

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT März 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

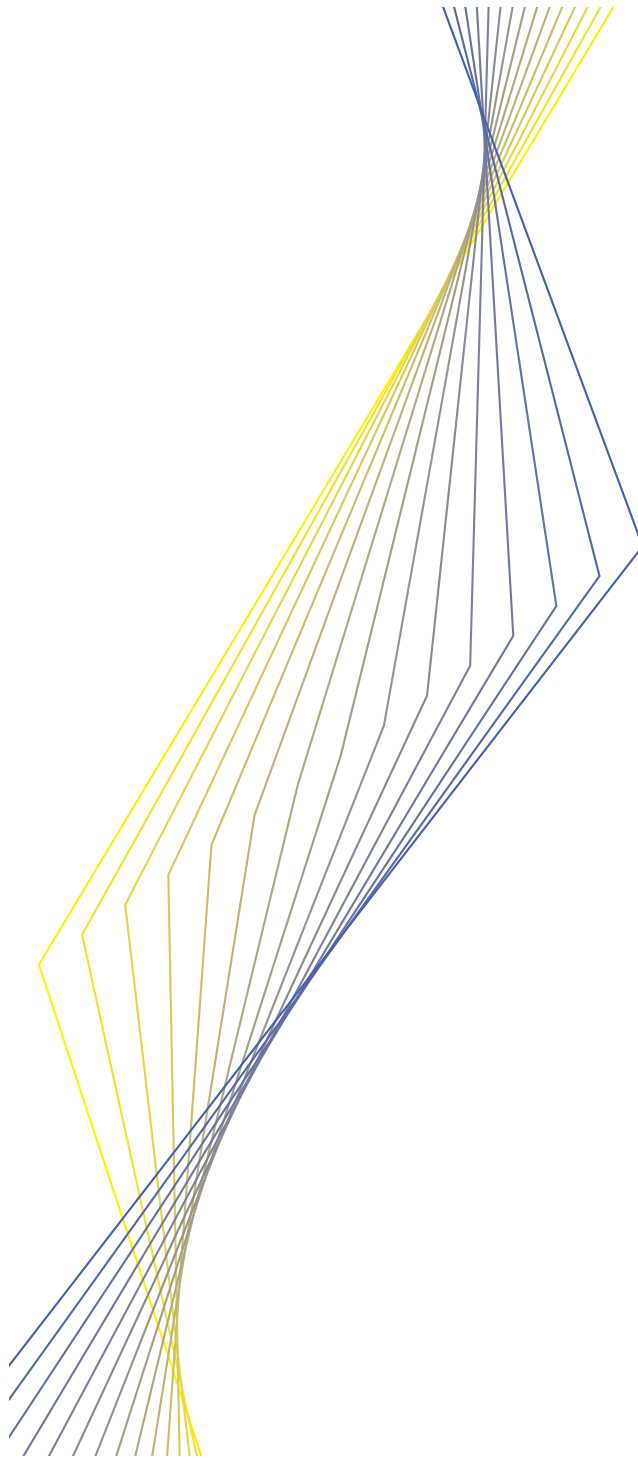
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

März 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

März 2000

© Europäische Zentralbank, 2000

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 Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 1. März 2000.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	26
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	35
Finanzpolitische Entwicklung	45
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	48
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	57*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	63*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	65*

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.

Auf seiner Sitzung am 2. März 2000 beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen der EZB unverändert zu lassen. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems wurde bei 3,25 % belassen, und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben unverändert bei 4,25 % beziehungsweise 2,25 %, das heißt auf dem am 3. Februar 2000 beschlossenen Niveau. Nach sorgfältiger Auswertung der monetären, finanzmarktbezogenen und sonstigen wirtschaftlichen Entwicklungen im Rahmen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems kam der EZB-Rat zu dem Schluss, dass insgesamt gesehen die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität überwiegen. Diese Risiken müssen kontinuierlich beobachtet und beurteilt werden.

In der Tat zeigen beide Säulen der geldpolitischen Strategie an, dass die Risiken für die Preisstabilität überwiegend nach oben gerichtet sind. Was zunächst die Entwicklungen in Bezug auf die erste Säule betrifft, so ging der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 für den Zeitraum von November 1999 bis Januar 2000 auf 5,7 % zurück, gegenüber einer durchschnittlichen Rate von 6,0 % im vierten Quartal 1999. Der Dreimonatsdurchschnitt lag somit nach wie vor mehr als 1 Prozentpunkt über dem Referenzwert von 4 ½ %. Der jüngste Rückgang dieser durchschnittlichen Rate spiegelt eine Verringerung der M3-Jahreswachstumsrate von 6,2 % im Dezember 1999 auf 5,0 % im Januar 2000 wider. Dies wiederum war hauptsächlich auf einen Basiseffekt zurückzuführen, das heißt auf die Tatsache, dass im Januar 2000 das besonders kräftige saisonbereinigte Wachstum von M3 im Januar 1999 aus der Berechnung der Vorjahrsrate herausgefallen ist. Der Eindruck einer großzügigen Liquiditätsausstattung wird durch die anhaltend hohe Jahreswachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor bestätigt, die sich im Januar 2000 auf 9,5 % belief.

Bei Betrachtung der verschiedenen zur zweiten Säule gehörenden Indikatoren zeigte sich im Hinblick auf die Entwicklung an den Finanzmärkten, dass die langfristigen Nominalzinsen, gemessen an den Renditen von zehn-

jährigen Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet, im Februar 2000 kaum verändert waren und die Preise für Termingeschäfte am Anleihemarkt eine geringe Volatilität aufwiesen. Die Zinsstrukturkurve blieb im Einklang mit den anhaltenden Erwartungen eines kräftigen Wirtschaftswachstums im Eurogebiet in der nächsten Zeit relativ steil.

Was die Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet betrifft, deuten die vorliegenden Daten darauf hin, dass das reale Wirtschaftswachstum auch im Anschluss an das dritte Quartal 1999, in dem das vierteljährliche reale BIP-Wachstum deutlich angestiegen war, kräftig blieb. Zu Redaktionsschluss dieses Monatsberichts lagen noch keine Schätzungen für das reale BIP-Wachstum im Eurogebiet im letzten Quartal 1999 vor, doch die verfügbaren BIP-Daten für einzelne Mitgliedstaaten sowie die vorliegenden Indikatoren lassen auf ein anhaltend kräftiges Wachstum schließen. Die Umfragedaten deuten auch auf ein sehr positives Wirtschaftsklima um die Jahreswende hin, wobei die Zuversicht der Industrie im Januar 2000 weiter zugenommen hat und das Verbrauchervertrauen auf einem hohen Stand geblieben ist. Dieses positive Klima wird auch durch die vorliegenden Prognosen bestätigt, die von einem realen BIP-Wachstum von über 3 % im Jahr 2000 ausgehen. Für das Jahr 2001 wird prognostiziert, dass sich das Wirtschaftswachstum mit ähnlicher Geschwindigkeit fortsetzt.

Diese Prognosen spiegeln zum Teil die günstigen Aussichten für das außenwirtschaftliche Umfeld des Euroraums wider. Ein wesentlicher Faktor für die günstigen Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum und den Welthandel ist die Tatsache, dass die Volkswirtschaft der Vereinigten Staaten weiterhin hohe Wachstumsraten verzeichnet. Die Wachstumsbeschleunigung und die kräftige Erholung in den meisten Industrieländern sowie in mehreren Schwellenländern bekräftigen diesen positiven Eindruck. In Bezug auf Asien bestehen weiterhin Ungewissheiten hinsichtlich des Tempos der Konjunkturerholung in Japan, während in mehreren Schwellenländern in dieser Region eine bemerkenswert

starke Wirtschaftsleistung zu beobachten war.

Die Abschwächung des Euro-Wechselkurses in den vergangenen Monaten spiegelte nicht die wirtschaftlichen Fundamentaldaten, wie beispielsweise die Belebung des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet, wider und trug zu einem Aufwärtsdruck auf Import- und Erzeugerpreise bei. Die Wechselkursentwicklung gibt somit weiterhin Anlass zur Besorgnis. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro befand sich Anfang März zwar auf einem gegenüber Anfang Februar weitgehend unveränderten Stand, aber die Devisenmärkte waren im Monatsverlauf recht volatil. Im Februar lag der durchschnittliche nominale effektive Wechselkurs 1,2 % unter dem entsprechenden Wert für Januar 2000 und 10,8 % unter dem für das erste Quartal 1999 verzeichneten Stand.

Wie erwartet stiegen die Verbraucherpreise, gemessen am Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), im Januar 2000 weiter, wobei sich die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI von 1,7 % im Dezember 1999 auf 2,0 % im Januar 2000 erhöhte. Diese Zunahme war größtenteils auf den anhaltenden Anstieg der Ölpreise und seine Auswirkung auf die Energiepreise im HVPI zurückzuführen und wurde durch Basiseffekte auf Grund rückläufiger Ölpreise zum Jahreswechsel 1998/99 verstärkt. Die Ölpreise sind im Februar weiter gestiegen und werden somit in den nächsten Monaten weiterhin einen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben. Ohne Energie blieben die Preissteigerungen im Januar 2000 moderat, aber die leichte Beschleunigung der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) könnte ein erstes Anzeichen dafür sein, dass die höheren Importpreise sich nun über die Erzeugerpreise auf die Verbraucherpreise auswirken.

Insgesamt gesehen hat sich der Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise verstärkt und ist inzwischen auch von längerer Dauer. Zwar dürften die zwölfmonatigen Inflationsraten im Verlauf des Jahres 2000 auf Grund von Basiseffekten im Zusammenhang mit der

Ölpreisentwicklung im Jahr 1999 sinken, doch sollten die geldpolitischen Entscheidungsträger bei der Betrachtung der Entwicklung einen längeren Zeithorizont als die nächsten Monate im Auge haben und die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht berücksichtigen. Obwohl die meisten Prognosen für die Jahre 2000 und 2001 von einer durchschnittlichen Inflation von unter 2 % ausgehen, zeigen sie ein Verlaufsmuster, das – im Anschluss an einen erwarteten Rückgang der jährlichen Preissteigerungsraten im Verlauf des Jahres 2000 – durch einen Aufwärtstrend gekennzeichnet ist.

Angesichts der Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht unterstrich der EZB-Rat, dass Wachsamkeit geboten ist, so dass erforderlichenfalls und zum richtigen Zeitpunkt unverzüglich gehandelt werden kann. Gleichzeitig ist es weiterhin von ganz wesentlicher Bedeutung, dass die Tarifabschlüsse moderat bleiben und nicht selbst zu Inflationserwartungen beitragen, so dass die Tragfähigkeit des derzeitigen Konjunkturaufschwungs und der weitere Abbau der hohen Arbeitslosigkeit nicht durch die Lohnentwicklung gefährdet werden. Was die Finanzpolitik betrifft, so bietet die gegenwärtige konjunkturelle Belebung eine gute Gelegenheit, um die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts zügiger zu erfüllen und somit einen wesentlichen Beitrag zu einem günstigen wirtschaftlichen Umfeld zu leisten. Ende 1999 und Anfang 2000 legten die meisten Länder des Euro-Währungsgebiets der Europäischen Kommission aktualisierte Stabilitätsprogramme für den Zeitraum bis 2002/03 vor. Während praktisch alle Länder des Euroraums ihre ursprünglichen Haushaltsziele für das Jahr 1999 erreichten, verfolgten die meisten von ihnen keine aktive Politik der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen, sondern verließen sich auf die günstigen Auswirkungen eines relativ starken Einnahmenwachstums und geringerer Zinszahlungen. Eine Reihe von Ländern weist bislang noch nicht einen soliden, „nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden“ Haushalt auf, wie es der Stabilitäts- und Wachstumspakt verlangt.

Insgesamt gesehen scheinen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie die Konjunkturaussichten im Eurogebiet derzeit so gut wie seit zehn Jahren nicht mehr. Das Wachstum ist kräftig, ein fortdauernder Anstieg der Beschäftigung wird erwartet, und die gegenwärtig noch hohe Arbeitslosigkeit

dürfte weiter abnehmen. Fortgesetzte Wachstumsamkeit, um Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität rechtzeitig zu begegnen, und die Durchführung von Strukturreformen sind auf lange Sicht Grundlage für ein starkes Wirtschaftswachstum und eine dauerhafte Schaffung von Arbeitsplätzen.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

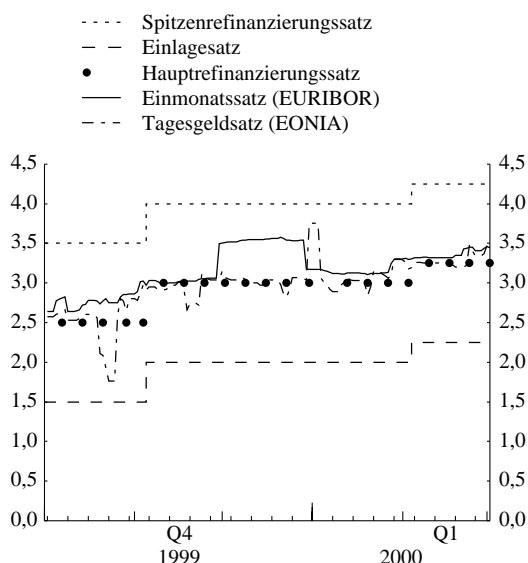
In seinen Sitzungen am 17. Februar und 2. März 2000 beschloss der EZB-Rat, die EZB-Leitzinsen unverändert zu lassen. Der Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems blieb daher bei 3,25 %, und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden bei 4,25 % beziehungsweise 2,25 % belassen (siehe Abbildung 1).

Rückgang der Jahreswachstumsrate von M3 im Januar 2000 auf Grund eines Basiseffekts

Im Januar 2000 ging das Wachstum der weit gefassten Geldmenge M3 von einer Jahresrate von 6,2 % im Dezember 1999 (diese Zahl wurde von 6,4 % nach unten revidiert) auf 5,0 % zurück. Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 für den Zeitraum November 1999 bis Januar 2000 verringerte sich von 6,0 % im letzten Quartal 1999 (dieser Wert wurde von zuvor 6,1 % nach unten revidiert) auf 5,7 %. Er lag damit

Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

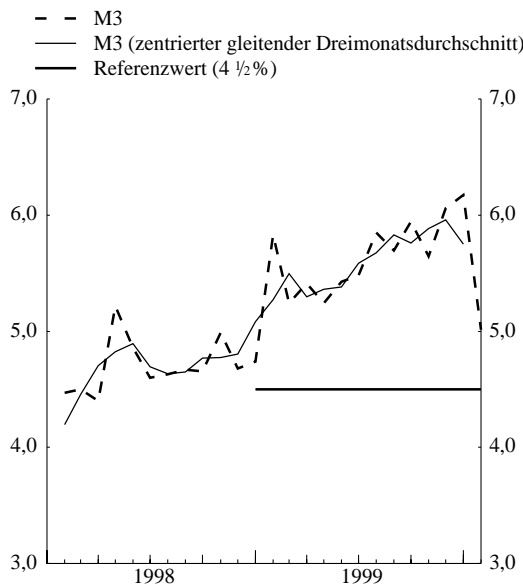


Quelle: EZB.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

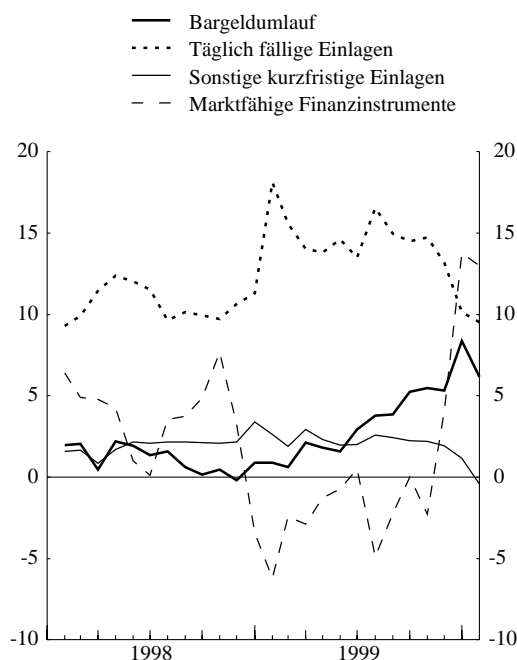
noch immer mehr als einen Prozentpunkt über dem Referenzwert von 4 ½ % (siehe Abbildung 2). Angesichts der anhaltenden Abweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert muss die Liquiditätsausstattung im Euroraum als großzügig angesehen werden.

Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 erhöhte sich im vierten Quartal 1999, bevor sie im Januar 2000 zurückging. Diese Entwicklung war weitgehend erwartet worden, da sie vor allem durch Basiseffekte im Zusammenhang mit der besonderen Situation zu Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion vor einem Jahr bedingt war (siehe Kasten I auf Seite 8 des Monatsberichts vom Februar 2000). Tatsächlich ist die Geldmenge M3 im letzten Vierteljahr 1998 auf der Grundlage saisonbereinigter Daten relativ schwach gewachsen, während sie im Januar 1999 saisonbereinigt gegenüber dem Vormonat außergewöhnlich kräftig zugenommen hat. Im Januar 2000 ist dieser Effekt aus der Berechnung der Jahreswachstumsrate von M3 herausgefallen.

Während M3 sich in den ersten Monaten von 1999 vergleichsweise stark ausweitete, schwächte sich die monetäre Expansion gemessen in Vormonatsraten im weiteren Jahresverlauf eher etwas ab. Dies zeigt sich beispielsweise darin, dass sich M3 von Juli 1999 bis Januar 2000 saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet um 4,5 % erhöhte. Dieses langsamere Wachstum dürfte teilweise mit dem allgemeinen Zinsanstieg im Jahresverlauf 1999 zusammenhängen, der die Nachfrage nach den liquidesten M3-Komponenten generell dämpfte. Außerdem dürfte es in Reaktion auf die Versteilung der Zinsstrukturkurve im Jahr 1999, durch die Finanzanlagen mit längeren Laufzeiten attraktiver wurden, zu Verschiebungen zu Lasten von M3 gekommen sein. Auch innerhalb der Geldmenge M3 sind in den letzten Monaten Portfolioumschichtungen zu beobachten, die sich auf die Zusammensetzung dieses weit gefassten Geldmengenaggregats auswirken, wobei einerseits die kurzfristigen Einlagen langsamer und andererseits die marktfähigen Finanzinstrumente beschleunigt wachsen (siehe Abbildung 3). Wie weiter unten ausführlicher dargelegt wird, dürfte bei diesen Portfolioumschichtungen innerhalb von M3 auch der zunehmende Zinsabstand zwischen den Kurzfristzinsen im Euroraum und den Einlagensätzen im Kundengeschäft der Banken im vierten Quartal 1999 eine Rolle gespielt haben.

Abbildung 3
Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse ist M3 im Januar 2000 im Vergleich zum Vormonat um 18 Mrd € beziehungsweise 0,4 % gestiegen (siehe Tabelle 1). Dieser Anstieg gegenüber dem Vormonat war deutlich höher als im Dezember 1999. Die saisonbereinigte Zunahme von M3 im Januar 2000 beruhte zum

Tabelle 1
Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)

	Jan. 2000	Nov. 1999		Dez. 1999		Jan. 2000		Nov. 1999	
	Bestand	Veränderung		Veränderung		Veränderung		bis Jan. 2000	
	Mrd EUR	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%
M3	4 774,5	23,7	0,5	7,1	0,2	17,6	0,4	16,1	0,3
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 963,6	10,0	0,5	-0,3	0,0	38,3	2,0	16,0	0,8
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 138,6	-0,1	0,0	-5,5	-0,3	-17,1	-0,8	-7,6	-0,4
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	672,3	13,8	2,1	13,0	2,0	-3,6	-0,5	7,7	1,2

Quelle: EZB.

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

einen auf dem starken Zuwachs bei den M1-Komponenten (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen, die sich um insgesamt 38 Mrd € beziehungsweise 2,0 % erhöhten) und zum anderen auf einem Rückgang der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen), die um 17 Mrd € beziehungsweise 0,8 %, und der marktfähigen Finanzinstrumente, die um 4 Mrd € beziehungsweise 0,5 % abnahmen.

Das Wachstum des Bargeldumlaufs hat sich im Januar 2000 auf eine Jahresrate von 6,2 % abgeschwächt, verglichen mit 8,4 % im Vormonat. In diesem Rückgang spiegelte sich vor allem der Wegfall der vorübergehend höheren vorsorglichen Haltung von Banknoten zur Jahreswende wider. Mittelfristig betrachtet beschleunigte sich der Anstieg der Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs im Jahr 1999 tendenziell (siehe Abbildung 3). Dies dürfte zum Teil auf die Konjunkturerholung im Euroraum zurückzuführen sein.

Saisonbereinigt sind die täglich fälligen Einlagen im Januar 2000 relativ kräftig gegenüber dem Vormonat gewachsen. Sie dürften nach dem Wegfall der Auswirkungen des Jahrtausendwechsels von Substitutionseffekten zu Lasten des Bargelds im Januar 2000 profitiert haben. Die jährliche Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen hat sich allerdings von 10,1 % im Dezember 1999 auf 9,5 % im Januar 2000 abgeschwächt, da die Vorjahrsrate durch einen Basiseffekt verringert wurde. Der außerordentlich starke Anstieg der Nachfrage nach diesen Einlagen im Januar 1999, der mit dem Übergang zur dritten Stufe der WWU zusammenhing, ist im Januar 2000 aus der Berechnung herausgefallen. Die vorübergehende Zunahme im Januar unterbrach die allmählich nachlassende Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen, die in der zweiten Jahreshälfte von 1999 zu beobachten war und vermutlich auf den wachsenden Abstand zwischen den Geldmarktzinsen im Eurogebiet und der Verzinsung dieser Einlagen im Kundengeschäft der Banken zurückzuführen war. Infolge der Entwicklung des Bargeldumlaufs und der täglich fälligen Einlagen ermäßigte sich das M1-Wachstum im Januar 2000 auf eine Jahresrate von 9,0 % gegenüber 9,8 % im Dezember 1999.

Auf Grund des oben erwähnten saisonbereinigten Rückgangs gegenüber dem Vormonat nahmen die kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im Januar 2000 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahrszeit um 0,4 % ab, während sie im Dezember 1999 noch um 1,1 % zugenommen hatten. In der schwächeren Nachfrage nach diesen Einlagen im Januar schlugen sich eine niedrigere Vorjahrsrate der Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (2,4 % gegenüber zuvor 3,9 %) und eine stärkere Abnahme der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (4,3 % gegenüber zuvor 2,6 %) nieder. Die weiter sinkende Nachfrage nach diesen beiden Einlagenarten hing vermutlich mit der wachsenden Differenz zwischen den kurzfristigen Geldmarktzinsen und den Bankzinsen für diese Einlagen im Eurogebiet seit Ende September 1999 zusammen. Dadurch verringerte sich auch die Zwölfmonatsrate des mittleren Geldmengenaggregats M2 deutlich (von 5,1 % im Dezember 1999 auf 3,9 % im Januar). Das jährliche Wachstum der Geldmenge M2 hat sich in der zweiten Jahreshälfte 1999 kontinuierlich abgeschwächt.

Die in M3 erfassten marktfähigen Finanzinstrumente haben im Januar gegenüber ihrem entsprechenden Vorjahrsstand etwas langsamer, aber mit 13,0 % (im Vergleich zu 13,8 % im Vormonat) immer noch kräftig zugenommen. Wie oben erwähnt sind diese Instrumente gegenüber dem Vormonat im Januar 2000 jedoch saisonbereinigt zurückgegangen. Damit setzte sich die in den letzten Monaten von 1999 beobachtete deutliche Zunahme der Nachfrage nach marktfähigen Finanzinstrumenten nicht mehr fort, was wohl wiederum mit den in diesem Zeitraum steigenden Kurzfristzinsen im Euroraum zusammenhing. Allerdings ist bei der Beurteilung der Entwicklung der marktfähigen Finanzinstrumente im Januar 2000 im Vergleich zum Vormonat Vorsicht geboten, da saisonale Einflüsse gegen Jahresende eine große Rolle spielen und schwerer zu berechnen sind. Bei den Teilkomponenten war die geringere Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente im Januar 2000 ausschließlich den Geld-

marktfondsanteilen und Geldmarktpapieren zuzuschreiben (21,3 % gegenüber 27,6 % im Vormonat). Umgekehrt haben die Repogeschäfte im Vorjahrsvergleich weniger stark abgenommen (um 9,2 % gegenüber 15,9 % im Dezember), und die Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren sind binnen Jahresfrist kräftiger als zuvor gewachsen (um 30,9 % im Januar verglichen mit 26,4 % im Vormonat). Wie schon im Dezember 1999 hing bei den zuletzt genannten Schuldverschreibungen die hohe Jahreswachstumsrate im Januar 2000 mit einem Basiseffekt zusammen, da die Nachfrage nach diesen Instrumenten Ende 1998 deutlich gefallen war.

Weiter kräftiges Wachstum der Kreditgewährung an den privaten Sektor

Bei den Gegenposten der Geldmenge M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors übertraf die gesamte Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Eurogebiet ihr vergleichbares Vorjahrsniveau im Januar 2000 um 7,4 % (gegenüber 8,2 % im Dezember 1999). Ausschlaggebend hierfür war vor allem ein schwächeres Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor, das sich von einer Jahresrate von 10,5 % im Dezember auf 9,5 % im Januar ermäßigte. Gleichwohl setzte sich die kräftige Expansion der Kredite an den privaten Sektor fort. Die Ausleihungen an die öffentlichen Haushalte binnen Jahresfrist haben sich leicht von 1,8 % im Dezember auf 1,6 % im Januar abgeschwächt.

Das geringere Wachstum der Kredite an den privaten Sektor war überwiegend auf eine niedrigere Vorjahrsrate der Direktkredite (8,7 % im Januar verglichen mit 9,6 % im Vormonat) zurückzuführen. Ausschlaggebend hierfür war im Wesentlichen ein Basiseffekt, da diese Kredite saisonbereinigt im Januar 1999 im Vergleich zum Vormonat teilweise wegen länderspezifischer fiskalpolitischer Maßnahmen besonders kräftig zugenommen hatten. Die Entwicklung auf der Basis saisonbereinigter Daten zeigt, dass das Wachstum der Direktkredite an den privaten Sektor im

Januar 2000 im Vergleich zum Vormonat in etwa dem durchschnittlichen monatlichen Anstieg im Jahr 1999 entsprach. Das Wachstum der Direktkredite setzte sich im Januar 2000 trotz des Zinsanstiegs für mittel- und langfristige Kredite im Kundengeschäft der Banken seit Mai und für kurzfristige Kredite seit September unvermindert fort. Zu dem kräftigen Wachstum der Direktkredite dürften auch das sich beschleunigende Wirtschaftswachstum im Euroraum sowie einige Sonderfaktoren wie beispielsweise die intensiven Fusions- und Übernahmeaktivitäten und die günstige Wohnungsbaukonjunktur in einigen EWU-Ländern beigetragen haben.

Bei den übrigen Komponenten der Kreditgewährung an den privaten Sektor haben im Januar auch die MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors im Vorjahrsvergleich langsamer zugenommen. Das Wachstum der Aktien und sonstigen Dividendenwerte ist im Januar im Vorjahrsvergleich auf 21,4 % zurückgegangen, gegenüber 24,4 % im Dezember. Die MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien sind ebenfalls weniger gestiegen (auf Jahresrate hochgerechnet um 9,6 % verglichen mit 12,0 % im Dezember).

Die Kredite an die öffentlichen Haushalte waren im Januar 1,6 % höher als im entsprechenden Vorjahrsmonat (nach 1,8 % im Dezember). Während sich die MFI-Bestände an Staatsschuldverschreibungen im Vergleich zur entsprechenden Vorjahrszeit leicht von 3,2 % auf 3,5 % erhöht haben, sind die Direktkredite an die öffentlichen Haushalte etwas stärker als zuvor zurückgegangen (um 1,0 % gegenüber 0,2 % im Vormonat). Insgesamt blieb das Wachstum der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte von November 1999 bis Januar 2000 im Vorjahrsvergleich verhalten (wenn es auch etwas höher war als in den drei vorangegangenen Monaten). Die strukturelle Verschiebung bei der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte von Direktkrediten zu Schuldverschreibungen dürfte sich auch in den letzten Monaten verstärkt fortgesetzt haben. Sie entspricht der in den vorangegangenen Jahren zu beobachtenden allgemeinen Entwicklung der

Finanzierungsstruktur der öffentlichen Haushalte.

Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs übertrafen ihr Vorjahrsniveau im Januar nur um 7,2 %, verglichen mit 7,8 % im Dezember. Dies war hauptsächlich dadurch bedingt, dass die Zwölfmonatsrate der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren von 8,2 % im Dezember auf 5,9 % im Januar zurückgegangen ist. Dieser Rückgang beruhte weitgehend auf einem Basiseffekt, da der Absatz dieser Papiere im Januar 1999 nach einer auf Grund von Finanzmarkturbulenzen in den letzten Monaten des Jahres 1998 eher gedämpften Emissionstätigkeit wieder deutlich zugenommen hatte. Die Einlagen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren erhöhten sich mit einer unveränderten Vorjahrsrate von 5,4 %, während die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als drei Monaten weiter zurückgegangen sind, und zwar mit einer Jahresrate von 9,1 % im Januar nach 8,8 % im Dezember. Kapital und Rücklagen stiegen im Januar gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit um 14,7 %, verglichen mit 13,7 % im Dezember (wobei das kräftige Wachstum im Vorjahrsvergleich in den letzten beiden Monaten teilweise auf einmalige Neubewertungseffekte nach einer Fusion in einem Land zurückzuführen war).

Insgesamt hat sich der Anstieg der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber dem Vorjahr von September bis Dezember 1999 kontinuierlich vergrößert (von rund 5,5 % auf fast 8 %) und blieb auch im Januar 2000 relativ hoch. Ein Grund hierfür dürfte die zunehmende Differenz zwischen den lang- und kurzfristigen Einlagenzinsen im Kundengeschäft der Banken im Jahresverlauf 1999 gewesen sein. Außerdem spielte auch ein Basiseffekt eine Rolle, da sich die langfristigen finanziellen Verbindlichkeiten während der Finanzmarkturbulenzen im Herbst 1998 nur wenig erhöhten.

Im Januar 2000 gingen die Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets absolut und nicht saisonbereinigt um 51 Mrd € zurück (nach einem Rückgang von 10 Mrd € im Dezember). In den zwölf Monaten bis Ende Januar 2000 nahmen diese Forderungen um 181 Mrd € ab. Seit August 1999 hat sich der Rückgang dieser Forderungen gegenüber dem Vorjahr abgeschwächt (siehe Tabelle 2).

Diese unterschiedlichen Veränderungen der Hauptkomponenten der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors lassen sich wie folgt zusammenfassen (siehe Tabelle 2): Auf der Basis von Zwölfmonatsveränderungen nahm die

Tabelle 2

Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten

(Mrd EUR)

	Ausstehender Betrag	Zwölfmonatsveränderungen					
		2000 Jan.	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.	1999 Dez.	2000 Jan.
1 Kredite an den privaten Sektor	6 181,5	593,1	572,1	576,7	602,6	581,8	534,5
2 Kredite an öffentliche Haushalte	2 057,1	-3,2	21,6	30,8	39,3	36,4	33,1
3 Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	230,5	-248,9	-233,2	-205,1	-195,9	-165,9	-180,9
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 606,5	175,2	180,4	224,0	236,7	259,1	240,5
5 Sonstige Gegenposten (Netto-Verbindlichkeiten)	88,0	-80,6	-77,4	-68,1	-56,7	-83,2	-80,3
M3 (≡1+2+3-4-5)	4 774,5	246,5	257,6	264,4	266,1	276,3	226,5

Quelle: EZB.

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

Geldmenge M3 im Januar 2000 um 226 Mrd € zu. Die Kreditgewährung an den privaten Sektor erhöhte sich mit 534 Mrd € um einen mehr als doppelt so hohen Betrag, während die Kredite an die öffentlichen Haushalte um 33 Mrd € ausgeweitet wurden. Die Veränderung dieser beiden Gegenposten der Geldmenge M3 wurde durch einen Anstieg der längerfristigen MFI-Verbindlichkeiten (um 240 Mrd €) und einen Rückgang der Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet (181 Mrd €) teilweise ausgeglichen. Die übrigen Gegenposten der Geldmenge M3 (Nettoverbindlichkeiten) haben sich in den zwölf Monaten bis Januar 2000 um 80 Mrd € verringert.

Geringer Absatz von Schuldverschreibungen im Dezember

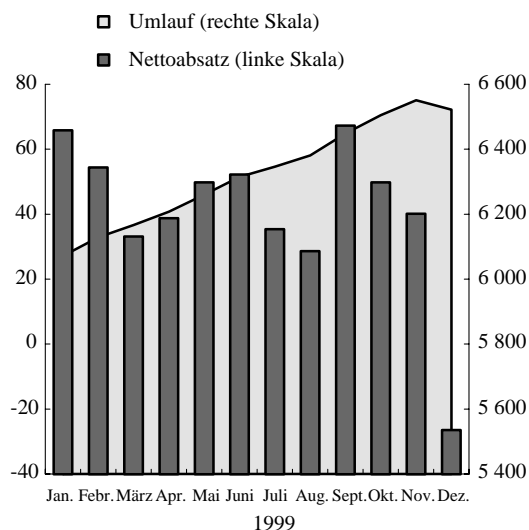
Im Dezember 1999 belief sich der Bruttoabsatz von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, auf 242,7 Mrd €. Dieser Betrag war das niedrigste Monatsergebnis im Jahr 1999 und lag um 24 % unter dem Durchschnitt in den ersten elf Monaten des Jahres. Der deutliche Rückgang des Bruttoabsatzes von Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Raum dürfte in erster Linie mit Befürchtungen im Zusammenhang mit der Jahrtausendwende zu erklären sein. Die Tilgungen beliefen sich im Dezember 1999 auf 269,2 Mrd €. Dies entsprach in etwa dem Durchschnitt im Zeitraum Januar bis November (270,4 Mrd €). Infolgedessen machten die Nettotilgungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet im Dezember 1999 26,5 Mrd € aus, während der Nettoabsatz in den vorangegangenen Monaten von 1999 im Monatsdurchschnitt 46,8 Mrd € betragen hatte (siehe Abbildung 4). Der Umlauf an von Ansässigen im Eurogebiet begebenen Schuldverschreibungen belief sich Ende Dezember 1999 auf 6 521,9 Mrd € und übertraf den Stand von Ende Dezember 1998 um 8,8 %.

Die Tatsache, dass Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im Dezember per Saldo getilgt wurden, war

Abbildung 4

Absatz von Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1999

(Mrd EUR)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Nettoabsatz weicht auf Grund von Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und anderen Anpassungen von der Veränderung des Umlaufs ab.

hauptsächlich auf einen relativ geringen Bruttoabsatz langfristiger Schuldverschreibungen (71,6 Mrd € gegenüber einem durchschnittlichen Bruttoabsatz von 125,2 Mrd € in den vorangegangenen Monaten von 1999) zurückzuführen. Da sich die Tilgungen langfristiger Schuldverschreibungen im Dezember auf 99,8 Mrd € beliefen, betrug die Tilgung dieser Wertpapiere per Saldo 28,2 Mrd €. Der Nettoabsatz kurzfristiger Wertpapiere war im Dezember mit 1,7 Mrd € ebenfalls relativ niedrig.

Nach Währungen aufgegliedert fiel der Nettoabsatz sowohl der auf Euro als auch der auf andere Währungen lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im Dezember negativ aus.

Der Rückgang des Bruttoabsatzes von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen im Dezember 1999 war hauptsächlich auf einen geringeren Bruttoabsatz bei nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften sowie Zentralstaaten zurückzuführen. Der Bruttoabsatz dieser

Emittentengruppen erreichte im Dezember den niedrigsten Wert des Jahres 1999. Der Bruttoabsatz des MFI-Sektors blieb im Dezember relativ hoch und lag über dem durchschnittlichen Bruttoabsatz von 149,2 Mrd € dieser Emittentengruppe in den ersten elf Monaten des Jahres 1999.

Bei den Emissionen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets sank der Absatz auf Euro lautender Schuldverschreibungen im vierten Quartal 1999 ebenfalls auf den tiefsten Stand des Jahres. Nach Emittentengruppen gegliedert hatten im vierten Quartal 1999 die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit 133,7 Mrd € und die Zentralstaaten mit 203,2 Mrd € den niedrigsten Bruttoabsatz während des ganzen Jahres zu verzeichnen, während der Bruttoabsatz der Banken mit 503,2 Mrd € am höchsten war.

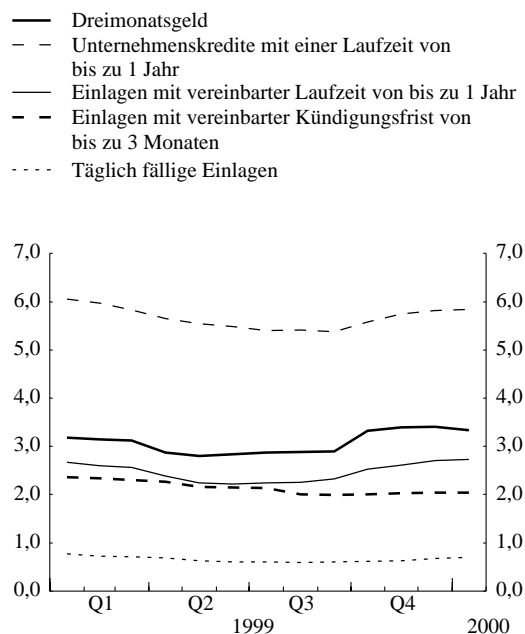
Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Januar weiter gestiegen

Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Eurogebiet erhöhten sich im Januar 2000 leicht und setzten damit einen Trend fort, der nach den Sommermonaten 1999 eingesetzt hatte (siehe Abbildung 5). Der Anstieg der durchschnittlichen kurzfristigen Zinsen war im Januar 2000 sehr gering und bewegte sich zwischen zwei und drei Basispunkten. Eine Ausnahme bildete die Durchschnittsverzinsung der Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, die unverändert blieb. Diese Zinsentwicklung dürfte eine allmähliche Anpassung der durchschnittlichen Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken an die Veränderung der Geldmarktzinsen zum Jahresende 1999 widerspiegeln. Insgesamt waren die kurzfristigen Bankzinsen, die in der ersten Jahreshälfte 1999 gesunken waren, im Januar 2000 in etwa ebenso hoch wie im Januar 1999.

Bei den längeren Laufzeiten sind die durchschnittlichen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Januar 2000 vor dem Hintergrund eines weiteren Anstiegs der Kapitalmarktzinsen im Dezember 1999 und Januar

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

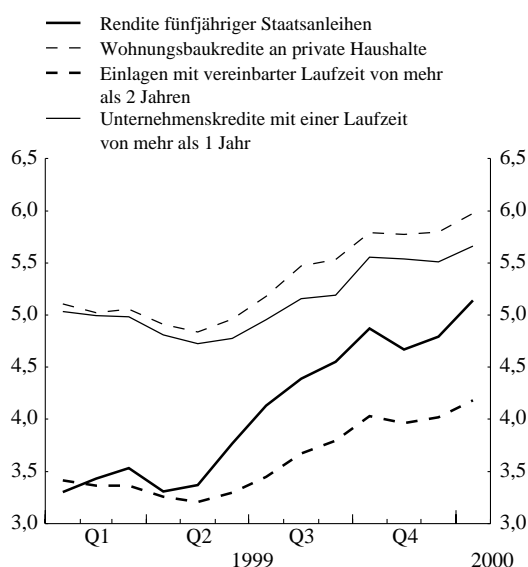
(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

2000 kräftiger gestiegen. Der Durchschnittszins für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren erhöhte sich im Januar um 16 Basispunkte auf 4,2 %. Wohnungsbaukredite an private Haushalte verteuerten sich um durchschnittlich 19 Basispunkte und kosteten im Januar im Durchschnitt knapp 6 %. Außerdem ist der Durchschnittssatz für Unternehmenskredite um 15 Basispunkte auf 5,7 % gestiegen. Insgesamt haben sich die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken seit Mai 1999 kräftig erhöht und liegen zurzeit deutlich über ihrem Niveau vom Januar 1999 (siehe Abbildung 6).

Weiterer Aufwärtstrend bei den Geldmarktzinsen in der zweiten Februarhälfte

Nach dem Anstieg am Jahresende 1999 zogen die Geldmarktsätze im Euroraum zunächst gegen Ende Januar 2000 im Vorgriff auf eine EZB-Zinserhöhung nochmals an. Da der Zinsschritt der EZB bis zur Bekanntgabe am 3. Februar 2000 fast vollständig vorweggenommen worden war, passten sich die Geldmarktsätze am folgenden Tag nur noch leicht nach oben an. Am 4. Februar lagen der Einmonats-EURIBOR bei 3,32 % und der Dreimonats-EURIBOR bei 3,49 %. Der Sechsmonats- und Zwölfmonats-EURIBOR zogen Ende Januar ebenfalls an und blieben nach der Bekanntgabe des EZB-Zinsschritts praktisch unverändert. Am 4. Februar beliefen sich diese Sätze auf 3,69 % beziehungsweise 4,05 %.

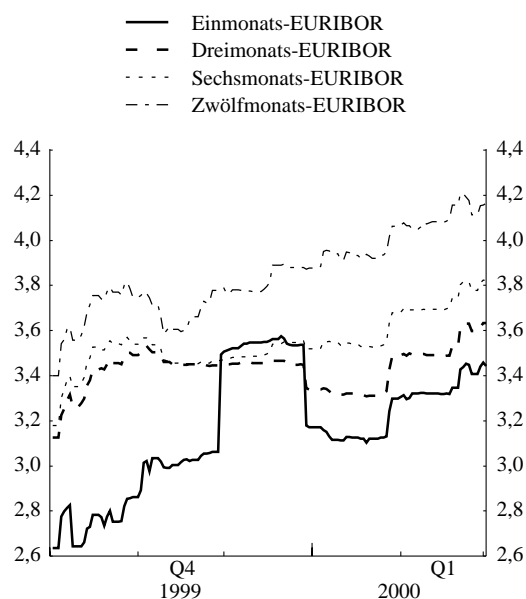
In den folgenden Wochen schwankte der Tagesgeldsatz gemessen am EONIA nur sehr geringfügig um den seit dem 9. Februar geltenden Hauptrefinanzierungssatz von 3,25 % (siehe Kasten 1). Gegen Ende Februar, zu Beginn der neuen Mindestreserveerfüllungsperiode (die den Zeitraum vom 24. Februar bis 23. März umfasst), bewegte sich der EONIA-Satz zwischen 3,3 % und 3,5 %, was vermutlich sowohl die am Markt erwartete weitere Anhebung der EZB-Zinsen im Verlauf der Mindestreserveerfüllungsperiode als

auch eine vorübergehend angespannte Liquiditätslage widerspiegelte.

Andere Geldmarktsätze sind Ende Februar 2000 ebenfalls gestiegen, was wohl vor dem Hintergrund zu sehen ist, dass die Finanzmärkte ihre Erwartungen bezüglich der kurzfristigen Entwicklung der EZB-Zinssätze anscheinend nach oben korrigiert haben (siehe Abbildung 7). Am 1. März lagen der Einmonats-EURIBOR und der Dreimonats-EURIBOR bei 3,44 % bzw. 3,63 % und damit rund 10 – 15 Basispunkte höher als am 4. Februar. Jedoch gab es im Februar keine nennenswerte Änderung der Markterwartungen bezüglich der Entwicklung der kurzfristigen Zinsen in der zweiten Hälfte des Jahres 2000. Am 1. März beliefen sich die Dreimonats-EURIBOR-Sätze für im Juni, September und Dezember 2000 fällige Kontrakte auf 4,07 %, 4,34 % bzw. 4,61 % und waren damit nahezu unverändert gegenüber dem 4. Februar. Gleichzeitig betrugen die Sechsmonats- und Zwölfmonats-EURIBOR-Sätze am 1. März 3,82 % bzw. 4,17 % und lagen damit leicht über dem Stand vom 4. Februar.

Abbildung 7
Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der Mindestreserververfüllungsperiode, die am 23. Februar 2000 endete

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der Mindestreserververfüllungsperiode vom 24. Januar bis 23. Februar 2000 führte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch. Die beiden ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden zu einem festen Zinssatz von 3,00 % abgewickelt, während die letzten drei Geschäfte nach der EZB-Zinserhöhung am 3. Februar 2000 zu einem Satz von 3,25 % durchgeführt wurden. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 59 Mrd € und 69 Mrd €. Das Bietungsaufkommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften lag zwischen 1 023 Mrd € und 3 013 Mrd €. Das durchschnittliche Bietungsaufkommen belief sich auf 1 744 Mrd € verglichen mit 849 Mrd € in der vorherigen Mindestreserververfüllungsperiode. Das höchste Bietungsaufkommen wurde am 1. Februar 2000 verzeichnet und spiegelt die Erwartungen hinsichtlich einer Erhöhung des Hauptrefinanzierungssatzes in dieser Erfüllungsperiode wider. Der Repartierungssatz für dieses Geschäft ging infolgedessen auf 2,06 % zurück. Nachdem die EZB die Zinsen erhöht hatte, normalisierte sich das Bietungsaufkommen am 8. Februar wieder. Innerhalb der Mindestreserververfüllungsperiode bewegten sich die Repartierungssätze zwischen 2,06 % und 6,37 % gegenüber einer Spanne von 3,83 % bis 14,41 % in der vorangegangenen Erfüllungsperiode.

Das Eurosystem führte am 26. Januar ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem Zuteilungsvolumen von 20 Mrd € durch; wie bereits am 20. Januar 2000 angekündigt, war das Volumen damit um 5 Mrd € niedriger als beim letzten Refinanzierungsgeschäft dieser Art. Insgesamt nahmen 354 Bieter an dem Geschäft teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 87 Mrd € abgaben. Es war die bisher höchste bei diesen Geschäften beobachtete Beteiligung, die auch auf die vor dem 3. Februar gestiegenen Erwartungen eines Zinsschritts zurückzuführen sein könnte. Der marginale Zuteilungssatz

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserververfüllungsperiode vom 24. Januar bis 23. Februar 2000

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	201,5	0,2	+ 201,3
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	130,9	-	+ 130,9
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	70,5	-	+ 70,5
Ständige Fazilitäten	0,1	0,2	-0,1
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	367,8	461,0	- 93,2
Banknotenumlauf	-	347,6	- 347,6
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	49,2	-49,2
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	367,8	-	+ 367,8
Sonstige Faktoren (netto)	-	64,2	- 64,2
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			108,1
(d) Mindestreservesoll			107,5

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

betrug 3,28 % und der Durchschnittssatz 3,30 %. Damit hatte sich der Abstand zwischen diesen beiden Sätzen wieder normalisiert, nachdem er in den drei Geschäften, die den Jahrtausendwechsel umspannten, größer ausgefallen war.

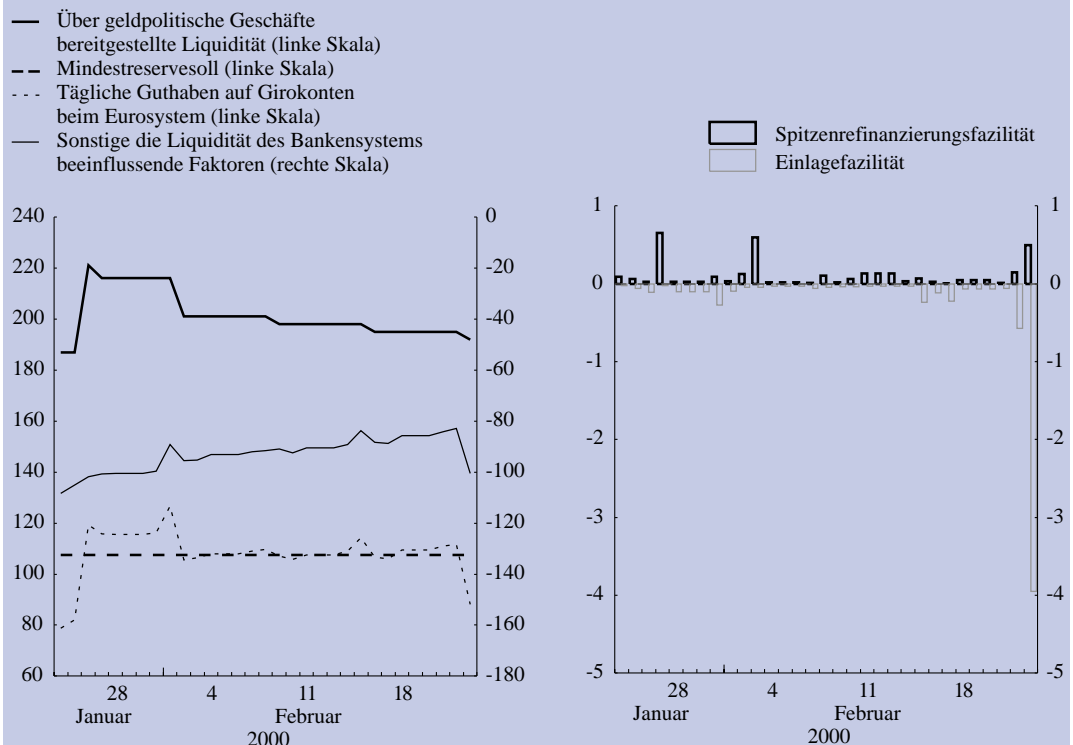
Zu Beginn der Mindestreserveerfüllungsperiode lagen die Tagesgeldsätze, gemessen am EONIA, zwischen 3,06 % und 3,11 %. Ab dem 28. Januar 2000 stieg der EONIA-Satz vor dem Hintergrund der zunehmenden Erwartungen einer Zinserhöhung auf 3,3 %, stabilisierte sich jedoch nach dem am 3. Februar durch den EZB-Rat bekannt gegebenen EZB-Zinsbeschluss wieder. Zwischen dem 4. und 16. Februar blieben die EONIA-Sätze erstaunlich stabil und wichen nicht mehr als einen Basispunkt vom neuen Hauptrefinanzierungssatz ab. Trotz einer relativ reichlichen Liquiditätsausstattung stieg der EONIA-Satz am letzten Tag der Mindestreserveerfüllungsperiode auf 3,48 %.

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

Die ständigen Fazilitäten wurden in dieser Periode mit Ausnahme des letzten Tages verhältnismäßig wenig in Anspruch genommen. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität betrug 0,1 Mrd €, das heißt 1,8 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Mindestreserveerfüllungsperiode. Die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität lag bei 0,2 Mrd € und war damit um 0,3 Mrd € niedriger als in der vorherigen Erfüllungsperiode. Am letzten Tag der Mindestreserveerfüllungsperiode wurden die Einlagefazilität mit 4,0 Mrd € und die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit 0,5 Mrd € in Anspruch genommen, was die verhältnismäßig reichliche Liquiditätsausstattung zum Ausdruck bringt.

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. Februar 2000 endenden Mindestreserveerfüllungsperiode

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren, das heißt die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), entzogen dem Bankensystem per Saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 93,2 Mrd € und damit 9,8 Mrd € weniger als in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Dies war in erster Linie auf eine Zunahme der Einlagen öffentlicher Haushalte um 8,2 Mrd € und eine Abnahme des Banknotenumlaufs um 15,4 Mrd € zurückzuführen. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 78,7 Mrd € und 126,7 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 108,1 Mrd € und das Mindestreservesoll auf 107,5 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll sank folglich von 1,0 Mrd € in der vorangegangenen Erfüllungsperiode auf 0,6 Mrd €. Von dieser Differenz sind rund 0,1 Mrd € auf Girokontoguthaben zurückzuführen, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, während die restlichen 0,5 Mrd € auf Überschussreserven entfallen.

Der marginale Zuteilungssatz für das längerfristige Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 1. März durchgeführt und am 2. März 2000 abgewickelt wurde, betrug 3,60 % und der durchschnittliche Zuteilungssatz 3,61 %. Damit lagen diese Sätze nur wenige Basispunkte unter dem Dreimonats-EURIBOR am Tag der Durchführung des Geschäfts.

Langfristige Anleiherenditen im Februar stabil

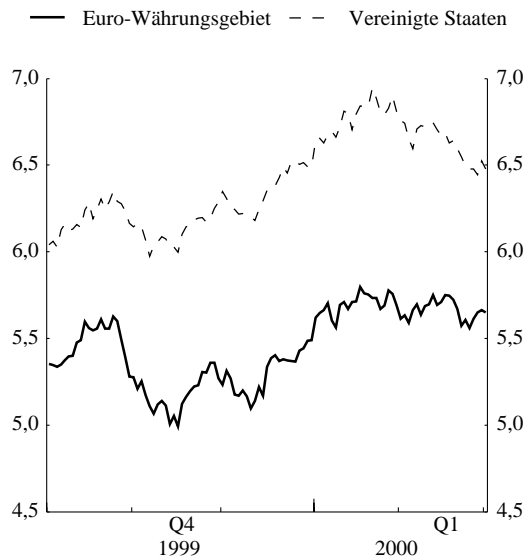
Im Gegensatz zum eindeutigen Aufwärtstrend, der fast während des gesamten Jahres 1999 und zu Beginn des Jahres 2000 bestand, waren die langfristigen nominalen Anleiherenditen im Euroraum im Februar 2000 weitgehend stabil (siehe Abbildung 8). Zwischen Ende Januar und dem 1. März 2000 ist das durchschnittliche Niveau der zehnjährigen Anleiherenditen im Euroraum nur geringfügig um rund 5 Basispunkte auf 5,65 % zurückgegangen. Außerdem setzte sich die seit Jahresanfang zu beobachtende Tendenz fort: Die implizite Volatilität der Terminkontrakte auf EWU-Anleihen hat sich im Februar weiter verringert. Dies kann als ein Zeichen verringerter Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen im Eurogebiet angesehen werden (siehe Kasten 2).

Der im Februar zu beobachtende Rückgang der Unsicherheit zusammen mit der relativen Stabilität der langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet war aus verschiedenen Gründen bemerkenswert. Erstens fand er angesichts einer Reihe positiver Signale bezüglich der Konjunkturerwicklung im Eurogebiet statt. Diesbezüglich war anscheinend die Anhebung der EZB-Zinssätze am 3. Februar größtenteils von den Marktteilnehmern erwartet und für die Gewährleistung der Preisstabilität im Euroraum als notwendig erachtet worden. Außerdem geschah dies während einer Phase kräftiger Rückgänge bei den US-amerikanischen Anleiherenditen und hoher Volatilität an den amerikanischen Rentenmärkten.

In den Vereinigten Staaten haben sich die zehnjährigen Anleiherenditen zwischen Ende Januar und dem 1. März 2000 um rund 35 Basispunkte auf 6,48 % ermäßigt. Dieser erhebliche Rückgang kehrt teilweise die 1999 und bis Mitte Januar 2000 verzeichneten beträchtlichen Anstiege bei den langfristigen Anleiherenditen um. Die Abwärtsbewegung bei den langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten war größtenteils auf eine Ankündigung des amerikanischen Finanzministeriums Anfang Februar zurückzuführen, dass es beabsichtige, die Emission längerfristiger Anleihen erheblich zu reduzieren und außer-

Abbildung 8
Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

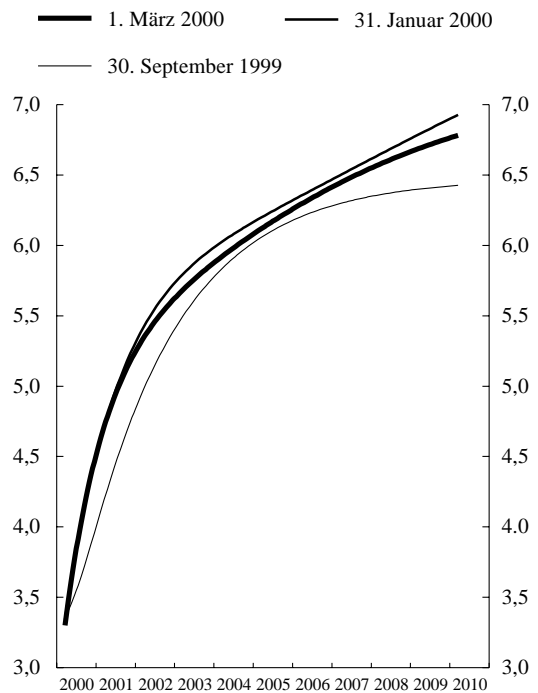
dem mit dem Rückkauf von Anleihen vor Fälligkeit zu beginnen. Die Auswirkungen dieser Ankündigung waren bei den sehr langen Laufzeiten besonders ausgeprägt; das Niveau der 30-jährigen Anleiherenditen ist gegenüber Ende Januar um rund 40 Basispunkte gesunken, was am sehr langen Ende des Laufzeitenspektrums zu einer Inversion der US-Renditenstrukturkurve führte. Daneben dürften die zunehmenden Erwartungen am Markt bezüglich eines weiteren Anstiegs der kurzfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten zeitweise zum Abwärtsdruck auf die US-Anleiherenditen beigetragen haben. Diese Erwartungen sowie anhaltende Anzeichen moderaten Preisdrucks trotz des kräftigen Wirtschaftswachstums haben wohl die Marktteilnehmer bewegt, die langfristigen Inflationserwartungen für die Vereinigten Staaten nach unten zu korrigieren, was zum Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen beigetragen hat. Diese Rückgänge bei den US-Anleiherenditen haben zusammen mit der zuvor erwähnten Stabilität der EWU-Anleiherenditen im Februar zu einer Verringerung des Rendite-

vorsprungs zehnjähriger amerikanischer Anleihen gegenüber entsprechenden Papieren im Euroraum um rund 30 Basispunkte geführt, so dass sich der Spread am 1. März 2000 auf 80 Basispunkte belief.

In Japan setzte sich der Aufwärtstrend bei den zehnjährigen Anleiherenditen fort; nachdem diese im Februar rund 10 Basispunkte angezogen waren, lagen sie am 1. März bei 1,82 %. Der Anstieg der Anleiherenditen fand vor dem Hintergrund unterschiedlicher Signale bezüglich der Dynamik der Konjunkturerholung und der zukünftigen Aussichten in Japan statt. Während einige in diesem Zeitraum veröffentlichte Daten eine vorübergehende Abschwächung der Konjunkturerholung anzeigten, signalisierten andere Potenzial für ein allmähliches Anziehen der Konjunktur. Zu den anderen Faktoren, die

Abbildung 9
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.

Kasten 2

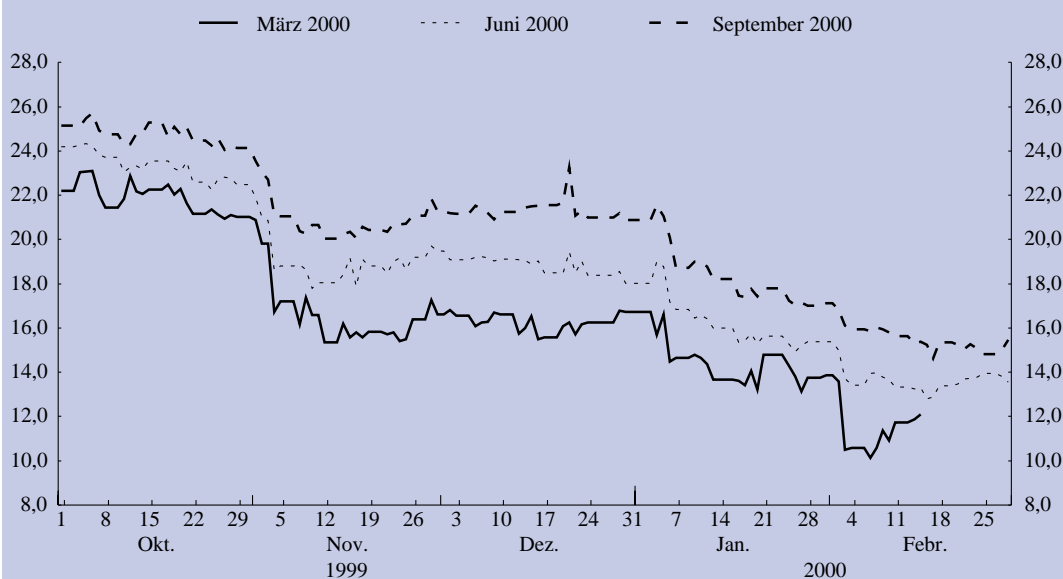
Jüngste Entwicklung der impliziten Zinsvolatilität

Die Entwicklung der erwarteten Volatilität der kurz- und langfristigen Zinsen, gemessen an der aus Optionspreisen abgeleiteten impliziten Volatilität, liefert einen Anhaltspunkt für den Grad der Unsicherheit am Markt über die künftige Zinsentwicklung (siehe Kasten 4 auf Seite 22 bis 24 des Monatsberichts vom Dezember 1999).

Was die jüngste Entwicklung der Volatilität der Kurzfristzinsen betrifft, so ist die aus den im Dezember 1999 und März und Juni 2000 fällig werdenden Optionen abgeleitete Volatilität des Dreimonats-EURIBOR nach der Erhöhung der EZB-Zinsen im November 1999 stark zurückgegangen. Danach blieb sie bis zum Jahresbeginn 2000 trotz wachsender Markterwartungen einer EZB-Zinserhöhung im Jahr 2000 fast unverändert. In der ersten Januarwoche setzte bei allen verfügbaren Laufzeiten eine Abwärtsbewegung der impliziten Volatilität ein. Dies war möglicherweise darauf zurückzuführen, dass sich die Befürchtungen am Markt in Bezug auf die Auswirkungen des Übergangs zum Jahr 2000 zerstreuten. Ein zweiter Faktor, der die geringere Streuung der Erwartungen mit bewirkt haben könnte, war die nachlassende Ungewissheit über die Aussichten für das wirtschaftliche Wachstum im Euroraum. Dies wiederum könnte dazu beigetragen haben, die Unsicherheit am Markt hinsichtlich in naher Zukunft allmählich steigender Kurzfristzinsen im Eurogebiet zu verringern.

Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte

(an der LIFFE gehandelt)



Quelle: Bloomberg.

Nach der EZB-Zinserhöhung vom 3. Februar 2000 ging die erwartete Volatilität der kurzfristigen Zinsen in allen verfügbaren Laufzeitenbereichen zurück. Im Vergleich zur Entwicklung nach der vorangegangenen Zinsanhebung vom November 1999 war der Rückgang der impliziten Volatilität aus Optionen, insbesondere Optionen auf Terminkontrakte mit den kürzesten Fälligkeiten, jedoch weniger ausgeprägt. Während beispielsweise im November 1999 die implizite Volatilität aus Optionen auf im Dezember 1999 fällig werdende Terminkontrakte um rund 10 Prozentpunkte zurückgegangen war, nahm im Februar 2000 die implizite Volatilität aus Optionen auf im März 2000 fällig werdenden Terminkontrakten um etwa 3 Prozentpunkte ab. Diese Differenz könnte damit zu erklären sein, dass die Unsicherheit vor der Zinsentscheidung vom 3. Februar 2000 geringer war als Anfang November 1999. Außerdem war die Unsicherheit am Markt hinsichtlich der Entwicklung der Kurzfristzinsen, insbesondere für Laufzeiten von

über einem Monat, Ende 1999 nach dem ausgeprägten Volatilitätsrückgang im November 1999 größer als nach der Zinserhöhung vom 3. Februar 2000.

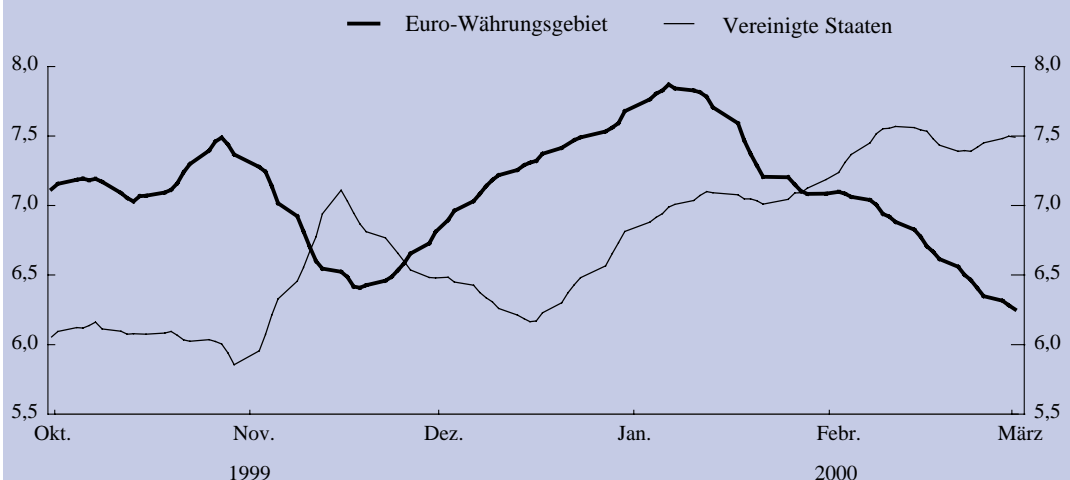
Die aus Optionen auf langfristige Anleihen abgeleitete implizite Volatilität liefert in der Regel einen Hinweis auf den Grad der Unsicherheit über die langfristigen Realzinsen, die durchschnittliche Inflationsrate und die von den Marktteilnehmern bis zum Ablauf der Optionen erwarteten Risikoprämien. Seit Ende Oktober 1999 können in Bezug auf die Entwicklung der impliziten Volatilität des Terminkontrakts auf zehnjährige deutsche Bundesanleihen (Bund-Future), der wegen seiner Liquidität den besten Indikator für den Euroraum darstellen dürfte, offenbar drei verschiedene Perioden unterschieden werden. In der ersten Periode (von Ende Oktober bis Mitte November 1999) ging die implizite Volatilität, wie die unten stehende Abbildung zeigt, zurück, und zwar zunächst im Gefolge steigender Markterwartungen einer EZB-Zinserhöhung und anschließend nach der Bekanntgabe des Zinsbeschlusses am 4. November.

In der zweiten Periode (die etwa Mitte November 1999 begann) kehrte sich der Rückgang der impliziten Volatilität des Bund-Futures um, und bis zum Jahresende erhöhte sich die implizite Volatilität zunehmend. Diese Entwicklung fiel mit einem erneuten Aufwärtsdruck auf die langfristigen Anleiherenditen im Eurogebiet zusammen, der anscheinend hauptsächlich auf die Sogwirkung steigender US-Anleiherenditen und den gleichzeitig zunehmenden Optimismus der Marktteilnehmer hinsichtlich der Wachstumsaussichten im Euroraum zurückzuführen war. Diese Erwartungsänderungen dürften zu einer verstärkten Unsicherheit am Markt über die künftige Höhe der Realzinsen und möglicherweise auch die künftige Preisentwicklung geführt haben und könnten daher teilweise den Anstieg der impliziten Volatilität in dieser Periode erklären.

In der dritten Periode (die die ersten beiden Monate des Jahres 2000 umfasste) wies die implizite Volatilität des Bund-Futures erneut einen insgesamt rückläufigen Trend auf. Bemerkenswert ist dieser Rückgang der impliziten Volatilität angesichts des gleichzeitigen Anstiegs der impliziten Volatilität in den USA. Zum Rückgang der erwarteten Volatilität im Eurogebiet dürfte unter anderem der Wegfall der Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Jahrtausendwechsel beigetragen haben, obgleich die Entwicklung in den

Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

(in % p.a.; gleitender Zehntagesdurchschnitt der Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die impliziten Volatilitätsreihen in der obigen Abbildung stellen die implizite Volatilität aus Optionen, die nahe am Geld liegen, auf den nächstfälligen Terminkontrakt dar, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf verlängert wird. Das bedeutet, dass 20 Tage vor Ablauf der Kontrakte ein Wechsel in der Wahl des Kontrakts, der zur Bestimmung der impliziten Volatilität verwendet wird, stattfindet, und zwar von dem der Fälligkeit nächstgelegenen Kontrakt zum darauffolgenden Kontrakt.

Vereinigten Staaten darauf hindeutet, dass dieser Faktor nur einen relativ begrenzten Einfluss hatte. Eine größere Rolle dürften deshalb wohl die wachsenden Markterwartungen gespielt haben, dass der EZB-Rat die Zinsen Anfang 2000 erhöhen und sich damit die Unsicherheit über die künftige Preisstabilität verringern würde. Tatsächlich ließ die Entwicklung nach dem Zinserhöhungsbeschluss der EZB vom 3. Februar einen weiteren Rückgang der Unsicherheit über die Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen in der unmittelbaren Zukunft erkennen.

anscheinend einen Aufwärtsdruck auf die japanischen Anleiherenditen ausgeübt haben, gehören Hinweise darauf, dass einige Rating-Agenturen das gegenwärtige Kreditrating für die auf Yen lautenden Verbindlichkeiten Japans angesichts der ungewissen fiskalpolitischen Aussichten überprüfen.

Vor dem Hintergrund des zuvor erwähnten leichten Rückgangs der langfristigen Anleiherenditen im Euroraum hat sich die implizite Termin-Zinsstrukturkurve im Eurogebiet im Februar etwas abgeflacht (siehe Abbildung 9).

Wie im nachfolgenden Kasten 4 beschrieben, kann die Entwicklung am französischen Markt für an Preisindizes gebundene Anleihen – unter entsprechenden Annahmen – herangezogen

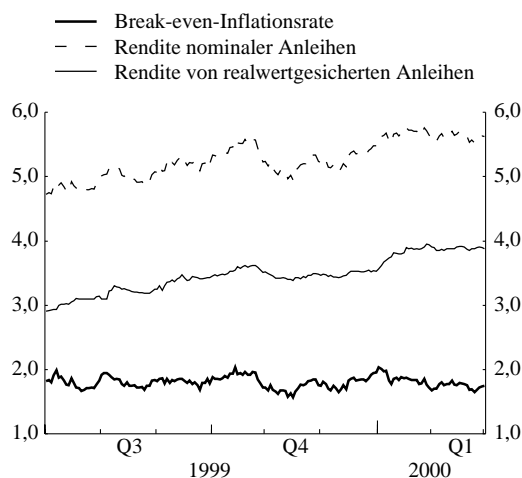
werden, um Hinweise auf die Veränderung der langfristigen Realzinsen sowie der langfristigen Inflationserwartungen zu erhalten. Insbesondere die „Break-even-Inflationsrate“, das heißt die Differenz zwischen den Nominal- und Realrenditen vergleichbarer Laufzeiten, kann als Indikator für die vom Markt erwartete durchschnittliche Inflationsrate für die Restlaufzeit der Anleihen gesehen werden. Bemerkenswert bei der Entwicklung der Break-even-Inflationsrate ist ihre Stabilität seit Mitte 1999 trotz zunehmend optimistischer Konjunkturaussichten für den Euroraum in diesem Zeitraum. Diese Tendenz hat sich fortgesetzt, die Break-even-Inflationsrate blieb im Februar stabil (siehe Abbildung 10). Diese Entwicklung kann als ein Zeichen dafür gesehen werden, dass die langfristigen Inflationserwartungen trotz des Anstiegs der Realzinsen seit Mitte 1999 auf Grund zunehmend optimistischer Konjunkturaussichten für den Euroraum gedämpft blieben. Rückschlüsse auf die Inflationserwartungen im Eurogebiet, die sich auf die Renditen französischer inflationsindexierter Anleihen stützen, sind angesichts einiger Vorbehalte wie immer mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren.

Gegenläufige Entwicklungen an den internationalen Aktienmärkten

Nach den starken Kursgewinnen an den EWU-Aktienmärkten in den letzten Monaten des Jahres 1999 und einer teilweisen Korrektur im Januar 2000 sind die Aktienkurse im Eurogebiet im Februar erneut erheblich gestiegen (siehe Abbildung 11). Gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex haben sich die Aktienkurse im Eurogebiet zwischen Ende Januar und dem 1. März um mehr als 12 % erhöht. Damit lagen die Aktienno-

Abbildung 10
Break-even-Inflationsrate, berechnet für Verbraucherpreise in Frankreich

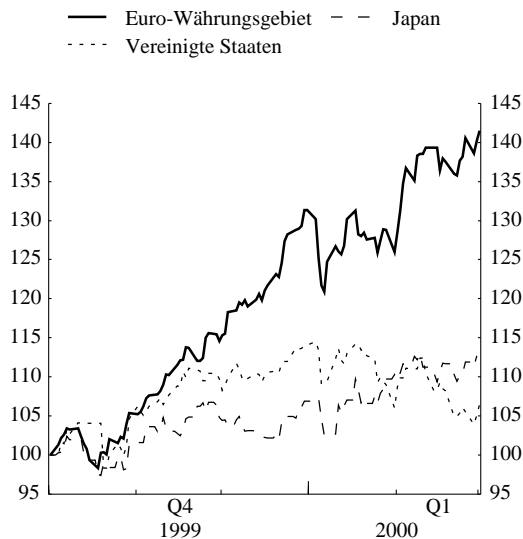
(in %; Tageswerte)



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 nominalen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen französischer festverzinslicher Anleihen, ebenfalls mit Fälligkeit 2009, abgeleitet.

Abbildung 11
Aktienkursindizes im Euro-
Währungsgebiet, in den Vereinigten
Staaten und in Japan

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



Quelle: Reuters.

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

tierungen rund 8 % über dem Stand von Ende 1999. Der Anstieg der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet stand in krassem Gegensatz zu der Entwicklung an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten, wo in einem volatilen Umfeld Kursverluste zu verzeichnen waren.

In den Vereinigten Staaten ist der Standard-&Poor's-500-Index zwischen Ende Januar und dem 1. März um etwas mehr als 1 % zurückgegangen, so dass er gut 6 % unter dem Stand von Ende 1999 lag. Trotz anhaltender Anzeichen eines kräftigen Wachstums der US-Wirtschaft und einer Abwärtsbewegung bei den langfristigen Anleiherenditen haben die Erwartungen steigender Kurzfristzinsen im Zusammenhang mit der Unsicherheit über das Ausmaß des von der Nachfrageseite ausgehenden Drucks auf die US-Wirtschaft sowie dessen Auswirkungen auf die Preise anscheinend einen Abwärtsdruck auf die amerikanischen Aktienkurse ausgeübt. Dieser Abwärtsdruck auf die Aktienkurse war nicht gleichmäßig über die Unternehmenslandschaft

verteilt. Ein herausragendes Kennzeichen der Aktienkursentwicklung in den Vereinigten Staaten in den letzten Monaten war die unterschiedliche Kursentwicklung von eher traditionellen Unternehmen einerseits und von Unternehmen in neueren Branchen, insbesondere im Technologiesektor, andererseits. Zwischen Ende Januar und dem 1. März ist der Nasdaq-Composite-Index (der einen hohen Anteil an Technologiewerten aufweist) um mehr als 21 % gestiegen und lag damit nahezu 18 % über dem Stand von Ende 1999. Bei den Faktoren, die anscheinend zu der unterschiedlichen Performance dieser Aktienkategorien geführt haben, ist wohl die offensichtlich geringere Sensibilität der Aktienkurse im Nasdaq-Index gegenüber Änderungen der kurzfristigen Zinserwartungen zu nennen. Diese geringere Sensibilität dürfte auf das Profil der zukünftigen Erträge vieler dieser an der Nasdaq notierten Unternehmen zurückzuführen sein, bei denen nennenswerte Gewinne erst zu einem viel späteren Zeitpunkt erwartet werden.

In Japan sind die Aktienkurse, gemessen am Nikkei-225-Index, in den letzten Monaten allmählich gestiegen. Zwischen Ende Januar und dem 1. März gewannen sie mehr als 3 %, so dass sie rund 6 % über dem Stand von Ende 1999 lagen. Diese Aufwärtsbewegung, die trotz des Anstiegs der langfristigen japanischen Zinsen stattfand, dürfte auf veränderte Erwartungen am Markt bezüglich der Konjunkturaussichten in Japan zurückzuführen sein.

Wie bereits erwähnt, hat sich im Februar die Entwicklung an den EWU-Aktienmärkten von diesen globalen Tendenzen abgekoppelt. Nach den im Januar beobachteten Rückgängen dürfte die Triebfeder für die Erholung der Aktienkurse im Euroraum in erster Linie die zuvorsichtlicheren Erwartungen bezüglich der zukünftigen Unternehmensgewinne gewesen sein, die teilweise in Zusammenhang mit Erwartungen eines kräftigen BIP-Wachstums im Euroraum, jedoch stärker mit den Fusions- und Übernahmeaktivitäten insbesondere in den Bereichen Telekommunikation und Technologie zu sehen sind. Insbesondere scheinen

Tabelle 3**Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-EURO-STOXX-Branchenindizes***(in %)*

	Grund- stoffe	Konjunktur- abhängige Konsum- güter	Konjunktur- unabhängige Konsum- güter	Energie	Finanz- sektor	Misch- konzerne	Industrie	Techno- logie	Versor- gungs- unter- nehmen
Kursveränderung									
Ende 1998 bis Ende 1999	46,6	21,1	0,8	34,5	12,2	51,1	70,2	134,2	62,5
Ende 1999 bis 1. März 2000	-15,9	2,8	-8,0	-6,2	-5,9	-3,2	5,6	27,6	25,7
Volatilität									
Ende 1998 bis Ende 1999	18,7	16,9	18,4	23,1	18,3	22,2	18,7	27,4	22,4
Ende 1999 bis 1. März 2000	25,2	27,1	21,2	29,4	16,4	28,4	24,6	42,5	39,7

*Quelle: Dow-Jones-EURO-STOXX-Index.**Anmerkung: Die historische Volatilität wird als die auf Jahresrate umgerechnete Standardabweichung der täglichen Indexstandsveränderungen innerhalb des Zeitraums berechnet. Die Branchenindizes sind in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts aufgeführt.*

die jüngsten Fusions- und Übernahmeaktivitäten eine optimistischere Einschätzung seitens der Marktteilnehmer bezüglich der Fähigkeit europäischer Unternehmen, effizientere und profitablere Umstrukturierungen durchzuführen, bewirkt zu haben.

Betrachtet man die Entwicklung in den einzelnen Branchen des EWU-Aktienmarktes, so haben sich Tendenzen, die in den letzten Monaten des Jahres 1999 eingesetzt hatten, in den ersten zwei Monaten des Jahres 2000 fortgesetzt. Bei dem Dow-Jones-Euro-STOXX-Branchenindex für die Telekommunikationssparte der Versorger für das Eurogebiet war nach Kursgewinnen von 105 % im Jahr 1999 ein Anstieg von mehr als 28 % zwischen Ende 1999 und dem 1. März 2000 zu beobachten. Diese Kurssteigerung dürfte

die optimistischen Einschätzungen seitens der Marktteilnehmer bezüglich der zukünftigen Ertragslage in dieser Branche auf Grund der zuvor erwähnten Fusionen und Übernahmen sowie anderer Umstrukturierungsmaßnahmen bei den Unternehmen widerspiegeln. Im Technologiesektor haben die Aktienkurse nach einer Kurssteigerung von 134 % im Jahr 1999 nahezu 28 % zwischen Ende 1999 und dem 1. März zugelegt. Diese Entwicklung dürfte ein Zeichen für den anhaltenden Optimismus seitens der Marktteilnehmer bezüglich der zukünftigen Unternehmensgewinne gewesen sein, insbesondere in Branchen, die vom Internet-Geschäft profitieren. Im Finanzsektor haben sich die Aktienkurse im Februar nach den starken Kurverlusten im Januar etwas erholt, lagen aber am 1. März noch nahezu 6 % unter ihrem Stand von Ende 1999.

2 Preisentwicklung

Inflation gemessen am HVPI im Januar 2000 weiter gestiegen

Im Januar 2000 setzte sich erwartungsgemäß der 1999 zu beobachtende Anstieg der Inflationsrate fort. Die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) im Euro-Währungsgebiet betrug 2,0 % gegenüber 1,7 % im Dezember 1999 (siehe Tabelle 4). Wie in den Vormonaten war der Anstieg auch im Januar 2000 fast vollständig auf die jüngsten Ölpreiserhöhungen und den Basiseffekt im Zusammenhang mit dem Rückgang der Ölpreise vor einem Jahr zurückzuführen. Im Gegensatz zu den Energiepreisentwicklungen blieb die Steigerungsrate der meisten anderen Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet – sowohl bei den Waren als

auch bei den Dienstleistungen – moderat. Wie in Kasten 3 beschrieben, wurde der HVPI ab seiner Veröffentlichung im Januar 2000 erweitert und weiter harmonisiert. Es ist davon auszugehen, dass diese Veränderung bei dem jüngsten Anstieg der jährlichen Inflationsrate kaum eine Rolle gespielt hat.

Die Steigerungsrate der Energiepreise erhöhte sich im Januar 2000 weiter auf 12 % und damit um 2,0 Prozentpunkte gegenüber Dezember 1999, als sie 10 % betragen hatte (siehe Abbildung 12). Von dieser Differenz waren etwa 0,4 Prozentpunkte auf den zwischen Dezember 1998 und Januar 1999 zu beobachtenden Rückgang der Energiepreiskomponente (Basiseffekt) zurückzuführen, während der Rest die jüngsten Ölpreiserhö-

Tabelle 4
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	2000	2000
				Q1	Q2	Q3	Q4	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,6	1,1	1,1	0,8	1,0	1,1	1,5	1,2	1,3	1,5	1,7	2,0	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,2	0,6	0,8	0,3	0,6	0,9	1,5	1,1	1,3	1,5	1,9	2,2	.
Nahrungsmittel	1,4	1,6	0,5	1,3	0,6	-0,2	0,4	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,4	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,4	0,9	1,2	0,8	0,7	0,9	0,6	0,8	0,9	1,0	1,0	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,9	0,0	1,4	0,3	-1,4	-0,3	-1,2	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	.
Industrieerzeugnisse	1,0	0,1	1,0	-0,2	0,6	1,4	2,1	1,7	1,8	2,0	2,6	3,1	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	0,5	0,9	0,6	0,8	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5	0,7	.
Energie	2,8	-2,6	2,2	-3,9	0,5	4,6	7,8	6,1	6,3	7,2	10,0	12,0	.
Dienstleistungen	2,3	1,9	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6	1,6	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	1,1	-0,8	0,0	-2,6	-1,3	0,7	3,1	1,4	2,2	3,1	4,1	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	0,7	0,0	.	1,7	1,6	0,8	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,7	1,5	.	0,1	0,5	0,9	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	2,4	1,5	.	1,8	2,0	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ³⁾	2,5	1,7	.	2,0	2,0	2,4	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (EUR je Barrel) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	10,3	15,0	19,7	23,0	21,8	20,8	23,5	24,8	24,9	27,6
Rohstoffpreise ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	-16,0	-8,2	1,1	14,0	6,6	10,7	11,9	19,3	19,4	.

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

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

3) Gesamtwirtschaft (außer Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Bildungswesen, 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.

Kasten 3

Erweiterter Erfassungsbereich und verbesserte Harmonisierung des HVPI

Die Veröffentlichung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für Januar 2000 markiert einen weiteren wichtigen Schritt auf dem Weg zu einer verbesserten Harmonisierung. Diese Maßnahme hat nicht nur die länderübergreifende Vergleichbarkeit der HVPI-Berechnungsmethoden verbessert, sondern auch den Erfassungsbereich der Konsumausgaben der privaten Haushalte im HVPI erweitert. Die Veränderungen ergeben sich aus der Umsetzung von vier Ratsverordnungen, die in den letzten beiden Jahren verabschiedet wurden, und lassen sich wie folgt zusammenfassen:

Die **Produkterfassung** des HVPI wurde in den Sektoren Gesundheitspflege, Erziehung und Unterricht, Sozialschutz und Versicherungen erweitert. Im HVPI werden jetzt beispielsweise auch pharmazeutische Erzeugnisse, zahnmedizinische Dienstleistungen und private Krankenversicherungsleistungen erfasst. Der für die Erfassung *aller* HVPI-Positionen vereinbarte Oberbegriff lautet *Konsumausgaben der privaten Haushalte* und entspricht dem Konzept „Konsumausgaben“ im Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 1995), wobei aber der Erfassungsbereich auf die tatsächlichen („monetären“) Transaktionen beschränkt ist. Daher geben die im HVPI erfassten Preise die Preisentwicklung abzüglich Erstattungen oder Zuschüssen wieder, das heißt die von den Verbrauchern tatsächlich gezahlten Preise. Dies ist wichtig im Zusammenhang mit der Erweiterung der Produkterfassung, denn für einige der neu erfassten Positionen zahlt der Verbraucher normalerweise nicht den vollen Preis. Auf der Grundlage der verfügbaren Informationen aus nationalen Quellen kann geschätzt werden, dass die erweiterte Produkterfassung etwa 4 % des gesamten Erfassungsbereichs des HVPI im Jahr 2000 ausmacht.

Außerdem wurde die **geographische und demographische Erfassung** des HVPI harmonisiert. Die geographische Erfassung aller nationalen HVPI und folglich der aggregierten Angaben für den Euroraum beziehen sich auf den Verbrauch in den jeweiligen Wirtschaftsgebieten der Mitgliedstaaten beziehungsweise des Euro-Währungsgebiets. Das bedeutet, dass die von Besuchern (Touristen) innerhalb des jeweiligen Landes beziehungsweise im Euro-Währungsgebiet getätigten Ausgaben vom HVPI erfasst und dass die von Gebietsansässigen im Ausland getätigten Ausgaben ausgeschlossen werden. Die Einführung des harmonisierten geographischen Konzepts hat nur in denjenigen Ländern zu einer Veränderung geführt, die vor 2000 ein anderes HVPI-Konzept angewandt haben. Allerdings sind die HVPI für Deutschland, Frankreich und Italien – die zusammen etwa drei Viertel des Index für das Euro-Währungsgebiet ausmachen – von dieser Veränderung nicht betroffen, weil dieses Konzept dort vorher auch schon angewandt wurde. Ferner ergaben sich kleinere Änderungen aus der Einführung des harmonisierten Konzepts der demographischen Erfassung (Erfassung *aller* privaten Haushalte, unabhängig vom Einkommen oder von sonstigen sozio-ökonomischen Faktoren). Diese Veränderung wurde in mehreren nationalen HVPI eingeführt, die allerdings nur etwa ein Fünftel des Index für das Euro-Währungsgebiet ausmachen. Die Harmonisierung der geographischen und demographischen Erfassung führt nicht zu einer Veränderung der vom HVPI erfassten *Positionen*. Sie kann sich allerdings auf die *Gewichtung* der einzelnen Positionen im HVPI auswirken.

Schließlich wurde die **Klassifizierung der** für den HVPI verwendeten Teilindizes gemäß der neuen Fassung der internationalen Klassifikation des individuellen Verbrauchs nach Verwendungszwecken (COICOP) revidiert. Diese Revision hatte – abgesehen von rundungsbedingten Differenzen – keine Auswirkungen auf die Entwicklung der Gesamtindizes seit 1995.

Eine weitere Ausweitung des Erfassungsbereichs der HVPI ist für Januar 2001 geplant. Dabei handelt es sich um die Einbeziehung von Krankenhausdienstleistungen und Dienstleistungen des Sozialschutzes (zum Beispiel die von Altenheimen geleisteten Dienste). Die Behandlung der Kosten im Zusammenhang mit von Eigentümern genutzten Eigentumswohnungen im HVPI, die einzige bedeutende Position, die noch nicht vom HVPI erfasst wird, wird zurzeit von der statistischen Arbeitsgruppe von Eurostat erörtert.

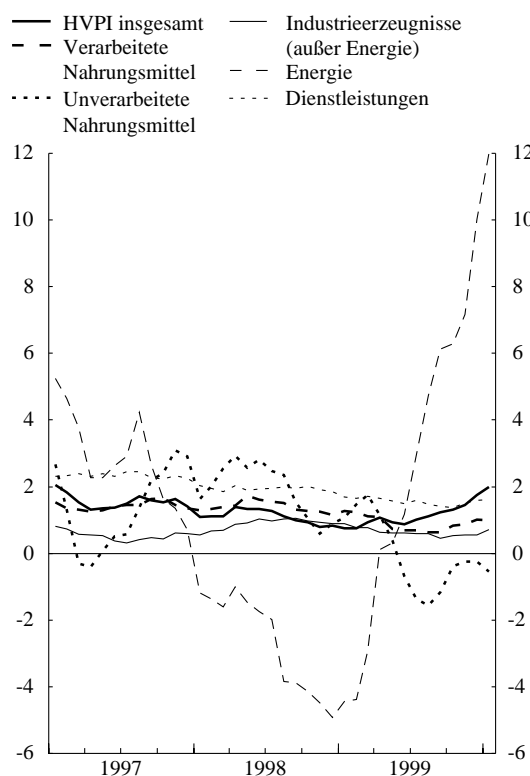
Da die erweiterte Erfassung und die verbesserte Harmonisierung des HVPI erst seit Januar 2000 gilt, werden die jährlichen Inflationsraten im Laufe des Jahres 2000 bis zu einem gewissen Grad durch die Veränderung der Erfassung verzerrt. In diesem Zeitraum wird sich eine Verzerrung ergeben, weil die jährliche Veränderungsrate aus Werten des alten HVPI und des neuen erweiterten und stärker harmonisierten HVPI abgeleitet wird. Allerdings dürfte die Verzerrung der jährlichen Veränderungen, die sich aus dieser erweiterten und stärker harmonisierten Erfassung ergibt, gering sein und wird ab Januar 2001, wenn die auf dem erweiterten HVPI basierenden Daten für einen Zwölfmonatszeitraum zur Verfügung stehen, völlig wegfallen.

hungen widerspiegelte. Der Ölpreis nahm insbesondere von November 1999 bis Januar 2000 um durchschnittlich etwa 6 % zu, das heißt von 23,5 € auf 24,9 € je Barrel, und dies schlug sich rasch in den Brennstoffpreisen für die Verbraucher nieder. Im Februar stiegen die Ölpreise weiter, was erneut auf die höheren Weltmarktpreise zurückzuführen war, aber auch auf den Rückgang des Euro-Wechselkurses gegenüber dem US-Dol-

lar. Diese höheren Ölpreise dürften im Februar und März 2000 einen weiteren Aufwärtsdruck auf die Energiepreise insgesamt ausüben. Allerdings wird im weiteren Verlauf des Jahres, wenn sich die früheren Preissteigerungen nicht mehr auf die jährliche Veränderungsrate auswirken, eine allmähliche Abnahme der Jahresrate der Energiepreise erwartet.

Abbildung 12 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

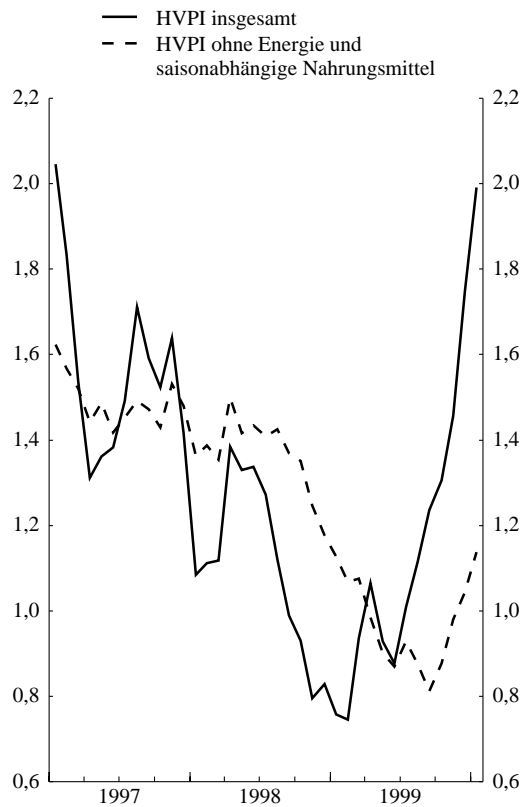
HVPI-Anstieg (ohne die volatilsten Komponenten) nach wie vor gedämpft

Im Gegensatz zu dem Aufwärtsdruck auf den HVPI insgesamt, der von den jüngsten Energiepreisentwicklungen ausging, wirkten sich die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel – die ebenfalls tendenziell recht volatil sind – weiterhin dämpfend auf die Steigerung des HVPI insgesamt aus und lagen im Januar 2000 um 0,5 % unter ihrem Stand von Januar 1999. Wenn man die volatilsten Elemente herausrechnet, stieg die Teuerungsrate nach dem HVPI (ohne Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel) im Januar 2000 um 0,1 Prozentpunkte auf 1,1 %. Dies weist darauf hin, dass der Anstieg der anderen Hauptkomponenten des HVPI bis auf weiteres eher gedämpft bleiben wird. Die Preise für verarbeitete Nahrungsmittel erhöhten sich im Januar 2000 im Vorjahresvergleich um 1,0 %. Damit war die Steigerungsrate gegenüber Dezember 1999 unverändert. Die Jahresrate bei den Dienstleistungspreisen blieb im Januar mit 1,6 % ebenfalls stabil, obwohl der Anstieg für Dezember 1999 gegenüber der früheren Schätzung (1,5 %) auf 1,6 % nach oben revidiert wurde. Allerdings stiegen die Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) im Ja-

Abbildung 13

Indikatoren für die Preisentwicklung nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

nur 2000 im Vorjahrsvergleich um 0,7 %; damit war der Anstieg 0,2 Prozentpunkte höher als im Dezember 1999. Diese Aufwärtsbewegung ist möglicherweise das erste Anzeichen für den Weiterleitungseffekt, der mit steigenden Preisen für Vorleistungsgüter zusammenhängt (siehe unten).

Weiterer Anstieg der Erzeugerpreise im Dezember 1999 hauptsächlich infolge höherer Ölpreise

Die jährliche Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise setzte ihre Aufwärtsbewegung im Dezember 1999 fort und erhöhte sich auf 4,1 % gegenüber 3,1 % im November (siehe Abbildung 14). Wie in den Vormonaten war dies in erster Linie eine Folge von

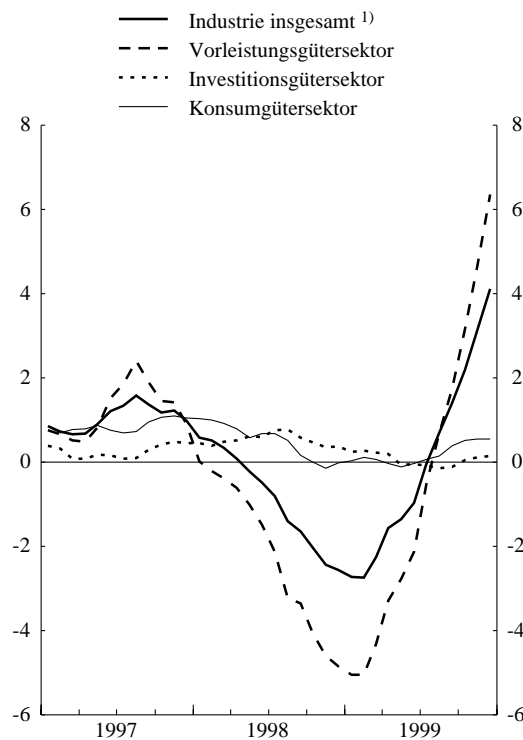
Entwicklungen bei den Vorleistungsgüterpreisen, die ihrerseits auf den Anstieg der Ölpreise und in geringerem Maße auf den Anstieg der Rohstoffpreise (außer Öl) im Laufe des Jahres 1999 zurückzuführen sind. Die Jahresrate der Preise für Vorleistungsgüter stieg im Dezember 1999 auf 6,3 % gegenüber 4,6 % im November. Dies ist der höchste Anstieg der Vorleistungsgüterpreise, der in den neunziger Jahren zu verzeichnen war. Wie bei der Energiepreiskomponente des HVPI war auch beim Preisindex für Vorleistungsgüter ein Basiseffekt im Zusammenhang mit dem Rückgang dieser Preise bis Februar 1999 zu verzeichnen. Diese früheren Preisrückgänge werden auch in den ersten beiden Monaten des Jahres 2000 zum Anstieg der Preise für Vorleistungsgüter im Vorjahrsvergleich beigetragen haben.

Im Gegensatz zu dem starken Anstieg der Preise für Vorleistungsgüter lag die jährliche

Abbildung 14

Industrielle Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

1) Ohne Baugewerbe.

Abbildung 15
Industrielle Erzeugerpreise und Indikatoren für die Preisentwicklung nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

1) Industrielle Erzeugerpreise; ohne Baugewerbe.

2) HVPI.

Steigerungsrate der Investitionsgüterpreise im Dezember 1999 gegenüber November 1999 unverändert bei 0,1 %. Bei den Preisen für Konsumgüter ging die Jahresrate im Dezember 1999 auf 0,5 % zurück, während sie im November 1999 noch 0,6 % betragen hatte. Allerdings dürften sich in den kommenden Monaten die höheren Preise für Vorleistungsgüter allmählich in Erhöhungen sowohl der Konsumgüter- als auch der Investitionsgüterpreise niederschlagen. Ferner dürften die Erzeugerpreise insgesamt einen Aufwärtsdruck auf die HVPI-Komponente Industrieerzeugnisse (außer Energie) ausüben. In der Vergangenheit wies die Jahresrate dieser Komponente des HVPI eine – allerdings zeitlich verzögerte – Aufwärtstendenz infolge des höheren Anstiegs der industriellen Erzeugerpreise insgesamt auf, während die Entwicklung der Preise für Dienstleistungen anscheinend

weitgehend unberührt blieb (siehe Abbildung 15).

Zusätzlich zu der oben genannten Entwicklung bei den industriellen Erzeugerpreisen bis Dezember 1999 dürften die im Januar und Februar 2000 zu verzeichnenden Erhöhungen der Preise für Öl und sonstige Rohstoffe in den kommenden Monaten einen weiteren leichten Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise ausüben. Diese Einschätzung wird auch durch die jüngsten Angaben zu den Verkaufspreiserwartungen der Produzenten im Euro-Währungsgebiet gestützt (siehe Kasten 4).

Höhere Produktivität reduzierte im dritten Quartal 1999 den Anstieg der Lohnstückkosten

Die jüngsten verfügbaren Daten zu den Arbeitskosten für Herbst 1999 geben recht widersprüchliche Hinweise, lassen allerdings keine deutlichen Anzeichen für einen erheblichen Aufwärtsdruck auf die Preise infolge der Lohnentwicklung erkennen. Einerseits erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde für die Gesamtwirtschaft (außer Staatsektor, Landwirtschaft und Fischerei) im dritten Quartal 1999 auf 2,4 % gegenüber 2,0 % im zweiten Quartal (siehe Tabelle 4), was auf eine leichte Verstärkung des Nominallohndrucks hindeutet. Dieser Anstieg um 0,4 Prozentpunkte war auf eine beschleunigte Steigerung sowohl der Lohnkosten als auch der Lohnnebenkosten zurückzuführen. Andererseits verlangsamte sich der Anstieg der Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer für die Gesamtwirtschaft im dritten Quartal 1999 im Vorjahresvergleich auf 1,7 % gegenüber 2,0 % im zweiten Quartal. Während diese beiden Indikatoren sich im Allgemeinen parallel entwickeln, ist ein gewisses kürzerfristiges Auseinanderlaufen beider Entwicklungen nicht ungewöhnlich und kann beispielsweise den erweiterten statistischen Erfassungsgrad der Daten für die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer – sowohl hinsichtlich der erfassten Sektoren als auch hinsichtlich der erfassten Unternehmen – widerspiegeln. Außer-

Kasten 4

Indikatoren für die erwartete künftige Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet

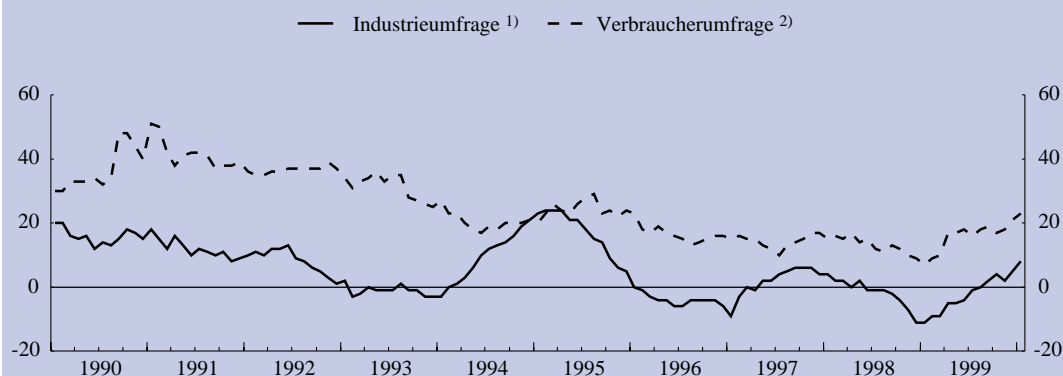
Im Zuge ihrer vorausschauenden Beurteilung der Aussichten für die Preisstabilität untersucht die EZB regelmäßig Indikatoren, die Aufschluss über die Preiserwartungen der Verbraucher, der Industrie und der Finanzmärkte geben. Es gibt im Wesentlichen zwei Methoden, mit denen sich Schätzungen der Inflationserwartungen vornehmen lassen. Erstens können die Wirtschaftsakteure direkt nach ihrer Einschätzung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung gefragt werden. Zweitens können die Kurse verschiedener an den Finanzmärkten gehandelter Vermögenswerte Anhaltspunkte für die Inflationserwartungen liefern. Grundsätzlich können sich die verschiedenen Indikatoren für die Inflationserwartungen je nach der Art der gewonnenen Informationen und des zu Grunde liegenden Zeithorizonts unterscheiden.

Auf Umfragen beruhende Indikatoren für die erwartete Preisentwicklung

Für das Eurogebiet stehen mehrere auf Umfragen beruhende Indikatoren für die erwartete Preisentwicklung zur Verfügung. So enthalten die monatlichen Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission eine Reihe von Fragen zu den Preiserwartungen. Der Schwerpunkt bei der im Verarbeitenden Gewerbe durchgeführten Umfrage liegt auf den Erwartungen für die Verkaufspreise der Industrie. Die Befragten sollen angeben, ob sie für die „kommenden Monate“ einen Anstieg oder einen Rückgang ihrer Verkaufspreise erwarten oder ob diese ihrer Meinung nach unverändert bleiben werden. Die Antworten werden aggregiert, um einen „Saldo“ (das heißt die Differenz zwischen den – jeweils in Prozent ausgedrückten – positiven und negativen Antworten) zu erhalten. Die Veränderungen in der so gewonnenen Zeitreihe liefern Anzeichen dafür, wie sich die Verkaufspreise insgesamt in der nahen Zukunft entwickeln dürften. Zwar ist die Fragestellung auf eine Messung der kurzfristigen Preiserwartungen ausgerichtet, doch heißt dies nicht, dass die Umfrageergebnisse nicht zur Beurteilung der künftigen Preisentwicklung über einen etwas längeren Zeithorizont als lediglich die kommenden Monate hinweg herangezogen werden können. Dieser Indikator hat sich insbesondere als Signal für Preiserhöhungen im industriellen Sektor als hilfreich erwiesen, die sich in der Folge in den Preisen auf der Verbraucherstufe niederschlagen könnten (siehe auch Abbildung 15 im Abschnitt „Preisentwicklung“ der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts). Bei der Verbraucherumfrage sollen die Befragten eine unmittelbare Beurteilung der Verbraucherpreise abgeben. Dieser Indikator erfasst die Preiserwartungen der Verbraucher „für die kommenden zwölf Monate“. Hierbei muss berücksichtigt werden, dass die Fragestellung keine genaue Preisdefinition enthält und somit bei einzelnen Antworten möglicherweise Faktoren berücksichtigt werden, die nicht in die gängigen Indikatoren, wie den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), einfließen.

Erzeuger- und Verbraucherpreiserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Saldo der positiven und negativen Antworten, Angaben in %; Monatswerte)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Verkaufspreiserwartungen für die kommenden Monate.

2) Preisentwicklungen in den nächsten zwölf Monaten.

In der oben stehenden Abbildung ist die Entwicklung dieser auf Umfragen beruhenden Indikatoren für die Preiserwartungen im Laufe der neunziger Jahre dargestellt. Wenngleich sowohl der kurzfristige als auch der trendmäßige Verlauf der beiden Indikatoren miteinander zu korrelieren scheinen, so zeigt die Abbildung doch, dass die Verkaufspreiserwartungen in der Industrie eine stärkere Volatilität aufweisen als die anhand der Verbraucherumfrage ermittelten Preiserwartungen. Ausschlaggebend hierfür mag sein, dass sich die Öl- und die anderen Rohstoffpreise stärker in der tatsächlichen Entwicklung der Erzeugerpreise und damit in den Verkaufspreiserwartungen in der Industrie niederschlagen. Ferner mag die höhere Volatilität der Verkaufspreiserwartungen Veränderungen der Nachfragebedingungen im industriellen Sektor widerspiegeln, die im Allgemeinen stärkeren Schwankungen unterliegen als die in der Gesamtwirtschaft. Die Verkaufspreiserwartungen scheinen auch ein recht verlässlicher Vorlaufindikator für spätere Veränderungen der Verbraucherpreiserwartungen gewesen zu sein, das heißt, einem Wendepunkt bei den Verbraucherpreiserwartungen ging in der Regel eine Wende bei den Verkaufspreiserwartungen voraus. Die jüngste Entwicklung beider Indikatoren weist einen allmählichen, steten Anstieg im Verlauf des Jahres 1999 auf. Beide Indikatoren liegen derzeit über dem Ende des Jahres 1997 verzeichneten Stand, aber noch unter den Werten von Anfang bzw. Mitte des Jahres 1995.

Alternativ zu den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission können auch Fachleute in Finanzinstituten und nichtfinanziellen Instituten zu ihren Inflationserwartungen über verschiedene Zeiträume hinweg befragt werden. Seit Beginn des Jahres 1999 führt die EZB vierteljährlich eine Umfrage zu den Inflationserwartungen im Eurogebiet durch, den so genannten *Survey of Professional Forecasters (SPF)*. Die aus dem SPF gewonnenen Inflationserwartungen beruhen auf der Auswertung eines Fragebogens, der an einen Kreis von 83 Prognostikern in allen EU-Ländern gerichtet ist. Die Befragten sollen Auskunft über ihre Einschätzung der zu erwartenden Veränderungsrate des HVPI für das Eurogebiet in einem und in zwei Jahren geben. Einmal im Jahr, nämlich im Februar, werden im SPF auch die Erwartungen für die Inflationsrate in fünf Jahren erfragt. Der SPF kann als eine nützliche Informationsquelle zusätzlich zu anderen auf Umfragen beruhenden Indikatoren für die künftige Preisentwicklung (z. B. den Umfragen von *Consensus Economics*) oder zu den Prognosen der führenden internationalen Institutionen (das heißt der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), des Internationalen Währungsfonds und der Europäischen Kommission) betrachtet werden. Bei derartigen Vergleichen sind jedoch einige wichtige Unterschiede zu berücksichtigen. So legen einige Prognostiker ihren Erwartungen zu Analyse Zwecken häufig die technische Annahme zu Grunde, dass die Zinsen oder die Wechselkurse (beziehungsweise beide Größen) im Prognosezeitraum unverändert bleiben. Dagegen können beim SPF die Befragten von bestimmten zukünftigen Veränderungen dieser Variablen ausgegangen sein, die bei der Erklärung ihrer Einschätzungen eine bedeutende Rolle spielen. Diesem Unterschied ist insbesondere beim SPF vom Februar 2000 zu den Aussichten in fünf Jahren Rechnung zu tragen, demzufolge im Jahr 2004 eine Inflationsrate von weniger als 2 % erwartet wird. Derartige Faktoren dürften auch bei den Preiserwartungen, die aus den Kursen an den Finanzmärkten abgeleitet werden, zum Tragen kommen (siehe unten). Die jüngsten aus dem SPF vom Februar 2000 hervorgehenden Aussichten für das laufende Jahr und für 2001 werden in Kasten 5 im Abschnitt „Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung“ des vorliegenden Monatsberichts erörtert.

Aus Finanzmarktkursen abgeleitete Inflationserwartungen

Informationen zur Beurteilung der Inflationserwartungen lassen sich nicht nur aus Umfragen, sondern auch aus den Kursen von Finanzwerten gewinnen. Gegenüber den anhand von Umfragen ermittelten Erwartungen haben Finanzwerte den Vorteil, dass sie frühzeitig Informationen über Erwartungen liefern können, die die Einschätzung der Finanzmarktteilnehmer insgesamt widerspiegeln. Vor allem die Renditen von Staatsanleihen können Anhaltspunkte für die aktuellen Inflationserwartungen der Finanzmärkte liefern. Die nominale Rendite einer Staatsanleihe mit einer bestimmten Laufzeit lässt sich in der Regel in drei Komponenten zerlegen: den realen Zinssatz, der von den Anlegern dafür verlangt wird, dass sie das Papier

bis zur Fälligkeit halten, den Ausgleich für die während der Laufzeit der Anleihe zu erwartende durchschnittliche Inflationsrate und eine mit verschiedenen Prämien zusammenhängende Komponente. Schwankungen der langfristigen Anleiherenditen könnten daher grundsätzlich anhand der Veränderungen eines oder mehrerer dieser Faktoren interpretiert werden. Die Schwierigkeit hierbei liegt darin, die für die Inflationserwartungen ausschlaggebende Komponente von den anderen Faktoren zu isolieren.

Wie in Kasten 2 auf Seite 16 des Monatsberichts vom Februar 1999 gezeigt wurde, können die Kurse von an Preisindizes gebundenen Anleihen im Vergleich zu nominalen festverzinslichen Anleihen bei der oben erwähnten Zerlegung der Renditen dienlich sein. So liefern die an Preisindizes gebundenen Anleihen eine Messgröße für den von den Anlegern verlangten langfristigen Realzins. Ferner kann anhand der Differenz zwischen einer langfristigen nominalen Anleiherendite und der realen Rendite einer an einen Preisindex gebundenen Anleihe derselben Laufzeit – der „Break-even-Inflationsrate“ – ein Trend der Inflationserwartungen zu erkennen sein. Es ist jedoch zu beachten, dass diese Messgröße die Effekte von eventuell in den Renditen enthaltenen Prämien, wie zum Beispiel Prämien für Liquiditäts- oder Inflationsrisiken, außer Acht lässt. Aus diesem Grund kann eine Untersuchung der Veränderungen der Break-even-Inflationsrate verlässlichere Ergebnisse liefern als eine Untersuchung ihrer Höhe, wenngleich hierbei zu berücksichtigen ist, dass diese Vorgehensweise nur bei im Zeitverlauf relativ langsamen Veränderungen der Prämien praktikabel ist.

Die einzigen an Preisindizes gebundenen Anleihen, die im Eurogebiet verfügbar sind, wurden vom französischen Schatzamt mit einer Laufzeit von zehn beziehungsweise dreißig Jahren begeben. Die Break-even-Inflationsrate dieser Anleihen ist auf eine bestimmte Komponente des französischen Verbraucherpreisindex (VPI), nämlich den VPI ohne Tabakwaren, nicht etwa auf den EWU-weiten HVPI bezogen. Daher ließe sich selbst bei vernachlässigbar geringen Risiko- und Liquiditätsprämien aus der Break-even-Inflationsrate, die anhand der französischen an einen Preisindex gebundenen Anleihen gewonnen wird, im Allgemeinen nicht derselbe Indikator für die Inflationserwartungen ableiten wie bei der Durchführung von Umfragen wie dem SPF, die auf nach dem HVPI für das Eurogebiet definierten Erwartungen beruhen. Es gibt noch weitere bedeutende Unterschiede. Erstens differieren die Zeithorizonte in der Regel. So gibt die Break-even-Inflationsrate die Inflationserwartungen für einen Zeitraum von zehn bis dreißig Jahren wieder, während sich aus den Umfragen im Allgemeinen Indikatoren für die Inflationserwartungen für einen kürzeren Zeithorizont ergeben. Ferner schlägt sich in der Break-even-Inflationsrate – im Gegensatz zu den anhand der Umfragen ermittelten Inflationserwartungen, die sich auf erwartete Preissteigerungen zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt beziehen – die erwartete durchschnittliche Inflation vom aktuellen Datum bis zum Laufzeitende der betreffenden Anleihen nieder. Was die tatsächliche Entwicklung angeht, die anhand der aus den französischen an einen Preisindex gebundenen Anleihen gewonnenen Break-even-Inflationsrate zu beobachten ist, lässt sich feststellen, dass diese Größe seit dem Frühsommer 1999 weitgehend unverändert geblieben ist. Auf die jüngste Entwicklung im Laufzeitenbereich von zehn Jahren wird im Abschnitt „Monetäre und finanzielle Entwicklungen“ der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts näher eingegangen.

Insgesamt entsteht bei der Analyse der Erkenntnisse, die aus den Verbraucher-, Branchen- und Finanzmarkterwartungen hinsichtlich der Aussichten für die Preisstabilität gewonnen wurden, der Eindruck, dass die auf Umfragen beruhenden Indikatoren für die Preiserwartungen der Erzeuger und der Verbraucher einen auf kurze Sicht bevorstehenden leichten Aufwärtsdruck auf die Preise anzeigen. Die verfügbaren Finanzmarktinformationen deuten allerdings darauf hin, dass die langfristigen Inflationserwartungen der Märkte nicht gestiegen sind, da die Break-even-Inflationsrate seit Mitte 1999 innerhalb einer engen Schwankungsbreite geblieben ist. Dieser Schluss wird auch durch die anhand des SPF ermittelten Aussichten für den kommenden Fünfjahreszeitraum nahe gelegt. Insgesamt lässt sich hieraus schließen, dass die EZB trotz eines auf kurze Sicht zu erwartenden Aufwärtsdrucks auf die Preise hinsichtlich der mittelfristigen Gewährleistung von Preisstabilität über ein hohes Maß an Glaubwürdigkeit verfügt.

dem dürften die jüngsten Entwicklungen bei den Gesamtarbeitskosten pro Stunde von einem Rückgang der durchschnittlichen Arbeitsstunden in einer größeren Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets beeinflusst worden sein. Gleichzeitig deuten die jüngsten Daten eindeutig auf eine kräftige Erholung des Produktivitätswachstums im Euro-Währungsgebiet hin; im Ergebnis kam es zu einer Verlangsamung der jährlichen Steigerungsrate der Lohnstückkosten auf 0,8 % gegenüber 1,6 % im zweiten Quartal 1999. Im vierten Quartal dürfte sich der Anstieg der Arbeitsproduktivität fortgesetzt haben, und infolgedessen dürfte die Steigerung der Lohnstückkosten im Gesamtjahr recht moderat ausgefallen sein.

Was die Zukunft betrifft, so werden die Aussichten für die Lohnentwicklung im Jahr 2000 und den Folgejahren vom Ausgang der laufenden Tarifrunde abhängen. Die Tarifverhandlungen für 2000 wurden in einigen Ländern und für einige Branchen bereits abgeschlossen. Da allerdings zahlreiche Verhandlungen noch nicht beendet sind, ist es zu früh für eine Beurteilung der Risiken, die sich aus den Tarifrunden 2000 ergeben können. Für eine weitere Analyse der jüngsten wirtschaftlichen Aussichten für das Euro-Währungsgebiet sowie eine Diskussion der voraussichtlichen Preisentwicklungen siehe Kasten 5 im Abschnitt „Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Anzeichen eines unverändert starken Produktionswachstums im vierten Quartal 1999

Bis zum Redaktionsschluss dieser Monatsberichtsausgabe wurden keine neuen oder revidierten Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das gesamte Euro-Währungsgebiet bekannt gegeben. Die gegenwärtig verfügbaren Angaben über die Produktionsentwicklung im letzten Quartal 1999 beruhen auf kurzfristigen Indikatoren und den Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen einzelner Mitgliedstaaten. Insgesamt deuten diese Angaben auf ein unverändert starkes Wachstum im vierten Quartal 1999 hin, nachdem sich das vierteljährliche Wachstum des realen BIP von je 0,5 % in den ersten beiden Quartalen auf 0,9 % im dritten Quartal 1999 deutlich erhöht hat. Bei weitgehend unverändertem Wachstum im vierten Quartal 1999 läge die Wachstumsrate für das gesamte letzte Jahr im Einklang mit den Prognosen der interna-

tionalen und privaten Institutionen bei gut 2 % (siehe Analyse der aktuellen wirtschaftlichen Aussichten in Kasten 5).

Die Entwicklung des BIP und seiner Komponenten bis zum dritten Quartal 1999 legt nahe, dass die beobachtete Wachstumsbelegung relativ breit angelegt ist, was die Aussichten für eine Fortsetzung des kräftigen Wachstums verbessert (siehe Tabelle 5). Wie in der Februarausgabe des Monatsberichts beschrieben, leisteten sowohl der Außenbeitrag als auch die inländische Endnachfrage (d. h. die inländische Nachfrage ohne Vorratsveränderungen) im dritten Quartal 1999 einen erheblich größeren Beitrag zum vierteljährlichen Wachstum des realen BIP. Der höhere Außenbeitrag ist in erster Linie auf eine weitere Belebung der Exportkonjunktur zurückzuführen. Der inländische Endverbrauch erholte sich wieder von seiner vorübergehenden Schwäche im zweiten Quartal.

Tabelle 5

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

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

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.

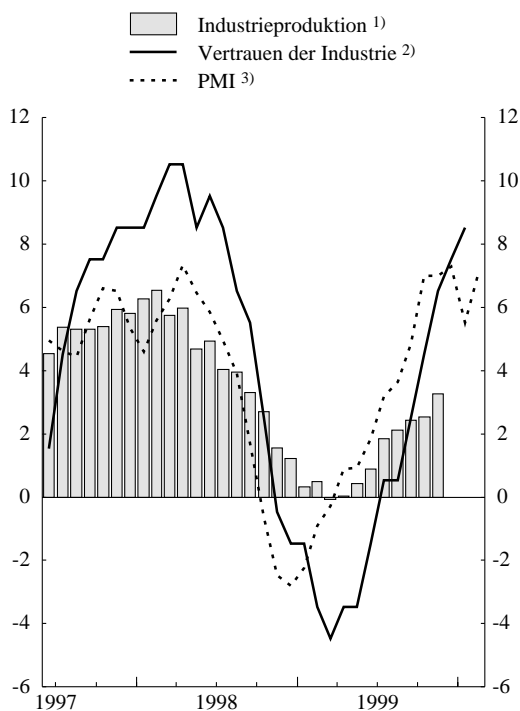
4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

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

Angaben zum Wachstum der Industrieproduktion dürften noch nach oben korrigiert werden

Die Angaben von Eurostat zur Industrieproduktion, die nun bis einschließlich Dezember 1999 vorliegen, scheinen darauf hinzudeuten, dass das Wachstum in diesem Sektor gegen Ende des Jahres schwächer ausfiel. Nach den bisher veröffentlichten Daten legte die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Dreimonatszeitraum von Oktober bis Dezember, das heißt im vierten Quartal 1999, im Quartalsvergleich nur um 1,1 % zu, während sie im dritten Quartal um 1,4 % gestiegen war. Diese Entwicklung war im Verarbeitenden Gewerbe noch deutlicher zu beobachten, wo das Produktionswachstum im vierten Quartal 1999 auf 0,8 % zurückging, nachdem es im dritten Quartal 1,8 % erreicht hatte (siehe Tabelle 6). Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Ergebnisse für die letzten Monate teilweise auf Statistiken mit eingeschränktem Erfassungsgrad beruhen, die die konjunkturelle Dynamik des Produktionswachstums in der Industrie insgesamt nicht vollständig wiedergeben. Die Ergebnisse für das vierte Quartal 1999 dürften noch nach oben korrigiert werden, sobald weniger oft erhobene zusätzliche Daten mit einem höheren Erfassungsgrad sowie die Zahlen für Januar 2000 vorliegen.

Abbildung 16
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet



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

- 1) Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeitstäglich bereinigt.
- 2) Salden in %, Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichung von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Werte signalisieren eine Konjunkturbelebung.

Tabelle 6
Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

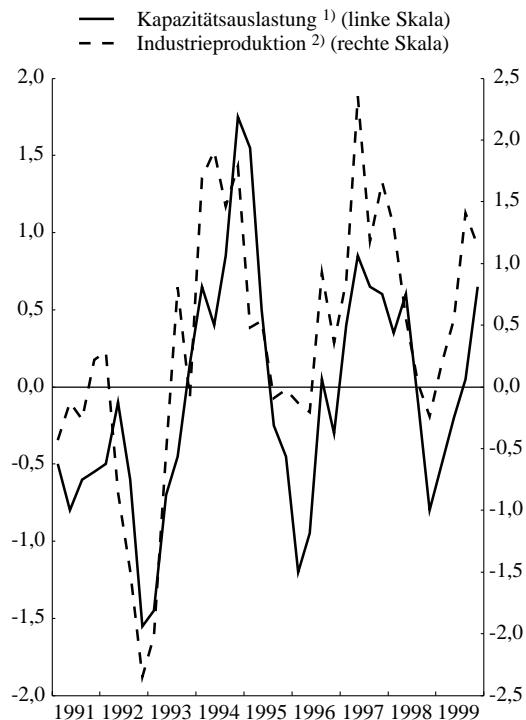
	1998		1999			1999			1999					
			Okt.	Nov.	Dez.	Okt.	Nov.	Dez.	Im Vergleich zum Vormonat	Gleitender Dreimonatsdurchschnitt				
										Jul.	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe	4,1	1,6	2,0	3,4	4,5	0,2	0,9	0,0	1,3	1,4	1,2	1,2	1,1	1,1
Verarbeitendes Gewerbe	4,6	1,6	2,2	3,8	5,1	0,2	0,8	0,3	1,6	1,8	1,5	0,8	0,8	0,8
nach Hauptgruppen:														
Vorleistungsgüter	3,7	1,5	1,9	3,5	5,5	-0,2	0,9	0,4	1,3	1,5	1,3	1,1	1,0	1,0
Investitionsgüter	6,8	1,5	2,5	3,5	5,0	0,1	0,6	0,7	1,1	1,5	1,6	1,5	1,3	1,3
Konsumgüter	3,1	1,7	1,4	2,9	3,3	0,6	0,6	-0,2	1,5	1,2	0,5	-0,4	0,0	0,0
Gebrauchsgüter	6,4	2,3	0,0	2,2	5,8	1,3	0,3	1,3	2,5	1,6	1,1	-1,2	0,1	0,1
Verbrauchsgüter	1,5	1,5	2,2	3,0	2,5	0,0	0,4	0,0	0,8	1,0	0,9	0,6	0,4	0,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr 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 saison- und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.

Abbildung 17 Kapazitätsauslastung und Industrie- produktion im Euro-Währungsgebiet

(Verarbeitendes Gewerbe; saisonbereinigte Daten; Quartals-
durchschnitte)



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

1) Veränderung gegen Vorperiode in Prozentpunkten.

2) Veränderung gegen Vorperiode in %.

Gegenwärtig deuten die Umfrageergebnisse für das Verarbeitende Gewerbe auf ein kräftigeres Produktionswachstum in den letzten Monaten des Jahres 1999 hin als aus den zurzeit vorliegenden Daten hervorgeht. Sowohl der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator für die Industrie als auch der Purchasing Managers' Index (PMI) zeigen weitere klare Steigerungen für das vierte Quartal 1999 (siehe Abbildung 16). Die jüngsten Angaben zur Kapazitätsauslastung bestätigen ebenfalls den Eindruck eines anhaltend starken Produktionswachstums im vierten Quartal des vergangenen Jahres (siehe Abbildung 17). Im Januar 2000 lag die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe bei 82,9 % gegenüber 81,9 % im Oktober 1999. Daraus ergibt sich für das vierte Quartal 1999 eine durchschnittliche Kapazitätsauslastung von 82,4 %, die

über den entsprechenden Durchschnittswerten der beiden vorangegangenen Quartale (81,8 % bzw. 81,7 %) liegt. Somit überschreitet die Kapazitätsauslastung ihren langfristigen Durchschnitt von 81,7 %.

Umfrageergebnisse lassen auf ein unverändert gutes Konjunkturklima zum Jahreswechsel schließen

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission vom Februar lagen bei Redaktionsschluss dieser Monatsberichtsausgabe noch nicht vor. Im Januar 2000 stieg das Stimmungsbarometer in der Industrie weiter an, und der entsprechende Vertrauensindikator erreichte annähernd seinen im Frühjahr 1998 verzeichneten Höchststand (siehe Tabelle 7). Der Vertrauenszuwachs im Januar ist in erster Linie auf eine optimistischere Beurteilung der Auftragslage zurückzuführen, während die Produktionserwartungen und die Bewertung der Fertigwarenlager gegenüber Dezember 1999 unverändert blieben.

Der PMI entwickelte sich Anfang dieses Jahres eher uneinheitlich. Nach einer kontinuierlichen Steigerung im Jahresverlauf 1999 sank er im Januar 2000 leicht ab, erholte sich im Februar jedoch wieder (siehe Abbildung 16). Die monatliche Entwicklung des PMI um die Jahreswende könnte auch von Unsicherheiten hinsichtlich der Produktions- und Umsatzentwicklung im Zusammenhang mit der Jahr-2000-Umstellung beeinflusst worden sein. Indiz hierfür sind beispielsweise die deutlich längeren Lieferzeiten der Anbieter in den letzten Monaten des Jahres 1999 und eine Umkehrung dieser Entwicklung im Januar 2000. Im Februar wurden wieder längere Lieferzeiten gemeldet, die zusammen mit einem größeren Auftragseingang wesentlich zum Anstieg des PMI-Gesamtindex beitrugen.

Nach der Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission blieb das Vertrauen der Verbraucher im Januar 2000 wie schon im Vormonat unverändert. Der Vertrauensindi-

Tabelle 7**Ergebnis der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1997	1998	1999	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.	1999 Dez.	2000 Jan.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,4	3,1	0,2	0,5	-0,4	0,2	1,1	-0,5	0,2	0,6	0,7	0,3	0,4
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-4	6	9	11	7	7	10	7	7	9	10	10	10
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	4	7	1	-3	-2	2	7	1	3	5	7	8	9
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-11	3	15	13	15	15	19	13	14	16	22	18	24
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-3	3	1	3	2	-1	-1	-1	-1	-3	-3	4	3
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	81,4	82,9	81,9	81,9	81,7	81,8	82,4	-	-	81,9	-	-	82,9

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Veränderung gegen Vorperiode in %; Index 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 aufeinander folgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauf folgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.

kator blieb damit annähernd auf dem historischen Höchststand, den er in den ersten beiden Monaten des vergangenen Jahres erreicht hatte (siehe Tabelle 7). Hinter der insgesamt stabilen Entwicklung der Zuversicht der Verbraucher in den letzten Monaten verbergen sich gegenläufige Trends bei einigen Komponenten dieses Indikators. Im Einklang mit den günstigen Konjunkturaussichten für das Euro-Währungsgebiet war im Januar 2000 eine weitere Verbesserung in der Einschätzung der künftigen Wirtschaftsentwicklung seitens der privaten Haushalte auszumachen, während deren Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung in der Vergangenheit negativer ausfiel und ihre gegenwärtige Bereitschaft zu größeren Anschaffungen etwas gesunken ist.

Dass sich die Verbraucher bei größeren Anschaffungen etwas zurückhaltender zeigten, findet auch seinen Niederschlag in der Entwicklung der Pkw-Neuzulassungen bis Ende letzten Jahres. Im vierten Quartal 1999 nahmen die Zulassungen gegenüber dem dritten Quartal um fast 4 % ab. Im Januar 2000 stieg die Anzahl der Zulassungen wieder. Es ist jedoch noch zu früh, um daraus auf ein erstes Anzeichen für eine Belebung zu schließen. Die jüngste Abnahme der Pkw-Zulassungen ist auch vor dem Hintergrund der

kräftigen Steigerung zu sehen, die bis Mitte letzten Jahres beobachtet wurde. Die Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen, in denen die Umsätze aus Autoverkäufen nicht berücksichtigt sind, liegen bis einschließlich November 1999 vor, und seit der letzten Ausgabe des Monatsberichts sind keine neuen Daten veröffentlicht worden. Gemessen als gleitende Dreimonatsdurchschnitte, lag die Zunahme gegenüber dem Vorjahr im Herbst 1999 bei fast 3 % und war damit etwas höher als die Wachstumsrate in den Sommermonaten (siehe Abbildung 18). Das Vertrauen im Einzelhandel hat, verglichen mit der zweiten Jahreshälfte 1999, zum Jahreswechsel deutlich zugenommen. Da diese Umfrageergebnisse weit schwankungsanfälliger als das Vertrauen der Industrie und der Verbraucher sind, ist es noch zu früh, um zu beurteilen, ob die jüngste Entwicklung auf eine vorübergehende Umsatzsteigerung zurückgeht, die möglicherweise mit Weihnachten und der Jahr-2000-Umstellung zusammenhängt, oder auf eine nachhaltigere Verbesserung des erwarteten Umsatzwachstums im Einzelhandel.

Insgesamt deuten die vorliegenden Angaben darauf hin, dass die kurzfristigen Wachstumsperspektiven nach wie vor günstig sind.

Kasten 5

Analyse der wirtschaftlichen Aussichten für das Euro-Währungsgebiet bis 2001

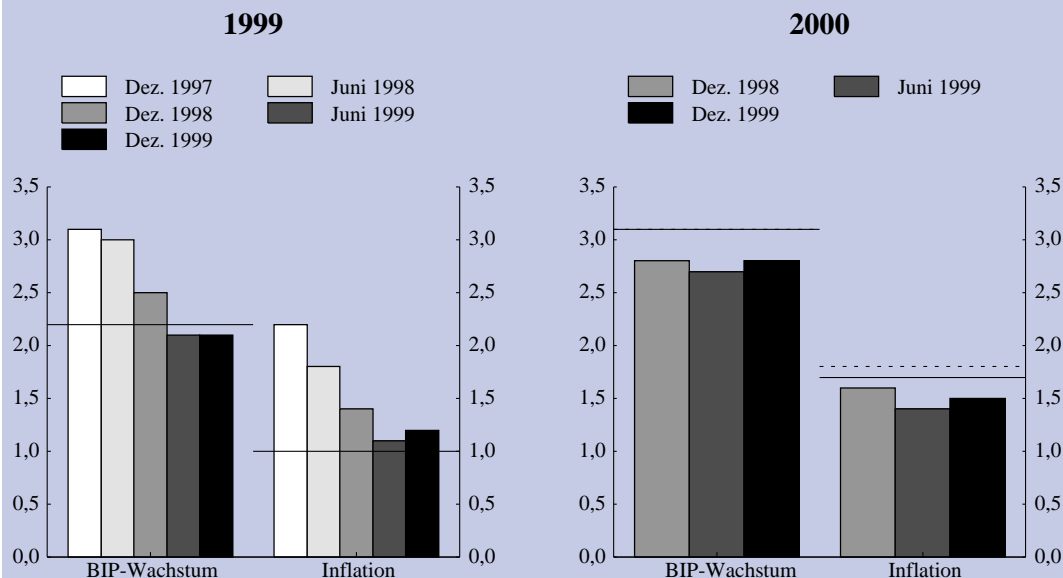
Seit Ende letzten Jahres wurden von den wichtigsten internationalen Institutionen keine neuen Prognosen für das Euro-Währungsgebiet veröffentlicht (siehe Kasten 6 im EZB-Monatsbericht vom Dezember 1999). Damals reichten nur die Prognosen der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) und der Europäischen Kommission bis in das Jahr 2001. Dies gilt inzwischen auch für die Prognosen von *Consensus Economics* und des *Survey of Professional Forecasters (SPF)*.

Für 2000 und 2001 deutlich höheres Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet erwartet

Die jüngsten Schätzungen zum Wirtschaftswachstum im Eurogebiet für 1999, die gegenwärtig auf Daten für die ersten drei Quartale 1999 und den vorliegenden Informationen für das vierte Quartal 1999 beruhen, deuten auf ein reales BIP-Wachstum von gut 2 % hin. Wie aus der unten stehenden Abbildung hervorgeht, dürfte das Wachstum im Euroraum im Jahr 1999 deutlich niedriger ausgefallen sein, als von den wichtigsten internationalen Institutionen Ende 1997, als die ersten Prognosen für 1999 erstellt wurden, erwartet worden war. Die Wachstumsprognosen für die EWU im Jahr 1999 sind im Zeitverlauf schrittweise nach unten revidiert worden, was vor allem auf den Einfluss der in den Jahren 1997/98 aufgetretenen Krise in den Schwellenländern zurückzuführen ist. Deren Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet und insbesondere auf den Außenbeitrag wurden erst nach und nach deutlich.

Prognosen für das Wachstum des realen BIP und die Inflation im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: IWF, OECD, Europäische Kommission, *Consensus Economics* und *Survey of Professional Forecasters (SPF)*.
Anmerkung: Die Balken stellen Durchschnitts von Prognosen des IWF, der Europäischen Kommission und der OECD dar. Die Angaben für Dezember 1997 beruhen auf einem Durchschnitt aus Prognosen der OECD und der Europäischen Kommission. Die durchgezogenen horizontalen Linien stellen die jüngsten Prognosen von *Consensus Economics* dar, die gepunkteten horizontalen Linien die jüngsten SPF-Prognosen (jeweils vom Februar 2000). Die Inflation wird anhand des Deflators für den Privaten Verbrauch gemessen, mit Ausnahme von *Consensus Economics (VPI)* und *SPF (HVPI)*.

Eine Übersicht über die vorliegenden Prognosen für den Euroraum bis zum Jahr 2001 findet sich in der unten stehenden Tabelle. Danach verfestigt sich inzwischen der Eindruck eines stärkeren Wachstums. Sowohl nach den Prognosen von *Consensus Economics* als auch des *SPF* vom Februar 2000 ist für das laufende Jahr nun mit einem Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet von über 3 % zu rechnen. Für 2001 wird erwartet, dass sich das Wirtschaftswachstum mit ähnlicher Geschwindigkeit wie im Jahr

2000 fortsetzt. Dabei ist zu beachten, dass die hier vorgelegten Prognosen nicht vollständig vergleichbar sind, da sie auf unterschiedlichen Annahmen für die Wechselkurse und Zinssätze beruhen und aufgrund der steilen Zinsstrukturkurve häufig von steigenden Kurzfristzinsen im Prognosezeitraum ausgehen.

Grundlage für das prognostizierte stärkere Wachstum im Eurogebiet sind die günstigen binnen- und außenwirtschaftlichen Wachstumsbedingungen. Die Aussichten für die inländische Nachfrage haben sich im Einklang mit den sich mehrenden Anzeichen einer Konjunkturbelebung in der Industrie und den steigenden Vertrauensindikatoren verbessert. Die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen stützen nach wie vor die Investitionen und den Privaten Verbrauch. Verbesserungen der Arbeitsmarktsituation dürften den Anstieg der privaten Konsumausgaben untermauern. Dies stützt zusammen mit einer stärkeren Zunahme der Investitionen die Erwartung eines höheren Beitrags der inländischen Nachfrage zum Wachstum insgesamt.

Den allgemeinen Erwartungen zufolge wird das Wachstum zudem von einem verbesserten außenwirtschaftlichen Umfeld getragen, wobei der Außenbeitrag in diesem Jahr voraussichtlich einen positiven Beitrag zum Wachstum leisten wird. Die wirtschaftliche Lage außerhalb des Euro-Währungsgebiets war im Gesamtjahr 1999 besser als Ende 1998 und Anfang 1999 erwartet. Dies war vor allem auf ein unerwartet kräftiges Wachstum in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Auch in anderen Regionen, insbesondere in Asien (ohne Japan) und in lateinamerikanischen Ländern, war eine deutliche Verbesserung zu verzeichnen. Für die Zukunft wird erwartet, dass das weltwirtschaftliche Wachstum und der Welthandel an Dynamik gewinnen, und auch das außenwirtschaftliche Umfeld dürfte sich im Zeitraum bis 2001 insgesamt positiver entwickeln als bislang angenommen.

Bei den Unsicherheiten, die mit den Prognosen für das reale BIP-Wachstum im Euroraum in den Jahren 2000 und 2001 verbunden sind, scheinen inzwischen die Chancen für ein stärkeres Wachstum zu überwiegen. Dies hängt sowohl mit der inländischen Nachfrage als auch mit dem Außenbeitrag zusammen. Vor dem Hintergrund eines starken Wachstums, einer zunehmenden Kapazitätsauslastung und einer größeren Zuversicht bei den Unternehmen könnten die Investitionsausgaben stärker steigen als zurzeit erwartet. Die Exportkonjunktur könnte sich infolge eines gegenüber den aktuellen Prognosen stärkeren weltwirtschaftlichen Wachstums beziehungsweise einer rascheren Rückgewinnung von Marktanteilen

Vergleich von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet

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

	2000					2001				
	IWF	OECD	EG ¹⁾	SPF ²⁾	CE ³⁾	IWF	OECD	EG ¹⁾	SPF ²⁾	CE ³⁾
Deflator für den Privaten Verbrauch	-	1,7	1,6	-	-	-	1,7	1,6	-	-
HVPI ⁴⁾	1,3	-	1,5	1,8	1,7	-	-	1,5	1,7	1,6
BIP-Wachstum	2,8	2,8	2,9	3,1	3,1	-	2,8	2,9	3,0	3,0
Arbeitslosenquote ⁵⁾	9,7	9,6	9,4	9,4	-	-	9,1	8,8	8,8	-

Quellen: IMF World Economic Outlook (Oktober 1999); OECD Economic Outlook (November 1999); Europäische Kommission (Herbst 1999); Survey of Professional Forecasters (Februar 2000) und Prognosen von Consensus Economics (Februar 2000).

Anmerkung: Der IWF stellt keine Prognosen für 2001 zur Verfügung.

1) Europäische Kommission.

2) Auf der Grundlage von Fragebögen, die 83 professionellen Prognostikern in der gesamten EU vorgelegt werden, stellt der Survey of Professional Forecasters quantitative Informationen über die Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet zur Verfügung. Um diese Erwartungen angemessen abzusichern, bezieht die Umfrage auch Schätzungen des erwarteten Wachstums des realen BIP im gesamten Euro-Währungsgebiet sowie der erwarteten Entwicklung der Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet ein. Die Auswahl der Prognostiker beruht auf Empfehlungen der jeweiligen nationalen Zentralbanken in der EU. Die Prognostiker stammen etwa zu gleichen Teilen aus Finanzinstituten (z. B. Banken) und anderen Organisationen (z. B. Forschungsinstituten).

3) Consensus Economics.

4) Für die Prognosen von IWF und Consensus Economics: VPI.

5) In Prozent der Erwerbspersonen.

ebenfalls stärker beleben als bislang erwartet. Die größten Abwärtsrisiken für das Wachstum dürften mit dem außenwirtschaftlichen Umfeld verbunden sein.

Den vorliegenden Prognosen zufolge wird der Arbeitsmarkt im Eurogebiet von der konjunkturellen Belebung profitieren, und die Arbeitslosigkeit dürfte von rund 9,5 % im Jahr 2000 auf unter 9 % im Jahr 2001 sinken. Angesichts der besseren Wachstumsaussichten ist es jedoch wichtig, weiterhin Lohnzurückhaltung zu üben. Dies ist notwendig, wenn sich die jüngsten Prognosen einer relativ günstigen Beschäftigungsentwicklung und eines Rückgangs der Arbeitslosigkeit bewahrheiten sollen.

Inflationsprognosen für das Euro-Währungsgebiet nach oben korrigiert

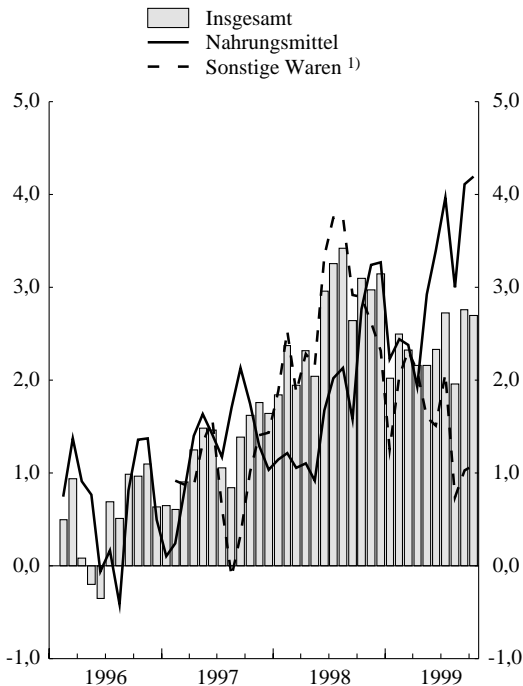
Die Teuerungsrate für das Euro-Währungsgebiet, gemessen als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), war 1999 mit 1,1 % niedriger als zuvor erwartet. Erste Prognosen gingen von einer Inflation von annähernd 2 % aus (gemessen anhand des Deflators für den Privaten Verbrauch). Dies lag vor allem daran, dass die Preissteigerungsraten für Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (außer Energie) und Dienstleistungen im Jahresverlauf 1999 niedriger waren als prognostiziert. Infolge der gestiegenen Ölpreise sind die Inflationsprognosen für das Jahr 2000 seit Dezember 1999 nach oben korrigiert worden. Die Teuerung im Euro-Währungsgebiet dürfte den allgemeinen Erwartungen zufolge im Jahr 2000 höher ausfallen als im Vorjahr. Die jüngsten Prognosen sowohl von *Consensus Economics* als auch des *SPF* zeigen, dass erwartet wird, dass die Inflationsrate im Euroraum in den Jahren 2000 und 2001 im Durchschnitt unter 2 % bleibt. Allerdings geht die Inflationsentwicklung im Zeitverlauf nicht aus diesen Jahresdurchschnitten hervor. Dabei folgen auf zunächst rückläufige jährliche Inflationsraten im weiteren Jahresverlauf 2000 grundlegendere Preisauftriebstendenzen. Bei der Beurteilung dieser Prognosen sind darüber hinaus die zu Grunde liegenden Annahmen zu berücksichtigen, insbesondere die Annahme steigender Kurzfristzinsen in der nächsten Zeit.

Außerdem bestehen erhebliche Unsicherheiten bezüglich der Prognosen für die Preisentwicklung. Zu den Unsicherheitsfaktoren zählt, besonders auf kurze Sicht, die Entwicklung der Ölpreise und des Wechselkurses; beide Größen sind relativ schwankungsanfällig und üben einen direkten Einfluss auf die Entwicklung der Einfuhrpreise aus. Während die unmittelbare Auswirkung der Einfuhrpreise auf die Steigerungsrate der Verbraucherpreise weitgehend temporär ist, bleibt ihr Einfluss auf die Lohnkosten und die Preisentwicklung im Eurogebiet ungewiss. Zudem ist der preisdämpfende Effekt, der sich unter anderem aus der Deregulierung und dem verschärften Wettbewerb ergibt, (insbesondere im Einzelhandel) schwer zu taxieren und könnte sich als stärker erweisen als gegenwärtig in den vorliegenden Prognosen erwartet.

Insgesamt deuten die zentralen Prognosen – das heißt die Prognosen, die aufgrund der gewählten Annahmen nach allgemeiner Einschätzung am ehesten zutreffen werden – nunmehr auf Inflationsraten hin, die sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr im Durchschnitt jeweils deutlich näher bei 2 % liegen werden, wobei bei den Aussichten für die Preisentwicklung erhebliche Unsicherheiten bestehen. Je nach Entwicklung der diesen Prognosen zu Grunde liegenden Faktoren (unter anderem Zinssätze, Wechselkurse, Ölpreise sowie Löhne und Gehälter) werden die Schätzungen natürlich angepasst werden müssen, was die Bedingtheit solcher Prognosen verdeutlicht.

Abbildung 18 Einzelhandelsumsätze im Euro- Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Drei-
monatsdurchschnitt)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Einzelhandelsumsätze insgesamt in konstanten Preisen; ohne Kraftfahrzeuge und Instandhaltungs- und Reparaturarbeiten an Gebrauchsgütern. Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeits-
täglich bereinigter Daten berechnet.

1) Da einige nationale Daten nicht verfügbar sind, beginnt diese Datenreihe erst ab Januar 1996.

Beschäftigungswachstum im vierten Quartal 1999 voraussichtlich unverändert

Vorläufige Schätzungen auf der Grundlage der verfügbaren nationalen Statistiken deuten darauf hin, dass die Beschäftigung im vierten Quartal 1999 weiterhin um 0,3 % im Quartalsvergleich zugenommen hat. Der Beschäftigungszuwachs blieb somit gegenüber den beiden vorangegangenen Quartalen unverändert (siehe Tabelle 8). Über das Gesamtjahr 1999 gesehen dürfte die Beschäftigung somit annähernd so stark zugenommen haben wie 1998, als das Wachstum 1,4 % betrug. Die Entwicklung in den einzelnen Quartalen war jedoch etwas unterschiedlich. Im Gegensatz zu der 1998 verzeichneten allmählichen Beschleunigung blieben die vierteljährlichen Wachstumsraten im Jahresverlauf 1999 weitgehend unverändert bei 0,3 %.

Positive Beschäftigungserwartungen in der Industrie

Auf sektoraler Ebene gibt es Anzeichen einer allmählichen Verbesserung in der Industrie und eines stabilen Beschäftigungswachstums im Dienstleistungsbereich. Die Beschäftigung in der Industrie insgesamt (ohne Baugewerbe) blieb im vierten Quartal 1999 unverändert, nachdem sie mehr als ein Jahr lang rückläufig gewesen war. Darüber hinaus lässt der kontinuierliche Aufwärtstrend bei den Be-

Tabelle 8 Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	1999				1999				1999		
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Okt.	Nov.	Dez.
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft ²⁾	1,4	.	1,7	1,5	1,4	.	0,4	0,3	0,3	.	-	-	-
Industrie insgesamt	0,2	.	0,1	0,0	0,0	.	-0,1	-0,1	0,0	.	.	.	.
Baugewerbe	0,1	.	2,8	3,3	3,3	.	0,6	0,1	0,7	.	.	.	.
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	0,4	-0,6	-0,2	-0,8	-0,8	-0,6	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	-0,7	-0,6	-0,5
Verarbeitendes Gewerbe	0,8	-0,4	0,1	-0,6	-0,7	-0,4	-0,1	-0,3	0,0	0,0	-0,5	-0,4	-0,4

Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Kurzfristige Unternehmensstatistik).

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

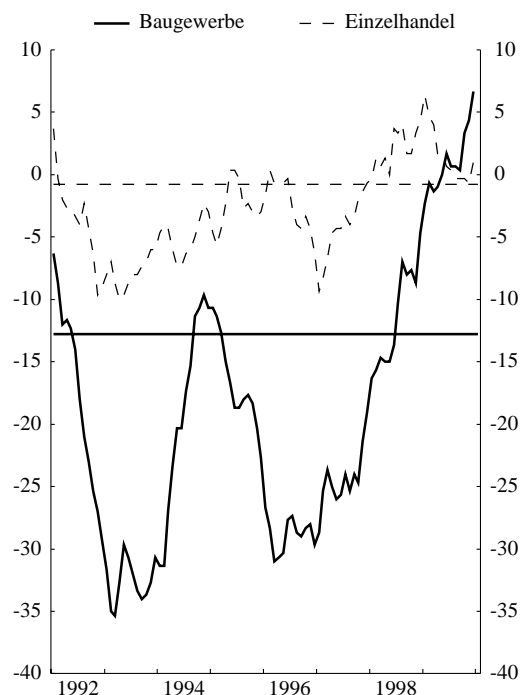
2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.

schäftigungserwartungen im Baugewerbe, der in den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission zum Ausdruck kommt, darauf schließen, dass sich der Beschäftigungszuwachs in diesem Sektor Ende vergangenen Jahres weiter verstärkt hat (siehe Abbildung 19). Infolgedessen dürfte die Beschäftigung in der Industrie insgesamt im vierten Quartal 1999 wieder leicht zugenommen haben. Anhand nationaler Statistiken, der Beschäftigungserwartungen im Einzelhandel sowie der jüngsten Entwicklung der privaten Konsumausgaben ist zu erwarten, dass der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im Dienstleistungssektor im vierten Quartal 1999 weitgehend konstant geblieben ist.

Die jüngste konjunkturelle Belebung dürfte im Jahr 2000 einen unveränderten oder sogar etwas beschleunigten Nettozuwachs an

Abbildung 19 Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)

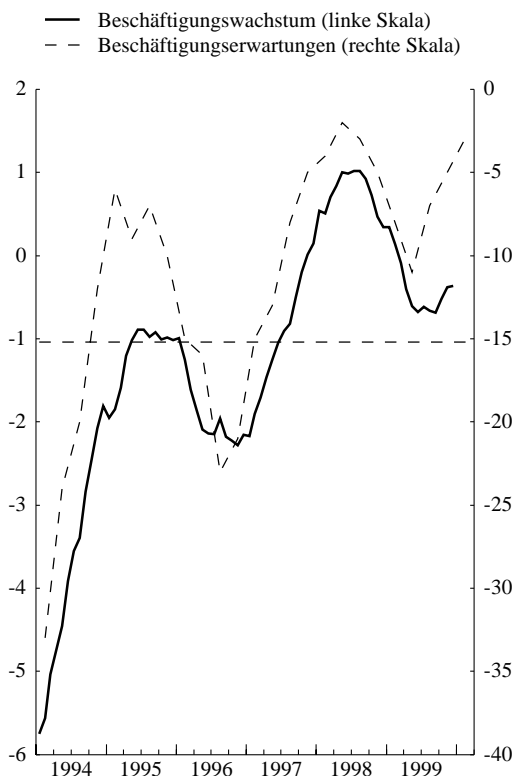


Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

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

Abbildung 20 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.

Arbeitsplätzen zur Folge haben. Sowohl eine Betrachtung nach Sektoren als auch nach Ländern deutet auf günstige Aussichten für die Schaffung neuer Arbeitsplätze hin. Die Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe, die einen relativ verlässlichen Indikator der tatsächlichen Entwicklung darstellen, sind weiter gestiegen und erreichten im ersten Quartal 2000 annähernd ihren Höchststand von Anfang 1998 (siehe Abbildung 20). Auch die Ergebnisse der Umfrage zum Purchasing Managers' Index (PMI) für Februar 2000 deuten auf ein höheres Beschäftigungswachstum im Verarbeitenden Gewerbe hin. Auf Länderebene wird insbesondere von denjenigen Ländern, in denen sich das BIP-Wachstum im Jahr 2000 nach einer

relativ schwachen Entwicklung im Vorjahr deutlich beschleunigen dürfte, ein positiver Beitrag erwartet.

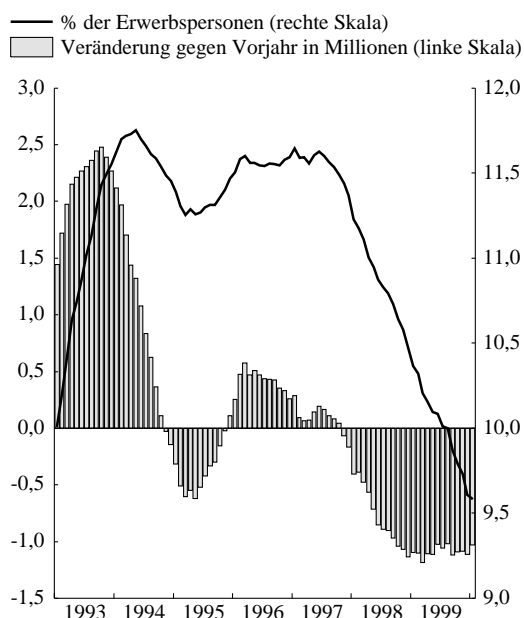
Arbeitslosenquote im Januar 2000 unverändert

Im Januar 2000 lag die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet bei 9,6 % und blieb damit unverändert gegenüber Dezember 1999 (siehe Tabelle 9). Allerdings war bei der Zahl der Arbeitslosen auch im Januar wieder ein Rückgang von über einer Million im Vergleich zum Vorjahr zu verzeichnen. Dies deutet darauf hin, dass sich der im Jahresverlauf 1999 beobachtete leichte Abbau der Arbeitslosigkeit fortgesetzt hat.

Zurückzuführen ist die unveränderte Arbeitslosenquote im Januar 2000 darauf, dass der Anstieg der Arbeitslosenquote bei den unter 25-Jährigen (von 18,0 % auf 18,2 %) durch den Rückgang der Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen (von 8,5 % auf 8,4 %) ausgeglichen wurde. Die Zunahme der Jugendarbeitslosigkeit dürfte vorübergehender Natur sein, da sie offenbar eine Reaktion auf den in den vier Monaten bis Dezember 1999 verzeichneten deutlichen Rückgang darstellt. In dem genannten Zeitraum ging die Arbeitslosenquote bei den Jugendlichen doppelt so stark zurück wie im entsprechenden Zeitraum 1998. Die Jugendarbeitslosigkeit lag im Januar immer noch unter dem Stand vom November 1999.

Abbildung 2 I Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Zusammenfassend ist zu erwarten, dass das Beschäftigungswachstum im Verlauf des Jahres 2000 anhalten oder sich – vor allem aufgrund eines stärkeren Nettozuwachses an Arbeitsplätzen in der Industrie – sogar noch etwas verstärken wird. Aus dieser Entwicklung sowie aus der Annahme einer gleichmäßig wachsenden Zahl von Erwerbspersonen lässt sich folgern, dass die Arbeitslosenquote im Jahresverlauf 2000 weiter schrittweise sinken dürfte.

Tabelle 9 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1999	2000
				Q1	Q2	Q3	Q4	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Insgesamt	11,6	10,9	10,0	10,3	10,1	10,0	9,7	10,0	9,9	9,8	9,7	9,6	9,6
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,2	21,3	19,1	20,0	19,3	18,9	18,3	19,1	18,5	18,4	18,3	18,0	18,2
25 Jahre und älter ²⁾	9,9	9,4	8,8	9,0	8,9	8,7	8,6	8,8	8,7	8,6	8,6	8,5	8,4

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.

1) 1999 entfielen auf diese Gruppe 22,9 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) 1999 entfielen auf diese Gruppe 77,1 % der Arbeitslosen insgesamt.

4 Finanzpolitische Entwicklung

Entwicklung der Haushaltslage im Jahr 1999 nicht durch aktive Konsolidierung gekennzeichnet

Den aktuellen Angaben zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Eurogebiet zufolge belief sich die durchschnittliche Defizitquote der öffentlichen Haushalte – gemessen am BIP – 1999 auf $1\frac{1}{2}\%$ und lag damit $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt unter dem im Vorjahr verzeichneten Stand; die staatliche Bruttoschuldenquote ging im Durchschnitt leicht zurück. Darüber hinaus scheinen alle EWU-Staaten ihre ursprünglichen Haushaltsziele für das Jahr 1999 erreicht zu haben. Allerdings verzeichnen einige Haushalte immer noch Defizite von 2 % des BIP oder mehr, und in einigen Ländern sind die Schuldenquoten nach wie vor sehr hoch. Schließlich ist hervorzuheben, dass entgegen den Empfehlungen der *Grundzüge der Wirtschaftspolitik* von 1999 die meisten Mitgliedstaaten im vergangenen Jahr keine Politik der aktiven Haushaltskonsolidierung verfolgten, sondern vielmehr auf die günstigen Auswirkungen eines verhältnismäßig starken Einnahmenwachstums und niedrigerer Zinsausgaben setzten.

Finanzpolitik mittelfristig auf weitere Konsolidierung ausgerichtet

Wie im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehen, legten die meisten EWU-Länder der Europäischen Kommission Ende 1999 und zu Beginn des laufenden Jahres aktualisierte Stabilitätsprogramme für den Zeitraum bis 2002/03 vor. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der vorliegenden Ausgabe des Monatsberichts lag das aktualisierte Programm für Österreich noch nicht vor. Dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zufolge sind alle Mitgliedstaaten der EU verpflichtet, das „mittelfristige Haushaltsziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts“ einzuhalten. Dieses Ziel wird als angemessen betrachtet, um es den Mitgliedstaaten zu ermöglichen, „die normalen Konjunkturschwankungen zu bewältigen und da-

bei das öffentliche Defizit im Rahmen des Referenzwerts von 3 % des BIP zu halten“. Darüber hinaus sollte der Sicherheitsabstand zur Defizitobergrenze, der sich aus der Vorgabe eines „nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalts“ ergibt, auch andere Belastungen der öffentlichen Finanzen abdecken. Hierzu zählen unvorhergesehene Steuermindereinnahmen und Mehrausgaben, das Erfordernis, eine rasche Rückführung der Schuldenquoten in den Ländern sicherzustellen, in denen diese noch mehr als 60 % betragen, sowie die Bewältigung eines durch das Altern der Bevölkerung bedingten zukünftigen Ausgabenanstiegs. Auch wurden die Mitgliedstaaten in den *Grundzügen der Wirtschaftspolitik 1999* nachdrücklich aufgefordert, „sofern die Wirtschaftsaussichten die in ihren Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen enthaltenen Erwartungen übertreffen, die in ihren Programmen in Aussicht genommenen Haushaltsanpassungsmaßnahmen ab dem Jahr 2000 vorzuziehen und, wenn in den Programmen nur eine minimale Anpassung angestrebt wird, sich ehrgeizigere Ziele zu setzen und ihre Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogramme entsprechend zu aktualisieren“.

Aus den aktualisierten Stabilitätsprogrammen geht hervor, dass die Annahmen für das Wirtschaftswachstum für das Jahr 2000 und die darauf folgenden Jahre gegenüber den ursprünglichen Programmen in vielen Fällen leicht nach oben korrigiert wurden (siehe Tabelle 10). Vor dem Hintergrund dieser Konjunkturaussichten ist es die Absicht der Regierungen, die öffentlichen Haushaltspositionen mittelfristig weiter zu konsolidieren und teilweise auch die zuvor gesteckten Konsolidierungsziele zu übertreffen. In dieser Hinsicht stellen einige der aktualisierten Stabilitätsprogramme einen eindeutigen Fortschritt gegenüber den ursprünglichen Programmen dar; andere hingegen könnten mehr Ehrgeiz erkennen lassen. Insgesamt würden die Pläne der Regierungen eine weitere Verbesserung der durchschnittlichen Defizit- und Schuldenquote für das Eurogebiet im Jahr 2000 und darüber hinaus mit sich bringen.

Tabelle 10**Die Stabilitätsprogramme der Mitgliedstaaten von 1998/99 und die Aktualisierung von 1999/2000**

	Wachstumsrate des realen BIP (in %)				Öffentlicher Finanzierungssaldo (in % des BIP)				Schuldenstand (in % des BIP)			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Belgien												
Stabilitätsprogramm	2,3	2,3	2,3	.	-1,0	-0,7	-0,3	.	112,2	109,6	106,8	.
Aktualisiertes Programm	2,5	2,5	2,3	2,3	-1,0	-0,5	0,0	0,2	112,4	108,8	105,0	101,3
Deutschland												
Stabilitätsprogramm		2½		.	-2	-1½	-1	.	61	60½	59½	.
Aktualisiertes Programm	2½		2		-1¼	-1	-1	-½	61	60½	59½	58½
Nachtrag zum aktualisierten Programm	2½		2½		-1	-1½	-1	-½	61	60½	59½	58½
Spanien												
Stabilitätsprogramm		3,3		.	-1,0	-0,4	0,1	.	64,3	61,9	59,3	.
Aktualisiertes Programm	3,7		3,3		-0,8	-0,4	0,1	0,2	62,8	60,6	58,1	55,8
Frankreich												
Stabilitätsprogramm		3,0		.	-	-	-0,8	.	.	.	57,1	.
Aktualisiertes Programm	3,0		3		-1,7	-1,3	-0,9	-0,3	59,4	59,0	58,1	57,2
Irland												
Stabilitätsprogramm	6,4	5,8	.	.	1,4	1,6	.	.	47,0	43,0	.	.
Aktualisiertes Programm	7,4	6,5	5,7	.	1,2	2,5	2,6	.	46,0	40,0	36,0	.
Italien												
Stabilitätsprogramm	2,8	2,9	.	.	-1,5	-1,0	.	.	110,9	107,0	.	.
Aktualisiertes Programm	2,2	2,6	2,8	2,9	-1,5	-1,0	-0,6	-0,1	111,7	108,5	104,3	100,0
Luxemburg												
Stabilitätsprogramm		3,7		.	1,2	1,3	1,7	.	.	.	.	.
Aktualisiertes Programm	4,3	4,4	4,5	4,6	2,5	2,6	2,9	3,1	4,3 ¹⁾	4,3 ¹⁾	4,3 ¹⁾	4,3 ¹⁾
Niederlande												
Stabilitätsprogramm		2¼		.	.	.	-1,1	.	.	.	64,5	.
Aktualisiertes Programm	2,5	2,0	2,0	.	-0,6	-1,3	-1,1	.	62,3	61,8	61,0	.
Österreich												
Stabilitätsprogramm	2,6	2,1	2,2	.	-1,7	-1,5	-1,4	.	62,2	61,2	60,0	.
Aktualisiertes Programm	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Portugal												
Stabilitätsprogramm	3,2	3,2	3,3	.	-1,5	-1,2	-0,8	.	55,8	54,7	53,2	.
Aktualisiertes Programm	3,3	3,6	3,6	3,5	-1,5	-1,1	-0,7	-0,3	57,1	55,2	53,3	51,0
Finnland												
Stabilitätsprogramm	2,7	2,6	2,6	.	2,2	2,1	2,3	.	46,4	44,8	43,2	.
Aktualisiertes Programm	3,9	3,0	2,6	2,6	4,7	4,2	4,6	4,7	42,9	40,7	38,0	35,2

1) Dem aktualisierten Stabilitätsprogramm Luxemburgs zufolge wird der öffentliche Schuldenstand, der sich 1999 auf insgesamt 4,3 % des BIP belief, im Prognosezeitraum weitgehend unverändert bleiben.

Einige Länder scheinen die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts derzeit schon vollständig zu erfüllen und dürften dies auch über den gesamten Prognosezeitraum hinweg tun. Die meisten Staaten dürften bis 2002/03 Defizite unterhalb von 0,5 % des BIP beziehungsweise Haushaltsüberschüsse sowie Schuldenquoten von weniger als 60 % erzielen. Den aktuellen Plänen zufolge dürften alle Mitgliedstaaten der EWU bis dahin in der Lage sein, normale Konjunkturschwankungen zu bewältigen. Allerdings haben einige Regie-

rungen für das laufende Jahr nur eine sehr bescheidene Reduzierung ihrer Defizite vorgesehen, jedoch stärkere Anstrengungen für spätere Jahre geplant. Dieses Vorgehen könnte bedeuten, dass die finanzpolitischen Ziele durch unvorhergesehene Entwicklungen gefährdet wären. Aus diesem Grund wäre einer zeitlichen Vorverlagerung der notwendigen haushaltspolitischen Korrekturen der Vorzug zu geben. Darüber hinaus werden den Planungen zufolge nicht alle Länder zusätzliche Spielräume in ihren Haushalten

schaffen, die es ihnen gestatten würden, übermäßige Defizite selbst bei einer künftigen lang anhaltenden Verringerung der Wachstumsraten zu vermeiden. Bei den meisten Stabilitätsprogrammen fehlen noch ausreichende Vorkehrungen für die Alterung der Bevölkerung. Auch angesichts der sehr hohen öffentlichen Schuldenstände wären weitere Sparanstrengungen gerechtfertigt.

Eine Reihe von Ländern legten ihren Programmen vorsichtige Annahmen bezüglich des Wirtschaftswachstums in den nächsten Jahren zu Grunde. Die Regierungen sollten deutlich zu erkennen geben, dass ein die Erwartungen übertreffendes Wachstum des realen BIP dazu genutzt würde, die Haushaltskonsolidierung zu beschleunigen. Im Fall eines stärkeren Wirtschaftswachstums sollten die Regierungen davon absehen, die laufenden Primärausgaben über das angestrebte Soll hinaus zu erhöhen. Eine strikte Begrenzung des Anstiegs der laufenden Primärausgaben ist auch angesichts der von vielen Regierungen für die nächsten Jahre zur Verringerung der Abgabenlast und der Arbeitskosten geplanten Steuerreformen vonnöten. Ein solches Vorgehen kann dazu beitragen, die konjunkturelle Dynamik zu fördern und die Volkswirtschaften auf einen günstigeren Wachstumspfad zu bringen. Allerdings sollten die Regierungen bei der Umsetzung ihrer Pläne zur Steuerreform deren Auswirkungen auf das Steueraufkommen erhöhte Aufmerksamkeit widmen, um nicht die Haushaltsziele zu gefährden. Ein Anstieg der Defizite würde im Fall einer unvorhergesehenen Abschwächung des Wirtschaftswachstums ein Risiko für die Haushaltspositionen bedeuten.

In einer Reihe von Ländern ist ein Inflationsdruck zu beobachten. Vor diesem Hintergrund ist nicht ganz klar, ob die gegenwärtige Ausrichtung der Finanzpolitik in diesen Ländern hinreichend restriktiv ist. Die Regierun-

gen sollten eine Straffung ihrer Finanzpolitik in Erwägung ziehen, um der Gefahr einer Überhitzung der Konjunktur entgegenzuwirken und zu einer Verbesserung der Aussichten für ein nachhaltiges, inflationsfreies Wirtschaftswachstum beizutragen, indem sie ihre Haushaltsüberschüsse weiter erhöhen oder – falls noch Defizite vorliegen – eine Überschussposition erreichen.

Angesichts des großen Einflusses des öffentlichen Sektors in den Volkswirtschaften des Euroraums sollten sich die Konsolidierungspläne in erster Linie auf eine Verringerung der öffentlichen Ausgaben konzentrieren. Neben der Haushaltskonsolidierung sollten vor allem auch Strukturreformen angestrebt werden. Ziel solcher Reformen könnten etwa eine Anpassung der öffentlichen Transferausgaben, eine Verringerung des hohen Beschäftigungsniveaus im öffentlichen Dienst, eine Reduzierung der staatlichen Subventionen, weitere Privatisierungen staatlicher Unternehmen sowie eine Verbesserung der Funktionsweise der Arbeitsmärkte sein. Derartige Maßnahmen würden dazu beitragen, die Produktivkräfte der Wirtschaft effizienter zu nutzen.

Was die zu erwartenden langfristigen Belastungen der öffentlichen Haushalte betrifft, die mit der Alterung der Bevölkerung einhergehen, so stellt die Verpflichtung seitens einiger Regierungen, Überschüsse aus den Sozialversicherungen in einen besonderen Rücklagenfonds zu leiten, einen Schritt in die richtige Richtung dar. Eine Verringerung der öffentlichen Schuldenquoten wird es den Regierungen leichter machen, die sich abzeichnenden Belastungen ihrer Haushalte zu bewältigen, wenn die demographische Veränderung einmal voll zum Tragen gekommen sein wird. Darüber hinaus werden weitere tief greifende Maßnahmen zur Reform der Rentenversicherungssysteme vonnöten sein.

5 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld hat sich weiter verbessert

Das internationale Umfeld des Euro-Währungsgebiets hat sich im Vergleich zur letzten Quartalsversion des Monatsberichts vom Dezember 1999 weiter verbessert. Die Volkswirtschaften der meisten Industrie- und Schwellenländer konnten das Tempo ihres Wirtschaftswachstums beibehalten beziehungsweise noch beschleunigen und der Welthandel nimmt zu. In den Vereinigten Staaten waren keinerlei Anzeichen zu erkennen, dass das starke Produktionswachstum an Schwung verliert, während sich das Wirtschaftswachstum im Vereinigten Königreich auf Grund einer lebhaften Inlandsnachfrage deutlich beschleunigte. Auch andere Volkswirtschaften von Industrieländern in Europa und anderswo verzeichnen derzeit eine starke Konjunktorentwicklung. Dagegen erholt sich die Wirtschaft in Japan nach wie vor nur zögerlich, obwohl die private Nachfrage – insbesondere die Unternehmensinvestitionen – zuzunehmen scheint, wie man einigen Frühindikatoren entnehmen kann. Unter den Schwellenländern wiesen die asiatischen Länder das größte Wirtschaftswachstum mit einer deutlichen und breitangelegten Erholung auf, die von einer noch weitgehend expansiven Wirtschaftspolitik unterstützt und von einem wachsenden Handel in der Region gefördert wurde. In den lateinamerikanischen Ländern verbesserte sich die Situation mit einem Anstieg des realwirtschaftlichen Wachstums und einer weiterhin gedämpften Inflation deutlich. Vor dem Hintergrund eines stärkeren internationalen Produktionswachstums und der gestiegenen Energiepreise verstärken sich in einigen Ländern die inflationären Spannungen, obwohl diese insgesamt gedämpft bleiben. Da die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität zunehmen, wurden in einigen dieser Länder, zu denen sowohl Industrie- als auch Schwellenländer zählen, restriktivere geldpolitische Rahmenbedingungen geschaffen.

Auf Grund der anhaltenden Verbesserungen im Laufe des Jahres 1999 und in den ersten Monaten des Jahres 2000 scheinen die außenwirtschaftlichen Perspektiven für das Euro-Währungsgebiet zu Jahresbeginn deutlich besser zu sein als die Anfang 1999 getroffenen Voraussagen für das vergangene Jahr. Gleichzeitig wird aber auch der Inflationsdruck außerhalb des Euroraums sowohl in Industrieländern als auch in Schwellenländern höher eingeschätzt als noch vor einem Jahr. Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Vereinigten Königreich liegen beispielsweise die Inflationsprognosen rund einen halben Prozentpunkt über denen für das Jahr 1999; dies ist hauptsächlich auf das erwartete höhere reale Wachstum und die gestiegenen Öl- und Rohstoffpreise zurückzuführen.

In den Vereinigten Staaten verzeichnete das reale BIP im vierten Quartal 1999 einen Zuwachs von 1,7 % gegenüber dem vorangegangenen Quartal. Damit belief sich die durchschnittliche Wachstumsrate des realen BIP für das Jahr 1999 insgesamt auf 4,1 %. Hauptgründe für diesen starken Anstieg im vierten Quartal 1999 waren die privaten Konsumausgaben und der Lageraufbau, wobei letzterer vor allem auf Befürchtungen bezüglich des Jahr-2000-Wechsels zurückzuführen war. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen verlangsamte sich deutlich, während der Außenbeitrag sich weiterhin negativ auf das BIP-Wachstum auswirkte. Die starke Inlandsnachfrage führte im Dezember zu einer weiteren Verschlechterung des Außenhandelsaldos; das Außenhandelsdefizit stieg damit von 1,9 % des BIP 1998 auf rund 3 % des BIP im Jahr 1999.

Für die nähere Zukunft ist davon auszugehen, dass sich das starke Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten wohl auch im ersten Halbjahr 2000 hauptsächlich auf Grund der Inlandsnachfrage fortsetzen wird. Das vom US Conference Board gemessene Verbrauchervertrauen erreichte im Januar 2000 ein Rekordhoch; die Einzelhandelsumsätze

hatten in den vergangenen drei Monaten eine durchschnittliche Jahreswachstumsrate von rund 10 % verzeichnet, und das Vertrauen der Industrie blieb im Januar 2000 im zwölften Monat in Folge hoch, gestützt durch eine starke Zunahme bei der Industrieproduktion und beim Auftragseingang im Dezember 1999 und im Januar 2000. Das Beschäftigungswachstum war auch im Januar lebhaft; die Arbeitslosenquote ging weiter zurück und erreichte mit 4,0 % ihren tiefsten Stand seit 30 Jahren. Trotz eines angespannten Arbeitsmarkts blieben die gegenwärtigen Inflationsraten weitgehend unverändert, da die Produktivität im nicht-agrarischen Bereich im Vierteljahresvergleich mit 1,2 % im vierten Quartal 1999 einen der größten vierteljährlichen Zuwächse seit mehreren Jahren verzeichnete. Die VPI-Inflation lag im Januar 2000 im Jahresvergleich bei 2,7 % und war damit gegenüber Dezember 1999 unverändert, wohingegen die VPI-Inflation ohne Energie und Nahrungsmittel von 1,9 % im Dezember 1999 auf 2,0 % im Januar 2000 stieg.

Auf seiner Sitzung am 2. Februar 2000 erhöhte der Offenmarktausschuss die Zielvorgabe für die Federal Funds Rate um 25 Basispunkte auf 5,75 % und beschloss ebenfalls eine Anhebung des Diskontsatzes um 25 Basispunkte auf 5,25 %. Dieser Zinsschritt sollte dazu dienen, das Risiko möglicher inflationärer Ungleichgewichte einzudämmen, indem die gesamtwirtschaftliche Nachfrage mittelfristig an das Wachstum des Produktionspotenzials angenähert wird.

Nachdem in Japan das reale BIP im dritten Quartal 1999 unerwartet gesunken war (-1,0 % im Quartalsvergleich), scheinen vorläufige Indikatoren auf einen weiteren Rückgang des realen BIP im vierten Quartal des vergangenen Jahres hinzuweisen. Während die Abnahme im dritten Quartal 1999 vor allem das Ergebnis zurückgehender privater und öffentlicher Investitionen war, dürfte im vierten Quartal der private Verbrauch das BIP-Wachstum gebremst haben. Sowohl der starke Rückgang der Realeinkommen der privaten Haushalte (-4,5 % im Jahresvergleich) als auch die leicht verschlechterten Arbeits-

marktbedingungen (die Arbeitslosenquote stieg im Dezember 1999 auf 4,6 %) trugen im Jahresvergleich zu einem Rückgang des privaten Verbrauchs um 4 % im Dezember bei. Darüber hinaus könnte im letzten Quartal 1999 die Stärke des japanischen Yen zum erwarteten negativen Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum beigetragen haben.

Dennoch könnten sich die Aussichten für eine Erholung der Privatwirtschaft in Japan (im Einklang mit jüngsten positiven Werten einiger Frühindikatoren zu Unternehmensinvestitionen) langsam verbessern. Beispielsweise stiegen 1999 die Unternehmensgewinne um mehr als 10 % gegenüber dem Vorjahr. Darüber hinaus nahmen im Maschinenbau die inländischen Aufträge im Dezember 1999 im Jahresvergleich um 14 % gegenüber einem Rückgang von 1,8 % im Vormonat zu; dieser Anstieg kommt zu der Zunahme von ausländischen Aufträgen, die bereits seit letztem Sommer zu verzeichnen war, hinzu.

Im Vereinigten Königreich gehen Schätzungen zum realen BIP-Wachstum für das vierte Quartal 1999 von einem Anstieg um 0,8 % im Quartalsvergleich und 2,9 % im Jahresvergleich aus; damit beläuft sich die Jahreswachstumsrate 1999 auf 2,0 % gegenüber 2,2 % im Jahr 1998. Im vierten Quartal war das Wachstum hauptsächlich von einem deutlichen Anstieg der Binnennachfrage getragen. Positive Auswirkungen auf die Verbrauchsausgaben der privaten Haushalte gingen von den steigenden Realeinkommen, niedrigeren Hypothekenzinsen und Vermögenszuwächsen durch den raschen Anstieg der Preise für Häuser und andere Vermögenswerte aus. Die hohe Inlandsnachfrage wurde bis zu einem gewissen Grad durch eine Verschlechterung des Außenbeitrags ausgeglichen. Die Exporte wiesen einen leichten Rückgang auf, wodurch der deutliche Anstieg im dritten Quartal teilweise rückgängig gemacht wurde, wohingegen die Importe erneut kräftig zunahmen.

Die Inflation im Vereinigten Königreich gemessen am Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX) blieb auch weiterhin unter der offiziellen Zielvorgabe von 2,5 %.

Im Januar 2000 ging die RPIX-Inflation auf 2,1 % im Jahresvergleich gegenüber 2,2 % im Dezember 1999 zurück. Im Hinblick auf einen steigenden Druck auf die Produktionskapazitäten sowie auf den Arbeits- und Immobilienmarkt erhöhte der geldpolitische Ausschuss der Bank of England im Februar 2000 dennoch die Zinsen um 25 Basispunkte auf 6,0 %.

Breite und Umfang der Konjunkturerholung der asiatischen Volkswirtschaften (ohne Japan) übertreffen weiterhin die Erwartungen. Während das BIP-Wachstum 1999 Schätzungen zufolge nicht unter 5,0 % für die gesamte Region liegt, scheint die Erholung breiter angelegt zu sein als zuvor erwartet; unter anderem geht man nunmehr davon aus, dass Hongkong bereits 1999 wieder ein positives Wachstum verzeichnen konnte. Die Konjunkturerholung, die anfangs vom Export ausging und mit deutlichen Außenhandelsüberschüssen in der gesamten Region infolge der abgewerteten Währungen einherging, stützt sich allmählich auf eine breitere Grundlage, da auch die Inlandsnachfrage zunimmt. Die Hauptrisiken für die Aussichten dieser Region bleiben das Ungleichgewicht der öffentlichen Finanzen, ein möglicher Preisauftrieb und das Risiko einer Verlangsamung bei der Durchführung von Unternehmens- und Finanzstrukturreformen. In einigen Ländern, etwa Südkorea, droht der starke Wirtschaftsaufschwung mit einem realen BIP-Wachstum von über 10 % im Jahr 1999 bereits, die Inflation wieder anzuhetzen und damit einen Aufwärtsdruck auf die langfristigen Anleiherenditen auszuüben. Dies hatte zur Folge, dass zwei asiatische Zentralbanken – die Bank von Korea und die Hongkong Monetary Authority – im Februar ihren geldpolitischen Kurs strafften. Das Vertrauen der Finanzmärkte scheint sich weiter gefestigt zu haben, was an der freundlichen Stimmung an den Aktienmärkten, den stabilen Wechselkursen und den zurückgehenden Renditedifferenzen gegenüber US-Schatzobligationen zu sehen ist.

Was die größten EU-Beitrittsländer anbelangt, so waren die wirtschaftlichen Perspek-

tiven für Ungarn und Polen seit ungefähr Mitte 1999 recht günstig; dies spiegelten auch die meisten realwirtschaftlichen Indikatoren wider. In der Tschechischen Republik stellt sich die Situation etwas anders dar; hier muss die Konjunkturerholung erst noch an Schwung gewinnen.

Die russische Wirtschaft weist weiterhin einen Anstieg bei der Industrieproduktion und einen spürbaren Außenhandelsüberschuss auf. Die allgemeinen Aussichten bleiben jedoch von politischer Unsicherheit geprägt. Nach den vorläufigen Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen stieg das russische BIP 1999 um rund 3 % und damit um deutlich mehr als bisher angenommen. Dieses Wiederanziehen der Wirtschaft folgte einem Rückgang des realen BIP um fast 5 % im Jahr 1998.

Die meisten lateinamerikanischen Volkswirtschaften verzeichnen eine konjunkturelle Erholung auf Grund der hohen Exporte und privater Kapitalzuflüsse, insbesondere ausländischer Direktinvestitionen. Die Stimmung am Markt gegenüber dieser Region hat sich deutlich verbessert; dies zeigt sich in der Verringerung der internationalen Renditedifferenzen auf ein Niveau, das dem vor der Finanzkrise entspricht, sowie in der freundlichen Stimmung an den Aktienmärkten. Diese positive Stimmung wurde noch durch die gedämpfte Inflation in der Region verstärkt, die sich derzeit auf dem niedrigsten Niveau seit 50 Jahren befindet. Die Konjunktur in Mexiko weist auch weiterhin ein schnelles Wachstum in einem Umfeld weitgehender Wechselkursstabilität des Peso und großer Kapitalzuflüsse auf. In Brasilien beschleunigte sich das Wirtschaftswachstum, und der Real hat seit Anfang des Jahres an Wert gewonnen; dies spiegelte sowohl eine Verbesserung des Außenhandelsaldos, niedrigere Zahlungen für Auslandsschulden und ein verbessertes Niveau der Währungsreserven wider. Schließlich hat es den Anschein, dass Argentinien sich schneller als erwartet aus der Rezession lösen kann, während das Vertrauen der Märkte durch eine kürzlich vorsichtshalber abgeschlossene Bereitschaftskreditvereinbarung mit dem IWF wiederhergestellt werden könnte.

Beträchtliche Volatilität der Euro-Wechselkurse Ende Februar

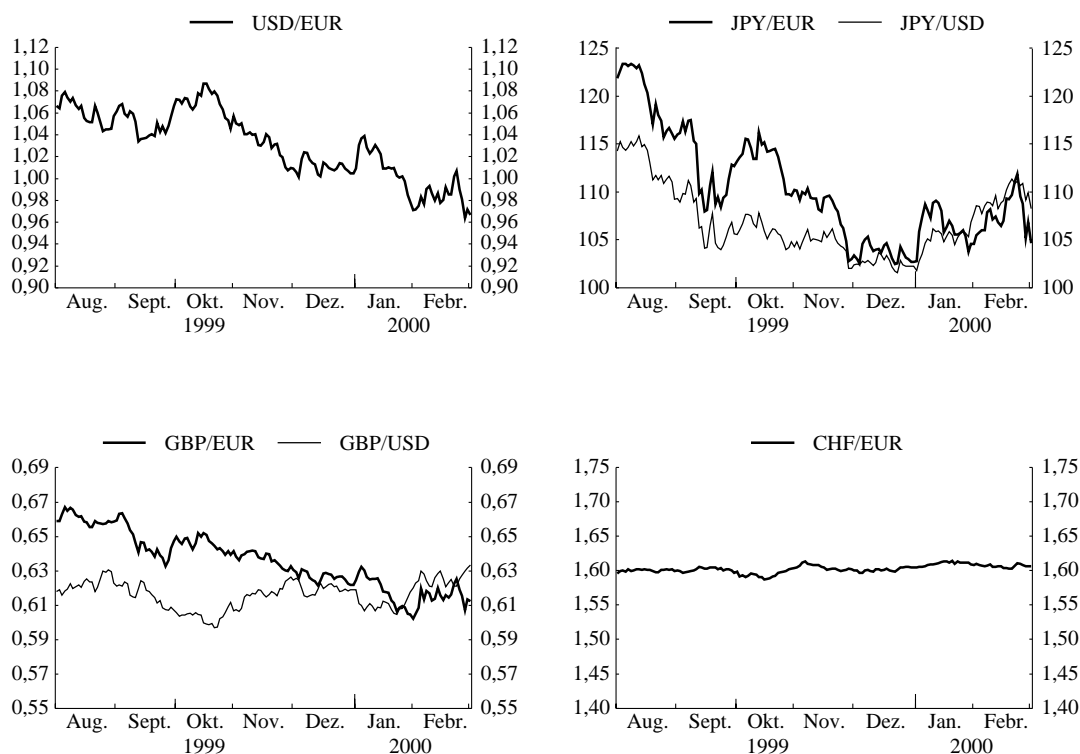
An den Devisenmärkten kam es bis zum 23. Februar 2000 zu einer Aufwertung des Euro und im Anschluss daran zu einer beträchtlichen Volatilität der wichtigsten Wechselkurse und einer Abwertung des Euro gegen Monatsende. Was insbesondere den Euro-Yen-Wechselkurs angeht, so wurden als Ursache für die Ende Februar zu verzeichnenden relativ großen innertäglichen Wechselkursschwankungen technische marktbedingte Faktoren angeführt. Die Entwicklung an den Devisenmärkten der Schwellenländer verlief in diesem Monat vorwiegend in ruhigen Bahnen. Bei beträchtlicher Volatilität lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro am 1. März annähernd auf dem gleichen Niveau wie am 1. Februar.

Gegenüber dem US-Dollar notierte der Euro Anfang März 2000 auf nahezu dem gleichen Stand wie Anfang Februar (siehe Abbildung

22). Allerdings verbergen sich hinter dieser Entwicklung größere Bewegungen im Verlauf des letzten Monatsabschnitts. Bis zum 23. Februar war der Euro um 3,7 % gegenüber dem Dollar gestiegen, nachdem Datenveröffentlichungen die Bestätigung dafür geliefert hatten, dass sich die konjunkturellen Auftriebskräfte unter anderem auch im Eurogebiet kräftig entfaltet haben. Die Erhöhung der Leitzinsen zu Beginn des Monats Februar 2000 durch die amerikanische Notenbank und den EZB-Rat – um jeweils 25 Basispunkte – hatte keine nennenswerten unmittelbaren Auswirkungen auf die Devisenmärkte. Im frühen Verlauf des Monats Februar dürfte der Euro auch von der Entwicklung an den Aktienmärkten profitiert haben, da die Aktienkurse im Eurogebiet weiterhin kräftig zulegten, während an den US-Aktienmärkten eine vergleichsweise hohe Volatilität und Korrekturen in ausgewählten Sektoren zu verzeichnen waren. Allerdings geriet der Euro – angesichts von nach oben revidierten BIP-Daten für die Vereinigten Staaten und einer

Abbildung 22
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

nochmaligen Abwertung des Euro gegenüber dem japanischen Yen – in den letzten Februarartagen gegenüber dem US-Dollar erneut unter Druck. Am 1. März notierte der Euro bei 0,967 USD.

Der japanische Yen wies im Februar erhebliche Schwankungen auf. In den ersten drei Februarwochen schwächte er sich gegenüber allen wichtigen Währungen recht kräftig ab; am 23. Februar notierte er gegenüber dem Euro um rund 6,5 % und gegenüber dem US-Dollar um rund 3 % unter seinem Wert vom Monatsanfang. Damit fiel der Yen gegenüber dem Euro und US-Dollar auf seinen tiefsten Stand seit Oktober 1999 bzw. August 1999. Ausgelöst wurde die Abschwächung des Yen in erster Linie durch Datenveröffentlichungen, die auf eine schwache Wirtschaftsleistung in Japan im vierten Quartal 1999 und Anfang 2000 hindeuteten. Gegen Ende Februar jedoch wertete sich der Yen abrupt gegenüber dem Euro auf; im Verlauf von drei Handelstagen gewann er um gut 6 % an Wert und erreichte bis zum 1. März wieder seine Kursnotierungen von Anfang Februar. Als Grund für diese Entwicklung wurden technische Faktoren – die zum Teil mit den „Stop-Loss“-Strategien an den Optionsmärkten zusammenhängen – sowie die Rückverlagerung von Geldern durch japanische Exporteure genannt. Am 1. März notierte der Euro bei 104,65 JPY.

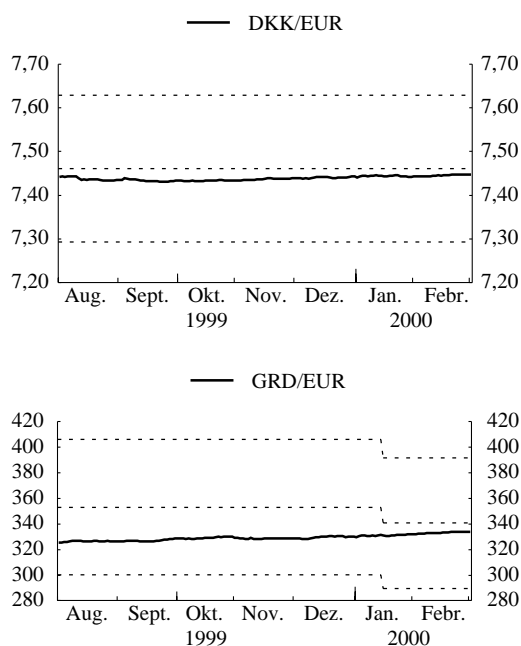
Auch gegenüber dem Pfund Sterling wertete sich der Euro im Februar zunächst auf, verlor aber danach – weitgehend analog zur Entwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar – an Wert. Die Zinserhöhung der Bank von England am 10. Februar folgte zwar relativ kurz auf die Mitte Januar vorgenommene Erhöhung um 25 Basispunkte, war aber von den Finanzmärkten weitgehend erwartet worden und schien kaum direkte Auswirkungen auf den Kurs der britischen Währung zu haben. Trotz einer gewissen Abschwächung im Februar bewegt sich der effektive Wechselkurs des Pfund Sterling weiter in der Nähe seiner Höchststände. Am 1. März notierte der Euro bei 0,612 GBP.

Im WKM II blieb die dänische Krone – mit rund 7,45 DKK bei nur minimalen Schwankungen – gegenüber dem Euro weiter in einer sehr stabilen Position (siehe Abbildung 23). Die griechische Drachme schwächte sich gegenüber dem Euro weiter leicht ab, nachdem sich die Zinsdifferenzen gegenüber dem Euro-Währungsgebiet im Verlauf des Monats Februar etwas verringert hatten, obwohl sie in der letzten Februarwoche durchschnittlich immer noch rund 520 Basispunkte (für Dreimonatssätze) betragen.

Der Kurs des Schweizer Franken gegenüber dem Euro lag im Februar weiterhin bei knapp 1,61 CHF. Am 3. Februar erhöhte die Schweizer Nationalbank ihren Zielkorridor für Dreimonatssätze um 50 Basispunkte auf 1,75 % bis 2,75 %. Dieser Beschluss, der zur gleichen Zeit wie die Erhöhung der EZB-Zinsen getroffen worden war, spiegelte vor allem die Beschleunigung der konjunkturellen Erholung in der Schweiz wider.

Abbildung 23
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

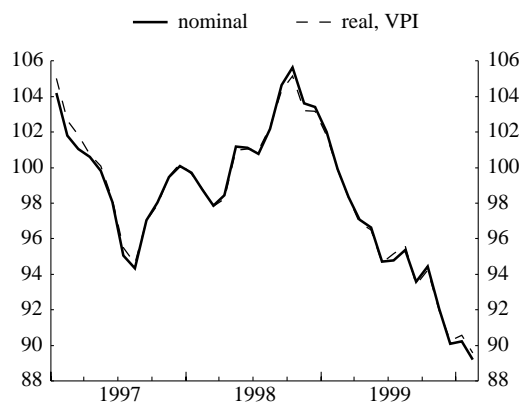


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben die Leitkurse (DKK 7,46, GRD 340,75 (letzterer gilt ab 17. Januar 2000)) und die jeweilige Bandbreite ($\pm 2,25\%$ für die dänische Krone und $\pm 15\%$ für die griechische Drachme) an.

Abbildung 24
Nominale und reale effektive Wechsel-
kurse¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe Kasten 5 im Monatsbericht Oktober 1999). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf Februar 2000.

Was den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro gemessen an den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets anbelangt, so waren die Aufwertung des Euro um rund 3,6 % bis zu seinem Höchststand am 23. Februar und die darauffolgende Abwertung um nahezu den gleichen Prozentsatz fast gleichermaßen den Bewegungen sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch gegenüber dem Pfund Sterling und dem japanischen Yen zuzuschreiben. Obwohl das Gewicht des Yen nur etwas mehr als der Hälfte der anderen beiden wichtigen Währungen entspricht, beeinflusste er den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro infolge der stärkeren Wechselkursveränderungen gegenüber dem Euro fast ebenso stark wie die anderen beiden Währungen. Der Durchschnitt des effektiven Wechselkursindex lag im Februar um 1,2 % unter dem Stand vom Januar 2000 und um 10,8 % unter dem im ersten Quartal 1999 verzeichneten Niveau (siehe Abbildung 24).

Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 1999 rückläufig

Im Dezember 1999 wies die Leistungsbilanz des Eurogebiets mit einem Plus von

2,6 Mrd € einen geringeren Überschuss auf als im Dezember 1998 (6,1 Mrd ECU). Wie schon in den vorangegangenen Monaten war der Rückgang auf einen geringeren Außenhandelsüberschuss (8,4 Mrd €, gegenüber 10,3 Mrd ECU im Dezember 1998) sowie ein höheres Defizit bei den Laufenden Übertragungen und eine Umkehrung im Saldo der Dienstleistungen von einem geringen Überschuss zu einem Defizit zurückzuführen (siehe Tabelle 11).

Den vorläufigen Angaben zufolge betrug der Leistungsbilanzüberschuss im Gesamtjahr 1999 43,2 Mrd € und lag damit um 30 % unter dem im Jahr 1998 verzeichneten Ergebnis (das rund 1 % des BIP ausmachte), was in erster Linie dem sinkenden Außenhandelsüberschuss und in geringerem Maße dem höheren Passivsaldo bei den Dienstleistungen zuzuschreiben ist. Dagegen hat der Abbau der Jahresdefizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie bei den Laufenden Übertragungen (auf - 7,3 Mrd € bzw. - 42,8 Mrd €, gegenüber - 11,9 Mrd ECU bzw. - 45,8 Mrd ECU im Jahr 1998) mit dazu beigetragen, den Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses im Jahresverlauf 1999 zu begrenzen.

Obwohl die Ausfuhrwerte im Dezember 1999 erneut einen kräftigen Zuwachs verzeichnen konnten, nämlich um 9,1 Mrd € (bzw. 14,2 %) gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat, hat sich der Außenhandelsüberschuss weiter verringert, da die Einfuhren im Dezember gegenüber dem Vorjahrsmonat um 11 Mrd € (20,4 %) gewachsen sind. Den derzeit vorliegenden Daten zufolge nahm der Außenhandelsüberschuss gegenüber dem Vorjahr um 18,9 Mrd € ab, was vor allem den starken Anstieg der Einfuhrpreise aufgrund höherer Ölpreise, die Abschwächung des Euro-Wechselkurses sowie in geringerem Maße auch das niedrige Niveau der Exportwerte in der ersten Jahreshälfte infolge der stark rückläufigen Auslandsnachfrage im Jahr 1998 widerspiegelt.

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

	1998 Jan. – Dez.	1998 Dez.	1999 Jan. – Dez.	1999 Okt.	1999 Nov.	1999 Dez.
Saldo der Leistungsbilanz	60,3	6,1	43,2	3,6	2,4	2,6
Einnahmen	1 264,0	109,4	1 288,2	111,2	113,1	118,2
Ausgaben	1 203,7	103,3	1 245,0	107,6	110,7	115,6
Saldo des Außenhandels	118,5	10,3	99,9	10,2	8,3	8,4
Ausfuhr	772,4	64,3	791,3	71,7	73,6	73,4
Einfuhr	653,6	54,0	691,4	61,6	65,2	65,0
Saldo der Dienstleistungen	-0,9	0,1	-6,6	-0,6	-1,1	-0,7
Einnahmen	232,0	20,8	232,4	19,7	19,1	21,1
Ausgaben	232,8	20,8	239,0	20,4	20,3	21,8
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-11,9	-0,3	-7,3	-1,9	-0,3	-0,3
Saldo der Laufenden Übertragungen	-45,8	-3,9	-42,8	-4,0	-4,5	-4,8
Saldo der Vermögensübertragungen	12,7	2,0	12,8	1,6	0,8	2,6
Saldo der Kapitalbilanz ²⁾	-69,1	-33,8	-62,7	12,0	-0,6	-6,1
Direktinvestitionen	-102,6	-3,2	-147,2	-11,6	-17,5	-26,6
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-183,0	-14,2	-212,5	-18,5	-19,9	-33,8
Im Euro-Währungsgebiet	80,4	11,0	65,2	6,9	2,4	7,2
Wertpapieranlagen ²⁾	-85,3	-12,0	-21,3	-14,4	18,0	7,0
Aktiva	-302,1	-19,8	-280,5	-15,3	-31,1	-18,9
Passiva	216,8	7,7	259,2	0,8	49,1	25,9
Finanzderivate ²⁾	-8,2	-0,1	-0,8	-1,4	1,6	-0,4
Übriger Kapitalverkehr ^{2) 3)}	118,5	-33,9	93,2	39,4	-3,2	14,7
Währungsreserven ²⁾	8,5	15,4	13,4	0,1	0,6	-0,8
Restposten ²⁾	-3,8	25,7	6,7	-17,2	-2,6	0,9

*Quelle: EZB.**Anmerkung: In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme 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.**2) Die Angaben bis Ende 1998 sind nicht vollständig mit den Angaben für spätere Berichtszeiträume vergleichbar.**3) Die Veränderungen vor Januar 1999 sind teilweise geschätzt.***Geringere Nettoabflüsse im Wertpapierverkehr haben die höheren Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen im Jahr 1999 mehr als ausgeglichen**

Im Dezember 1999 kam es im Bereich der Direktinvestitionen zu höheren Netto-Kapitalabflüssen als im November (26,6 Mrd €, verglichen mit 17,5 Mrd €), während bei den Wertpapieranlagen niedrigere Nettozuflüsse zu verzeichnen waren (7,0 Mrd € im Dezember, gegenüber 18,0 Mrd € im November). Letztere resultierten aus den Nettokäufen von EWU-Schuldverschreibungen durch gebietsfremde Anleger in Höhe von 10,6 Mrd €, welche die Nettoabflüsse

bei den Dividendenwerten in Höhe von 3,6 Mrd € mehr als ausgeglichen.

Im gesamten Jahr 1999 gingen die Nettoabflüsse bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammen genommen von insgesamt 187,9 Mrd ECU im Jahr 1998 auf insgesamt 168,5 Mrd € (beziehungsweise rund 2,8 % des BIP) zurück, da die niedrigeren Nettoabflüsse bei den Wertpapieranlagen den Anstieg der Nettoabflüsse im Bereich der Direktinvestitionen mehr als kompensierten.

Die Netto-Kapitalabflüsse durch Direktinvestitionen erhöhten sich 1999 auf 147,2 Mrd €

(beziehungsweise rund 2,4 % des BIP), verglichen mit 102,6 Mrd ECU 1998. Ausschlaggebend für die höheren Nettoabflüsse waren die gestiegenen Investitionen von Ansässigen des Eurogebiets außerhalb des Euroraums (212,5 Mrd € im Jahr 1999, gegenüber 183,0 Mrd ECU 1998) sowie geringere Direktinvestitionen von Gebietsfremden im Eurogebiet (65,2 Mrd €, nach 80,4 Mrd ECU 1998).

Dagegen gingen die Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen im Jahr 1999 auf 21,3 Mrd € zurück, verglichen mit 85,3 Mrd ECU im Vorjahr. Dies hing mit der stärkeren Nachfrage gebietsfremder Anleger nach Schuldverschreibungen des Eurogebiets, insbesondere nach Geldmarktpapieren, zusammen, was zu einer Umkehrung bei den Schuldverschreibungen (von Nettoabflüssen in Höhe von 84,8 Mrd ECU im Jahr 1998 zu Nettozuflüssen in Höhe von 34,8 Mrd € im Jahr 1999) beitrug. Die Nettoabflüsse bei den

Dividendenwerten nahmen hingegen von 0,4 Mrd ECU im Jahr 1998 auf 56,1 Mrd € zu, was hauptsächlich auf verstärkte Investitionen von Ansässigen des Eurogebiets in außerhalb des Euroraums begebene Dividendenwerte zurückzuführen war (150,0 Mrd € im Jahr 1999, gegenüber 98,7 Mrd ECU im Jahr 1998).

Was die übrigen Posten der Kapitalbilanz betrifft, so waren im Dezember 1999 bei den Finanzderivaten Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 0,4 Mrd € und beim übrigen Kapitalverkehr Netto-Kapitalzuflüsse von 14,7 Mrd € zu verzeichnen. Die Währungsreserven erhöhten sich im selben Monat um 0,8 Mrd €.

Der Restposten belief sich im Dezember auf 0,9 Mrd € und im Jahr 1999 auf insgesamt 6,7 Mrd €.

