiken darauf hin, daß die im ersten Quartal des laufenden Jahres in den Ländern des Euroraums verzeichneten Lohnsteigerungen entweder auf einem ähnlichen Niveau lagen wie im letzten Quartal 1998 oder sogar darunter. Diese relativ moderate Lohnentwicklung im Euroraum steht im großen und ganzen im Einklang mit dem im gesamten Eurogebiet vorherrschenden Klima der Preisstabilität. Insbesondere

Abbildung 9 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

haben die niedrigen Inflationserwartungen für das Euro-Währungsgebiet, die durch strukturelle Faktoren wie einen erhöhten Wettbewerb und Deregulierung noch verstärkt wurden, zu einer Dämpfung der Lohnforderungen in einer Reihe von Ländern des Euroraums beigetragen.

Deutliche Anzeichen für steigende Erzeugerpreise

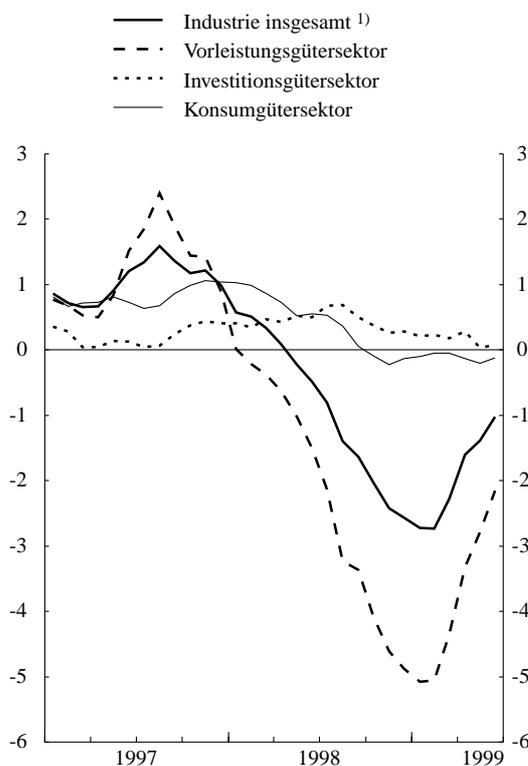
Nachdem die industriellen Erzeugerpreise im Lauf des Jahres 1998 sichtbar gefallen waren, gibt es mittlerweile deutliche Hinweise darauf, daß sie, jeweils gegenüber dem Vormonat gemessen, wieder anziehen. Insbesondere macht sich seit den ersten beiden Quartalen 1999 der bereits erwähnte erneute Anstieg der Ölpreise bei den industriellen Erzeugerpreisen bemerkbar. Zudem geht auch von der Entwicklung der Rohstoffpreise (ohne Energie), die für die Industrieproduktion von Bedeutung sind, in den letzten Monaten ein leichter Aufwärtsdruck aus. Seit dem Erscheinen des Monatsberichts August wurden Zahlen zu den industriellen Erzeugerpreisen veröffentlicht, die sich auf den Zeitraum bis Juni 1999 beziehen. Diese Zahlen zeigen, daß sich der Rückgang der Erzeugerpreise in der Industrie insgesamt (ohne Baugewerbe) gegenüber dem Vorjahr weiter von - 1,4 % im Mai auf - 1,0 % im Juni 1999 verlangsamt hat. Wie aus Abbildung 10 hervorgeht, war diese Abschwächung in erster Linie auf eine Erholung der Preise für Vorleistungsgüter zurückzuführen. Hingegen blieb die Zwölfmonatsrate sowohl bei den Konsum- als auch bei den Investitionsgütern verhältnismäßig konstant.

Ölpreise voraussichtlich auch im weiteren Jahresverlauf 1999 bedeutender Einflußfaktor des HVPI

Hinsichtlich der künftig zu erwartenden Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet liegen seit der letzten, im Monatsbericht Juni veröffentlichten Analyse relativ wenig neue Informationen vor. Die bedeutendsten internationalen Organisationen wie etwa der IWF, die Europäische Kommission und die OECD haben seit Ende

Abbildung 10 Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.
1) Ohne Baugewerbe.

des Frühjahrs bzw. Anfang des Sommers 1999 noch keine neuen offiziellen Prognosen veröffentlicht. Allerdings geben auch die neuesten Daten aus aktuelleren Wirtschaftsprognosen, etwa denen von Consensus Economics, keinen Anlaß, wesentliche Revisionen der Perspektiven vorzunehmen. Insgesamt gehen die verschiedenen Prognoseinstitute weiterhin davon aus, daß der Anstieg der Verbraucherpreise für das Gesamtjahr 1999 zwischen 1,0 % und 1,2 % liegen wird, wobei die Zwölfmonatsrate am Jahresende allerdings etwas höher ausfallen dürfte als der obere Wert des hier angegebenen Spektrums. Für das Jahr 2000 wird mit einer Teuerungsrate der Verbraucherpreise insgesamt von etwa 1,5 % gerechnet. Dieser prognostizierte schnellere Anstieg der Verbraucherpreise ist hauptsächlich durch die jüngste Entwicklung der Öl- und folglich auch der Energiepreise bedingt. Zwar hat sich die erwähnte Ölpreisentwicklung bereits unmittelbar in der Energiepreiskomponente des HVPI niedergeschlagen, doch

könnte in den kommenden Monaten und bis in das nächste Jahr hinein ein weiterer, aber verzögerter Transmissionseffekt auftreten, der sich danach jedoch allmählich wieder abschwächen dürfte. Diese Erwartung beruht jedoch vor allem auf der Annahme, daß die Ölpreise im großen und ganzen auf ihrem derzeitigen Stand verharren.

Neben der Ungewißheit bezüglich der weiteren Entwicklung der Ölpreise bestehen hinsichtlich der Aussichten für die künftige Preisentwicklung noch zahlreiche andere Unsicherheitsfaktoren. Inflationsfördernde Wirkungen könnten daraus resultieren, daß sich die Konjunktur im Euroraum insgesamt etwas stärker belebt als zum gegenwärtigen Zeitpunkt prognostiziert und dies einen gewissen Preisdruck nach sich zieht. Hiervon könnte zudem, wenn auch erst

in einem späteren Stadium des Konjunkturzyklus, auch infolge höherer Lohnsteigerungen ein gewisser Aufwärtsdruck auf die Preise ausgehen. Demgegenüber verbleibt ein relativ hoher Spielraum für eine Zunahme der Wettbewerbsintensität und für eine weitere Deregulierung, wovon ein erheblicher Abwärtsdruck auf die Preise mehrerer bedeutender HVPI-Komponenten ausgehen kann. Dieser Prozeß ist in einigen Waren- und Dienstleistungssektoren bereits seit einiger Zeit in Gang und könnte auch auf andere Sektoren übergreifen. Insgesamt gesehen ist daher gegenwärtig mit einem relativ moderaten Anstieg der Verbraucherpreise zu rechnen, der in erster Linie energiepreisbedingt ist und damit auch weiterhin mit dem vorrangigen Ziel der EZB, der Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet, im Einklang steht.

Kasten 2

Der Einfluß der Ölpreise auf den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)

Im Laufe des Jahres 1998 und zu Beginn des Jahres 1999 sank die Teuerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet aufgrund des Rückgangs der Energiepreiskomponente im HVPI-Korb. 1998 stieg der HVPI insgesamt um 1,1 %, während der HVPI ohne Energiepreise um 1,4 % zunahm. Dieses Muster wiederholte sich im ersten Quartal 1999, als der HVPI ohne Energiepreise im Vorjahresvergleich um 1,1 % stieg, während der HVPI insgesamt nur um 0,8 % zunahm. Die dämpfende Wirkung der Energiepreiskomponente ist zum großen Teil auf den Rückgang der internationalen Ölpreise in den Jahren 1997 und 1998 zurückzuführen. Allerdings ist die Abwärtsbewegung der Ölpreise seit Februar 1999 zum Stillstand gekommen, und es ist anschließend eine Trendumkehr eingetreten. Daher wird die Teuerungsrate nach dem HVPI, unter sonst gleichen Bedingungen, einem Aufwärtsdruck ausgesetzt sein, sobald sich die höheren Ölpreise auf den Index auswirken.

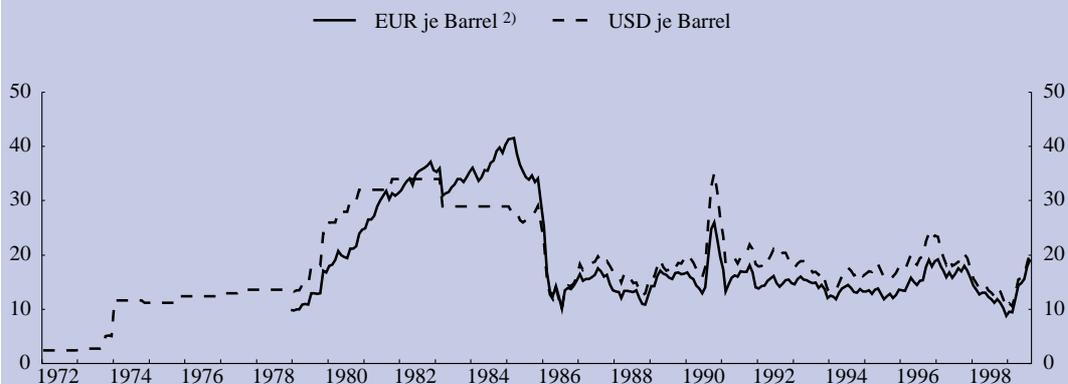
Verglichen mit dem im Februar 1999 erreichten niedrigen Durchschnittsstand von 10,55 USD je Barrel (siehe Abbildung auf Seite 25) stieg der Rohölpreis (Brent Blend) bis zum 8. September 1999 auf 22,20 USD. Im Vergleich dazu betrug der Preis 1997 19,40 USD und im Durchschnitt der 90er Jahre 18,15 USD. Umgerechnet in Euro waren die Preisbewegungen infolge der Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro seit Februar im Jahresverlauf etwas stärker ausgeprägt.

Der internationale Ölpreis wird stark von den Entscheidungen der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) beeinflusst. Der Beschluß der OPEC, die Ölförderung zu begrenzen, war schon in den Jahren 1973 und 1979 ein wichtiger Grund für den drastischen Anstieg der Ölpreise. Auch im Jahr 1999 steht das Anziehen der Ölpreise in engem Zusammenhang mit einer neuen OPEC-Fördervereinbarung, die Anfang April 1999 in Kraft trat.

Änderungen der Ölpreise beeinflussen die Verbraucherpreise auf unterschiedlichen Wegen und mit unterschiedlichen zeitlichen Verzögerungen. Erstens ist eine fast unmittelbare Wirkung auf den HVPI zu verzeichnen, die weitgehend proportional zum Gewicht der Energiepreise im HVPI-Korb ist (8,8 %). Zweitens beeinflussen die Ölpreissteigerungen auch die Kosten und die Preise in früheren Produktionsstadien (d. h. die industriellen Erzeugerpreise); sie dürften sich mit einer zeitlichen Verzögerung von mehreren Quartalen in Erhöhungen der Verbraucherpreise auswirken. Hinsichtlich des zuerst genannten, direkten Wirkungskanals war

Rohölpreise ¹⁾

(Monatswerte)



Quellen: Internationale Rohölbörse und EZB-Berechnungen.

1) Brent Blend (Monatsdurchschnittswerte, für Terminlieferung in einem Monat). Saudi Arabian Light (Monatsendstände) bis April 1985.

2) In ECU bis Ende Dezember 1998. Für den Zeitraum vor Dezember 1978 liegen keine Preisangaben in ECU vor.

bereits ein deutlicher Anstieg der Zwölfmonatsrate bei der Energiepreiskomponente des HVPI zu beobachten (von -4,3 % im Februar auf 3,2 % im Juli 1999). Dagegen hat sich die jüngste Zunahme der industriellen Erzeugerpreise (hauptsächlich infolge des Anstiegs der Ölpreise) bisher nicht spürbar in den Verbraucherpreisen niedergeschlagen. Dies zeigt sich an der konstanten jährlichen Steigerungsrate der Komponente „Industrienerzeugnisse (außer Energie)“ des HVPI (siehe Tabelle 3 im Hauptteil).

Schließlich haben in den letzten 30 Jahren Ölpreissteigerungen die Preisstabilität mehrmals ernsthaft gefährdet, insbesondere dadurch, daß sie „Zweitrundeneffekte“ in Form von inflationstreibenden Lohn-Preis-Spiralen auslösten und mit mangelnder Haushaltsdisziplin einhergingen. Mitunter wurden diese Effekte in einigen Ländern auch durch eine laxe Geldpolitik akkommodiert. Aufgrund von Rigiditäten in den Arbeits- und Gütermärkten erwiesen sich diese Episoden auch bezüglich ihrer Rückwirkungen auf Beschäftigung und Produktion als kostspielig.

Allerdings unterscheidet sich die derzeitige Lage in mancherlei Hinsicht von der Situation in der Vergangenheit. Erstens ist der jüngste Anstieg der Ölpreise geringer als die Vervierfachung der Ölpreise (in US-Dollar) im Jahr 1973 oder die annähernde Verdreifachung 1979/80. Außerdem brachte die OPEC im August 1999, nachdem mit dem jüngsten Ölpreisanstieg der erhebliche Rückgang 1997/98 wieder korrigiert worden war (siehe Abbildung oben), den Wunsch zum Ausdruck, die Ölpreise etwa auf dem aktuellen Stand zu stabilisieren. Zweitens gab es sowohl vor dem Ölpreisschock 1973 als auch 1979 bereits Anzeichen einer Überhitzung in den westlichen Volkswirtschaften. Zu dem Zeitpunkt, als seinerzeit die Ölpreise zu steigen begannen, war auch die Inflation bereits im Steigen begriffen. Schätzungen der Produktionslücke deuteten ferner auf eine übermäßige Binnennachfrage hin. Dagegen legen zur Zeit die meisten Prognosen den Schluß nahe, daß sich das Eurogebiet noch in einer gewissen „Flaute“ befindet, obgleich sich die Konjunkturaussichten insgesamt verbessert haben. Angesichts der derzeitigen Konjunkturlage dürfte das Risiko von „Zweitrundeneffekten“ infolge von Ölpreissteigerungen, die sich in inflationären Tarifabschlüssen niederschlagen, nicht so hoch sein wie in früheren Perioden. Tatsächlich würden übermäßig hohe Lohnsteigerungen im Anschluß an einen negativen Terms-of-Trade-Schock, wie beispielsweise einen Anstieg der Ölpreise, nicht nur die Preisstabilität gefährden, sondern auch möglicherweise einen Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit auslösen. Drittens verlangt der institutionelle Rahmen der Finanzpolitik, der im Euro-Währungsgebiet durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgegeben wird, Haushaltsdisziplin und die Wahrung eines mittelfristig nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts. Dieser institutionelle Rahmen dürfte die Entstehung von „Zweitrundeneffekten“, ähnlich wie sie in den 70er Jahren auftraten, weniger wahrscheinlich machen. Trotzdem wird das Eurosystem mit Blick auf die inflationären Folgen möglicher „Zweitrundeneffekte“ wachsam bleiben.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Die von Eurostat veröffentlichten Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das erste Quartal 1999 deuten - wie bereits im Monatsbericht August erwähnt - auf ein stärkeres Wachstum im Euro-Währungsgebiet als im vierten Quartal 1998 hin. Im Quartalsvergleich wird das reale BIP-Wachstum im ersten Quartal 1999 auf 0,5 % geschätzt, nachdem es im vierten Quartal 1998 0,2 % betragen hatte. Frühere Schätzungen waren von 0,4 % beziehungsweise 0,3 % ausgegangen. Gegenüber dem gleichen Vorjahrszeitraum betrug die Wachstumsrate im ersten Quartal 1999 1,8 %, während sie im vierten Quartal 1998 im Vorjahrsvergleich noch 2,0 % erreicht hatte (siehe Tabelle 4). Diese Zahlen beruhen weitgehend auf dem neuen Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95). Die Abweichungen von früheren Schätzungen erklären sich daher sowohl aus Änderungen im Zusammenhang mit der Einführung der Methodik des ESVG 95 als auch aus Änderungen infolge zusätzlicher oder verbesserter statistischer Angaben (siehe Kasten 2 „Die Umstellung auf das ESVG 95 und ihre Auswir-

kungen auf die BIP-Daten“ im Monatsbericht August). Bis zum Redaktionsschluß dieser Monatsberichtsausgabe wurden keine neuen Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen veröffentlicht. Die Möglichkeit von Revisionen früherer Angaben kann jedoch wegen der umfangreichen methodischen Änderungen nicht ausgeschlossen werden.

Die Ausweise von Eurostat zeigen, daß das im Quartalsvergleich höhere Wachstum im ersten Vierteljahr 1999 auf die anhaltende Zunahme der inländischen Nachfrage in Verbindung mit einem nicht mehr ganz so negativen Einfluß von seiten des Außenbeitrags zurückzuführen ist (siehe Abbildung 11). Die nach wie vor kräftige inländische Nachfrage im ersten Quartal des Jahres wurde von einem deutlichen Anstieg der privaten Konsumausgaben sowie sowohl von einem höheren Beitrag der Konsumausgaben des Staates als auch der Bruttoanlageinvestitionen getragen. Dagegen fielen die Wachstumsbeiträge der Vorratsveränderungen negativ aus. Verglichen mit dem vorangegangenen Quartal sanken die Exporte (die auch den grenzüberschreiten-

Tabelle 4
Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Jahresraten ¹⁾								Quartalsraten ²⁾				
	1996	1997	1998	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,3	2,3	2,8	3,6	2,8	2,7	2,0	1,8	0,7	0,5	0,6	0,2	0,5
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	0,9	1,8	3,4	3,7	3,0	3,6	3,2	2,6	1,3	0,4	0,8	0,7	0,7
Private Konsumausgaben	1,4	1,3	2,6	2,4	2,3	3,0	2,6	2,7	1,0	0,4	0,6	0,6	1,1
Konsumausgaben des Staates	1,5	0,7	1,5	1,9	2,1	1,3	0,7	1,4	1,3	0,2	-0,3	-0,5	2,0
Bruttoanlageinvestitionen	1,0	2,3	4,3	6,1	3,1	4,7	3,4	4,4	1,6	-0,7	2,3	0,3	2,6
Vorratsveränderungen	-0,4	0,4	0,6	0,7	0,5	0,6	0,7	-0,3	0,1	0,2	0,0	0,4	-0,8
Außenbeitrag ³⁾	0,4	0,6	-0,5	0,0	-0,1	-0,8	-1,1	-0,7	-0,5	0,2	-0,2	-0,5	-0,2
Exporte ⁴⁾	4,5	9,6	6,1	11,0	8,6	4,2	1,1	-0,1	1,0	1,4	0,1	-1,4	-0,2
Importe ⁴⁾	3,2	8,4	8,3	12,0	9,7	7,3	4,7	2,3	2,8	1,0	0,6	0,2	0,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Jahresraten: Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

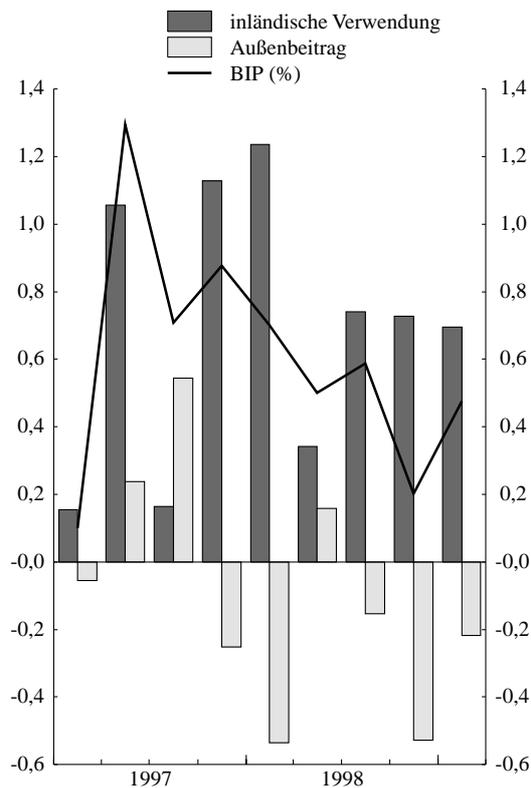
2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

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

4) Ausfuhren und Einfuhren umfassen Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Angaben zu den Ein- und Ausfuhren in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind nicht um den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets bereinigt. Diese Angaben sind daher nicht vollständig mit den Zahlungsbilanzdaten vergleichbar.

Abbildung 11
Beiträge zum realen BIP-Wachstum
(vierteljährlich) im Euro-
Währungsgebiet

(vierteljährlich, in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

den Handel innerhalb des Euroraums einschließen) weniger stark. Vom Außenbeitrag zum BIP-Wachstum gingen zwar weiterhin dämpfende Wirkungen auf das BIP-Wachstum aus, allerdings in geringerem Ausmaß als noch im vierten Quartal 1998 (siehe auch Tabelle 5.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Berichts).

Stabilisierung der
Industrieproduktion im zweiten
Quartal 1999

Die Zahlen zur Industrieproduktion sind nun bis einschließlich Juni 1999 verfügbar (siehe Tabelle 5). Die jüngsten Daten für den Euroraum bestätigen eine Stabilisierung der Lage im industriellen Sektor. Im gleitenden

Dreimonatsdurchschnitt (siehe Tabelle 5) lag die Produktion (ohne Baugewerbe) im Zeitraum von April bis einschließlich Juni 1999, d. h. im zweiten Quartal 1999, um 0,1 % höher als in den vorangegangenen drei Monaten (d. h. im Zeitraum von Januar bis einschließlich März 1999). Dem steht im Quartalsvergleich im ersten Quartal 1999 ein Rückgang der Industrieproduktion um 0,1 % und im vierten Quartal 1998 ein Rückgang um 0,3 % gegenüber. Im Verarbeitenden Gewerbe blieb die Produktion im letzten Dreimonatszeitraum gegenüber den drei vorangegangenen Monaten unverändert. Unter Berücksichtigung der Schwankungen der monatlichen Ergebnisse bestätigen die jüngsten Daten die sich in den letzten Monaten abzeichnende Entwicklung einer allmählich zu positiven Wachstumsraten zurückkehrenden Industrieproduktion.

Die Aufschlüsselung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nach Hauptgruppen zeigt, daß - im Gegensatz zu den Investitionsgütern - bei den Vorleistungen und Konsumgütern in den letzten Monaten zwar geringe, aber dennoch positive Wachstumsraten zu verzeichnen waren. In der Konsumgüterindustrie ist diese Entwicklung insbesondere auf den Produktionsanstieg im Gebrauchsgütersektor zurückzuführen, während die Produktion von Verbrauchsgütern seit Jahresbeginn weitgehend zu stagnieren scheint. Die Investitionsgüterproduktion sank um 0,3 % (was eine leichte Verbesserung gegenüber den Vormonaten darstellt). Kasten 3 enthält eine eingehendere Analyse der sektoralen Entwicklungen in der Industrieproduktion seit der konjunkturellen Abkühlung. Daraus geht hervor, daß es in den letzten Monaten in einigen Sektoren, in denen die Produktion 1998 bereits gesunken war, bevor sich diese Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt durchgesetzt hat, Anzeichen für eine Rückkehr zu positiven Wachstumsraten gibt. Dies deutet darauf hin, daß die Stabilisierung in der Industrieproduktion bald auch in eine breiter angelegte Erholung münden könnte.

Geht man davon aus, daß in der Industrieproduktion im Frühjahr 1999 die Talsohle er-

Tabelle 5
Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	
			April	Mai	Juni	April	Mai	Juni	Jan.	Febr.	März	April	Mai	
			Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt								
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe	4,4	4,0	-0,7	-0,6	0,8	-0,8	0,5	0,5	-0,8	-0,1	0,0	0,4	0,1	
Verarbeitendes Gewerbe	5,0	4,5	-0,9	-0,9	0,4	-0,8	0,6	0,3	-0,8	0,1	-0,1	0,4	0,0	
<i>nach Hauptgruppen:</i>														
Vorleistungen	5,4	3,9	-1,7	-1,2	0,1	-0,5	0,2	0,4	-0,7	-0,1	0,0	0,3	0,1	
Investitionsgüter	4,8	6,5	0,2	-1,3	0,3	0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	
Konsumgüter	2,7	3,0	-0,8	0,2	1,3	-1,2	1,4	0,0	-0,5	0,4	0,1	0,5	0,1	
Gebrauchsgüter	2,8	6,2	-1,1	0,9	1,7	-0,4	1,4	0,2	-0,7	-0,1	-0,1	0,3	0,4	
Verbrauchsgüter	2,6	1,4	-0,4	-0,8	0,6	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

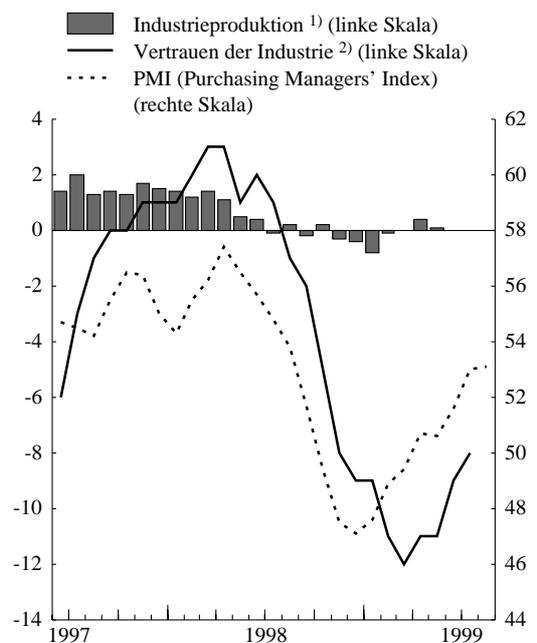
reicht wurde, beläuft sich der Rückgang vom Mitte 1998 erreichten Höhepunkt auf insgesamt rund 1/2 %. Seit 1990 gab es einschließlich des jüngsten Rückgangs drei Phasen, in denen die Industrieproduktion rückläufig war. 1992/93 betrug der Produktionsrückgang insgesamt vom höchsten bis zum tiefsten Stand rund 6 1/2 % - 7 %. Diese Phase erstreckte sich über ca. anderthalb Jahre, wobei sich je nach Art der Berechnung gewisse Unterschiede ergeben. Dagegen sank die Produktion 1995/96 in vier Quartalen in Folge um zusammengekommen weniger als 1/2 %. Somit ist die jüngste Abschwächung der Industrieproduktion mit den Jahren 1995/96 vergleichbar und weist nur wenig Gemeinsamkeiten mit der 1992/93 beobachteten Rezession auf.

Die jüngsten Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission erfassen den Zeitraum bis einschließlich Juli 1999; d. h., seit dem letzten Monatsbericht wurden keine weiteren Ergebnisse für den Euroraum veröffentlicht. Abbildung 12 zeigt, daß das Vertrauen im Verarbeitenden Gewerbe in den letzten Monaten wieder zugenommen hat, nachdem es im März 1999 einen Tiefpunkt erreicht hatte. Der aktuelle Vertrauensindikator liegt nahe bei seinem langfristigen Durchschnitt. Die zunehmend positivere Einschätzung ist weitgehend auf optimistischere Produktionserwartungen zu-

rückzuführen. Darüber hinaus waren leichte Verbesserungen sowohl bei der Beurteilung der Auftragslage als auch der Fertigwaren-

Abbildung 12
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet

(Monatswerte)



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

- 1) Veränderung in % gegenüber dem vorangegangenen gleitenden Dreimonatsdurchschnitt; saisonbereinigte und arbeitstäglich bereinigte Daten; Industrie insgesamt ohne Baugewerbe.
- 2) Salden in %.

Kasten 3

Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

Im vergangenen Jahr stellte sich in der EWU die Produktionsentwicklung im Dienstleistungssektor und in der Industrie unterschiedlich dar. Während im Dienstleistungsbereich eine nach wie vor vergleichsweise kräftige Konjunktur zu verzeichnen war, hat sich die Industrieproduktion angesichts der ungünstigeren außenwirtschaftlichen Lage verlangsamt. Eine solche divergierende Entwicklung der Wirtschaftssektoren ist nicht ungewöhnlich, da die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für branchenspezifische Entwicklungen unterschiedlich sein können. So ist insbesondere die Industrieproduktion stärker exportorientiert und somit abhängiger von der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Vor diesem Hintergrund ist die Industrieproduktion der Tendenz nach auch konjunkturrempfindlicher als der Dienstleistungsverkehr und das BIP insgesamt. Obwohl sie schätzungsweise nicht mehr als rund ein Drittel der gesamtwirtschaftlichen Aktivität der EWU ausmacht, ist doch im allgemeinen ein Großteil der konjunkturbedingten Veränderungen der Gesamtproduktion auf die Industrieproduktion zurückzuführen. Sie ist somit ein besonders wichtiger kurzfristiger Konjunkturindikator (siehe auch den Artikel im Monatsbericht vom April mit dem Titel „Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet“). Eine genauere Betrachtung der jüngsten Entwicklung der Industrieproduktion erscheint daher sinnvoll.

Sektorale Aufschlüsselung des Verarbeitenden Gewerbes im Euro-Währungsgebiet

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

	Gewicht (%) ¹⁾	1997 1998		1999			1999			1999			
				April	Mai	Juni	April	Mai	Juni	Febr.	März	April	Mai
								Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt		
Verarbeitendes Gewerbe	100,0	5,0	4,5	-0,9	-0,9	0,4	-0,8	0,6	0,3	0,1	-0,1	0,4	0,0
Ernährungsgewerbe	11,1	3,2	1,2	0,7	1,0	2,4	-1,1	0,5	0,5	1,1	0,4	0,9	0,4
Textil- und Bekleidungs-gewerbe	4,9	1,4	-1,6	-7,0	-8,5	-5,6	-1,2	-0,5	0,1	-0,2	-0,5	-0,7	-2,0
Ledergewerbe	1,0	0,5	-4,3	-3,8	-5,0	-6,8	-1,3	0,3	-4,5	1,3	-0,1	-0,3	-2,6
Holzgewerbe (ohne Herstellung von Möbeln)	1,9	4,4	4,1	0,9	3,1	3,8	2,2	1,3	-0,4	1,3	0,2	1,4	2,2
Papier- und Verlags-gewerbe	8,3	7,1	1,7	0,3	0,8	3,3	-0,2	1,0	-0,1	0,9	0,8	0,8	0,6
Kokerei, Mineralölverarbeitung, Spalt- und Brutstoffe	1,3	2,3	2,8	-7,5	-5,2	-6,4	-1,0	0,5	-1,1	-3,6	-2,6	-1,7	-1,3
Chemische Industrie	11,6	6,8	2,5	0,5	0,9	0,8	-1,7	0,4	0,4	1,0	1,9	2,8	1,0
Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	4,6	6,3	4,8	1,1	1,2	1,4	-1,3	2,3	-0,1	0,1	0,1	1,5	0,9
Glasgewerbe, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden	5,1	2,2	2,5	-0,1	-1,4	-0,2	-0,6	-1,1	0,5	3,2	0,9	0,0	-1,4
Metallerzeugung und -bearbeitung, Herstellung von Metallerzeugnissen	12,9	5,9	4,8	-4,3	-5,0	-2,8	-0,7	0,5	0,4	-1,2	-0,3	0,4	0,1
Maschinenbau	11,1	3,7	3,2	-3,6	-3,5	-2,1	0,0	-0,6	-0,1	-1,0	-1,1	-1,1	-0,9
Herstellung von Büro-maschinen, DV-Geräten und -einrichtungen; Elektrotechnik, Feinmechanik und Optik	12,5	6,7	8,8	3,7	.	.	-0,6	.	.	0,9	0,1	.	.
Fahrzeugbau	10,8	7,7	10,5	1,9	1,9	3,2	-0,3	1,4	0,9	-1,7	-0,4	0,2	1,0
Sonstiges Verarbeitendes Gewerbe	3,0	0,1	4,7	-2,7	-0,2	0,6	-1,5	1,9	-0,1	-0,1	-1,0	0,0	-0,3

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

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

1) Die Gewichte basieren auf der Wertschöpfung 1995.

Daten zur Industrieproduktion werden monatlich von Eurostat für alle Mitgliedstaaten veröffentlicht. Die Daten sind zwar nicht vollständig harmonisiert, sie sind aber dennoch für Analysezwecke hilfreich. Im Zusammenhang mit der Ratsverordnung (EG) Nr. 1165/98 über Konjunkturstatistiken sind Verbesserungen insbesondere hinsichtlich der Aktualität und Vergleichbarkeit der zugrunde liegenden nationalen Ausweise zu erwarten.

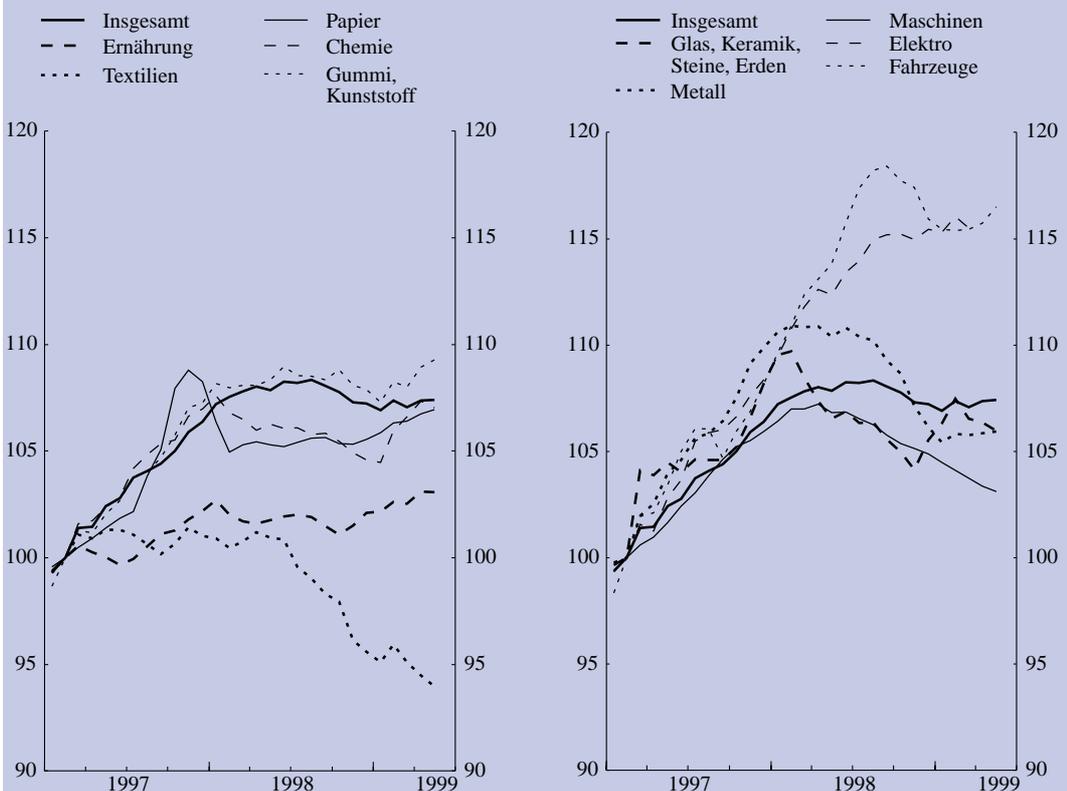
Gemessen an den Anteilen an der Wertschöpfung im Jahr 1995 macht das Verarbeitende Gewerbe schätzungsweise etwa 75 % der gesamten Industrieproduktion in der EWU aus; der Rest entfällt auf das Baugewerbe (14 ½ %), die Energie- und Wasserversorgung (8 ½ %) sowie den Bereich Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden (2 %). Der Monatsbericht nimmt unter anderem Bezug auf das Verarbeitende Gewerbe und die Hauptgruppen innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes, auf die bei der Wirtschaftsanalyse häufig zurückgegriffen wird, nämlich Investitionsgüter, Vorleistungen und Konsumgüter (letztere untergliedert in Gebrauchs- und Verbrauchsgüter). Eine detailliertere Aufschlüsselung des Verarbeitenden Gewerbes (gemäß dem Statistischen System der Wirtschaftszweige der Europäischen Gemeinschaft, „NACE Rev. 1“) ist ebenfalls bei Eurostat erhältlich. Die größten Sektoren in der EWU insgesamt (mit einem Gewicht von jeweils über 10 % der gesamten Wertschöpfung) sind die Bereiche „Metallerzeugung und -bearbeitung, Herstellung von Metallerzeugnissen“, „Herstellung von Büromaschinen, DV-Geräten und -einrichtungen; Elektrotechnik, Feinmechanik und Optik“, „Chemische Industrie“, „Ernährungsgewerbe“, „Maschinenbau“ und „Fahrzeugbau“ (siehe Tabelle oben).

Breit angelegte Abschwächung 1998 und Anfang 1999 bei sektoral unterschiedlicher Konjunktur-empfindlichkeit

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt dürfte 1997 schätzungsweise um 5 % und 1998 um 4,5 % angestiegen sein. Die Wachstumsrate der Industrieproduktion verlangsamte sich jedoch im Jahres-

Verarbeitendes Gewerbe im Euro-Währungsgebiet

(Index 1997 Q1 = 100; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.
Anmerkung: Für weitere Informationen siehe Tabelle oben.

verlauf 1998 erheblich, und gegen Ende des Jahres 1998 sowie Anfang 1999 war die Produktion rückläufig (siehe Abbildung oben).¹ Der Abschwung der Produktion war breit angelegt, wobei in nahezu allen Sektoren entweder eine geringere Zuwachsrate oder eine rückläufige Entwicklung zu verzeichnen war. Die Entwicklung in den einzelnen Sektoren verlief jedoch recht unterschiedlich. So ging insbesondere die Produktion im Textil- und Ledergewerbe ab der zweiten Jahreshälfte 1998 stark zurück, während die Produktion im Ernährungsgewerbe deutlich weniger von Schwankungen betroffen war als die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt. Dagegen war in den Bereichen „Herstellung von Büromaschinen, DV-Geräten und Einrichtungen; Elektrotechnik, Feinmechanik und Optik“ sowie „Fahrzeugbau“ (hauptsächlich Kraftfahrzeuge und Anhänger) in den letzten Jahren ein deutlich stärkerer Produktionsanstieg zu verzeichnen als im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt. Der Fahrzeugbau legte im letzten Jahr um 10,5 % zu, und die Produktion im Bereich „Büromaschinen, DV-Geräte und -einrichtungen; Elektrotechnik, Feinmechanik und Optik“, zu dem auch Computer und Telekommunikationsgeräte zählen, nahm um knapp 9 % zu. Beide Sektoren wurden jedoch ebenfalls durch die Konjunkturabschwächung beeinflusst.

Das Verlaufsmuster der branchenspezifischen Entwicklungen spiegelt die unterschiedliche Konjunkturabhängigkeit der einzelnen Sektoren und in einigen Fällen auch unterschiedliche längerfristige Trends wider. Letzteres trifft auf die meisten der obengenannten Bereiche zu. Eine Reihe anderer Sektoren, darunter die Bereiche „Chemische Industrie“, „Herstellung von Metallerzeugnissen“ sowie „Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren“ (die weitgehend dem Vorleistungssektor zugerechnet werden), sind konjunkturabhängiger und hatten daher einen beträchtlichen Einfluß auf die Gesamtproduktion im Verarbeitenden Gewerbe.

Anzeichen einer Belebung in einzelnen Sektoren

Das Niveau der Gesamtproduktion im Verarbeitenden Gewerbe scheint sich in den letzten Monaten stabilisiert zu haben, nachdem seit Juli 1998 ein Rückgang verzeichnet worden war. Wie die Abbildung oben veranschaulicht, schwächte sich die Produktion in mehreren Sektoren etwas früher ab als im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt. So ging vor allem die Produktion im Papier- und Verlagsgewerbe sowie in der Chemischen Industrie bereits ab Dezember 1997 zurück - also etwa sechs Monate bevor die Produktion insgesamt gesunken ist. Die Produktion in zwei anderen Sektoren, nämlich „Glasgewerbe, Keramik, Verarbeitung von Steinen und Erden“ sowie „Metallerzeugung und -bearbeitung, Herstellung von Metallerzeugnissen“, erreichte im März - ebenfalls noch vor dem Gesamttaggregat - ihren Höchststand. Einer Belebung der Industrieproduktion insgesamt muß nicht unbedingt immer eine entsprechende Entwicklung in diesen Sektoren vorausgehen. In den letzten Monaten war jedoch in diesen Bereichen ausnahmslos ein Anstieg zu verzeichnen, was auf eine verbesserte Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt hindeutet. So ist bei der Betrachtung der einzelnen industriellen Sektoren in der Abbildung oben eine beginnende konjunkturelle Erholung in den meisten Bereichen festzustellen, wobei der stärkste Produktionsanstieg in der Chemischen Industrie zu verzeichnen ist.

Trotz der Zunahme der Produktion in der Chemischen Industrie und in mehreren anderen Zweigen des Vorleistungssektors, zum Beispiel im Bereich „Herstellung von Gummi und Gummiwaren“, hat sich die Gesamtproduktion in der Vorleistungsgüterindustrie offenbar erst seit kurzem stabilisiert. Ein Grund hierfür ist, daß zu diesem Sektor beispielsweise auch das Textilgewerbe gehört, in dem die Produktion in den letzten Monaten offenbar weiter rückläufig war. Die gedämpfte Entwicklung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt in den jüngsten Monaten ist auch auf den anhaltenden Rückgang der Produktion im Maschinenbau zurückzuführen, die rund 11 % der Gesamtproduktion des Verarbeitenden Gewerbes ausmacht.

1 Es sei darauf hingewiesen, daß eine vollständige Aufschlüsselung der Industrieproduktion nach Sektoren bis einschließlich Juni 1999 noch nicht verfügbar ist.

lager zu verzeichnen. Der deutliche Anstieg des Stimmungsbarometers in der Industrie beruht auf dem durch die günstigeren weltwirtschaftlichen Perspektiven verbesserten Geschäftsklima sowie auf positiveren binnenwirtschaftlichen Faktoren für ein länger anhaltendes Wachstum, zu denen auch die niedrigen Inflationsraten und Zinsen gehören. Seit Anfang der neunziger Jahre hat kein vergleichbarer - positiver oder negativer - Umschwung in der Zuversicht der Industrie je ein falsches Signal für die künftige konjunkturelle Entwicklung gegeben.

Eine weitere Bestätigung dieses Umschwungs im Verarbeitenden Gewerbe läßt sich aus dem „Purchasing Managers' Index“ (PMI) ablesen. Hierbei handelt es sich um einen zusammengesetzten Index, der auf den Ergebnissen einer monatlichen Umfrage zur tatsächlichen Entwicklung in fünf Bereichen beruht: Auftragseingang, Produktion, Beschäftigung, Lieferzeiten der Anbieter (mit umgekehrtem Vorzeichen) und Einkaufsbestand. Abbildung 12 zeigt, daß sich der PMI insgesamt in jüngster Zeit erholt hat, was auf eine Verbesserung der Geschäftslage im Verarbeitenden Gewerbe hinweist. Diese Umfrageergebnisse liegen erst seit Mitte 1997 vor. Daher ist es noch nicht möglich, ihre längerfristigen Ei-

genschaften als Indikator für die Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe zu bewerten. Dennoch zeigen die Erfahrungen aus dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten, wo diese Umfrage bereits seit viel längerer Zeit durchgeführt wird, daß sie eine nützliche zusätzliche Informationsquelle darstellen könnte. Dies gilt um so mehr, als sich die Fragen auf die tatsächliche Geschäftsentwicklung beziehen und nicht auf eine eher qualitative Einschätzung der Geschäftslage (wie in den Umfragen der Europäischen Kommission) abstellen. Die beiden Umfragen können daher als ergänzende Informationsquellen angesehen werden. Ferner sind die Ergebnisse der PMI-Umfrage sehr zeitnah verfügbar und erfüllen damit ein wichtiges Kriterium für kurzfristige Indikatoren.

Die Zuversicht der Verbraucher erholte sich im Juli ebenfalls, nachdem sie vier Monate in Folge abgenommen hatte (siehe Tabelle 6). Angesichts des relativ großen Vertrauens der Verbraucher, das trotz des Rückgangs im Laufe der ersten Jahreshälfte über allen seit Mitte 1990 verzeichneten Werten liegt, dürfte eine etwaige negative Auswirkung des jüngsten Rückgangs auf die privaten Konsumausgaben begrenzt bleiben.

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

	1996	1997	1998	1998	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				Q3	Q4	Q1	Q2	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	-2,7	2,4	3,1	0,0	-0,7	0,5	-0,2	-0,2	-0,3	0,2	-0,2	0,0	0,4
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-8	-3	7	7	10	12	8	12	11	9	8	7	9
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	-8	4	7	7	1	-3	-2	-3	-4	-3	-3	-1	0
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-13	-10	4	10	8	14	16	14	14	16	15	17	18
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-5	-3	4	5	3	3	2	2	0	5	3	-3	0
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	80,3	81,6	83,1	83,3	82,4	81,9	81,8	-	-	81,9	-	-	81,7

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Veränderung gegen Vorperiode in %; Indikator 1985 = 100.

2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

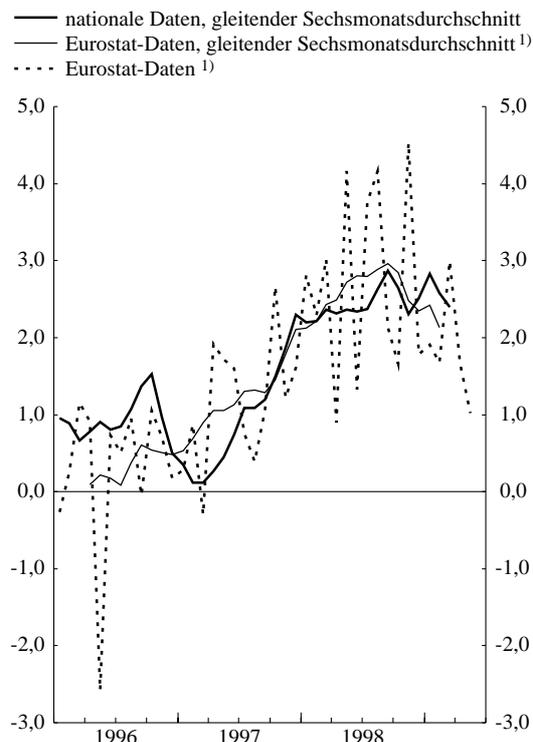
3) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinanderfolgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauffolgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.

Darüber hinaus ergeben sich Anhaltspunkte für die Entwicklung der Verbrauchsnachfrage aus den Zahlen zu den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Zulassungen. Die Angaben von Eurostat zu den Einzelhandelsumsätzen im Euro-Währungsgebiet liegen nun etwas zeitnäher, d. h. bis einschließlich Mai 1999, vor. Gegenüber den auf nationalen Statistiken beruhenden Aggregaten für den Euroraum haben die Daten von Eurostat den Vorteil, daß sie auf einem harmonisierten Ansatz beruhen. Da die nationalen Statistiken jedoch in der Regel früher vorliegen und derzeit die Berechnung eines Aggregats für den Euroraum bis einschließlich Juni 1999 erlauben, können wertvolle Zusatzinformationen daraus gewonnen werden. Abbildung 13 zeigt die jüngste Entwicklung der beiden Datenreihen aufgrund der Schwankungen der monatlichen Werte anhand von gleitenden Durchschnitten. In weitgehender Überein-

stimmung mit den nationalen Daten zeigen die Ausweise von Eurostat seit Anfang 1997 einen Aufwärtstrend der Einzelhandelsumsätze im Vorjahrsvergleich. Beide Reihen legen auch nahe, daß diese Entwicklung seit dem letzten Herbst etwas nachgelassen hat; die Ergebnisse von Eurostat weisen dabei einen leichten Rückgang aus. Gegenüber der Entwicklung der letzten Jahre ist das Wachstum der Einzelhandelsumsätze allerdings immer noch hoch gewesen. Weitgehend im Einklang mit diesen Entwicklungen steht, daß das Vertrauen im Einzelhandel seit letztem Herbst etwas weniger ausgeprägt zu sein scheint, obwohl es im Juli wieder annähernd seinen langfristigen Durchschnitt erreichte und gegenwärtig deutlich größer ist als über weite Strecken der neunziger Jahre. Die Pkw-Neuzulassungen im zweiten Quartal 1999 liegen, arbeitstäglich bereinigt, 8 % höher als im vergleichbaren Vorjahrszeitraum. Die Wachstumsrate liegt damit deutlich über der durchschnittlichen Rate seit der Rezession von 1992/93. Die Käufe von Neuwagen gehen nicht in die von Eurostat ermittelten harmonisierten Einzelhandelsumsätze ein.

Abbildung 13
Einzelhandelsumsätze im Euro-
Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Insgesamt, ohne Reparatur von Gütern der persönlichen Ausstattung und Haushaltswaren.

Jüngste Prognosen lassen weiterhin Konjunkturaufschwung erwarten

In der ersten Jahreshälfte 1999 war insgesamt gesehen eine allmähliche Verbesserung der konjunkturellen Lage der Industrie im Euro-Währungsgebiets zu verzeichnen. Das günstigere außenwirtschaftliche Umfeld dürfte diese Erholung unterstützen und in Verbindung mit einem leicht gesunkenen Wechselkurs zu einer kräftigeren Exportkonjunktur führen. Darüber hinaus wird erwartet, daß die kräftige inländische Nachfrage, gestützt durch die Preisstabilität und die niedrigen Zinsen, anhält. Gleichwohl dürfte das Ausmaß der konjunkturellen Beschleunigung noch einige Zeit ungewiß bleiben, da die monatlichen Daten in der Regel recht starke Schwankungen aufweisen und einige Ergebnisse aufgrund der jüngsten methodischen Änderungen (insbesondere der Umstellung auf das ESVG 95) im Hinblick auf die Angaben zum realen BIP noch revidiert werden könnten.

Seit dem Monatsbericht vom Juni haben die internationalen Institutionen keine neuen offiziellen Prognosen für das Euro-Währungsgebiet veröffentlicht. Bei den privaten Institutionen bedeuteten die in den letzten Monaten vorgelegten Zahlen keine signifikanten Korrekturen ihrer Beurteilung der Wachstumsperspektiven für 1999 oder 2000. Insgesamt gehen die Prognosen weiterhin von einer Abschwächung des realen BIP-Wachstums von fast 3 % im Jahr 1998 auf rund 2 % im Jahr 1999 sowie von einer Wachstumsbeschleunigung auf annähernd 2 ¾ % im Jahr 2000 aus. Die jüngsten Informationen scheinen diese Prognosen zu bestätigen. Der Konjunkturaufschwung dürfte zunächst von einer Trendwende beim Außenbeitrag ausgehen und später auch von einer höheren inländischen Nachfrage unterstützt werden, während gleichzeitig die Anpassung der Lagerbestände auslaufen und sich die Investitionstätigkeit vor dem Hintergrund einer größeren Inlands- und vor allem auch Auslandsnachfrage beleben dürfte.

Die Risiken, mit denen vorangegangene Schätzungen des künftigen Wachstums verbunden waren, dürften an Bedeutung verloren haben. Dies gilt insbesondere für das außenwirtschaftliche Umfeld. Im Hinblick auf die binnenwirtschaftliche Lage erscheint sogar eine günstigere Entwicklung möglich, da die privaten Konsumausgaben und die Investitionstätigkeit stärker als zur Zeit erwartet ausfallen könnten, wenn es beispielsweise zu einer

expansiveren Wirkung der gegenwärtig niedrigen Zinsen und der günstigen Kreditkonditionen kommen sollte oder wenn der Aufschwung mit einem kräftigeren Beschäftigungsaufbau verbunden ist. Es gibt keine Anzeichen dafür, daß ein Nachlassen des Inlandsverbrauchs die wirtschaftliche Belegung aufhalten würde. Das Vertrauen der Verbraucher ist nach wie vor hoch, und das Beschäftigungswachstum dürfte den verfügbaren Daten zufolge in diesem Jahr bisher positiv verlaufen sein.

Vorübergehende Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im zweiten Quartal erwartet

Vorläufige Schätzungen für das erste Quartal 1999 lassen - wie im Monatsbericht vom August erwähnt - darauf schließen, daß sich die Zunahme der Beschäftigung im Eurogebiet mit etwa der gleichen Geschwindigkeit wie im letzten Quartal 1998 (0,4 % im Quartalsvergleich) fortgesetzt hat. Jüngst vorgelegte nationale Statistiken deuten auf eine leichte Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im zweiten Quartal hin. Ausschlaggebend hierfür dürfte die konjunkturelle Abschwächung zur Jahreswende gewesen sein, die sich mit zeitlicher Verzögerung ausgewirkt hat.

Die branchenspezifische Beschäftigungsentwicklung zeigt, daß die sich abzeichnende Verlangsamung im zweiten Quartal vorwie-

Tabelle 7
Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1997		1998		1999		1999				1999		
	1997	1998	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	April	Mai	Juni
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft ²⁾	0,5	1,3	1,4	1,5	.	.	0,4	0,4	.	.	-	-	-
Industrie insgesamt	-1,4	0,2	0,3	0,4	.	.	0,1	0,0	.	.	.	.	.
Baugewerbe	-0,5	-0,1	-0,4	1,5	.	.	0,6	1,5	.	.	.	.	.
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	-1,4	0,4	0,7	0,2	-0,2	-0,8	0,0	-0,2	-0,2	-0,4	-0,7	-0,9	-0,8
Verarbeitendes Gewerbe	-1,0	0,8	1,0	0,6	0,1	.	0,1	-0,1	-0,2	.	.	.	.

Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat, kurzfristige Unternehmensstatistik.

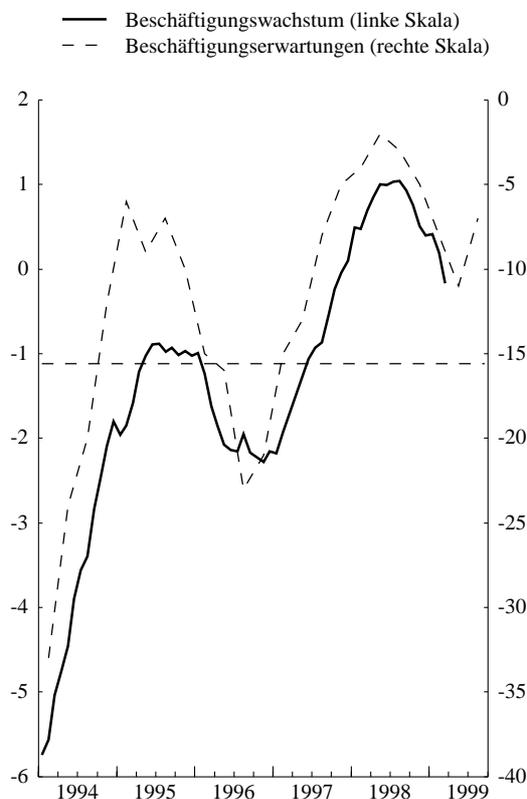
1) Quartalsraten; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.

2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.

gend auf die Entwicklung in der Industrie und insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen sein dürfte. In der Industrie (ohne Baugewerbe) war im zweiten Quartal ein Beschäftigungsrückgang von 0,8 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum zu verzeichnen, nachdem die Beschäftigung im vorangegangenen Quartal um 0,2 % abgenommen hatte (siehe Tabelle 7). Im Verarbeitenden Gewerbe schwächte sich das Beschäftigungswachstum voraussichtlich in ähnlichem Maße ab. Dagegen dürfte sich der Zuwachs an Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor aufgrund der anhaltend kräftigen Inlandsnachfrage mit gleicher Geschwindigkeit fortgesetzt haben wie im ersten Quartal.

Abbildung 14
Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets

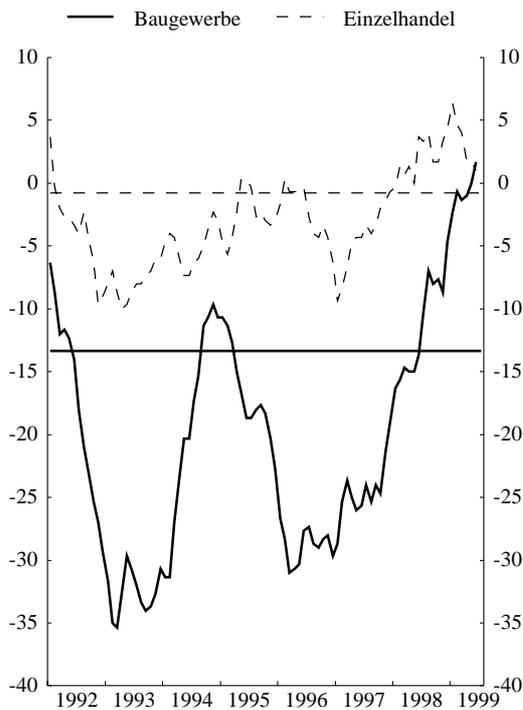
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beschäftigungserwartungen: Salden in %)



Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.
 Anmerkung: Die waagerechte Linie stellt die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen seit 1985 dar.

Abbildung 15
Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die waagerechten Linien stellen die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe seit Januar 1985 bzw. im Einzelhandel seit Februar 1986 dar.

Angaben zu den Beschäftigungserwartungen für das dritte Quartal deuten auf eine Verbesserung der Beschäftigungssituation im Verarbeitenden Gewerbe hin. In der Vergangenheit war hier ein enger Zusammenhang zwischen den Beschäftigungserwartungen und dem tatsächlichen Beschäftigungswachstum zu beobachten (siehe Abbildung 14). Somit ist für die nächsten Monate eine positive Entwicklung zu erwarten. Darüber hinaus dürfte im zweiten Halbjahr 1999 auch eine Beschleunigung des Beschäftigungswachstums insgesamt eintreten, wenn die Beschäftigungserwartungen für das Baugewerbe weiterhin ansteigen und für den Einzelhandel oberhalb ihres historischen Durchschnitts bleiben (siehe Abbildung 15).

Arbeitslosenquote im Juli leicht gesunken

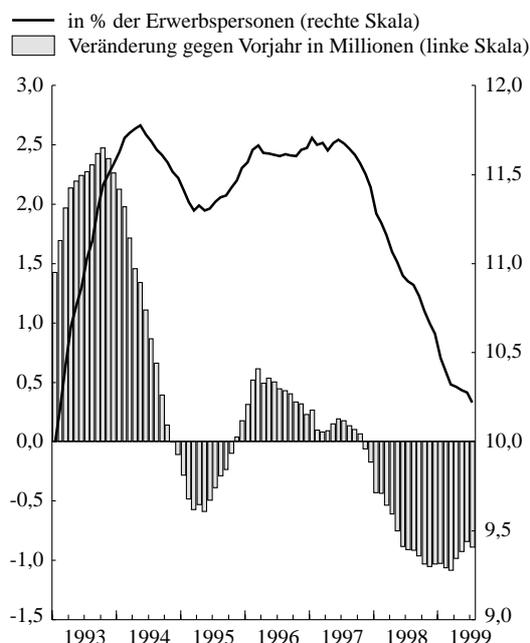
Die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet lag im Juli 1999 bei 10,2 % und war damit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Juni, nachdem sie im Verlauf des zweiten Quartals unverändert geblieben war. Wie bei der erwarteten vorübergehenden Abschwächung des Beschäftigungswachstums könnte sich auch hier die zur Jahreswende abgeschwächte Konjunktur mit zeitlicher Verzögerung niedergeschlagen haben. Die jüngsten Daten lassen darauf schließen, daß sich der Rückgang der Arbeitslosenquote nunmehr wieder fortsetzen könnte, allerdings mit etwas geringerer Geschwindigkeit als zur Jahreswende. Dafür spricht die Tatsache, daß die absoluten Arbeitslosenzahlen zwar im Juli stärker rückläufig waren als im Juni, der Rückgang jedoch immer noch geringer als in früheren Monaten ausgefallen ist (siehe Abbildung 16).

Nach Altersgruppen betrachtet sank im Juli sowohl die Quote der Arbeitslosen über 25 Jahre als auch die der Arbeitslosen unter 25 Jahren um 0,1 Prozentpunkte (siehe Tabelle 8). Da jedoch die Arbeitslosigkeit bei den über 25jährigen seit Januar 1999 praktisch unverändert geblieben ist, liegt der Schwerpunkt des seither verzeichneten Rückgangs der Arbeitslosenquote insgesamt im Bereich der Jugendarbeitslosigkeit und dürfte zum Teil darauf zurückzuführen sein, daß in einigen Ländern Arbeitsmarktprogramme im Hinblick auf arbeitslose Jugendliche aufgelegt wurden.

Abbildung 16

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Insgesamt gesehen ist für dieses Jahr ein ähnliches Beschäftigungswachstum wie im Jahr 1998 zu erwarten. Da sich das Wirtschaftswachstum im Jahr 2000 weiter beschleunigen dürfte, könnte ein solcher Beschäftigungszuwachs von Dauer sein, wenn die Lohnkosten gedämpft bleiben. Neben weiterhin moderaten Lohnsteigerungen sind jedoch für eine nachhaltig positive Beschäftigungsentwicklung auch deutlichere Fortschritte bei den strukturellen Reformen und bei der Liberalisierung der Gütermärkte notwendig.

Tabelle 8

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1996	1997	1998	1998	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999
				Q3	Q4	Q1	Q2	Febr.	März	April	Mai	Juni	Juli
Insgesamt	11,6	11,6	10,9	10,9	10,7	10,4	10,3	10,4	10,3	10,3	10,3	10,3	10,2
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,9	23,3	21,4	21,3	20,9	20,1	19,5	20,1	19,8	19,6	19,5	19,4	19,3
25 Jahre und älter ²⁾	9,8	10,0	9,4	9,4	9,2	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	9,0	8,9

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.

1) 1998 entfielen auf diese Gruppe 24,5 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) 1998 entfielen auf diese Gruppe 75,5 % der Arbeitslosen insgesamt.

4 Finanzpolitische Entwicklung

Haushaltsergebnisse 1999 voraussichtlich zielkonform

Die Informationen über die finanzpolitische Entwicklung im Euro-Währungsgebiet am aktuellen Rand sind unvollständig und weitgehend nicht-harmonisiert. Sie erlauben daher nur vorsichtige Schlußfolgerungen hinsichtlich der kurz- und mittelfristigen Ausrichtung der Finanzpolitik. Die Analyse der jüngsten finanzpolitischen Entwicklung basiert auf Daten und Schätzungen, die im Frühjahr oder Frühsommer 1999 veröffentlicht wurden, sowie auf aktuelleren, aber unvollständigen Informationen über die Budgetentwürfe der Regierungen für das Jahr 2000.

Die öffentlichen Finanzen gerieten in den ersten Monaten des laufenden Jahres aufgrund einer unerwarteten Konjunkturabschwächung unter Druck. Die Wachstumsraten des realen BIP fielen niedriger aus als noch bei Aufstellung der ursprünglichen Haushaltspläne erwartet worden war. In einem solchen Umfeld war die Finanzpolitik im Euro-Währungsgebiet insgesamt gesehen akkommodierend. Einige Regierungen haben anscheinend im Jahr 1999 eine expansivere Finanzpolitik verfolgt als zuvor angekündigt, obgleich die Haushalte immer noch weit davon entfernt sind, den mittelfristigen Zielen des Stabilitäts- und Wachstumspakts gerecht zu werden. Allerdings dürfte jetzt vor dem Hintergrund eines wieder anziehenden Wirtschaftswachstums, das aus heutiger Sicht weitgehend den ursprünglichen Schätzungen für 1999 entsprechen dürfte, die Erreichung der im allgemeinen wenig ehrgeizigen finanzpolitischen Ziele für das laufende Jahr in allen Ländern des Euro-Währungsgebiets erleichtert werden.

Ehrgeizigere Haushaltsziele für 2000 und darüber hinaus erforderlich

Im Jahr 2000 dürften beim Abbau der Defizite im Euro-Währungsgebiet etwas größere

Fortschritte erzielt werden als geplant. So haben einige Regierungen bei der Aufstellung ihrer Haushaltspläne für das kommende Jahr deutlich gemacht, daß sie sowohl großen Wert auf das Ziel der Rückführung der öffentlichen Primärausgaben als auch auf die Fortsetzung der Haushaltskonsolidierung legen wollen.

Dies ist notwendig, weil die öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet in der Phase des Übergangs zu einem nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalt bei unerwarteten Entwicklungen immer noch verwundbar sind. In den kommenden Jahren sollten die Regierungen sich weniger als in der jüngsten Vergangenheit darauf verlassen, daß sowohl eine Belebung des Wirtschaftswachstums als auch niedrige Zinsen die öffentliche Haushaltslage positiv beeinflussen. Statt dessen müssen sie ihre Anstrengungen verstärken, die verbleibenden Ursachen für Ungleichgewichte in den öffentlichen Finanzen anzugehen, wie beispielsweise übermäßig hohe öffentliche Schuldenstände und Steuerlasten, nicht auf Dauer tragfähige staatliche Transfersysteme und ineffiziente öffentliche Verwaltungen.

Die leichte Abschwächung des Wachstums im Euro-Währungsgebiet in jüngster Zeit zeigt, daß die Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts erfüllt werden müssen, um die öffentlichen Finanzen gegen die negativen Folgen einer schwerwiegenden oder länger anhaltenden Konjunkturschwäche und - insbesondere in hoch verschuldeten Ländern - gegen einen Zinsanstieg, der die Kosten des staatlichen Schuldendienstes beeinflusst, abzusichern. Der jüngste Anstieg der Anleiherenditen verdeutlicht, daß entschlossenere Maßnahmen zur Erreichung nachhaltiger robuster Haushaltspositionen ergriffen werden müssen.

5 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Internationales Umfeld verbessert sich weiter

Das außenwirtschaftliche Umfeld, in dem sich die Länder des Euro-Währungsgebiets befinden - dieses wird jeweils in den Quartalsausgaben des Monatsberichts näher untersucht - wies zuletzt weitere Anzeichen einer Verbesserung auf. Die Weltwirtschaft scheint nun auf einen höheren und ausgewogeneren Wachstumspfad einzuschwenken als noch zur Zeit der Veröffentlichung des Quartalsberichts vom Juni erwartet worden war, während der Preisauftrieb auf internationaler Ebene weiterhin gedämpft bleibt. In den Vereinigten Staaten scheint sich der Expansionsprozeß fortzusetzen - wenn auch mit geringerem Tempo als im früheren Jahresverlauf. In Japan mehren sich zwar konkrete Anzeichen einer Konjunkturbelebung, doch bleibt unklar, ob damit auch eine nachhaltige Erholung der privaten Nachfrage in Gang gekommen ist. Im Vereinigten Königreich sind die zuletzt leicht positiven Wachstumsperspektiven nach oben korrigiert worden. Auch in Asien (ohne Japan) gab eine Reihe positiver Signale Anlaß, die Aussichten für die Region nochmals nach oben zu revidieren. Die Wirtschaftsaussichten für Osteuropa sind nach wie vor weitgehend positiv, in Rußland jedoch bleiben erhebliche Risiken bestehen. Obgleich die Rezession in Lateinamerika offensichtlich die Talsohle verlassen hat, sind die Wachstumsaussichten in Brasilien nach wie vor von Unsicherheiten geprägt, und die Finanzsysteme in mehreren Ländern der Region bleiben geschwächt.

In den *Vereinigten Staaten* scheint die Konjunktur, nach einem Rückgang der Jahreswachstumsrate von 4,3 % im ersten Quartal dieses Jahres auf 1,8 % im zweiten Quartal, in letzter Zeit wieder an Schwung gewonnen zu haben, wobei expansive Impulse wiederum von der kräftigen Inlandsnachfrage ausgegangen sind. Um etwaigen inflationären Risiken vorzubeugen, erhöhte die Federal Reserve am 24. August 1999 ihren Zielzinssatz für Tages-

geld (Federal Funds Ziel) um 25 Basispunkte auf 5,25 %. Ausschlaggebend für die Konjunkturabschwächung im zweiten Vierteljahr war insbesondere ein niedrigeres Wachstum des Verbrauchs und eine erhebliche - und wahrscheinlich nur vorübergehende - Verlangsamung bei den Lagerinvestitionen. Der Beitrag des Außenbeitrags zum BIP-Wachstum blieb allerdings negativ und führte in der ersten Jahreshälfte 1999 zu einem kumulierten Handelsbilanzdefizit, das mit 118,1 Mrd USD den Passivsaldo der ersten sechs Monate 1998 um mehr als 50 % überschritt.

Die jüngsten Indikatoren deuten tendenziell - wenn auch vor dem Hintergrund einer kontinuierlichen Verlangsamung und verbunden mit einigen Anzeichen eines möglichen Inflationsdrucks - auf günstige Aussichten für die US-Wirtschaft für den Rest des laufenden Jahres hin. Der Index der Vorlaufindikatoren stieg im Juli 1999 um 0,3 %, nachdem in den vorangegangenen zwei Monaten ein ähnlicher Anstieg der Monatswerte verzeichnet worden war. Die Verbrauchsausgaben sind in den letzten Monaten mit Jahresraten von rund 5 % gestiegen. Bestätigt wird die moderate Erholung im Verarbeitenden Gewerbe durch den National Association of Purchasing Management-Index, der im August nunmehr schon im siebten Monat in Folge positiv war. Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt bestätigt die Fortsetzung des robusten Wachstums, läßt allerdings auch, was wesentlich ist, einen Aufwärtsdruck auf die Lohnkosten erkennen. Die Schaffung von Arbeitsplätzen bewegte sich in den letzten Monaten im Durchschnitt weiterhin auf hohem Niveau, und die Arbeitslosenquote sank im August mit 4,2 % wieder auf ihren tiefsten Stand seit 30 Jahren. Der Aufwärtsdruck auf die Lohnkosten kam darin zum Ausdruck, daß der Arbeitskostenindex im zweiten Quartal 1999 den Stand des Vorquartals um 1,1% übertraf und die Lohnstückkosten im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrszeitraum um 4,5% gestiegen sind. Allerdings blieb der Verbraucherpreisanstieg trotz steigender Lohnkosten relativ stabil; im

Juli lagen die Preise gemessen am VPI um 2,1 % höher als ein Jahr zuvor.

In *Japan* haben sich die Konjunkturperspektiven etwas aufgehellt, doch sind noch nicht alle Zweifel über die Nachhaltigkeit der sich abzeichnenden Erholung und insbesondere über die Wiederbelebung der privaten Nachfrage ausgeräumt. Nach einem unerwartet starken Wachstum im ersten Quartal 1999 von 2 % (gegenüber dem Vorquartal) blieb das reale BIP im zweiten Quartal 1999 weitgehend unverändert (+ 0,2 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatsabschnitt). Allerdings gehen von einer Reihe von Wirtschaftsindikatoren unterschiedliche Signale aus. Zum einen wurde im Juni sowohl bei der Industrieproduktion als auch beim Auftragseingang für Ausrüstungsgüter ein Rückgang verzeichnet, und auch die realen Verbrauchsausgaben sind leicht rückläufig. Im Einklang mit der schwachen Nachfrage standen die weiter fallenden Preise; die Verbraucher- und Erzeugerpreise lagen im Juli um 0,3 % bzw. um 1,5 % niedriger als vor Jahresfrist. Zum anderen ließen einige Indikatoren auch positive Entwicklungstendenzen erkennen. So hat offenbar insbesondere das Verbrauchervertrauen zugenommen, und der Lagerhaltungszyklus scheint die Talsohle durchschritten zu haben.

Allerdings wird die konjunkturelle Erholung in Japan durch zwei Faktoren entscheidend gebremst. Erstens ist der Spielraum für zusätzliche expansive fiskalpolitische Maßnahmen, die die Verbrauchsausgaben im ersten Halbjahr 1999 wesentlich beeinflusst haben, durch die hohe Bruttoverschuldung des Staates, die Ende 1998 rund 118 % des BIP erreichte, sowie durch das Haushaltsdefizit, das voraussichtlich im laufenden Jahr fast 10% des BIP ausmachen wird, beschränkt. Und zweitens sind einer Erhöhung des Privaten Verbrauchs durch die sinkenden Löhne und Gehälter sowie durch die steigende Arbeitslosenquote Grenzen gesetzt.

Im *Vereinigten Königreich*, das neben den Vereinigten Staaten zu den wichtigsten Handelspartnern der EWU-Länder zählt, ist das reale

BIP den aktuellen Schätzungen zufolge im zweiten Quartal 1999 um 0,5 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatsabschnitt gestiegen, nachdem es im Jahresverlauf 1998 und im ersten Quartal 1999 spürbar zurückgegangen war. Von der Konjunkturflaute war insbesondere das Verarbeitende Gewerbe betroffen, während das Wachstum im Dienstleistungssektor weitgehend unverändert geblieben war. Allerdings war die Wirtschaftstätigkeit im zweiten Quartal angesichts ähnlicher Wachstumsraten im Verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor gleichmäßiger verteilt. Auch der Außenbeitrag hat sich im zweiten Quartal erhöht. Trotz der konjunkturellen Erholung und eines weiteren Rückgangs der Arbeitslosigkeit auf rund 6% im zweiten Quartal dieses Jahres sind momentan kaum Anzeichen eines bevorstehenden Lohnauftriebs zu erkennen. Die gesamtwirtschaftlichen Durchschnittsverdiens-te, berechnet als gleitender Dreimonatsdurchschnitt, erhöhten sich im Juni gegenüber dem Vorjahr um 4,4 % und waren damit um 1 Prozentpunkt niedriger als im entsprechenden Zeitraum des Jahres 1998. Die Inflationsrate bewegt sich weiterhin in der Nähe der offiziellen Zielsetzung, die einen Anstieg des RPIX (Einzelhandelspreisindex ohne Hypotheken-Zinszahlungen) um 2,5 % vorsieht. Im Juli stieg der RPIX gegenüber dem Vorjahr um 2,2 %, während der HVPI seinen Vorjahrsstand um 1,3 % übertraf.

Die Wirtschaftslage in den *asiatischen Ländern (ohne Japan)*, deren Verschlechterung für den größten Teil des im Eurogebiet 1998 verzeichneten Nachfragerückgangs der übrigen Welt verantwortlich war, hat sich weiter deutlich verbessert. Das Krisenmanagement dieser Volkswirtschaften mit einer anfangs restriktiven Nachfragepolitik und weitreichenden strukturellen Reformen sowie der anschließenden Lockerung der geld- und finanzpolitischen Zügel beginnt nun Früchte zu tragen. Für die meisten Länder fiel das Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte positiv aus, und auch für das Gesamtjahr 1999 wird ein positives Ergebnis erwartet. Besondere Beachtung in diesem Zusammenhang verdient Korea: Nachdem dort das reale BIP

im letzten Jahr um 5,8 % geschrumpft war, wird für die erste Hälfte des laufenden Jahres das Wachstum auf über 7 % geschätzt. Zwar scheint China mit einem 1998 verzeichneten realen BIP-Wachstum von 7,8 % von der asiatischen Krise wenig betroffen gewesen zu sein, doch durchläuft die chinesische Wirtschaft derzeit einen tiefgreifenden Anpassungsprozeß, da sie sich nach der Abwertung der Währungen vieler asiatischer Handelspartner in den Jahren 1997/98 zur Wiederherstellung ihrer internationalen Wettbewerbsfähigkeit angesichts der nominalen Wechselkursbindung einzig auf die Inlandspreise stützen konnte, die seit nunmehr fast zwei Jahren kontinuierlich gefallen sind.

In *Osteuropa* sind die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven nach wie vor im großen und ganzen günstig. Zwar hat sich das BIP-Wachstum in Ungarn und Polen im ersten Quartal dieses Jahres verlangsamt, doch wird damit gerechnet, daß es im Jahresverlauf 1999 vergleichsweise robust bleibt. Die wirtschaftliche Lage in der Tschechischen Republik zeigt sich in einem ungünstigeren Licht, da das BIP im ersten Quartal dieses Jahres um 4,5 % zurückgegangen war. In Rußland gibt es Anzeichen dafür, daß sich die schwerwiegende Rezession - die im vergangenen Jahr zu einem Rückgang des realen BIP von 4,6 % führte - endlich abgemildert hat, doch bleiben große wirtschaftliche Risiken bestehen. Unter Einbeziehung von Rußland machen die osteuropäischen Länder rund 10 % des Außenhandels des Euro-Währungsgebiets aus.

In *Lateinamerika*, auf das ein Anteil am Außenhandel der EWU-Länder von rund 5 % entfällt, haben sich die Perspektiven insgesamt weiter aufgehellt, obgleich nach wie vor Abschwächungsrisiken für das Wachstum und eine finanzwirtschaftliche Anfälligkeit vorhanden sind. Auf der positiven Seite zeigt sich, daß die gesamtwirtschaftliche Produktion der Region die Talsohle früher als erwartet durchschritten hat, da die Rezession in Südamerika durch die verbesserte Wirtschaftslage in Mexiko und Mittelamerika teilweise ausgeglichen wird. Auf der negativen Seite bringt allerdings insbesondere der erneute Druck auf

die brasilianische Währung und der geschwächte Bankensektor in mehreren lateinamerikanischen Volkswirtschaften die Rückschlagsrisiken für das Finanzsystem sowie für die gesamtwirtschaftlichen Perspektiven der Region ans Licht.

Devisenmärkte erlebten deutliche Festigung des Yen

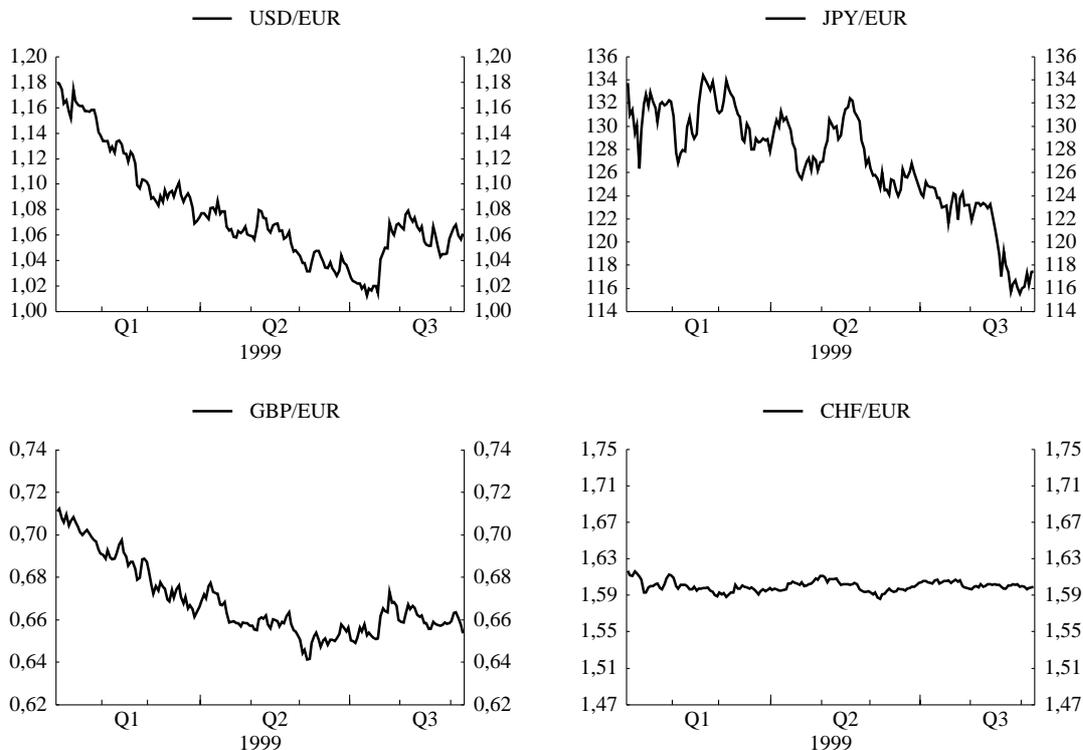
Die wohl augenfälligste Entwicklung an den Devisenmärkten im August und Anfang September war die rasche Befestigung des japanischen Yen gegenüber allen wichtigen Währungen. Dagegen verzeichneten der US-Dollar und das Pfund Sterling gegenüber dem Euro einen weitgehend stabilen Verlauf. Auch die Entwicklung an den Devisenmärkten der Schwellen- und Reformländer verlief weiterhin in vergleichsweise ruhigen Bahnen. Darin finden die deutlich verbesserten und mit geringerer Unsicherheit behafteten Perspektiven für die betreffenden Volkswirtschaften ihren Niederschlag. Eine nennenswerte Ausnahme bei dieser Entwicklung bildeten die Devisenmärkte in den lateinamerikanischen Ländern, insbesondere in Brasilien, wo die Währung erneut unter Druck geriet.

Der Euro bewegte sich von August bis Anfang September gegenüber dem US-Dollar in einem relativ engen Kursband um einen Durchschnittsstand von 1,06 USD (siehe Abbildung 17). Im Vergleich zu früheren Monaten kam es weder zu einer Aufwärtstendenz wie im Juli noch zu einer Abwärtstendenz wie in den Monaten zuvor. Die relative Stabilität des Dollar-Euro-Wechselkurses dürfte hauptsächlich darauf zurückzuführen sein, daß die im Betrachtungszeitraum veröffentlichten Konjunkturdaten die allgemeine Einschätzung - die sich im Juli etabliert hatte - bestätigten, daß es zu einer Umschwung der Konjunkturaussichten hin zu einem höheren Wachstum für das Eurogebiet und einer möglichen Abschwächung der US-Wirtschaft kommen wird. In diesem Zusammenhang hatte die Straffung der geldpolitischen Zügel durch die Federal Reserve am 24. August 1999 keine spürbare Auswirkung auf die Devisenmärkte, da dieser

Abbildung 17

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Beschluß allgemein erwartet worden war. Am 8. September notierte der Euro bei 1,06 USD.

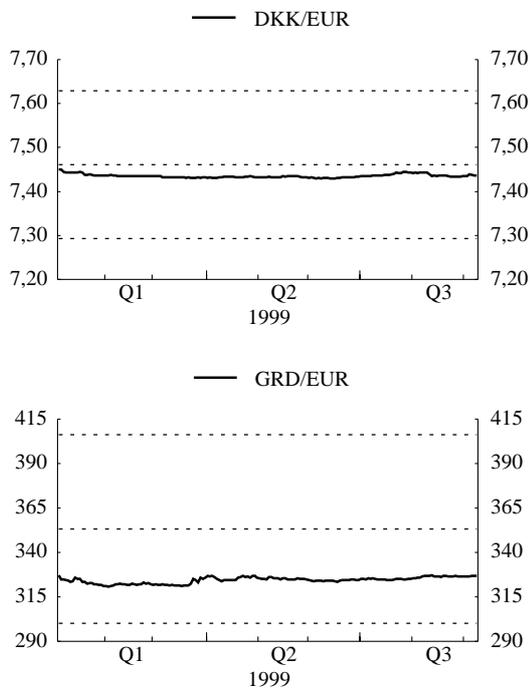
Über weite Strecken des Augusts und Anfang September wertete sich der japanische Yen gegenüber dem Euro um rund 4 % und gegenüber dem US-Dollar um gut 3 % auf. Am 8. September lag der Euro bei 117 JPY und damit um 9 % unter seinem Durchschnittsstand in der ersten Jahreshälfte 1999. Zur raschen Aufwertung des Yen haben mehrere Faktoren beigetragen: Erstens ist das Vertrauen der Anleger in die Erholung der japanischen Wirtschaft erheblich gestiegen, nachdem die Zahlen für das japanische BIP-Wachstum des ersten Quartals 1999 nach oben korrigiert wurden und sich positive Meldungen über die Konsolidierung des Bankensektors verbreiteten. Zweitens haben die im gesamten Jahresverlauf zunehmenden Käufe ausländischer Anleger dem japanischen Aktienmarkt neue Impulse verliehen. Und schließ-

lich ist als eine weitere Ursache für den Aufwärtsdruck auf den Yen auch der hohe Überschuß in der japanischen Leistungsbilanz zu nennen.

Vor dem Hintergrund widersprüchlicher Meldungen, die mit zur Volatilität des Wechselkurses beigetragen haben, bewegte sich das Pfund Sterling gegenüber dem Euro von August bis Anfang September um einen Stand von 0,66 GBP. Bei einer dieser Neuigkeiten handelte es sich um Angaben zum BIP im zweiten Quartal, die belegten, daß die britische Wirtschaft stärker als ursprünglich erwartet gewachsen ist, und um verbesserte Ergebnisse für verschiedene Vertrauensindikatoren im Vereinigten Königreich, die tendenziell die Entwicklung des Pfund Sterling stützten. Allerdings kam es infolge der günstigeren Wirtschaftsperspektiven für das Eurogebiet und neuer Daten, die auf eine Dämpfung des Inflationsdrucks im Vereinigten Königreich hinwiesen, zu einer Verringe-

Abbildung 18
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs und die jeweilige Bandbreite ($\pm 2,25\%$ für die dänische Krone und $\pm 15\%$ für die griechische Drachme) an.

zung des Zinsgefälles, was den Euro stützte. Der Beschluß der Bank von England, die Zinssätze am 7. September 1999 um 25 Basispunkte heraufzusetzen, führte zu einer geringfügigen Ausweitung des Zinsgefälles am kürzeren Ende und wirkte sich leicht positiv auf die Entwicklung des Pfund Sterling aus; am 8. September notierte das Pfund Sterling gegenüber dem Euro bei 0,654 GBP. Erwähnenswert ist, daß die enge Wechselbeziehung zwischen der Entwicklung des Pfund Sterling und des Dollar, die kurzzeitig durch einen veränderten Zinsabstand im Juni und Juli unterbrochen worden war, wieder in Erscheinung trat, als der Pfund-Dollar-Wechselkurs in einen Bereich einschwenkte, der in der Nähe seines Durchschnittsstands der ersten fünf Monate 1999 lag.

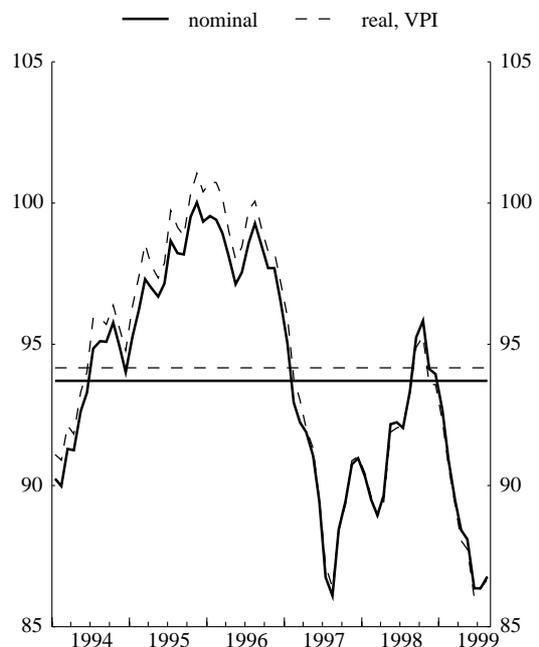
Bei den meisten anderen Währungen wichtiger Handelspartner war eine insgesamt stabile Entwicklung gegenüber dem Euro zu verzeichnen. Ähnlich wie in den vorangegangenen

Monaten bewegte sich der Schweizer Franken gegenüber dem Euro in einer recht engen Bandbreite um 1,60 CHF. Vor dem Hintergrund einer bedeutenden Verbesserung der Perspektiven für die schwedische Wirtschaft verteuerte sich die schwedische Krone von August bis Anfang September gegenüber dem Euro um rund 1,6 %.

Die Entwicklung der Währungen innerhalb des WKM II verlief von August bis Anfang September durchweg ruhig (siehe Abbildung 18). Trotz einer gewissen Volatilität an den dänischen Anleihemärkten im August notierte die dänische Krone in einem Kursband zwischen 7,433 DKK und 7,444 DKK und lag damit sehr nahe bei ihrem Leitkurs im Wechselkursmechanismus. Die griechische Drachme schwankte innerhalb einer Bandbreite von 325,6 GRD bis 327,0 GRD und

Abbildung 19
Effektive Wechselkurse des Euro-Währungsgebiets¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1990 = 100)



Quelle: BIZ.

1) Angaben nach Berechnungen der BIZ; zu den Berechnungsmethoden siehe Tabelle 10 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht. Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung für das Euro-Währungsgebiet. Die horizontalen Linien geben die Durchschnittswerte für den dargestellten Zeitraum an (Januar 1994 bis August 1999).

notierte somit weiterhin um rund 8,5 % über ihrem Leitkurs. Bei den Währungen der asiatischen Handelspartner hat sich die Stärkung gegenüber dem Euro in Einklang mit der anhaltenden Erholung der betreffenden Volkswirtschaften fortgesetzt. Allerdings liegen die meisten dieser Währungen, wie etwa der koreanische Won, der Singapur-Dollar und der Taiwan-Dollar, noch weit unter dem Stand, den sie vor der Krise erreicht hatten.

Betrachtet man den nominalen effektiven Wechselkurs, d. h. berechnet auf Basis des gewogenen Durchschnitts gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner, so zeigt der Euro zwischen August und Anfang September einen weitgehend stabilen Verlauf. Der leichte Rückgang des nominalen effektiven Wechselkursindex um rund 1 % war vor allem der Abwertung des Euro gegenüber dem japanischen Yen zuzuschreiben. Anfang September unterschritt der nominale effektive Wechselkursindex für den Euro seinen Stand vom 4. Januar 1999 um rund 8,5%.

Leistungsbilanzüberschuß etwas niedriger als im ersten Halbjahr 1998

Im ersten Halbjahr 1999 sank der Überschuß in der Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets auf 26,4 Mrd €, verglichen mit 29,8 Mrd ECU im gleichen Zeitraum vor einem Jahr; darin spiegelt sich ein deutlicher Rückgang sowohl im Saldo des Warenhandels (der sich in der ersten Jahreshälfte 1999 gegenüber dem Stand vom ersten Halbjahr 1998 von 54,7 Mrd ECU auf 45,5 Mrd € reduzierte) als auch im Saldo der Dienstleistungen wider, der durch den Rückgang des zusammengefaßten Defizits der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der Laufenden Übertragungen nur zum Teil ausgeglichen werden konnte (siehe Tabelle 9). In den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres gingen sowohl die Warenausfuhren als auch die Wareneinfuhren dem Werte nach im Vergleich zum ersten Halbjahr 1998 zurück, wobei sich die Ausfuhren um 19,1 Mrd € und die Einfuhren um 10 Mrd € verringerten.

Neueste Angaben zum Handelsvolumen der ersten fünf Monate dieses Jahres deuten darauf hin, daß der Rückgang des Handelsbilanzüberschusses gegenüber der vergleichbaren Vorjahresperiode - bei nahezu unveränderten Exportpreisen und leicht rückläufigen Importpreisen - auf die moderaten Exportvolumina und auf das hohe Niveau der Importvolumina zurückzuführen ist (siehe Tabellen 9.1 und 9.2. im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts). Die sich aufgrund der Euro-Abwertung seit Jahresbeginn möglicherweise ergebende Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit hat sich allerdings noch nicht in spürbarer Weise in den Exportvolumina der ersten fünf Monate 1999 niedergeschlagen. Auf der Importseite fielen für das Euro-Währungsgebiet im gesamten letzten Jahr die Einfuhrpreise, die allerdings im Gefolge des Ölpreisanstiegs und der Abwertung des Euro ab Anfang 1999 wieder kräftig zu steigen begannen. Im vergangenen Jahr sind die Einfuhren dem Volumen nach - wahrscheinlich als Folge des kombinierten Effekts aus steigender Inlandsnachfrage und sinkenden Einfuhrpreisen - kräftig gewachsen und lagen auch noch im ersten Jahresabschnitt 1999 auf hohem Niveau.

Demgegenüber wies der Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen und der Laufenden Übertragungen zusammengenommen in den ersten sechs Monaten dieses Jahres ein Minus aus, das mit 14,2 Mrd € bedeutend niedriger ausfiel als das Defizit, das im entsprechenden Zeitraum vor Jahresfrist registriert worden war (26,0 Mrd ECU). Das zusammengefaßte Ergebnis beinhaltet einen Rückgang des Defizits im Bereich der Laufenden Übertragungen, und zwar von 19,9 Mrd ECU in den ersten sechs Monaten 1998 auf 14,3 Mrd € im ersten Halbjahr 1999, sowie eine Reduzierung des Defizits bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen von 6,1 Mrd ECU auf nahezu null im selben Vergleichszeitraum.

Der allgemeine Trend eines rückläufigen Leistungsbilanzüberschusses zeigte sich besonders deutlich im Monat Juni, als der Überschuß in der Leistungsbilanz auf 5,1 Mrd €

sank - verglichen mit 10,4 Mrd ECU im gleichen Monat ein Jahr zuvor, wobei der Rückgang vorwiegend dem geringeren zusammengefaßten Überschuß im Bereich des Warenhandels und der Dienstleistungen zuzuschreiben war. Bei den Warenausfuhren wurde ein Rückgang um 1,9 % und bei den Einfuhren ein Anstieg um 1,4 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat verzeichnet. Der Überschuß im Bereich der Dienstleistungen verringerte sich im Juni 1999 gegenüber dem Vorjahrsmonat um rund 4,0 Mrd €, wohingegen sich der Passivsaldo bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und den Laufenden Übertragungen zusammengezogen um 1,0 Mrd € verringerte.

Kapitalbilanz weist hohe Nettoabflüsse im Bereich der Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen aus

Im Bereich der Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen kam es in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres zu bedeutend höheren Nettoabflüssen als im entsprechenden Zeitraum 1998; zusammengezogen beliefen sie sich im ersten Halbjahr 1999 auf 155,2 Mrd €, verglichen mit 82,3 Mrd ECU im entsprechenden Zeitraum vor einem Jahr, und übertrafen damit den vergleichbaren Vorjahrsstand um 89 %.

Eine der Hauptursachen für diese Veränderung waren die per saldo höheren Kapitalexporte durch Direktinvestitionen; sie beliefen sich zwischen Januar und Juni 1999 auf 63,7 Mrd €, verglichen mit 25,9 Mrd ECU im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Allein im Juni flossen durch Direktinvestitionen Mittel in Höhe von netto 17,3 Mrd € ab. In diesem Nettoanstieg spiegeln sich sowohl die massiven Direktinvestitionen der EWU-Länder außerhalb des Eurogebiets wider - wobei die Abflüsse im zweiten Quartal 1999 erheblich höher waren als im Vorquartal - als auch das im Vergleich zu den ersten sechs Monaten 1998 gedämpfte Niveau der in das Eurogebiet einfließenden Direktinvestitionen.

Auch in der Teilbilanz der Wertpapieranlagen, in der die Transaktionen mit Dividendenwerten, Rentenwerten und Geldmarktinstrumenten enthalten sind, waren in den ersten sechs Monaten 1999 per saldo Abflüsse von insgesamt 91,5 Mrd € zu verzeichnen, verglichen mit einem Mittelabfluß in Höhe von 56,4 Mrd ECU in der ersten Jahreshälfte 1998. Die Nettoabflüsse im Juni beliefen sich auf 11,6 Mrd €. Aus der Gliederung der Wertpapierforderungen nach Sektoren - die nun für das erste Quartal 1999 zur Verfügung steht - geht hervor, daß der größte Teil der Käufe ausländischer Dividendenwerte und langfristiger Schuldverschreibungen durch Anwohner des Eurogebiets auf Anleger außerhalb des Bankensystems entfällt.

Aus dem Absatz von Dividendenwerten flossen in den ersten sechs Monaten 1999 mit netto 33,3 Mrd € mehr als doppelt so viel Mittel ab wie in der ersten Jahreshälfte 1998. Dabei spielte vor allem eine Rolle, daß die Nettoverkäufe von Aktien des Eurogebiets an Gebietsfremde (16 Mrd €) im ersten Halbjahr 1999 erheblich geringer ausfielen als im entsprechenden Vorjahrszeitraum (39,7 Mrd ECU).

Bei den Rentenwerten belief sich der Nettoabfluß im ersten Halbjahr 1999 auf 100,2 Mrd €; dieser Betrag übertrifft den Stand vom Vergleichszeitraum 1998 um gut das Doppelte. Ausschlaggebend für die stärkeren Abflüsse war vor allem der rückläufige Erwerb von Anleihen des Eurogebiets durch gebietsfremde Investoren: Während in diesem Bereich im ersten Halbjahr 1998 massive Zuflüsse verzeichnet worden waren, haben Gebietsfremde in der ersten Hälfte des laufenden Jahres ihre Bestände an Anleihen des Eurogebiets um 12,3 Mrd € abgebaut. Offensichtlich haben Faktoren wie die Abschwächung des Euro, die Erwartung steigender Anleiherenditen und der Renditeabstand gegenüber den Vereinigten Staaten bei dieser Entwicklung eine entscheidende Rolle gespielt.

Schließlich waren im ersten Halbjahr 1999 durch die Engagements gebietsfremder Anleger in Geldmarktinstrumenten des Eurogebiets

Tabelle 9**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ¹⁾***(Mrd EUR, Veränderungen gegenüber Mrd ECU im Jahr 1998, nicht saisonbereinigt)*

	1998 Jan. - Juni	1999 Jan. - Juni	1999 April	1999 Mai	1999 Juni
Saldo der Leistungsbilanz	29,8	26,4	6,8	2,5	5,1
Einnahmen	643,4	615,8	103,8	101,0	111,3
Ausgaben	613,6	589,4	97,0	98,5	106,2
Saldo des Warenhandels	54,7	45,5	8,6	6,5	8,9
Ausfuhr	389,8	370,7	63,5	60,6	66,9
Einfuhr	335,1	325,1	55,0	54,1	57,9
Saldo der Dienstleistungen	1,1	-4,9	-0,4	0,1	-1,3
Einnahmen	120,4	107,1	17,9	18,2	20,2
Ausgaben	119,3	111,9	18,3	18,2	21,5
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-6,1	0,1	1,4	-1,3	0,8
Saldo der Laufenden Übertragungen	-19,9	-14,3	-2,8	-2,7	-3,3
Saldo der Vermögensübertragungen	5,9	5,1	0,6	0,9	0,8
Saldo der Kapitalbilanz	2,5	-33,9	17,3	-7,4	-10,6
Direktinvestitionen	-25,9	-63,7	-13,8	-17,0	-17,3
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-86,0	-107,4	-22,4	-25,4	-23,4
Im Euro-Währungsgebiet	60,1	43,8	8,6	8,4	6,1
Wertpapieranlagen	-56,4	-91,5	2,4	-27,6	-11,6
Forderungen	-197,4	-133,6	-14,4	-25,0	-28,9
Verbindlichkeiten	141,0	42,2	16,8	-2,6	17,3
Finanzderivate	-3,8	-0,5	2,7	-3,2	1,5
Übriger Kapitalverkehr	89,9	106,5	24,5	36,6	12,4
Währungsreserven	-1,2	15,2	1,5	3,9	4,4
Restposten	-38,2	2,4	-24,7	4,0	4,7

*Quelle: EZB.**Anmerkung: In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluß und ein negatives Vorzeichen einen Abfluß an. Detailliertere Tabellen finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“, Abschnitt 8.**1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.*

Nettozuflüsse zu verzeichnen, die mit 42,1 Mrd € den im entsprechenden Zeitraum vor Jahresfrist ausgewiesenen Betrag von 5,0 Mrd ECU wesentlich übertrafen. In dieser Entwicklung dürfte zum Ausdruck kommen, daß die ausländischen Anleger teilweise ihre

Anleiheportfolios - anscheinend im Zusammenhang mit Erwartungen bezüglich steigender langfristiger Zinsen - auf kurzfristige Anlagewerte des Eurogebiets umgeschichtet haben.

