



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

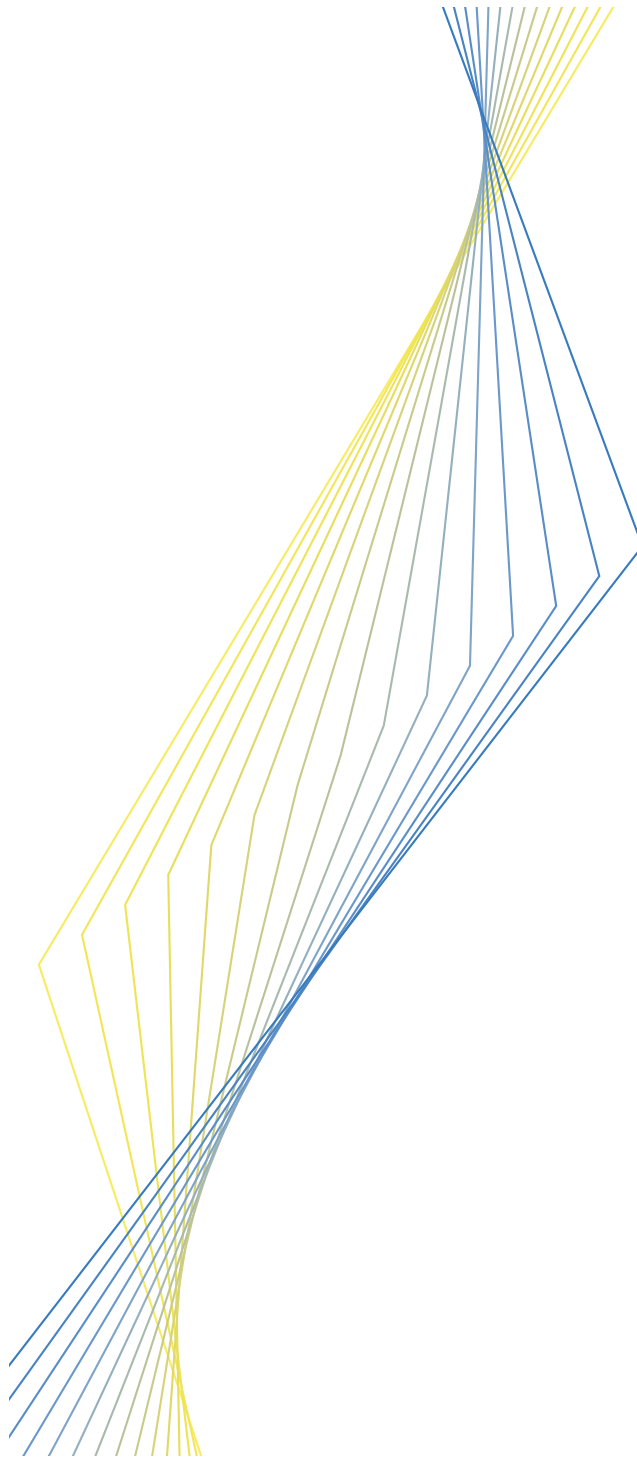
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

September 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

September 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 13. September 2000.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	31
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	38
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	48
Wachstums- und Inflationsprognosen verschiedener Institutionen	52
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	53
Kästen:	
1 Die Auswirkungen der UMTS-Versteigerungen auf die monetäre und finanzielle Entwicklung	14
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. August 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	19
3 Die jüngste Entwicklung der Differenz zwischen den Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet	27
4 Entwicklung der Dienstleistungspreise im Euro-Währungsgebiet	33
5 Revision der Beschäftigungszahlen	46
6 Die Auswirkungen des Verkaufs von Mobilfunklizenzen auf die öffentlichen Finanzen	49
7 Neue Darstellung der Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet	50
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	73*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	77*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	79*

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.

Seit der letzten Ausgabe des Monatsberichts hat der EZB-Rat zwei Sitzungen abgehalten. Auf der Sitzung am 31. August 2000 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems um 25 Basispunkte auf 4,50 % zu erhöhen. Dies galt erstmals für das am 6. September 2000 abgewickelte Geschäft. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden mit Wirkung vom 1. September 2000 ebenfalls um 25 Basispunkte auf 5,50 % bzw. 3,50 % angehoben. Auf der Sitzung am 14. September 2000 beschloss der EZB-Rat, die EZB-Zinsen unverändert zu lassen.

Der Beschluss vom 31. August 2000 spiegelte Besorgnis hinsichtlich der Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität wider, die durch die auf die beiden Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB gestützten Analysen angezeigt wurden.

Was die erste Säule betrifft, so verringerte sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 für den Zeitraum von Mai bis Juli 2000 auf 5,5 %, nach 6,0 % für den Dreimonatszeitraum von April bis Juni 2000. Der Rückgang des Wachstums von M3 in den letzten Monaten ist in erster Linie auf die langsamere Ausweitung der liquidesten Komponenten von M3 zurückzuführen. Dies ist ein Anzeichen dafür, dass die seit November 1999 getroffenen geldpolitischen Maßnahmen allmählich Wirkung zeigen. Allerdings lag das M3-Wachstum trotz der leichten Abschwächung nach wie vor über dem Referenzwert von 4 ½ %, und diese Abweichung nach oben besteht mittlerweile seit längerer Zeit. Die Zunahme der Kreditvergabe an den privaten Sektor zeigte in den letzten Monaten einen ähnlichen Verlauf wie das M3-Wachstum. Im Juli 2000 ging die Jahreswachstumsrate zwar von 9,3 % im Vormonat auf 8,9 % zurück, sie blieb jedoch hoch. Dies lässt darauf schließen, dass die Finanzierungsbedingungen im Euro-Währungsgebiet für private Haushalte und Unternehmen günstig blieben. Angesichts des starken Wirtschaftswachstums im Euroraum stellt eine reichliche Liquiditätsausstattung ein Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität dar.

Was die zweite Säule anbelangt, so wiesen kurzfristige Indikatoren auf ein anhaltend kräftiges Wirtschaftswachstum in der ersten Jahreshälfte 2000 hin. Dies wurde durch eine erste Schätzung von Eurostat zum Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal 2000 bestätigt. Dieser Schätzung zufolge belief sich das reale BIP-Wachstum im Eurogebiet im ersten Halbjahr 2000 (auf Jahresrate hochgerechnet) auf 3 ¼ %. Dies steht im Einklang mit den derzeit verfügbaren Prognosen, die im Durchschnitt davon ausgehen, dass das Wachstum im nächsten Jahr weiterhin über 3 % liegen wird. Nach einer Beschleunigungsphase der Wirtschaftsaktivität könnte sich das Wachstum nun auf einem hohen Niveau stabilisiert haben.

Die Wachstumsaussichten für den Euroraum spiegeln die günstigen binnen- und außenwirtschaftlichen Bedingungen wider. Binnenwirtschaftlich gesehen lag die allgemeine Zuversicht in den vergangenen Monaten in der Nähe von oder auf Rekordständen. Darüber hinaus stieg die Beschäftigung in der ersten Jahreshälfte 2000 kräftig an, bei der Arbeitslosigkeit setzte sich die rückläufige Entwicklung fort, und die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe nahm weiter zu und erreichte den höchsten Stand seit Anfang der Neunzigerjahre. Zusammengenommen dürften diese Faktoren das Wachstum der privaten Konsumausgaben und der Investitionstätigkeit, und somit der inländischen Nachfrage, unterstützen. Was die außenwirtschaftliche Entwicklung betrifft, so dürfte das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet weiter von dem kräftigen weltwirtschaftlichen Wachstum profitieren.

Erwartungen einer Phase anhaltenden Wirtschaftswachstums im Euroraum drücken sich auch in den Entwicklungen an den Anleihemärkten im Euro-Währungsgebiet aus. Während die kurzfristigen Zinssätze sich erhöht haben, sind die längerfristigen Anleihenrenditen im Eurogebiet im Verlauf dieses Jahres weitgehend unverändert geblieben, sodass die Zinsstrukturkurve abflachte. Zudem ist die Realrendite von im Euroraum emittierten indexierten Anleihen stabil geblieben. Insgesamt

gesehen weisen diese Entwicklungen darauf hin, dass die Marktteilnehmer weder ihre längerfristigen Erwartungen hinsichtlich des Wirtschaftswachstums noch ihre durchschnittlichen Inflationserwartungen in den letzten Monaten wesentlich korrigiert haben.

Die insgesamt positiven Aussichten für das Euro-Währungsgebiet spiegeln sich nicht im Außenwert des Euro wider, dessen nominaler effektiver Wechselkurs von Anfang August bis Mitte September 2000 um 4,2 % zurückging. Der Kursverlust des Euro steht in immer stärkerem Gegensatz zu den wirtschaftlichen Fundamentaldaten. Insbesondere ist hervorzuheben, dass sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet in den letzten eineinhalb Jahren deutlich verbessert haben. Gleichzeitig haben die vom EZB-Rat ergriffenen Maßnahmen seine Entschlossenheit gezeigt, die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu gewährleisten. Zudem scheinen die jüngsten Wechselkursentwicklungen immer weniger im Einklang mit den globalen Leistungsbilanzentwicklungen zu stehen. Der jüngste Kursverlust des Euro bringt einen Aufwärtsdruck auf die Preise mit sich, der Anlass zur Sorge gibt.

Abgesehen von den jüngsten Wechselkursentwicklungen geht der Aufwärtsdruck auf die Inflation im Euroraum derzeit hauptsächlich von den Ölpreissteigerungen aus. Entsprechend lag die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) bei 2,4 % im Juni und Juli 2000, nach 1,9 % im Mai 2000. Die Ölpreise stiegen von durchschnittlich etwas unter 29 USD je Barrel im Juli 2000 auf rund 33 USD je Barrel in den ersten zwei Septemberwochen 2000. Die Auswirkungen der höheren Ölpreise und des niedrigeren Euro-Wechselkurses spiegeln sich auch in den Jahreswachstumsraten der Erzeugerpreise für Vorleistungsgüter wider. Die Erzeugerpreissteigerungen für Investitions- und Gebrauchsgüter befinden sich seit Mitte 1999 in einem Aufwärtstrend. Bislang schlägt die Teuerung im Vorleistungsgütersektor über die Produktionskette jedoch nur moderat auf die Preise von Industrieerzeugnissen (außer Energie) im HVPI durch.

Die Geldpolitik kann kurzfristige Bewegungen der Inflationsraten, die auf externe Faktoren wie die jüngsten Ölpreissteigerungen zurückgehen, nicht ausgleichen, sie kann und muss jedoch sicherstellen, dass die Preisstabilität auf mittlere Sicht beibehalten wird. Insbesondere angesichts der Aussichten für ein kräftiges Wirtschaftswachstum und der hohen Kapazitätsauslastung muss die Geldpolitik die Gefahr eindämmen, dass der anhaltende Aufwärtsdruck auf die gesamte HVPI-Inflation auf die binnenwirtschaftlichen Kosten und Preise übergreift.

Der EZB-Rat reagierte auf diese Situation in seiner Sitzung am 31. August 2000 mit einer Anhebung der EZB-Leitzinsen. Diesem Schritt gingen eine Reihe von Zinserhöhungen seit November 1999 voraus. Insgesamt belaufen sich die Erhöhungen der EZB-Zinsen seit November 1999 inzwischen auf 2 Prozentpunkte. Der EZB-Rat wird weiterhin gegenüber auftretenden Risiken für die Preisstabilität wachsam bleiben.

Die jüngsten Ölpreissteigerungen haben zu einer Verschlechterung der Terms of Trade des Eurogebiets und somit auch zu einer Verringerung des Realeinkommens geführt. Dieser Verlust an Realeinkommen lässt sich für die Gesamtwirtschaft nicht vermeiden. Versuche, die sich daraus ergebende Belastung innerhalb der Gesamtwirtschaft zu verlagern, gefährden möglicherweise die Fortsetzung eines inflationsfreien Wachstumsprozesses.

In diesem Zusammenhang wird es von entscheidender Bedeutung sein, dass die Lohnzuwächse weiter mit der Gewährleistung der Preisstabilität vereinbar bleiben. Das Beschäftigungswachstum im Eurogebiet ist kürzlich nach oben revidiert worden, insbesondere für die letzten zwei Jahre. Schätzungen zufolge hat es in der ersten Jahreshälfte 2000 eine bemerkenswert hohe jährliche Wachstumsrate von rund 2 % erreicht. Diese Dynamik spiegelt ein robustes Wirtschaftswachstum und Lohnzurückhaltung wider und weist möglicherweise auch auf gewisse Fortschritte hinsichtlich der Flexibilität an den Arbeitsmärkten

ten hin. Anhaltend moderate Lohnzuwächse würden zur Aufrechterhaltung der günstigen Arbeitsmarktentwicklung vor dem Hintergrund einer nach wie vor hohen Arbeitslosigkeit beitragen. Jeder Versuch, die Löhne als Reaktion auf die jüngsten Ölpreissteigerungen anzuheben, wäre den derzeit günstigen Wachstums- und Beschäftigungsaussichten äußerst abträglich, da die Geldpolitik auf den daraus resultierenden Aufwärtsdruck auf die Preise reagieren müsste.

Auch den Regierungen im Eurogebiet kommt eine wichtige Rolle zu; sie dürfen nicht den falschen Eindruck vermitteln, dass die durch den Anstieg der Ölpreise verursachten Kosten für die Gesamtwirtschaft durch eine Lockerung der Haushaltspolitik vermieden werden könnten. Dies stünde nicht im Einklang mit der Notwendigkeit, nahezu ausgeglichene oder einen Überschuss aufweisende Haushaltspositionen zu erzielen, so wie es der Stabilitäts- und Wachstumspakt verlangt. Darüber hinaus besteht die Gefahr, dass die Finanzpolitik im Jahr 2001 auf Grund der beträchtlichen Senkungen der direkten Steuern

und der Sozialbeiträge, die in einigen Ländern bereits eingeführt werden oder geplant sind und die nur teilweise durch Ausgabenzurückhaltung ausgeglichen werden dürften, eine prozyklische Ausrichtung aufweisen wird. Steuerreformen sind zu begrüßen, da sie dazu beitragen, Verzerrungen in der Wirtschaft zu verringern und positive Angebotseffekte zu erzielen; sie müssen jedoch durch Ausgabenkürzungen zur Vermeidung einer prozyklischen Lockerung der Finanzpolitik und durch eine fortgesetzte Konsolidierung der öffentlichen Finanzen ausgeglichen werden.

Schließlich ist es wichtig, dass finanzpolitische Reformen in einen umfassenden Rahmen struktureller Reformen integriert werden, die die Flexibilität an den Arbeits- und Gütermärkten erhöhen. Die Aussichten für ein stärkeres Wachstumspotenzial im Eurogebiet und für den Außenwert des Euro hängen sehr davon ab, ob auf diesem Gebiet Fortschritte erzielt werden. Obwohl die Reformbemühungen in einigen Ländern in die richtige Richtung gehen, bleibt mit Blick auf den Euroraum insgesamt noch viel zu tun.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seiner Sitzung am 31. August 2000 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die als Zinstender nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchgeführt werden) beginnend mit dem am 6. September 2000 abzuwickelnden Geschäft um 25 Basispunkte auf 4,50 % zu erhöhen. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden mit Wirkung vom 1. September 2000 ebenfalls um 25 Basispunkte auf 3,50 % bzw. 5,50 % angehoben. Auf der darauf folgenden Sitzung des EZB-Rats am 14. September wurden die Leitzinsen unverändert gelassen (siehe Abbildung 1).

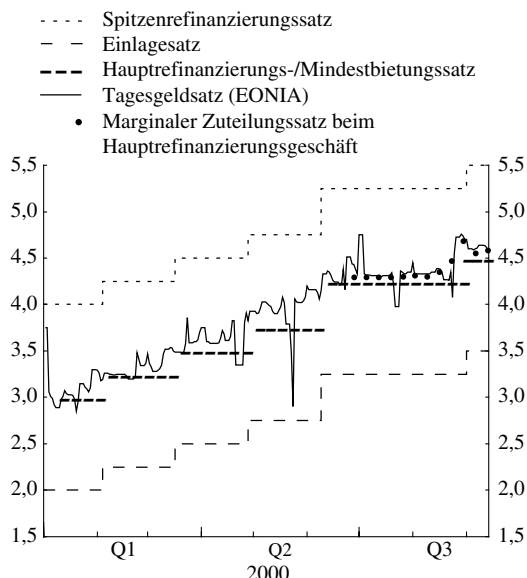
Verlangsamtes M3-Wachstum in den vergangenen Monaten

Nach einer ausgesprochen kräftigen Ausweitung des Geldmengenaggregats M3 im ersten Quartal 2000 war in den vergangenen Monaten eine gemäßigte Entwicklung zu be-

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

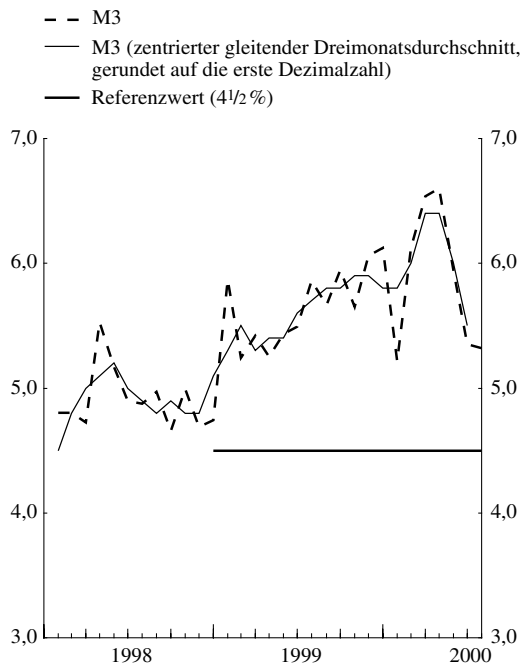


Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

obachten. Im Juli 2000 ging die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 auf 5,3 % zurück, verglichen mit 5,4 % im Juni 2000 und einem Höchstwert von 6,6 % im April 2000. Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 für den Zeitraum von Mai bis Juli 2000 verringerte sich auf 5,5 %, gegenüber 6,0 % für den Zeitraum von April bis Juni 2000. Eine saisonbereinigte Betrachtung bestätigt die Verlangsamung des M3-Wachstums. Die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate verringerte sich von 6,9 % im April und 5,2 % im Juni auf 5,1 % im Juli. Trotz dieser in letzter Zeit gemäßigeren Entwicklung hat das kräftige Wachstum des Geldmengenaggregats M3, das seit Anfang 1999 über dem Referenzwert von 4 1/2 % liegt, weiterhin zur großzügigen Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet beigetragen (siehe Abbildung 2).

Die Entwicklung der Geldmenge M3 in den vergangenen Monaten dürfte die zunehmenden

Tabelle I**Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten***(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)*

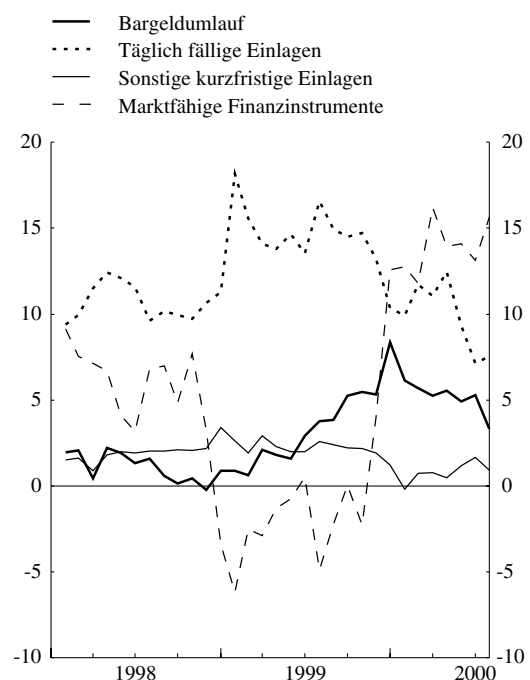
	Juli 2000	Mai 2000		Juni 2000		Juli 2000		Mai 2000	
	Bestand	Veränderung		Veränderung		Veränderung		bis Juli 2000	
	Mrd €	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
M3	4 943,4	19,0	0,4	-17,9	-0,4	24,0	0,5	8,4	0,2
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	2 007,6	0,2	0,0	-25,3	-1,3	5,1	0,3	-6,7	-0,3
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 151,5	13,1	0,6	5,8	0,3	6,1	0,3	8,3	0,4
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	784,3	5,6	0,7	1,6	0,2	12,8	1,7	6,7	0,9

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

de Straffung der geldpolitischen Zügel seit November 1999 widerspiegeln. Der allmähliche Anstieg der kurzfristigen Zinsen im Euro-Raum dämpfte insbesondere die Nachfrage nach den liquidesten Komponenten der Geldmenge M3, die nur zu niedrigen Sätzen oder überhaupt nicht verzinst werden. Was das Geldmengenaggregat M3 insgesamt angeht, so scheint diese Entwicklung in den vergangenen Monaten die Impulse dominiert zu haben, die von dem Anstieg der kurzfristigen Marktzinsen und der damit einhergehenden Abflachung der Renditestrukturkurve auf die einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 ausgegangen sein dürften, etwa auf die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und die marktfähigen Finanzinstrumente, deren Verzinsung in der Regel relativ eng an die Entwicklung am Geldmarkt gekoppelt ist. In den jüngsten Monaten hat auch das kräftige Wachstum der nominalen Einkommen einen Aufwärtsdruck auf das Geldmengenaggregat M3 ausgeübt.

Was die Komponenten von M3 betrifft (siehe Abbildung 3), so ging die Jahresrate des Bargeldumlaufs im Juli 2000 deutlich von 5,3 % im Vormonat auf 3,3 % zurück. Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen hingegen erhöhte sich im Juli 2000 auf 7,6 %, verglichen mit 7,1 % im Juni. Dieser Wiederanstieg hing jedoch zumindest teilweise mit

dem Auslaufen eines wachstumsdämpfenden Sondereinflusses auf die täglich fälligen Einlagen im Juni im Zusammenhang mit den Steuerterminen in einem Land des Eurogebiets zusammen.

Abbildung 3**Komponenten der Geldmenge M3***(Veränderung gegen Vorjahr in %)**Quelle: EZB.*

Auf Grund der gegenläufigen Entwicklungen beim Bargeldumlauf und bei den täglich fälligen Einlagen blieb die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M1 im Juli 2000 unverändert bei 6,8 %. Im Verlauf der vergangenen Monate ist die Jahreswachstumsrate dieses Geldmengenaggregats deutlich zurückgegangen (im April 2000 hatte sie noch 11,2 % betragen).

Die Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) verlangsamte sich im Juli 2000 auf 0,9 %, verglichen mit 1,7 % im Juni. Hinter der verhaltenen Expansion dieser Position, die bereits seit Beginn des Jahres zu beobachten ist, verbergen sich entgegengesetzte Entwicklungen der beiden Teilkomponenten. Einerseits konnten sich die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren kräftig erholen (ihre Jahreswachstumsrate lag im Juli bei 7,0 %, nach 1,2 % im April und -4,2 % im Januar), da die Verzinsung dieser Instrumente im Kundengeschäft der Banken relativ eng der Entwicklung der kurzfristigen Marktzinsen gefolgt ist. Dagegen haben sich die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten seit Februar 2000 deutlich verringert (ihre jährliche Veränderungsrate betrug im Juli -3,2 %). Hierin kommt die seit Mitte 1999 zunehmende Differenz zwischen den kurzfristigen Geldmarktzinsen und der durchschnittlichen Verzinsung dieser Einlagen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet zum Ausdruck (siehe Abbildung 5).

Bedingt durch die unveränderte jährliche Wachstumsrate von M1 im Juli und den Rückgang der Jahresrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) hat sich das Wachstum des mittleren Geldmengenaggregats M2 im Juli 2000 auf eine Jahresrate von 3,7 % verlangsamt, verglichen mit 4,1 % im Vormonat. Damit setzte sich der Abwärtstrend fort, der seit der zweiten Jahreshälfte 1999 beim M2-Wachstum zu beobachten ist.

Bei den in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten beschleunigte sich der Zuwachs im Vergleich zum Vorjahr deutlich von 13,1 % im Juni auf 15,6 % im

Juli. Dies hing in erster Linie mit dem Anstieg der Jahreswachstumsrate der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere (auf 21,0 %, verglichen mit 15,8 % im Vormonat) sowie der Repogeschäfte (auf 5,9 %, verglichen mit 1,2 % im Vormonat) zusammen. Bei der Zwölfmonatsrate der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren hingegen war ein ausgeprägter Rückgang von 26,3 % im Juni auf 6,3 % im Juli zu verzeichnen. Die im Vorjahrsvergleich kräftige Expansion der in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente insgesamt dürfte vor allem auf den Anstieg der kurzfristigen Marktzinsen im Euro-Währungsgebiet und das damit einhergehende Abflachen der Renditenstrukturkurve seit Januar 2000 zurückzuführen sein. Von den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 haben die marktfähigen Finanzinstrumente im bisherigen Jahresverlauf die dynamischste Entwicklung aufgewiesen und einen deutlichen Aufwärtsdruck auf das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats ausgeübt. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass sich anhand des gegenwärtigen statistischen Berichtsrahmens des Eurosystems nicht der Bestand an marktfähigen Finanzinstrumenten herausrechnen lässt, die von MFIs begeben und von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehalten werden, obwohl diese grundsätzlich nicht zur Geldmenge M3 gerechnet werden sollten.

Weiterhin kräftige Ausweitung der Kreditgewährung an den privaten Sektor trotz jüngster Verlangsamung

In den vergangenen Monaten war außerdem eine etwas gemäßigttere Expansion der Kreditvergabe zu beobachten. Im Vorjahrsvergleich verringerte sich das Wachstum der gesamten Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im Juli 2000 auf 6,9 %, verglichen mit 7,0 % im Juni und 8,5 % im April. Die Jahresraten der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte und den privaten Sektor blieben im Juli gegenüber dem Vormonat mit -1,3 % bzw. 9,7 % praktisch unverändert, waren aber beide deutlich niedriger als im April.

Bei den einzelnen Komponenten der Kreditvergabe an den privaten Sektor verlangsamte sich die Jahresrate der Direktkredite im Juli 2000 leicht auf 8,9 % (verglichen mit 9,3 % im Juni und 10,3 % im April), blieb damit allerdings weiterhin auf einem hohen Stand. Die nach wie vor recht lebhaft nachgefragte Nachfrage des privaten Sektors nach Direktkrediten dürfte vor allem den derzeit kräftigen Konjunkturaufschwung sowie die günstigen Wachstumsaussichten im Euroraum widerspiegeln. Vermutlich spielen in diesem Zusammenhang auch die regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Eurogebiet und die steigenden Immobilienpreise in einigen EWU-Ländern eine Rolle. Gleichzeitig waren in jüngster Zeit jedoch einige Anzeichen für eine Wachstumsverlangsamung der Direktkreditvergabe an den privaten Sektor zu verzeichnen, die mit dem anhaltenden Anstieg der Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken seit Herbst 1999 zusammenhängen dürften (siehe Abbildung 5 und 6). Im Juli 2000 ging die auf Jahresrate umgerechnete Sechsmonatsrate der Direktkredite an den privaten Sektor auf 8,9 % zurück (nach 10,9 % im Juni und 10,8 % im April). Mit Blick auf kürzerfristige Trends verringerte sich die auf Jahresra-

te hochgerechnete Dreimonatsrate der Direktkredite an den privaten Sektor von einem Höchststand von 13,8 % im März 2000 auf 8,1 % im Juni und 5,2 % im Juli. Damit deutet dieser Indikator auf eine erhebliche Verlangsamung hin, die sich bislang noch nicht in den Jahreswachstumsraten niedergeschlagen hat. Es wäre jedoch verfrüht, hieraus zu folgern, dass sich eine Verlangsamung des Trendwachstums der Direktkredite an den privaten Sektor anbahnt.

Die vorläufigen Quartalsangaben zur Kreditgewährung aufgeschlüsselt nach Schuldnergruppen und Arten deuten für das zweite Quartal 2000 auf eine Verlangsamung der Jahresraten sowohl der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften als auch der Kredite an private Haushalte hin, die sich jedoch nach wie vor auf einem hohen Niveau befinden (siehe Tabelle 2). Die Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiteten sich im zweiten Quartal 2000 gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal um 9,7 % aus (verglichen mit 10,4 % im ersten Quartal 2000), die Kredite an private Haushalte um 8,9 % (gegenüber 9,2 % im ersten Quartal 2000). Eine Aufgliederung der Kredite an private Haushalte nach Verwendungszweck

Tabelle 2

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte ¹⁾

(nicht saisonbereinigter Stand am Ende des Berichtszeitraums in Mrd € und Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Private Haushalte			
		Konsumentenkredite ²⁾	Wohnungsbaukredite ²⁾	Sonstige Kredite	
Bestand					
2000 Q1	2 494,3	2 761,3	448,3	1 729,2	583,9
Q2	2 555,4	2 824,5	457,7	1 776,7	590,2
Jahreswachstumsrate					
1999 Q1	6,3	10,0	11,3	9,3	11,0
Q2	7,6	10,3	10,7	10,9	8,3
Q3	7,2	10,6	9,3	11,7	8,5
Q4	7,4	10,5	6,4	12,8	7,5
2000 Q1	10,4	9,2	5,9	11,8	4,6
Q2	9,7	8,9	5,8	11,3	4,3

Quelle: EZB.

1) Die Wachstumsraten werden mit Ausnahme einer Umgruppierung in Deutschland anhand der Veränderung der Bestände berechnet. Sektoren entsprechend den Definitionen nach dem ESVG 95. Weitere Einzelheiten siehe Fußnote 1) der Tabelle 2.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ und „Technischer Hinweis“. Differenzen zwischen einigen Zwischensummen und ihren Komponenten durch Runden der Zahlen.

2) Die Definitionen von Konsumentenkredit und Wohnungsbaukredit stimmen innerhalb des Euro-Währungsgebiets nicht vollständig überein.

ergibt, dass die Jahresrate der Konsumentenkredite mit 5,8 % praktisch unverändert blieb, während sich das Wachstum sowohl der Wohnungsbaukredite als auch der sonstigen Kredite an private Haushalte im Vorjahresvergleich leicht verlangsamte (auf 11,3 % bzw. 4,3 %, verglichen mit 11,8 % bzw. 4,6 % im ersten Quartal 2000). Von der gesamten Kreditgewährung an private Haushalte wiesen die Wohnungsbaukredite nach wie vor die dynamischste Entwicklung auf, was mit dem deutlichen Anstieg der Immobilienpreise in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets zusammenhängen dürfte.

Bei den übrigen Gegenposten von M3 erhöhte sich die Jahresrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors leicht von 7,1 % im Juni auf 7,3 % im Juli. Das Wachstum der längerfristigen MFI-Verbindlichkeiten ist seit Beginn des Jahres vergleichsweise stabil geblieben und bewegte sich innerhalb einer Bandbreite von 7,1 % bis 7,6 %.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Eurogebiet an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets nahmen im Juli 2000 in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 9 Mrd € ab. Im Zwölfmonatszeitraum bis Juli 2000 gingen die Nettoforderungen des MFI-Sektors um 128 Mrd € zurück (siehe Tabelle 3). Die bis Juni 2000 verfügbaren Zah-

lungsbilanzdaten deuten darauf hin, dass diese Kapitalabflüsse vermutlich mit von im Eurogebiet ansässigen Nicht-MFIs getätigten Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen außerhalb des Euro-Währungsgebiets zusammenhängen.

Allgemeine Beurteilung

Die mittelfristige Entwicklung des Geldmengenaggregats M3 spielt bei der Beurteilung der allgemeinen Liquiditätslage im Eurogebiet eine besondere Rolle. Die Geldmenge M3 weitete sich im Jahr 1999 und Anfang 2000 sehr rasch aus. Das M3-Wachstum liegt seit Anfang 1999 deutlich über dem Referenzwert. Das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das diejenigen Komponenten von M3 umfasst, die unmittelbar zu Transaktionszwecken verwendet werden können, nahm zwischen Anfang 1999 und April 2000 mit einer durchschnittlichen Jahreswachstumsrate von rund 12 % zu. Das Wachstum dieses Geldmengenaggregats liegt damit erheblich über dem langfristigen Durchschnitt von 7 % (für den Zeitraum von Ende 1980 bis Ende 1998). Auch die Jahresrate der Direktkredite an den privaten Sektor liegt seit Anfang 1999 deutlich über dem langfristigen Durchschnitt (zwischen Dezember 1982 und Dezember 1998 betrug die durchschnittliche Zwölfmonatsrate rund 7 ½ %, verglichen mit fast 10 % für den Zeitraum

Tabelle 3

Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten

(Monatsendstände und Zwölfmonatsveränderungen; Mrd €)

	Bestände	Zwölfmonatsveränderungen					
		2000 Juli	2000 Febr.	2000 März	2000 April	2000 Mai	2000 Juni
1 Kredite an den privaten Sektor	6 548,3	585,0	618,0	647,6	645,6	579,1	576,8
2 Kredite an öffentliche Haushalte	1 970,6	53,2	20,5	14,0	-14,9	-23,2	-25,2
3 Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	266,8	-125,8	-196,6	-202,8	-176,8	-108,6	-127,6
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 732,3	254,3	249,6	246,9	256,5	245,8	251,0
5 Sonstige Gegenposten (Nettoverbindlichkeiten)	110,0	-17,5	-103,2	-88,9	-75,6	-45,5	-73,3
M3 (=1+2+3-4-5)	4 943,4	275,8	295,8	301,3	273,4	247,4	246,7

Quelle: EZB.

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

Kasten I

Die Auswirkungen der UMTS-Versteigerungen auf die monetäre und finanzielle Entwicklung

Viele nationale Regierungen im Eurogebiet organisieren gegenwärtig den Verkauf von Mobilfunklizenzen der dritten Generation, den so genannten UMTS-Lizenzen (UMTS – *Universal Mobile Telecommunications System*). In Finnland und Spanien wurden die Lizenzen kostenlos oder gegen sehr geringe Gebühren vergeben. Bei der Versteigerung in den Niederlanden, die im Juli 2000 endete, wurden Einnahmen von 2,5 Mrd € erzielt. Die deutsche Auktion von UMTS-Mobilfunklizenzen wurde am 18. August 2000 abgeschlossen und brachte der Regierung insgesamt 50,8 Mrd € ein. Angesichts der beträchtlichen Höhe dieses Betrags wird die Versteigerung in Deutschland in diesem Kasten als Beispiel genommen, um die zu erwartenden Auswirkungen der Lizenzversteigerungen auf die Entwicklung der Geldmenge M3 und ihrer Gegenposten sowie auf die Anleihemärkte aufzuzeigen.

Auswirkungen auf das EWU-Geldmengenaggregat M3 und seine Gegenposten

Die von der deutschen UMTS-Versteigerung ausgelösten Kapitalflüsse werden sich ab August in den Angaben zur Geldmenge M3 im Eurogebiet und zu ihren Gegenposten niederschlagen. Die Entrichtung der Lizenzgebühren an die deutsche Regierung war für Anfang September vorgesehen. Zwar haben die meisten Unternehmen mit der Zahlung bis zum Stichtag gewartet, doch einige Beträge wurden bereits Ende August überwiesen. Im Hinblick auf die Finanzierungsquellen ist zu vermuten, dass die Unternehmen auf Eigenmittel und auf Bankkredite zurückgriffen sowie auf Mittel, die sie durch die Begebung von Anleihen oder durch Kapitalerhöhungen gewonnen hatten. Ein Teil dieser Mittel stammte vermutlich von außerhalb des Euroraums. Da die Unternehmen kurz vor dem Zahlungstermin vermutlich auch einige Mittel in Form kurzfristiger Vermögenswerte halten mussten, ist die Möglichkeit eines leichten Aufwärtsdrucks auf die Augustdaten für M3 nicht auszuschließen. Außerdem dürften ab August auch die Angaben zur Direktkreditvergabe an den privaten Sektor und zu den Nettoforderungen des MFI-Sektors an Ansässige außerhalb des Euroraums (in denen sich Überweisungen aus Ländern außerhalb des Eurogebiets niederschlagen) betroffen sein.

Die Überweisung der Erlöse an die deutsche Regierung bewirkt unter anderem eine Verschiebung der Einlagen vom privaten Sektor zum Zentralstaat (Bund). Da die Einlagen der Zentralstaaten nicht in den Geldmengenaggregaten enthalten sind (in der Regel stehen sie in keiner engen Beziehung zum Ausgabenverhalten der Regierung), bedeutet die Überweisung *ceteris paribus* einen Rückgang von M3. Die Regierung der Bundesrepublik Deutschland hat angekündigt, dass sie die Lizenzerlöse ausschließlich zur Rückführung der Staatsschuld verwenden will. Die meisten Schuldentilgungen können jedoch nicht sofort durchgeführt werden. So wird beispielsweise die größte geplante Transaktion – die Tilgung einer variabel verzinslichen Anleihe im Zusammenhang mit dem Ausgleichsfonds Währungsumstellung im Wert von 33 Mrd € – erst Anfang 2001 stattfinden. Die Schuldentilgung durch die deutsche Regierung wird sich vermutlich vor allem in einem Rückgang der Einlagen des Bundes und der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte bemerkbar machen. Dies dürfte jedoch keinen gravierenden Einfluss auf die Geldmenge M3 haben, da ein großer Teil der zu tilgenden Staatsschuld von MFIs gehalten wird.

Insgesamt ist es recht wahrscheinlich, dass die Augustdaten zu M3 sowie die Angaben zu anderen Positionen der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors einige Zeit lang von den Transaktionen im Zusammenhang mit der Versteigerung der UMTS-Lizenzen beeinflusst werden. Aus diesem Grund ist bei der Analyse der oben erwähnten Daten in den kommenden Monaten Vorsicht geboten.

Auswirkungen auf die Anleihemärkte

In den vergangenen Monaten wurden die Anleihemärkte von Erwartungen geprägt, dass es im Zusammenhang mit den UMTS-Transaktionen zu Verschiebungen des Angebotsverhältnisses zwischen Staats- und Unter-

nehmensanleihen kommen würde. Insbesondere haben Erwartungen eines rückläufigen Angebots an Staatsanleihen und eines verstärkten Angebots an Unternehmensanleihen eine Ausweitung des Renditeabstands zwischen diesen beiden Anleiheformen sowie der Differenz zwischen den Renditen von Staatsanleihen und den Swapsätzen bewirkt (siehe Kasten 3 in dieser Ausgabe des Monatsberichts). Je mehr die Erlöse aus künftigen UMTS-Versteigerungen in anderen Ländern des Eurogebiets die Markterwartungen übertreffen, umso mehr dürfte dies die Renditen von Unternehmensanleihen weiter nach oben und die von Staatsanleihen weiter nach unten treiben, was zu einer stärkeren Ausweitung des Renditeabstands führen würde.

Da die bei der Versteigerung abgegebenen Gebote die ursprünglichen Markterwartungen übertrafen, dürften die Anleiherenditen der Telekommunikationsunternehmen von einem Anstieg der Risikoprämien auf Grund der Zunahme der Fremdkapitalanteile dieser Unternehmen beeinträchtigt werden. Außerdem könnten sich die Bedenken der Anleger verstärkt haben, dass die erfolgreichen Bieter im Vergleich zu den erwarteten Einkünften aus dem Lizenzerwerb übermäßig hohe Beträge entrichten mussten. Solche Bedenken schlugen sich besonders in der niedrigeren Bonitätseinstufung der Telekommunikationsunternehmen und in den jüngsten Aktienkursverlusten der erfolgreichen Bieter nieder.

von Anfang 1999 bis April 2000). In den vergangenen drei oder vier Monaten war bei all diesen Variablen eine leichte Wachstumsverlangsamung zu verzeichnen. Es ist allerdings noch verfrüht, diese Entwicklung als eine grundlegendere Änderung der Wachstumsdynamik zu interpretieren. Insgesamt ist festzustellen, dass die Liquiditätsausstattung im Eurogebiet bis Juli großzügig blieb und daher von monetärer Seite nach wie vor Risiken für die Preisstabilität ausgingen.

Mit Blick auf die Zukunft bleibt abzuwarten, ob die oben beschriebenen Anzeichen einer Wachstumsverlangsamung bei der Geldmengenentwicklung und der Kreditvergabe von den Daten für die kommenden Monate bestätigt werden. Die Hauptdeterminanten dieser Variablen, das Wachstum der nominalen Ausgaben und die Zinsentwicklung, könnten in der nahen Zukunft einen entgegengesetzten Druck ausüben. Die günstigen Wachstumsaussichten im Eurogebiet (siehe den Abschnitt „Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts) werden die Nachfrage nach den Geldmengenaggregaten M1 und M3 zu Transaktionszwecken weiter ankurbeln. Außerdem dürfte der erwartete kräftige Anstieg der Unternehmensinvestitionen und des privaten Verbrauchs zu einer anhaltend lebhaften Kreditnachfrage seitens der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalte bei-

tragen. Gleichzeitig hat sich jedoch der bisherige Anstieg der Kurzfristzinsen noch nicht in vollem Ausmaß auf die Geldmenge und die Kreditvergabe ausgewirkt.

Bei der Analyse der Daten zur Entwicklung der Geldmengenaggregate und der Kreditvergabe in den kommenden Monaten ist Vorsicht geboten, da diese Variablen voraussichtlich von den Kapitalflüssen im Zusammenhang mit der jüngsten Versteigerung von UMTS-Lizenzen (UMTS = Universal Mobile Telecommunications System) beeinflusst werden. Kasten I gibt einen Überblick über die zu erwartenden Auswirkungen auf die Geldmenge M3 und ihre Gegenposten sowie auf die Anleihemärkte.

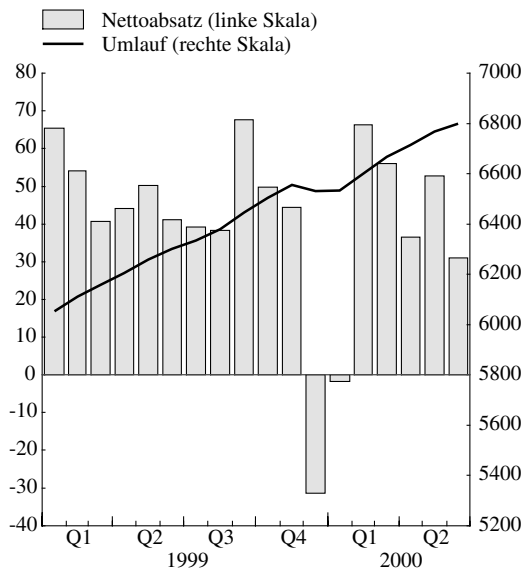
Relativ niedriger Nettoabsatz von Schuldverschreibungen im Juni

Der Bruttoabsatz von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, betrug im Juni dieses Jahres 345,5 Mrd €. Damit war er beträchtlich höher als im Juni 1999 (294,1 Mrd €) und als der durchschnittliche monatliche Bruttoabsatz in den zwölf Monaten zuvor (331,4 Mrd €). Die Tilgungen beliefen sich im Juni 2000 auf 314,5 Mrd €, und der Nettoabsatz betrug in diesem Monat 31,1 Mrd € (siehe Abbildung 4). Er lag damit deutlich un-

Abbildung 4

Absatz von Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Mrd €)



Quelle: EZB.

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

ter dem Nettoabsatz vom Juni 1999 (41,2 Mrd €) und dem Durchschnitt der vorangegangenen zwölf Monate (38,3 Mrd €). Infolgedessen nahm die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen, die seit März 2000 rückläufig ist, weiter ab und belief sich im Juni auf 7,9 %, verglichen mit 8,1 % im Mai.

Der relativ gedämpfte Nettoabsatz ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass im Juni per Saldo kurzfristige Schuldverschreibungen in Höhe von 0,7 Mrd € getilgt wurden. Diese Entwicklung dürfte aus dem Anstieg der kurzfristigen Zinsen und der damit zusammenhängenden Abflachung der Renditenstrukturkurve resultieren. Dennoch erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen kurzfristigen Schuldverschreibungen hauptsächlich auf Grund von Basiseffekten (d. h. hohen Nettotilgungen im Juni 1999) auf 15,2 % im Juni 2000 gegenüber 12,8 % im Vormonat. Gleichzeitig entwickelte sich der Nettoabsatz von längerfristigen Schuldver-

schreibungen vor dem Hintergrund relativ stabiler langfristiger Zinssätze ähnlich wie bereits in den vorangegangenen zwölf Monaten (31,8 Mrd € gegenüber einem Durchschnitt von 32,1 Mrd € in den zwölf Monaten zuvor). Die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen langfristigen Schuldverschreibungen ging von 7,6 % im Mai dieses Jahres auf 7,2 % im Juni zurück.

Bei einer Aufgliederung nach Emittentengruppen ist festzustellen, dass der Bruttoabsatz von Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Juni 2000 weiterhin hoch war. Im Vorjahrsvergleich erhöhte sich der Umlauf an Schuldverschreibungen, die von dieser Emittentengruppe begeben wurden, um 16,3 % im Juni, verglichen mit 14,3 % im Mai 2000. Auch der Beitrag des MFI-Sektors zum Nettoabsatz von Schuldverschreibungen im Euroraum verharrte auf einem hohen Niveau. Der Umlauf von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen, die vom MFI-Sektor begeben wurden, nahm gegenüber dem Vorjahr weiter kräftig zu, und zwar um 11,1 % im Juni 2000, verglichen mit 10,9 % im Mai. Was die anderen Emittenten des privaten Sektors betrifft, war die Jahreswachstumsrate beim Umlauf an Schuldverschreibungen, die von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begeben wurden, rückläufig und betrug im Juni nur noch 17,6 %, verglichen mit 34,7 % im Mai 2000. Grund für diesen Rückgang im Vorjahrsvergleich waren vor allem Basiseffekte.

Hinsichtlich des Absatzes von Schuldverschreibungen durch die öffentliche Hand ist festzustellen, dass die Jahresrate des Umlaufs an Schuldverschreibungen von Zentralstaaten von 3,3 % im Mai auf 3,5 % im Juni 2000 angestiegen ist. Bei den sonstigen öffentlichen Haushalten ging die Zwölfmonatsrate von 3,9 % im Mai 2000 auf 3,6 % im Juni zurück. Im Vergleich zu den Emittenten des privaten Sektors blieb der Zuwachs bei den von der öffentlichen Hand begebenen Schuldverschreibungen gedämpft, und die außergewöhnlich hohen öffentlichen Einnahmen, die mit einmaligen Erlösen aus der Versteigerung

der UMTS-Lizenzen (siehe Kasten I) zusammenhängen, dürften diese Entwicklung in Zukunft noch verstärken.

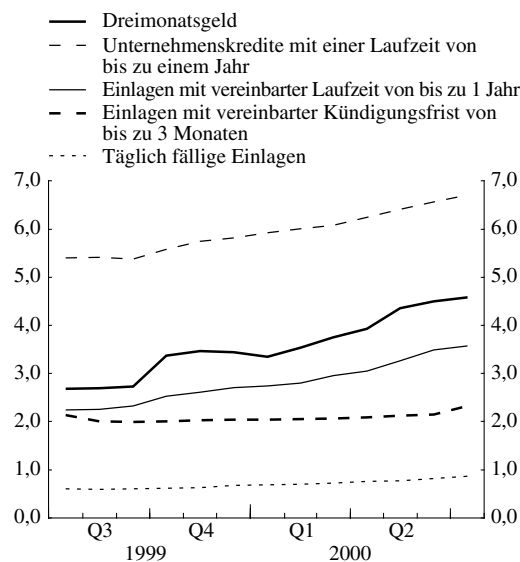
Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Juli weiter leicht gestiegen

Bei den kürzeren Laufzeiten stiegen die Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Eurogebiet im Einklang mit dem allgemeinen Aufwärtstrend der Geldmarktsätze im Juli weiter an (siehe Abbildung 5). Der durchschnittliche Zinssatz für täglich fällige Einlagen erhöhte sich im Juli 2000 um 5 Basispunkte auf 0,9 %. Bei den sonstigen kurzfristigen Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken wurde in diesem Monat ein durchschnittlicher Anstieg zwischen 8 Basispunkten und 17 Basispunkten verzeichnet. Im Zwölfmonatszeitraum bis Juli 2000 erhöhten sich sowohl die durchschnittlichen Zinsen für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als drei Monaten als auch der Durchschnittssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um rund 130 Basispunkte. Gleichzeitig kam es zu einem geringeren Anstieg bei den durchschnittlichen Zinssätzen für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu drei Monaten (um 18 Basispunkte) und täglich fällige Einlagen (um 27 Basispunkte). Die Veränderungen bei den kurzfristigen Zinssätzen im Kundengeschäft waren jedoch – unter anderem infolge des verzögerten Durchschlagens der Entwicklung der kurzfristigen Geldmarktsätze auf die Zinssätze im Kundengeschäft der Banken – weniger ausgeprägt als der Anstieg bei den Geldmarktsätzen für Dreimonatsgeld, die sich zwischen Juli 1999 und Juli 2000 um 190 Basispunkte erhöhten.

Auch die langfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken zogen im Juli 2000 an (siehe Abbildung 6). Wie bereits im Juni fiel der Anstieg jedoch allgemein geringer aus als bei kurzen Laufzeiten. Dies dürfte wohl teilweise mit der Abflachung der Zinsstrukturkurve am langen Ende in den vergangenen Monaten zusammenhängen. Die durchschnittliche Verzinsung von Einlagen mit einer ver-

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



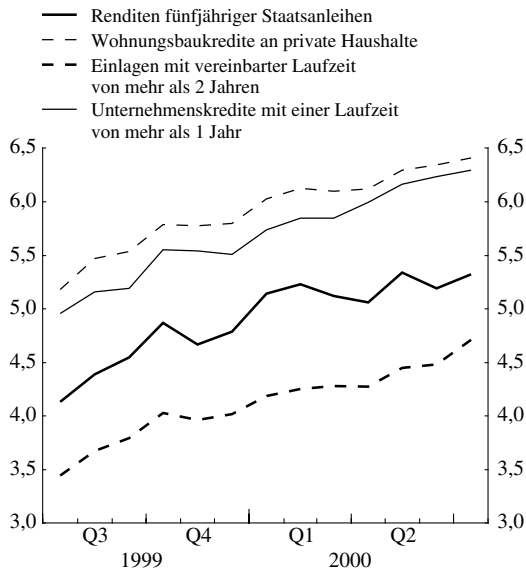
Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

einbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren nahm im Juli um 23 Basispunkte auf 4,7 % zu. Die durchschnittlichen Zinssätze für Wohnungsbaukredite an private Haushalte stiegen im Juli um 7 Basispunkte auf gut 6,4 % an, diejenigen für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr um 6 Basispunkte auf knapp 6,3 %. Betrachtet man die Entwicklung der langfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im Zwölfmonatszeitraum bis Juli 2000, so waren deutliche Zinserhöhungen festzustellen, die weitgehend in Einklang mit der Entwicklung der langfristigen Kapitalmarktzinsen im selben Zeitraum stehen. Im Juli 2000 lag die durchschnittliche Verzinsung für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr 123 Basispunkte bzw. 133 Basispunkte über dem Stand vom Juli 1999. Im selben Zeitraum stieg die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um fast 120 Basispunkte.

Abbildung 6

Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Geldmarktsätze im August gestiegen

Die Geldmarktsätze, die nach der am 8. Juni 2000 von der EZB durchgeführten Zinserhöhung um 50 Basispunkte über mehrere Wochen weitgehend stabil geblieben waren, stiegen etwa ab Mitte August wieder an. Dies spiegelte die Erwartungen der Finanzmärkte einer weiteren Erhöhung der Leitzinsen durch den EZB-Rat am 31. August wider. Mitte September notierten die kurzfristigen Geldmarktsätze mit einer Laufzeit von bis zu drei Monaten annähernd 25 Basispunkte höher als Ende Juli.

Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, verharrte über weite Strecken der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 23. August endete, nahezu unverändert bei rund 4,3 % (siehe Kasten 2). Mit Beginn der neuen Erfüllungsperiode am 24. August stieg der EONIA deutlich an. Dies weist darauf hin, dass die Finanzmärkte mit einer bevorstehenden Erhöhung der EZB-Zinssätze rechneten. In den letzten Tagen vor Bekanntgabe der Zinsanhebung um 25 Basispunkte durch die EZB am

31. August lag der EONIA bei rund 4,7 %, woraus zu schließen ist, dass einige Marktteilnehmer von einer Erhöhung der EZB-Zinssätze um mehr als 25 Basispunkte ausgingen. Nach Bekanntgabe des Zinsschritts am 31. August fiel der EONIA wieder auf rund 4,6 % und verharrte bis zum 13. September weitgehend auf diesem Stand.

Das Verlaufsmuster der kurzfristigen Geldmarktsätze, das die Markterwartungen hinsichtlich der Entwicklung der EZB-Zinssätze widerspiegelte, beeinflusste das Bietungsverhalten der Banken bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften des Eurosystems, die als Zinstender durchgeführt werden. Nachdem der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz in den Anfang August abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften weitgehend unverändert bei rund 4,3 % geblieben waren, erhöhten sie sich in den Geschäften, die in der zweiten Monatshälfte durchgeführt wurden, deutlich. Der marginale Zuteilungssatz und der durchschnittliche Zuteilungssatz beliefen sich bei dem am 23. August abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft auf 4,47 % bzw. 4,50 % und bei dem am 30. August abgewickelten Geschäft auf 4,68 % bzw. 4,71 %. Nach der Bekanntgabe der Erhöhung des Mindestbietungssatzes um 25 Basispunkte durch die EZB fiel der marginale Zuteilungssatz bei dem am 6. September abgewickelten Geschäft auf 4,55 % und der durchschnittliche Zuteilungssatz auf 4,57 %. Bei dem am 13. September abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäft blieben diese Zinssätze weitgehend unverändert.

Ogleich die Geldmarktsätze in der zweiten Augushälfte vom Mindestbietungssatz der EZB abwichen, versuchte die EZB bei ihren Tendersverfahren nicht, durch ihre Zuteilungspolitik einen wesentlichen Einfluss auf den marginalen und den durchschnittlichen Zuteilungssatz auszuüben, da eine spürbare Veränderung dieser Zinssätze eine unerwünscht hohe Zuführung von Liquidität im Euro-Währungsgebiet erfordert hätte. Die starke Abweichung zwischen dem marginalen Zuteilungssatz und dem Mindestbietungssatz gegen Ende August war im Vorfeld der Erhöhung

Kasten 2

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. August 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Juli bis zum 23. August 2000 führte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 4,25 % durchgeführt. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 45 Mrd € und 118 Mrd €. Das Bietungsaufkommen lag zwischen 172,3 Mrd € und 218,1 Mrd €, woraus sich ein durchschnittliches Bietungsaufkommen von 195,2 Mrd € ergab. Der marginale Zuteilungssatz blieb bei den ersten drei Hauptrefinanzierungsgeschäften unverändert bei rund 4,30 % und erhöhte sich dann bei dem am 14. August abgewickelten Geschäft auf 4,35 % und bei dem letzten in der Mindestreserve-Erfüllungsperiode durchgeführten Geschäft auf 4,47 %. Der gewichtete Durchschnittssatz betrug bei den ersten drei Geschäften 4,31 % und stieg in den beiden folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäften auf 4,37 % bzw. 4,50 %. Die Anzahl der Bieter bewegte sich zwischen 590 und 786.

Am 26. Juli 2000 führte das Eurosystem ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit vorab bekannt gegebenem Zuteilungsvolumen von 15 Mrd € durch. An dieser Transaktion nahmen 235 Bieter teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 40,8 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz belief sich auf 4,59 %, und der gewichtete Durchschnittssatz lag einen Basispunkt darüber, also bei 4,60 %.

Bis zum 10. August 2000 blieb der EONIA sehr stabil bei rund 4,33 %. Nur am 31. Juli lag er deutlich über diesem Wert, nämlich bei 4,45 %, was auf einen regelmäßig wiederkehrenden Kalendereffekt am Monatsende zurückzuführen ist. Ab dem 11. August führten die gestiegenen Erwartungen bezüglich einer Erhöhung der EZB-Zinssätze zusammen mit einer vorübergehenden Liquiditätsverknappung zu einem Aufwärtsdruck auf den EONIA, der sich um einige Basispunkte erhöhte. Allerdings änderte sich die Meinung der Märkte ab dem 18. August erneut, was auch eine etwas entspanntere Liquiditätssituation widerspiegelte, und so fiel der EONIA schließlich am 23. August auf 4,08 %, da eine großzügige Liquiditätsversorgung am letzten Tag der Erfüllungsperiode augenfällig wurde.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Juli bis 23. August 2000

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	218,6	0,3	+218,4
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	163,1	-	+163,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	55,4	-	+55,4
Ständige Fazilitäten	0,1	0,3	-0,1
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	382,0	488,1	-106,0
Banknotenumlauf	-	359,2	-359,2
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	48,8	-48,8
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	382,0	-	+382,0
Sonstige Faktoren (netto)	-	80,0	-80,0
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			112,4
(d) Mindestreserve-Soll			111,8

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Gegenüber der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode ging die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 0,4 Mrd € auf 0,1 Mrd € zurück, und auch die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität sank von 0,5 Mrd € auf 0,3 Mrd €.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren, das heißt die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle) entzogen dem Bankensystem per Saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 106 Mrd € und somit 2,4 Mrd € mehr als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Auf Tagesbasis bewegte sich die Summe der autonomen Faktoren zwischen 99,8 Mrd € und 119,9 Mrd €.

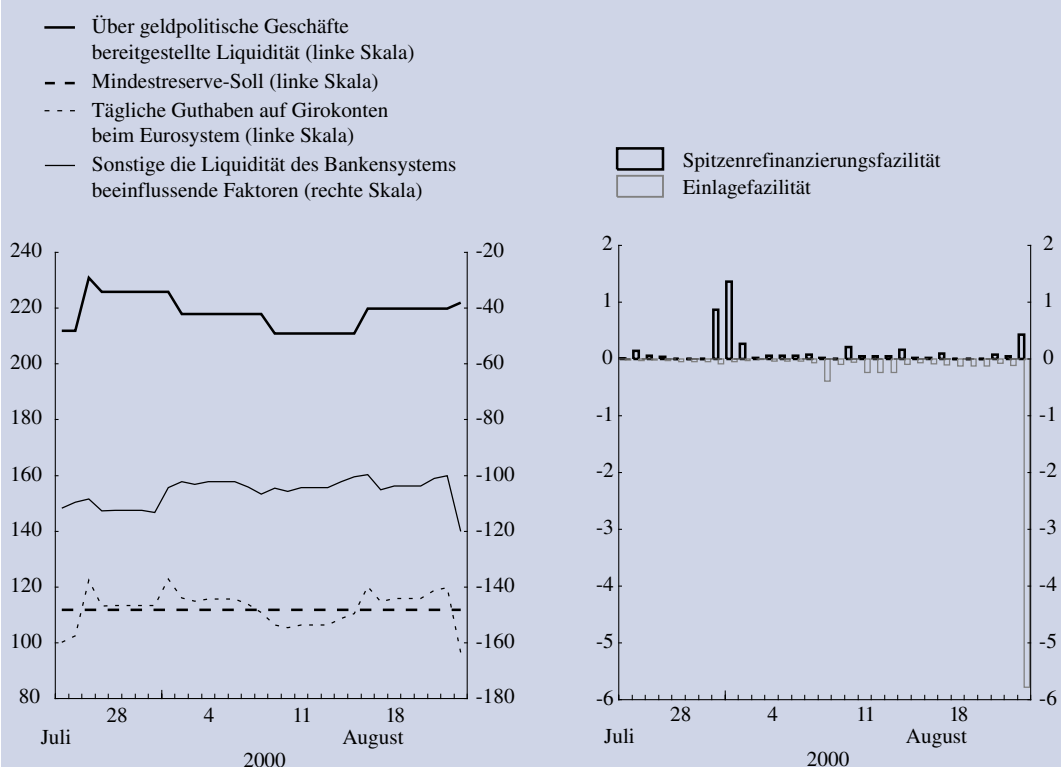
Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen Liquiditätsbedarfs, der aus den autonomen Faktoren resultiert, bewegten sich zwischen 113,1 Mrd € und 102,6 Mrd €. Die Abweichung von den Ist-Zahlen betrug zwischen +1,1 Mrd € und -2,3 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 112,4 Mrd €, und das Mindestreserve-Soll betrug 111,8 Mrd €. Die Differenz lag bei 0,6 Mrd € und war damit 0,2 Mrd € niedriger als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Dieser Rückgang ergab sich aus der Abnahme der Überschussreserven von rund 0,6 Mrd € auf 0,4 Mrd €. Von den Guthaben auf Girokonten dienten 0,2 Mrd € nicht der Erfüllung des Mindestreserve-Solls.

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. August 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

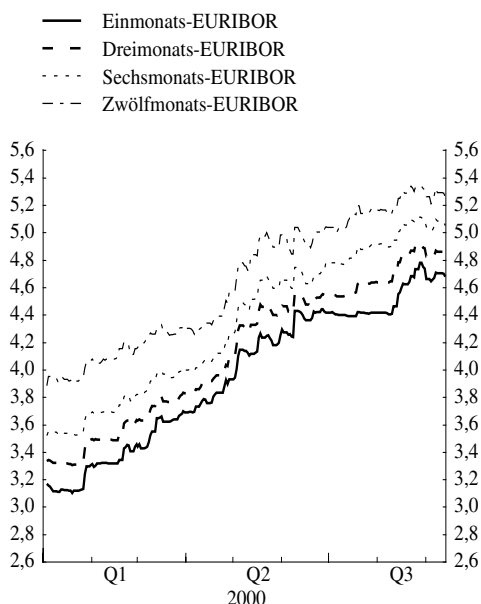
(Mrd €; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 7 Kurzfristzinsen im Euro- Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

des Mindestbietungssatzes durch die EZB nur vorübergehender Natur. Die Tatsache, dass sich der marginale Zinssatz dem Mindestbietungssatz Anfang September wieder stark annäherte, zeigte, dass der Mindestbietungssatz von den Märkten richtigerweise als wichtigste Orientierungsmarke für die Geldmarktsätze am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve verstanden wurde.

In dem am 31. August 2000 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems betrug der marginale Zuteilungssatz 4,84 % und der durchschnittliche Zuteilungssatz 4,87 %. Diese Sätze lagen damit 5 Basispunkte bzw. 2 Basispunkte unter dem am Abwicklungstag geltenden Dreimonats-EURIBOR.

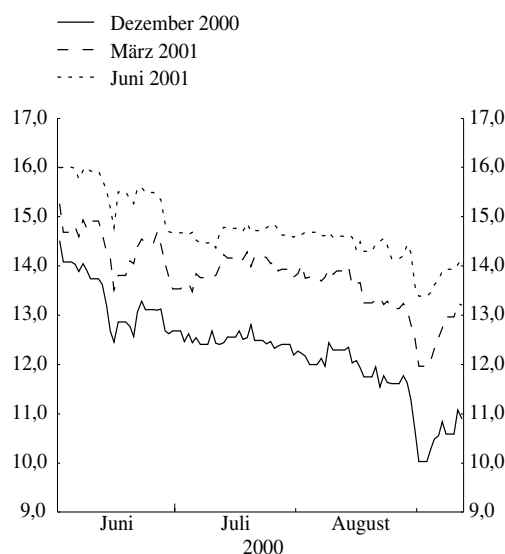
Auch andere Geldmarktsätze wiesen eine ähnliche Entwicklung auf und stiegen etwa ab Mitte August allmählich an. Am 13. September lag der Einmonats-EURIBOR bei 4,68 % und der Dreimonats-EURIBOR bei 4,85 %; dies entspricht einem Anstieg um 26 Basispunkte bzw. 21 Basispunkte gegenüber Ende

Juli. Die entsprechenden Veränderungen der Sechsmo- und Zwölfmonatszinssätze beliefen sich auf 13 Basispunkte bzw. 8 Basispunkte. Damit wurde die Renditenstrukturkurve am Geldmarkt in diesem Zeitraum etwas flacher (siehe Abbildung 7).

Die Zinserwartungen an den Finanzmärkten für die verbleibenden Monate des laufenden Jahres und die erste Jahreshälfte 2001, die im impliziten Dreimonats-EURIBOR aus Futures-Kontrakten mit einer Fälligkeit innerhalb dieses Zeitraums zum Ausdruck kommen, haben sich in den vergangenen Monaten kaum verändert. Der implizite Dreimonats-EURIBOR aus Futures-Kontrakten mit Fälligkeit im Dezember 2000 und im März und Juni 2001 belief sich am 13. September auf 5,22 %, 5,26 % bzw. 5,32 %. Er lag damit geringfügig unter den Werten von Ende Juli.

Die Volatilität des impliziten Dreimonats-EURIBOR aus Optionen auf Futures-Kontrakte mit Fälligkeit im Dezember 2000 und im März und Juni 2001 hat sich seit Ende Mai abgeschwächt. Dies könnte ein Anzeichen dafür sein, dass die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die Höhe des Dreimonats-EURIBOR in der ersten Jahreshälfte 2001 all-

Abbildung 8 Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Futures



Quelle: Bloomberg.

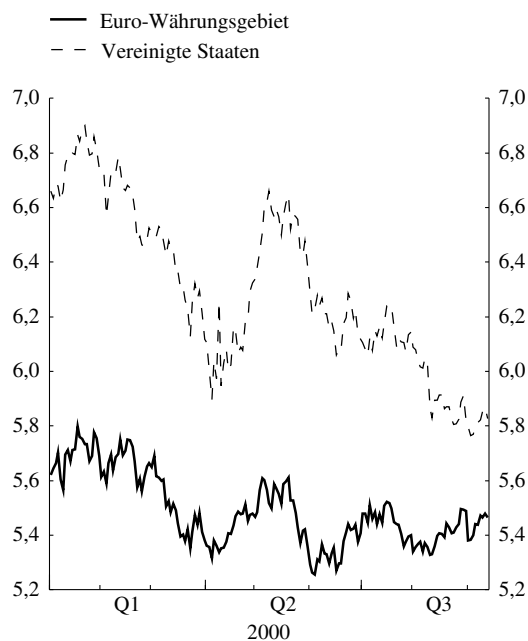
mählich abnimmt. Der Rückgang war von Ende Juli bis zum Zeitpunkt des Zinsanhebungsbeschlusses der EZB am 31. August relativ gering. Nach der Erhöhung der EZB-Zinssätze nahm die Volatilität Anfang September deutlich stärker ab. Diese Entwicklung hat sich danach allerdings größtenteils wieder umgekehrt (siehe Abbildung 8).

Langfristige Anleiherenditen im August weiterhin stabil

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euroraum blieben im August und Anfang September 2000 weitgehend unverändert (siehe Abbildung 9) und setzten damit den seit Jahresanfang an den EWU-Anleihemärkten zu beobachtenden Trend fort. So bewegte sich die durchschnittliche Rendite zehnjähriger EWU-Anleihen in den ersten acht Monaten dieses Jahres innerhalb einer relativ engen Bandbreite von etwa 5,25 % bis 5,75 %. In den vergangenen Wochen, also von Ende Juli bis zum 13. September, erhöhte sich die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Anleihen im Euroraum nur geringfügig auf 5,46 %. Hingegen gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten im selben Zeitraum um mehr als 30 Basispunkte zurück. Infolge dieser gegenläufigen Entwicklungen bei den US- und den EWU-Staatsanleihen verringerte sich die Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger US-Anleihen und den vergleichbaren Renditen im Euro-Währungsgebiet im Verlauf des August und Anfang September um nahezu 40 Basispunkte. Am 13. September betrug sie 35 Basispunkte und erreichte damit den niedrigsten Stand seit Ende 1998. (Die jüngste Entwicklung des Renditeabstands zwischen den Anleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum wird in Kasten 3 näher erläutert.)

Das internationale Umfeld für die EWU-Anleihemärkte war im August und Anfang September 2000 von gegenläufigen Entwicklungen an den wichtigsten Anleihemärkten außerhalb des Euroraums gekennzeichnet. In den Vereinigten Staaten lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen nach einem er-

Abbildung 9
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.

heblichen Rückgang seit Ende Juli am 13. September bei rund 5,8 %. Mit dem jüngsten Rückgang setzte sich der Abwärtstrend bei den Renditen der US-Staatsanleihen fort, der mit nur vorübergehenden Unterbrechungen seit Jahresbeginn zu beobachten ist. Am 13. September lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten rund 110 Basispunkte unter ihrem Höchststand von Mitte Januar 2000.

Der allgemein rückläufige Trend bei den Renditen von US-Staatsanleihen im Verlauf dieses Jahres dürfte vor allem zwei Ursachen haben. Zum einen dürfte er auf eine seit Anfang 2000 in den Kursen enthaltene „Knappheitsprämie“ zurückzuführen sein, zum anderen auf die in letzter Zeit allmählich gestiegenen Erwartungen der Anleger, dass es zu einer „weichen Landung“ der US-Wirtschaft kommen würde, also zu einer allmählichen Konjunkturabkühlung. Die Knappheitsprämie, die

zeitweise einen erheblichen Abwärtsdruck auf die US-Anleiherenditen auszuüben schien, war auf die Pläne des US-Schatzamts zurückzuführen, ausstehende Anleihen vorzeitig zurückzukaufen (siehe Kasten 3). Zwar kam dieser Effekt offenbar besonders im ersten Quartal dieses Jahres zum Tragen, doch haben die Weiterverfolgung des Rückkaufprogramms des US-Schatzamts sowie weitere Anzeichen für eine Verbesserung der Haushaltslage in den Vereinigten Staaten auch danach noch einen – wenn auch geringeren – Abwärtsdruck auf die US-Staatsanleiherenditen ausgeübt. Allerdings war der in jüngster Zeit verzeichnete Rückgang bei den Anleiherenditen in den USA anscheinend in erster Linie durch die gestiegene Zuversicht an den Märkten bedingt, die US-Konjunktur werde langsam an Schwung verlieren und Wachstumsraten aufweisen, bei denen sich der Inflationsdruck in Grenzen hält. Diese Auffassung setzte sich im August und Anfang September 2000 offenbar am Markt durch, als eine Reihe neuer Daten bekannt gegeben wurde (unter anderem niedriger als angenommen ausfallende Indikatoren für das Vertrauen der Industrie, ein unerwarteter Anstieg der Arbeitslosigkeit und unerwartet hohe Produktivitätszahlen), woraufhin die Anleiherenditen sanken. Auch der Beschluss des Offenmarktausschusses der amerikanischen Zentralbank, die Leitzinsen im August unverändert zu lassen, wurde von den Märkten als weiteres Signal für eine bevorstehende allmähliche Verlangsamung der US-Konjunktur gedeutet.

In Japan blieben die Staatsanleiherenditen in den ersten acht Monaten dieses Jahres zumeist sehr niedrig und bewegten sich zwischen 1,6 % und 1,9 %. Abweichend hiervon zogen sie im August und Anfang September deutlich an und lagen für zehnjährige Staatsanleihen zeitweise bei fast 2 %, dem höchsten Stand seit über einem Jahr. Insgesamt erhöhten sich die zehnjährigen Anleiherenditen in Japan von Ende Juli bis zum 13. September um fast 20 Basispunkte auf knapp 1,9 %. Dieser Anstieg vollzog sich zum Teil Anfang August, als bei den Anlegern die Spekulationen zunahmen, die japanische Zentralbank würde ihre Nullzins-Politik beenden und die Zins-

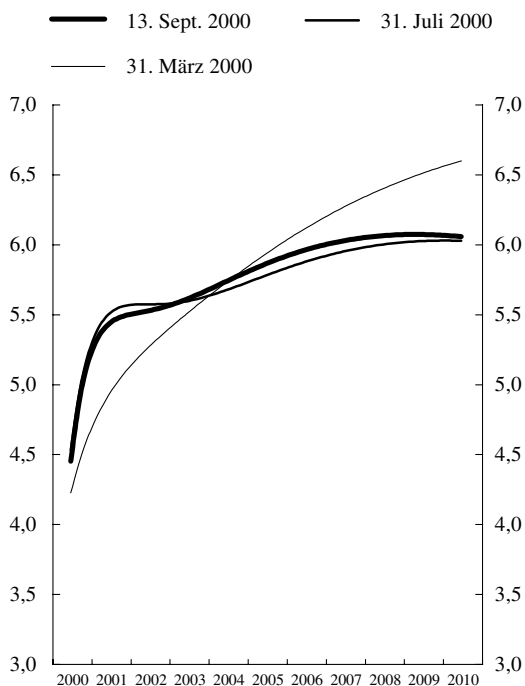
sätze anheben. Somit war die Entscheidung der Bank von Japan vom 11. August 2000, ihren Ziel-Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld um 25 Basispunkte anzuheben, von den Finanzmärkten weitgehend vorweggenommen worden, und der auf die Ankündigung folgende Anstieg der Anleiherenditen fiel folglich nur sehr gering aus. Danach übten jedoch Anzeichen, dass das Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal dieses Jahres höher ausgefallen sein könnte, als die Märkte ursprünglich erwartet hatten, nochmals einen Aufwärtsdruck auf die japanischen Anleiherenditen aus.

Zwar veränderte sich das Niveau der langfristigen Anleiherenditen im Eurogebiet im August und Anfang September insgesamt nur wenig, doch waren innerhalb dieses Zeitraums gewisse Schwankungen festzustellen. So war in der zweiten Augushälfte ein allmählicher, wenn auch begrenzter Anstieg zu beobachten, der zumindest teilweise mit den anziehenden Ölpreisen und dem schwächeren Euro-Wechselkurs zusammenzuhängen schien. Allerdings sanken die Anleiherenditen in der Folge angesichts des erheblichen Rückgangs der US-Anleiherenditen wieder auf ihren Stand von Anfang August. Die unmittelbare Reaktion der EWU-Anleihemärkte auf den Beschluss der EZB vom 31. August, die Zinsen um 25 Basispunkte anzuheben, fiel sehr schwach aus, was offensichtlich darauf hindeutete, dass die Anleihemärkte diese Entscheidung schon weitgehend vorweggenommen hatten.

Die Steigung der Renditenstrukturkurve des Eurogebiets, gemessen an der Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und dem Dreimonats-EURIBOR, flachte sich im Verlauf des August und Anfang September infolge der steigenden Kurzfristzinsen weiter ab. So ging diese Messgröße für die Steigung der Renditenstrukturkurve zwischen Ende Juli und dem 13. September um rund 15 Basispunkte zurück und betrug am Ende des Betrachtungszeitraums gut 60 Basispunkte. Auf Grund des seit Jahresbeginn nahezu ununterbrochenen Rückgangs der Steigung der Renditenstrukturkurve hat diese mittlerweile den absoluten Tiefst-

Abbildung 10
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 von Januar 1999 auf Seite 28 f. erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten wurden von Swapkontrakten abgeleitet.

stand seit der Einführung des Euro erreicht. Die Abflachung der Renditenstrukturkurve im Verlauf dieses Jahres ist fast ausschließlich auf die steigenden kurzfristigen Geldmarktsätze zurückzuführen, da sich die langfristigen Anleiherenditen wie bereits erwähnt von Ende letzten Jahres bis Anfang September dieses Jahres insgesamt wenig verändert haben. Die Erwartungen, dass die kurzfristigen Zinsen in den kommenden Monaten nochmals steigen werden, schlagen sich nach wie vor im gegenwärtigen Verlauf der Kurve der impliziten Terminsätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet nieder (siehe Abbildung 10).

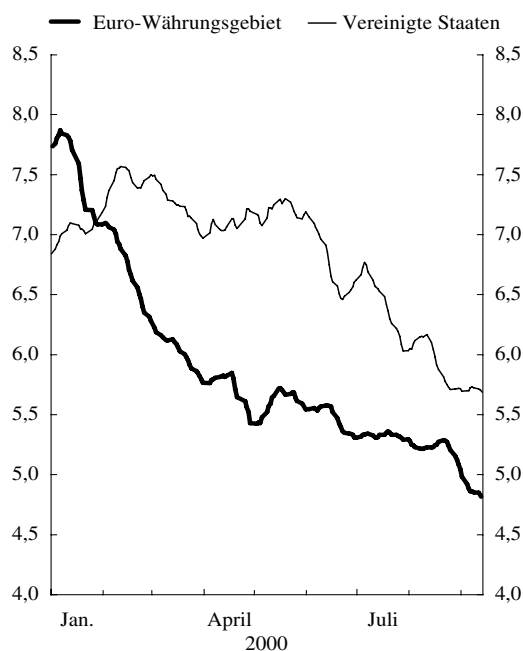
Die jüngsten Entwicklungen der Steigung der Renditenstrukturkurve sind mit entsprechender Vorsicht zu interpretieren, da auch Faktoren wie die derzeit stattfindenden Versteigerungen von UMTS-Lizenzen oder von den

US-Anleihemärkten ausgehende Impulse die Zinssätze am langen Ende der Renditenstrukturkurve für den Euroraum beeinflusst haben dürften und die Interpretation der Veränderung der Steigung somit erschweren. Dennoch deutet die trotz der Abflachung der Renditenstrukturkurve in den vergangenen Monaten zu beobachtende weitgehende Stabilität der langfristigen Anleiherenditen darauf hin, dass die Märkte hinsichtlich der mittel- bis langfristigen Aussichten für die Konjunktur im Eurogebiet weiterhin optimistisch gestimmt sind.

Die Stabilität an den EWU-Anleihemärkten in den letzten Wochen ging offenbar mit einem Rückgang der Unsicherheit über die kurzfristigen Aussichten für die Renditen langfristiger Staatsanleihen einher. Dies zeigte sich an

Abbildung 11
Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die impliziten Volatilitätsreihen 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 darauf folgenden Kontrakt.

der Entwicklung der impliziten Volatilität aus Optionen auf zehnjährige Bundesanleihen im August und Anfang September (siehe Abbildung 11). In diesem Zeitraum setzte die implizite Volatilität den rückläufigen Trend fort, der seit Jahresbeginn zu verzeichnen ist, und sank auf den niedrigsten Stand seit April 1999. Diese Entwicklung deckt sich mit der abnehmenden Unsicherheit an den Märkten im Euroraum über die zu Grunde liegenden Fundamentaldaten wie beispielsweise die erwartete Inflation und die erwarteten Realzinsen.

Ähnlich wie die Renditen nominaler Staatsanleihen wies auch der Markt für französische indexierte Anleihen im gesamten Jahresverlauf ein hohes Maß an Stabilität auf. Die zehnjährige Realrendite an diesem Markt betrug am 13. September etwa 3,75 % und war damit gegenüber Ende Juli und auch gegenüber dem Jahresbeginn wenig verändert. Die Stabilität der nominalen und realen langfristigen Zinssätze hatte zur Folge, dass die zehnjährige „Breakeven-Inflationsrate“, die anhand der Renditendifferenz zwischen

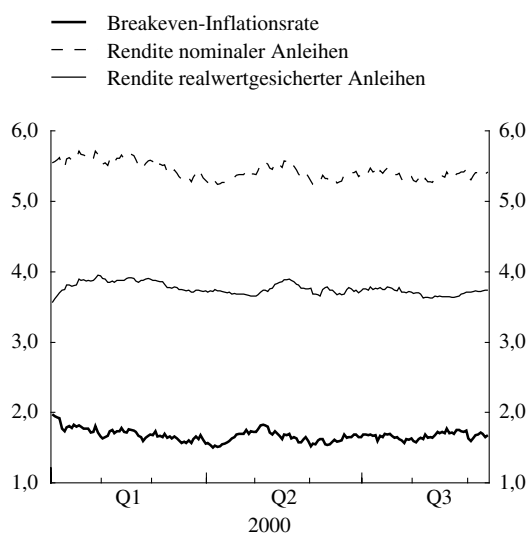
französischen Anleihen mit Nominalverzinsung und indexgebundener Verzinsung berechnet wird, im betrachteten Zeitraum ebenfalls weitgehend unverändert blieb. Am 13. September belief sich die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate auf ungefähr 1,7 % und war damit geringfügig höher als Ende Juli (siehe Abbildung 12). Über einen längerfristigen Zeitraum betrachtet bewegte sich die zehnjährige Breakeven-Inflationsrate seit Mitte letzten Jahres zumeist in einer vergleichsweise engen Bandbreite von 1,5 % bis 2,0 %. Sieht man einmal von dem möglichen Einfluss der im Zeitverlauf variierenden Prämien und anderen allgemein bekannten Einschränkungen ab, deutet diese Stabilität tendenziell darauf hin, dass die Marktteilnehmer ihre durchschnittlichen langfristigen Inflationserwartungen in diesem Zeitraum nicht wesentlich revidiert haben.

Wichtige Aktienmärkte im August im Aufwind

Wie bereits seit Juni 2000 festzustellen ist, nahm die Volatilität an den wichtigsten internationalen Aktienmärkten im August und Anfang September weiter ab. Dies hing mit der gestiegenen Zuversicht der Marktteilnehmer zusammen, die US-Wirtschaft steuere auf eine weiche Landung zu. In diesem ruhigeren Marktumfeld zogen die Börsennotierungen an den wichtigsten Aktienmärkten im August und Anfang September an. Im Euro-Währungsgebiet legten die Aktienkurse, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, zwischen Ende Juli und dem 13. September um fast 1 % zu. In den Vereinigten Staaten und Japan waren noch höhere Kursgewinne zu verzeichnen: Der Standard-& Poor's-500-Index war am 13. September um 4 % höher als Ende Juli, während der Nikkei-225-Index im selben Zeitraum um 3 % zulegte (siehe Abbildung 13). Gegenüber Ende 1999 waren die Aktienkurse bis zum 13. September im Euroraum um rund 3 % und in den Vereinigten Staaten um etwa 1 % gestiegen. Hingegen hatten sie in Japan um fast 15 % nachgegeben.

Abbildung 12
Breakeven-Inflationsrate, berechnet für Verbraucherpreise in Frankreich

(in %; Tageswerte)



Quellen: Französisches Schatzamt, ISMA und Reuters.

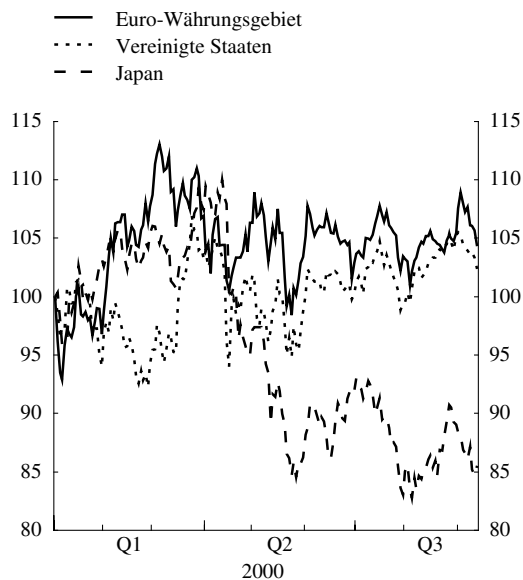
Anmerkung: Die Renditen von realwertgesicherten Anleihen werden von den Börsenkursen französischer, an den französischen VPI (ohne Tabakpreise) gebundener Anleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die nominalen Anleiherenditen werden von den Börsenkursen französischer festverzinslicher Anleihen, ebenfalls mit Fälligkeit 2009, abgeleitet.

Mit Blick auf das internationale Börsenumfeld scheinen die Kursanstiege an den US-Börsen im August und Anfang September durch die bereits erwähnte gefestigte Zuversicht an den

Abbildung 13

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

(Index: 1. Jan. 2000 = 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.

Märkten hinsichtlich einer weichen Landung der US-Wirtschaft beflügelt worden zu sein. Im Zusammenhang damit trug auch der Rückgang der langfristigen Anleiherenditen, der mit Erwartungen einer allmählichen Konjunkturerlangung einherging, zusammen mit Erwartungen einer gedämpften Inflation zur Stärke der US-Aktienmärkte im August und Anfang September bei. Im US-Technologie-sektor trugen außerdem die günstiger als erwartet ausfallenden Gewinnmeldungen einiger Unternehmen sowie der gestiegene Optimismus hinsichtlich der künftigen Gewinaussichten zum allgemeinen Anstieg der Aktienkurse bei, und der Nasdaq-Composite-Index legte von Ende Juli bis zum 13. September um gut 3 % zu. In diesem Zeitraum verringerte sich die implizite Volatilität des Standard & Poor's 500 von 19 % p. a. auf 16 % p. a. und war damit so niedrig wie seit Dezember 1999 nicht mehr. Dies deutet darauf hin, dass die Zuversicht der Börsenteilnehmer gestiegen ist.

In Japan konnten die von Ende Juli bis Anfang September zu verzeichnenden Kursgewinne die erheblichen Verluste vom Juli zwar teilweise ausgleichen, doch waren die Kurse noch immer deutlich niedriger als Ende 1999. Die Erholung an den japanischen Börsen im August und Anfang September war vor allem auf den gestiegenen Optimismus der Marktteilnehmer hinsichtlich einer rascheren wirtschaftlichen Erholung in Japan zurückzuführen, der dadurch geschürt wurde, dass einige Konjunkturindikatoren für das zweite Quartal 2000 besser ausfielen als von den Märkten zuvor erwartet. Der Beschluss der Bank von Japan, ihre Nullzins-Politik zu beenden, hatte keinen wesentlichen Einfluss auf die Aktienmärkte, da er von den Marktteilnehmern größtenteils vorweggenommen worden war.

Die Aktienmärkte im Euro-Währungsgebiet profitierten im August von den günstigen Vorgaben an den internationalen Börsen, gingen im September jedoch leicht zurück. Der Auftrieb bei den EWU-Aktiennotierungen im August hing offenbar in erster Linie mit dem an den Märkten herrschenden Optimismus hinsichtlich der Aussichten für die künftigen Unternehmensgewinne zusammen. Der größte Impuls für die Aktienkursentwicklung im Euroraum ging im August und Anfang September vom Technologiesektor aus, dem auch ein Großteil des allgemeinen Kursanstiegs an den EWU-Aktienmärkten seit Beginn dieses Jahres zuzuschreiben ist. In dieser Branche legten die Aktiennotierungen zwischen Ende Juli und dem 13. September um rund 3 % zu. Damit übertrafen sie ihren Stand von Ende 1999 um 22 %, lagen jedoch 11 % unter den Anfang März verzeichneten Höchstständen. Hingegen wiesen die Aktienkurse im Telekommunikationssektor eine gewisse Volatilität auf und gaben im Betrachtungszeitraum insgesamt um rund 7 % nach. Am 13. September notierten Telekommunikationstitel im Euro-Währungsgebiet 22 % niedriger als am Jahresende 1999. Die Schwäche der Aktiennotierungen bei Telekommunikationstiteln während der ersten acht Monate dieses Jahres scheint hauptsächlich auf die Neueinschätzung der zu erwartenden künftigen Unternehmensgewinne in einem Umfeld verschärften Wettbewerbs und höherer Kosten für den Schuldendienst in diesem

Kasten 3

Die jüngste Entwicklung der Differenz zwischen den Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet

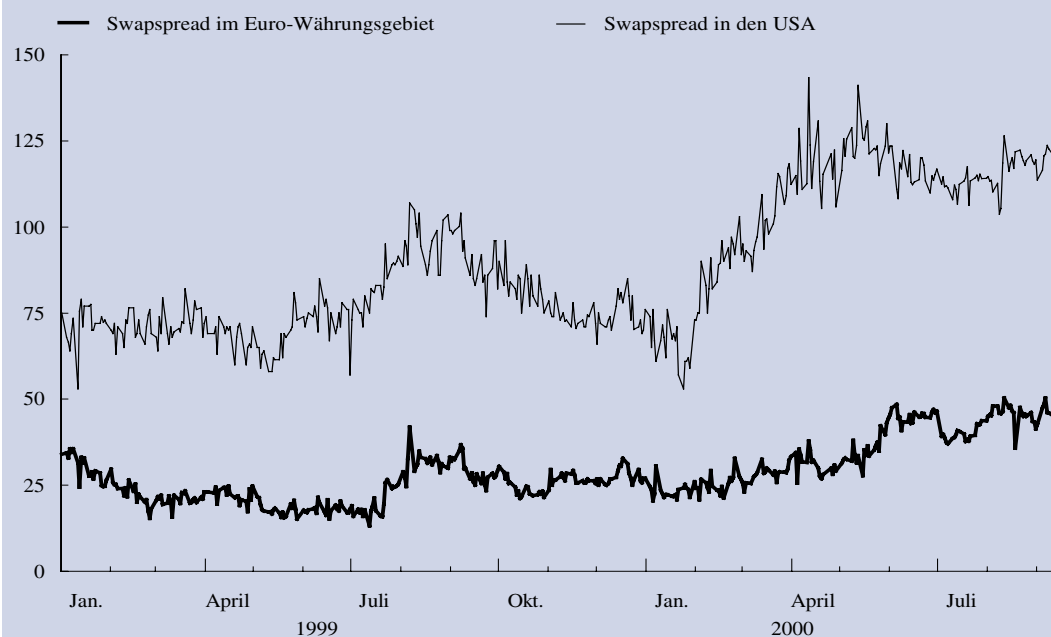
Der Einfluss von Rückkäufen von Staatsanleihen auf den Informationsgehalt von Zinsdifferenzen

In den vergangenen Monaten hat sich die Differenz zwischen den langfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten erheblich verringert. So hat sich der Abstand zwischen den Renditen zehnjähriger US- und EWU-Staatsanleihen von Ende 1999 bis Anfang September 2000 um rund 60 Basispunkte verkleinert (siehe Abbildung 9) und damit den niedrigsten Stand seit der Einführung des Euro erreicht. Neben der veränderten Einschätzung des Markts hinsichtlich der Wachstumsaussichten und Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten im Vergleich zum Euroraum scheint die jüngste Entwicklung des Renditeunterschieds bei Staatsanleihen auch auf Veränderungen beim tatsächlichen und erwarteten Angebot an Regierungsanleihen zurückzuführen zu sein, nachdem in den Vereinigten Staaten und später auch im Euroraum Pläne zum Rückkauf von Anleihen bekannt gegeben worden waren. So sanken die Renditen der Staatsanleihen auf Grund einer „Knappheitsprämie“, die dadurch zustande kam, dass die Anleger vermehrt mit einem geringeren Angebot an Staatsanleihen rechneten. Da dieser Effekt in den USA und in der EWU offenbar in unterschiedlicher Weise bzw. zu unterschiedlichen Zeiten zum Tragen kam, könnte die Aussagekraft des Renditeunterschieds bei Staatsanleihen für die erwartete Entwicklung der zu Grunde liegenden Fundamentaldaten in jüngster Zeit etwas verzerrt worden sein.

Um die Auswirkung der Knappheitsprämie auf die Renditen von Staatsanleihen zu veranschaulichen, ist es hilfreich, die jüngste Entwicklung des Swapsreads zu untersuchen, d. h. der Differenz zwischen dem festen Zinssatz für einen Zinsswapkontrakt (im Folgenden „Swapsatz“ genannt) und der Rendite einer Staatsanleihe mit vergleichbarer Restlaufzeit (siehe den Artikel „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“ im Monatsbericht vom Mai dieses Jahres). Swapsätze können zwar Prämien im Zusammenhang mit dem Kredit- und Liquiditätsrisiko sowie anderen Faktoren enthalten, die vermutlich von

Abbildung A: Zehnjährige Swapsreads in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet

(Basispunkte)

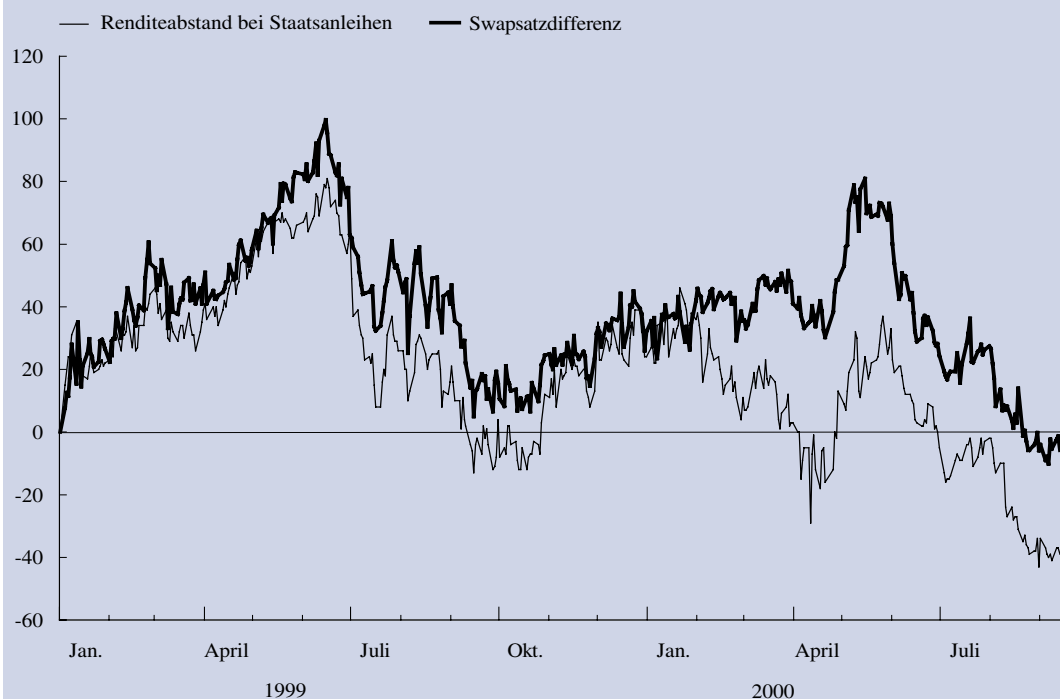


Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

den entsprechenden, in den Renditen von Staatsanleihen enthaltenen Prämien abweichen, doch dürften sie nicht direkt von den Erwartungen eines rückläufigen Angebots an Staatsanleihen beeinflusst werden, die infolge von Rückkaufprogrammen aufkommen können. Wie aus der unten stehenden Abbildung A hervorgeht, vergrößerte sich der zehnjährige Swapsread in den USA Anfang dieses Jahres erheblich. Diese ausgeprägte Veränderung bei der Differenz zwischen den Swapsätzen und den Staatsanleiherenditen erfolgte zeitgleich mit der Ankündigung des US-Schatzamts, dass die Emission von Staatsanleihen zurückgeschraubt und ausstehende Anleihen im Rahmen eines Rückkaufprogramms vorzeitig zurückgenommen werden sollten. Demgegenüber blieb der Swapsread im Euro-Währungsgebiet bis in das Frühjahr hinein weitgehend stabil. Die in der Folge allmählich leicht größer werdende Differenz zwischen den Swapsätzen und den Staatsanleiherenditen im Euroraum schien zumindest teilweise mit den Erwartungen eines verminderten Angebots an Regierungsanleihen im Euroraum zusammenzuhängen. Dies war wiederum auf die erwarteten Einnahmen aus dem Verkauf von UMTS-Lizenzen der dritten Generation (UMTS – Universal Mobile Telecommunications System) in einzelnen EWU-Ländern zurückzuführen (siehe Kasten 1 in diesem Monatsbericht). Wie schon erwähnt sind hierbei die Auswirkungen möglicher Veränderungen bei der Markteinschätzung des kumulierten Kreditrisikos oder Schwankungen bei anderen Prämien nicht berücksichtigt.

Zum Verständnis des Einflusses der Knappheitsprämie auf die Renditen der EWU- und US-Staatsanleihen ist es hilfreich zu analysieren, inwieweit der Renditeabstand zwischen den Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum in jüngster Zeit verzerrt worden sein könnte. Dies kann auf einfache Weise untersucht werden, indem die Entwicklung des Renditeunterschieds bei Anleihen mit der entsprechenden Differenz zwischen den Swapsätzen in den USA und der EWU verglichen wird. Da die Swapsätze wie bereits erwähnt nicht durch Erwartungen eines infolge von Rückkaufprogrammen geringeren Angebots an Staatsanleihen beeinflusst werden dürften, könnten die jüngsten Entwicklungen der Swapsatzdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum wichtige Zusatzinformationen über die zu Grunde liegenden wirtschaftlichen Fundamentaldaten liefern.

Abbildung B: Veränderung des Renditeabstands zehnjähriger Staatsanleihen und der zehnjährigen Swapsatzdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet, bezogen auf den Stand von Ende 1998
(Basispunkte)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

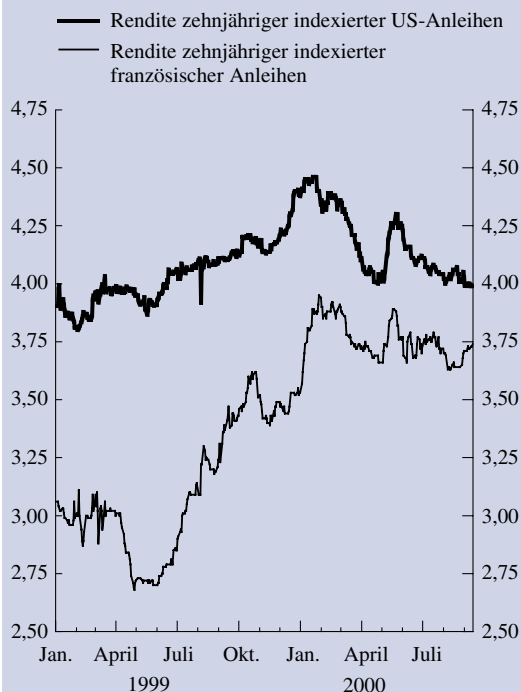
In Abbildung B sind die kumulierten Veränderungen der Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen und der Differenz zwischen den Swapsätzen in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet bezogen auf den Stand von Ende 1998 dargestellt. Wie aus der Abbildung hervorgeht, entwickelten sich der Renditeabstand bei den Anleihen und die Swapsatzdifferenz in den ersten Wochen dieses Jahres weitgehend parallel. Anschließend ging der Renditeabstand bei den Staatsanleihen deutlich zurück. Hingegen blieb die Swapsatzdifferenz im Verlauf des ersten Quartals 2000 größtenteils stabil, und folglich wich der Renditeunterschied bei den Anleihen erheblich von der Swapsatzdifferenz ab. Diese abweichende Entwicklung, die anscheinend zu einem großen Teil mit dem erwähnten Einfluss des vom US-Schatzamt angekündigten Rückkaufs von Anleihen zusammenhing, scheint deshalb die Aussagekraft des Renditeunterschieds bei den Staatsanleihen zu Beginn des Jahres verzerrt zu haben. Allerdings ist aus Abbildung B auch deutlich zu ersehen, dass sich der Renditeabstand bei den Staatsanleihen und die Swapsatzdifferenz etwa ab April 2000 wieder sehr übereinstimmend entwickelten. So weiteten sich die beiden Differenzen im April und Anfang Mai vorübergehend aus, was sowohl auf Fundamentalfaktoren als auch auf eine Neueinschätzung seitens der Anleger bezüglich der wahrscheinlichen langfristigen Auswirkungen des Rückkaufs von Regierungsanleihen zurückzuführen war. Danach verringerten sich die beiden Differenzen wieder deutlich, wengleich ihr Abstand zueinander nach wie vor größer war als zu Jahresbeginn. Somit scheint die Entwicklung des Renditeabstands bei den Staatsanleihen und der Swapsatzdifferenz mit Ausnahme der ersten Monate dieses Jahres ein ähnliches Bild bei den Veränderungen der Erwartungen hinsichtlich der zu Grunde liegenden Fundamentaldaten zu zeichnen.

Ursachen für die Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet

Um (insgesamt und ohne Berücksichtigung von Risikoprämien) zu beurteilen, welche Fundamentalfaktoren hinter der beobachteten Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Eurogebiet stecken, kann die Zinsdifferenz in zwei Komponenten aufgeschlüsselt werden. Sie gibt zum einen den

Abbildung C: Rendite zehnjähriger indexierter Anleihen in Frankreich und den Vereinigten Staaten

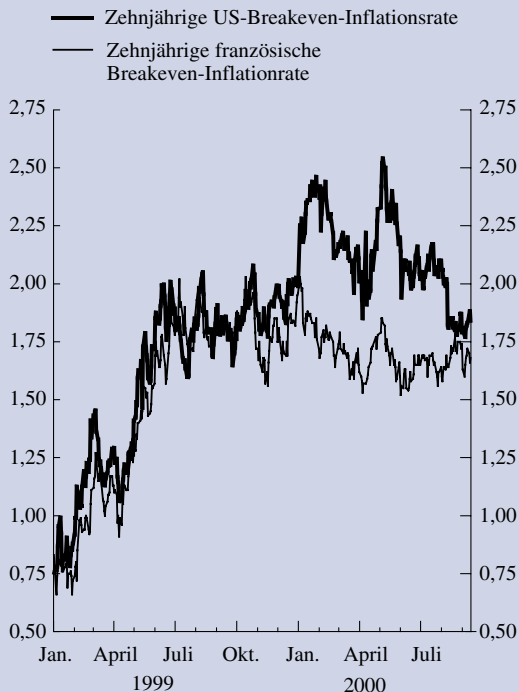
(in % p. a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Abbildung D: Zehnjährige Breakeven-Inflationsrate in Frankreich und den Vereinigten Staaten

(in % p. a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Unterschied zwischen den Realzinsen an, die Anleger dafür verlangen, dass sie US- bzw. EWU-Anleihen bis zur Fälligkeit halten; dieser Unterschied dürfte wiederum mit den relativen realen Wachstumsaussichten zusammenhängen. Zum anderen spiegelt sie die Ausgleichszahlung für die durchschnittliche erwartete Inflationsrate in der jeweiligen Volkswirtschaft während der Laufzeit der Anleihe wider. Dabei können die anhand der Märkte für indexierte Anleihen gewonnenen Informationen und die Renditeunterschiede zwischen nominalen und indexierten Anleihen wertvolle Hinweise über die wahrscheinlichen Ursachen von Veränderungen der Zinsunterschiede zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet liefern. Solche indexierten Anleihen werden in den Vereinigten Staaten vom US-Schatzamt und im Euroraum vom französischen Schatzamt begeben. Zwar gelten zahlreiche allgemein bekannte Einschränkungen, doch wird die Entwicklung der Renditen französischer indexierter Anleihen und der Breakeven-Inflationsraten oft als Ersatzindikator für Veränderungen bei den Erwartungen hinsichtlich der langfristigen Realzinsen und der Inflation im Eurogebiet insgesamt herangezogen.

Bei einer längerfristigen Betrachtung zeigt sich, wie aus Abbildung C und D hervorgeht, dass die Veränderung der nominalen Zinsdifferenz zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet von Mitte 1999 bis September 2000 in erster Linie auf die erhebliche Annäherung der Langfristzinsen in den USA und im Euroraum zurückzuführen war. Zugleich lässt die Entwicklung der jeweiligen Breakeven-Inflationsrate darauf schließen, dass sich die Differenz zwischen den langfristigen Inflationserwartungen in beiden Wirtschaftsräumen im September 2000 gegenüber Mitte 1999 kaum verändert hat, wenngleich sie in den ersten Monaten dieses Jahres eine gewisse Volatilität aufwies. Dies bestätigt die allgemeine Auffassung, dass die Entwicklung der Differenz zwischen den langfristigen Nominalzinsen seit Mitte letzten Jahres mit den an den Anleihemärkten herrschenden Erwartungen übereinstimmt, dass sich die Wachstumsaussichten im Euroraum im Vergleich zu den USA aufgehellt haben.

Sektor zurückzuführen zu sein. So wurde insbesondere der Ausgang der Versteigerung der Mobilfunklizenzen der dritten Generation in Deutschland (so genannte UMTS-Lizenzen, siehe Kasten I) allgemein als Hinweis gedeutet, dass sich der Wettbewerb in dieser Branche in den kommenden Jahren weiter verstärken würde. Zum Abwärtsdruck auf die Telekommunikationstitel dürfte auch die Auffassung der

Marktteilnehmer beigetragen haben, das mit Telekommunikationsunternehmen verbundene Risiko habe sich auf Grund der höheren Verschuldung erhöht, die erforderlich ist, um die großen Investitionen für den Ausbau der Telekommunikationsnetze und den Erwerb der UMTS-Lizenzen zu finanzieren. Die Aktienkursentwicklung der einzelnen Branchen im Verlauf des Jahres 2000 ist in Tabelle 4 dargestellt.

Tabelle 4
Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-Euro-STOXX-Branchenindizes

(Kursveränderungen in %; historische Volatilität in % p.a.)

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunkturunabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
Kursveränderung											
Q1 2000	-10,7	-2,9	-7,3	5,5	-1,5	4,4	-0,1	20,6	17,6	14,7	6,0
Q2 2000	-13,3	-5,3	6,0	5,0	6,9	21,4	-6,5	-0,8	-21,5	-8,2	-3,7
Ende Juni bis 13. Sept. 2000	3,3	4,9	-1,2	10,7	5,3	13,4	3,1	2,4	-15,1	-0,1	1,4
Volatilität											
Q1 2000	25,2	26,0	22,4	29,7	17,5	29,6	23,6	46,8	50,1	21,6	24,4
Q2 2000	20,1	24,6	13,9	20,4	17,0	23,7	21,8	59,1	52,8	17,7	23,8
Ende Juni bis 13. Sept. 2000	12,9	13,2	14,5	20,7	9,2	21,4	12,2	37,9	34,8	10,0	13,0

Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.

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.

2 Preisentwicklung

Teuerung nach dem HVPI im Juli 2000 weiterhin bei 2,4 %

Im Juli 2000 lag die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt gegenüber Juni 2000 unverändert bei 2,4 %. Auch der Anstieg des HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie verharrte im gleichen Zeitraum im Vorjahresvergleich unverändert bei 1,3 %. Während die jährliche Steigerungsrate bei jeder der drei stabileren Komponenten (verarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (außer Energie) und Dienstleistungen) unverändert blieb, kam es zu einem Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und zu einem Rückgang der Energiepreise.

Die Jahreswachstumsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel erhöhte sich deutlich von 1,5 % im Juni auf 2,6 % im Juli 2000 und verstärkte so die seit März 2000 (als sie -0,5 % betrug) zu verzeichnende Aufwärtsbewegung (siehe Tabelle 5). Der Anstieg der Jahresrate von Juni bis Juli 2000 ist teilweise auf den stärker als saisonüblichen Rückgang der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel von Juni bis Juli 1999 zurückzuführen, war aber auch durch die Preissteigerungen in jüngerer Zeit bedingt.

Dagegen ging die jährliche Steigerungsrate der Energiepreiskomponente von 14,7 % im Juni auf 13,7 % im Juli 2000 zurück, wenngleich die Entwicklung der Ölpreise im Juli 2000 zu

Tabelle 5

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 März	2000 April	2000 Mai	2000 Juni	2000 Juli	2000 Aug.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,6	1,1	1,1	1,1	1,5	2,0	2,1	2,1	1,9	1,9	2,4	2,4	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,2	0,6	0,8	0,9	1,5	2,3	2,4	2,6	2,0	2,3	2,8	2,9	.
Nahrungsmittel	1,4	1,6	0,5	-0,2	0,4	0,4	0,9	0,4	0,6	0,8	1,2	1,6	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,4	0,9	0,6	0,9	1,0	1,0	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,9	0,0	-1,4	-0,3	-0,3	0,8	-0,5	0,2	0,6	1,5	2,6	.
Industrieerzeugnisse	1,0	0,1	1,0	1,5	2,1	3,4	3,2	3,7	2,7	3,1	3,7	3,5	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	0,5	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	.
Energie	2,8	-2,6	2,2	4,6	7,8	13,6	12,5	15,3	10,5	12,2	14,7	13,7	.
Dienstleistungen	2,4	2,0	1,5	1,5	1,4	1,6	1,7	1,6	1,9	1,6	1,7	1,7	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	1,0	-0,8	-0,4	0,1	2,2	4,4	5,1	4,8	4,6	5,2	5,6	5,5	.
Lohnstückkosten ²⁾	0,7	0,3	1,1	1,0	0,2	0,5	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,6	1,1	0,7	0,7	1,4	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	2,3	1,4	1,8	1,7	1,6	2,1	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ³⁾	2,5	1,8	2,2	2,3	2,4	3,6	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	19,7	23,0	27,1	29,1	28,4	24,6	30,4	31,5	30,6	33,6
Rohstoffpreise ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	1,1	14,0	19,9	18,3	20,2	19,4	22,8	12,9	14,3	18,3

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

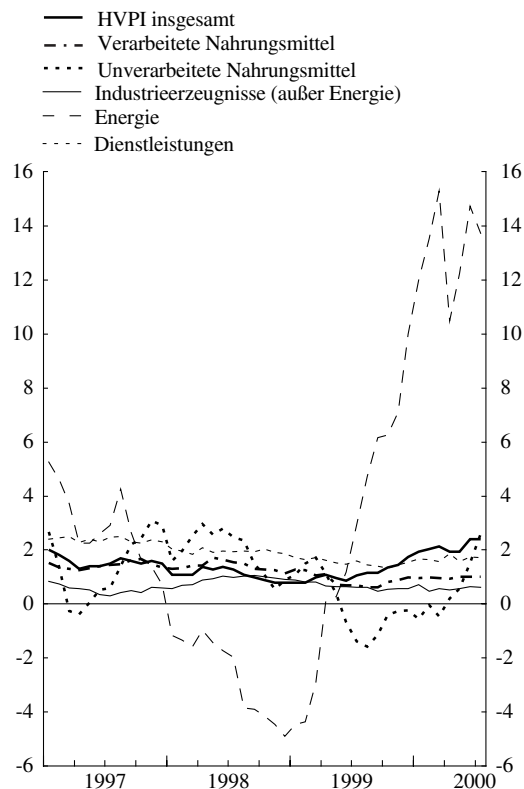
3) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen).

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.

Abbildung 14 Die Teuerungsrate im Euro- Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



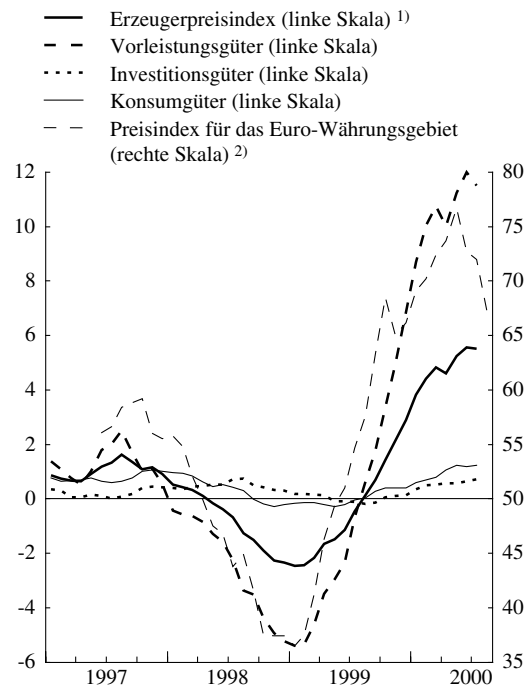
Quelle: Eurostat.

einem Anstieg des Energiepreisindex gegenüber dem Vormonat führte. Der Rückgang der Jahreswachstumsrate war daher auf den Basiseffekt, der von dem starken Anstieg des Energiepreisindex von Juni bis Juli 1999 ausging, zurückzuführen. Im August und September 2000 dürfte infolge von Basiseffekten ein weiterer Abwärtsdruck auf die jährliche Steigerungsrate der Energiepreiskomponente zu verzeichnen sein. Allerdings dürften gleichzeitig der Anstieg des Ölpreises von 30,6 € je Barrel im Juli auf 33,6 € je Barrel im August 2000 und das hohe Niveau der Ölpreise Anfang September 2000 weiteren Aufwärtsdruck auf die Energiepreise ausgeübt haben. Folglich ist für August und September 2000 mit einer weiterhin hohen jährlichen Steigerungsrate der Energiepreise zu rechnen.

Die jährliche Steigerungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel betrug im Juli 1,0 % und ist damit seit dem letzten Quartal 1999 weitgehend unverändert geblieben (siehe Abbildung 14). Ähnlich verhielt es sich mit der Jahreswachstumsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie), die seit Mai 1999 nahe bei 0,6 % verharrte; auch im Juli 2000 betrug sie 0,6 %. Es sind daher noch keine Anzeichen dafür erkennbar, dass der Anstieg der Einfuhrpreise im Allgemeinen bzw. die Ölpreiserhöhungen im Besonderen über indirekte Effekte Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben. Tatsächlich verharrte auch die jährliche Steigerungsrate der Dienstleistungspreise im Juli bei 1,7 % (siehe Kasten 4, in dem die Entwicklungen der Hauptkomponenten der Dienstleistungspreise erläutert werden).

Abbildung 15 Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

1) Industrielle Erzeugerpreise; Veränderung gegen Vorjahr in %; außer Baugewerbe.

2) Preisindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Price Index); Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang.

Kasten 4

Entwicklung der Dienstleistungspreise im Euro-Währungsgebiet

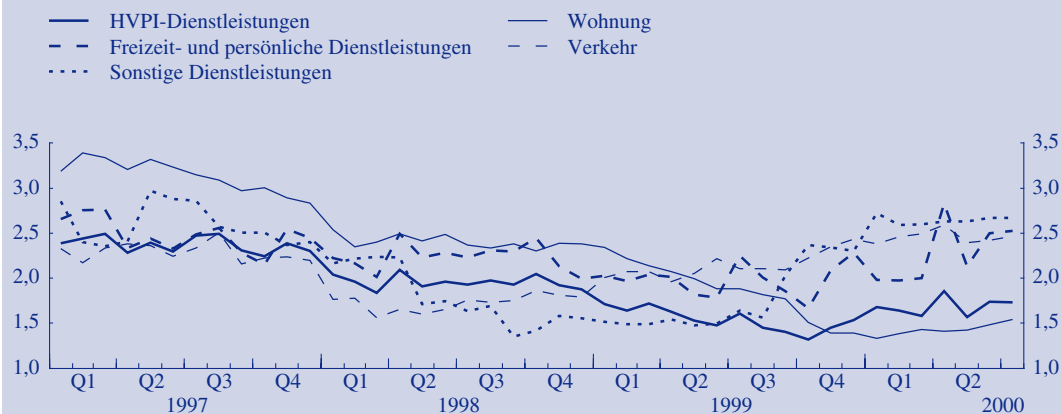
Die Preise für Dienstleistungen bilden eine der größten Einzelkomponenten des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), wie aus der Aufgliederung in Tabelle 5 dieses Monatsberichts hervorgeht. Ihr Gewicht im HVPI insgesamt stieg von 34,0 % im Jahr 1996 auf 37,3 % im Jahr 2000. Dieser Anstieg ist teilweise auf die Erweiterung des Erfassungsbereichs des HVPI im Jahr 2000 zurückzuführen, die besonders die Dienstleistungen betraf, aber auch auf die Tatsache, dass sich der Anteil der Dienstleistungen an den privaten Konsumausgaben im Laufe der Zeit ständig erhöht hat. Im Jahr 2001 wird der HVPI nochmals erweitert und dann weitere Dienstleistungen aus den Bereichen Gesundheitspflege und Sozialschutz erfassen. Angesichts des großen Gewichts der Dienstleistungen innerhalb des HVPI insgesamt, und um die Analyse der Verbraucherpreisentwicklung im Euro-Währungsgebiet weiter zu erleichtern, gliedert die EZB die Dienstleistungspreise in fünf Komponenten auf (die Zahlen in Klammern geben den Anteil der Komponenten an den Dienstleistungspreisen im HVPI insgesamt an): Wohnung (27,3 %), Freizeit- und persönliche Dienstleistungen (36,2 %), Verkehr (17,1 %), Nachrichtenübermittlung (6 %) und sonstige Dienstleistungen (13,4 %). Diese Komponenten basieren auf detaillierten Teilindizes, die sowohl hinsichtlich der Nutzung der Dienstleistungen als auch teilweise hinsichtlich der Bestimmungsfaktoren für die Entwicklung ihrer Preise relativ homogen sind. Zu Analyse Zwecken kann die Komponente für Wohnungsdienstleistungen weiter in Mieten und sonstige Wohnungsdienstleistungen untergliedert werden, während Freizeit- und persönliche Dienstleistungen in Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen einerseits und sonstige Freizeit- und persönliche Dienstleistungen andererseits aufgeschlüsselt werden können.

Gründe für die Entwicklung der Dienstleistungspreiskomponente im HVPI

Die jährliche Steigerungsrate der Dienstleistungspreise im HVPI war von Mitte 1997 bis Ende 1999 rückläufig. Dies ist auf den allgemeinen Rückgang der Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet und insbesondere, infolge des hohen Lohnanteils der Dienstleistungspreise, auf die Abschwächung des Lohnwachstums im Euro-Währungsgebiet bis Mitte 1998 zurückzuführen. Der Abwärtstrend war bei den meisten Dienstleistungskomponenten festzustellen, trat aber bei den Preisen für Wohnungsdienstleistungen am deutlichsten zu Tage. Die einzige Ausnahme von dem generellen Rückgang der jährlichen Steigerungsrate zwischen Mitte 1997 und Ende 1999 bildete die Steigerungsrate der Preise für Verkehrsdienstleistungen, die seit März 1998 einen allgemeinen Aufwärtstrend aufwies (siehe Abbildung A). Im Jahr 1999 und Anfang 2000 erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate der Dienstleistungspreise leicht, blieb aber seitdem relativ stabil.

Abbildung A: Entwicklung der Dienstleistungspreiskomponenten im HVPI im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

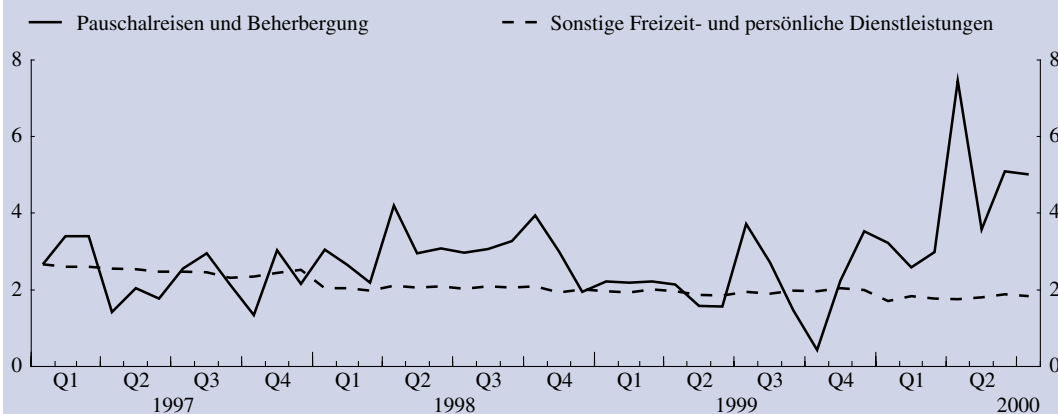
Anmerkung: Wegen des Maßstabs werden die Preise für Nachrichtenübermittlung in einer separaten Abbildung ausgewiesen.

Die Aufgliederung der Komponente *Preise für Wohnungsdienstleistungen* zeigt, dass sich die jährliche Steigerungsrate der sonstigen Wohnungskosten in der ersten Hälfte des Jahres 2000 erhöhte, während die jährliche Steigerungsrate der Mieten stabil blieb. Der tendenzielle Anstieg der Preise für sonstige Wohnungsdienstleistungen ist auf den allgemeinen Aufwärtsdruck auf die meisten arbeitsintensiven Teilindizes dieser Komponente (unter anderem Instandhaltung und Reparatur der Wohnung und häusliche Dienstleistungen im Zusammenhang mit der Wohnung) sowie auf die Preise für wohnungsbezogene Versicherungen zurückzuführen. Dies könnte mit der Tatsache zusammenhängen, dass das Lohnwachstum im Euroraum seit Mitte 1998 leicht angestiegen ist.

Die jährliche Steigerungsrate der *Preise für Freizeit- und persönliche Dienstleistungen* ist wegen der Entwicklung der Preise für Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen sehr volatil (siehe Abbildung B). Trotz des relativ geringen Gewichts (7 %) dieser Komponenten innerhalb der Dienstleistungspreise im HVPI führt die Preisentwicklung bei Pauschalreisen und Beherbergung häufig zu kurzfristiger Volatilität bei der Entwicklung der Dienstleistungspreiskomponente des HVPI. Die seit Ende 1999 zu verzeichnende Aufwärtstendenz der jährlichen Steigerungsrate der Preise für Freizeit- und persönliche Dienstleistungen ist auf die Entwicklung der Preise für Pauschalreisen und Beherbergungsdienstleistungen zurückzuführen. Dagegen ging die jährliche Steigerungsrate der Preise für sonstige Freizeit- und persönliche Dienstleistungen (Reinigung, Reparatur und Instandhaltung von Freizeitartikeln sowie Dienstleistungen im Zusammenhang mit Kultur, Restaurantbesuchen und Körperpflege) Ende 1999 zurück, ist aber im bisherigen Verlauf des Jahres 2000 relativ stabil geblieben; dies ist darauf zurückzuführen, dass allgemein kein eindeutiger Aufwärtsdruck auf die Teilindizes dieser Komponente erkennbar ist.

Abbildung B: Entwicklung der Preise für Freizeit- und persönliche Dienstleistungen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



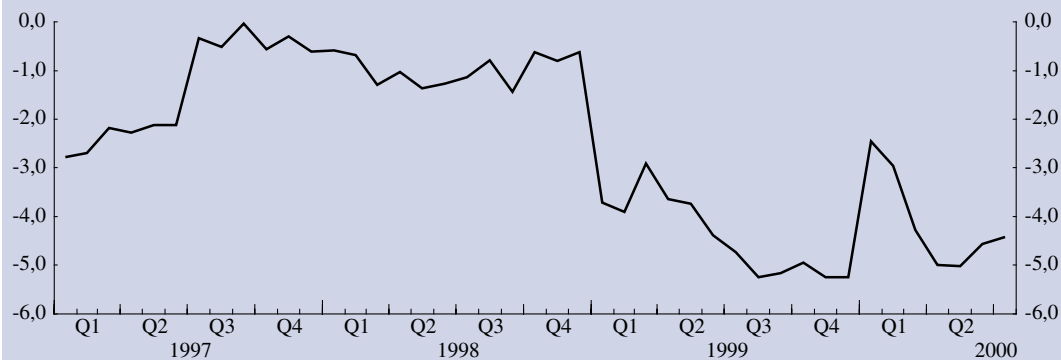
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die Komponente *Preise für Verkehrsdienstleistungen* umfasst verschiedene Posten wie Personenverkehr, Instandhaltung und verkehrsbezogene Versicherungen. Die jährliche Steigerungsrate der Preise für einige Personenverkehrsdienstleistungen wies seit Ende 1999 eine generelle Aufwärtstendenz auf, was möglicherweise auf den Anstieg der Energiepreise zurückzuführen ist.

Die *Preise für Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen* werden stark von der Entwicklung der Preise für Telekommunikation beeinflusst (dieser Teilindex macht fast 90 % dieser Komponente aus), in denen sich wiederum der technologische Fortschritt und die Deregulierung niederschlagen. Aber auch die Preise für Postdienste wurden von der Deregulierung beeinflusst. Die Jahreswachstumsrate war daher seit 1997 meist negativ, und insbesondere im Jahr 1999 und im zweiten Quartal des Jahres 2000 übte diese Komponente einen Abwärtsdruck auf die Entwicklung der Dienstleistungskomponente des HVPI aus (siehe Abbildung C).

Abbildung C: Entwicklung der Preise für Nachrichtenübermittlung im HVPI im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Dagegen wiesen die *Preise für sonstige Dienstleistungen* seit dem dritten Quartal 1999 eine Aufwärtstendenz auf. Allerdings umfasste diese Komponente von 1997 bis Ende 1999 nur drei Teilindizes (Erziehung und Unterricht, sonstige Finanzdienstleistungen und sonstige Dienstleistungen, a.n.g.), wurde aber im Januar 2000 durch eine Reihe von weiteren Teilindizes ergänzt (medizinische Dienstleistungen, Krankenversicherungsdienstleistungen und Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem Sozialschutz). Die Entwicklung dieser Komponente lässt sich daher noch nicht beurteilen. Im Januar 2001 wird der Erfassungsbereich nochmals ausgeweitet. Bei einer Analyse der Entwicklung dieser Komponente sollte berücksichtigt werden, dass bei mehreren der erfassten Posten die Preise teilweise administriert sind.

Anstieg der Erzeugerpreise im Juli etwas moderater

Die jährliche Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet ging im Juli gegenüber dem Vormonat leicht zurück, und zwar von 5,6 % auf 5,5 % (siehe Abbildung 15). Wie bei der Energiepreiskomponente des HVPI spiegelt dies die Entwicklung der Ölpreise wider, die von 31,5 € je Barrel im Juni auf 30,6 € je Barrel im Juli 2000 zurückgingen. Der Rückgang der Erzeugerpreis-inflation war insbesondere eine Folge der Entwicklung der Preise für Vorleistungsgüter. Die jährliche Steigerungsrate dieser Preise fiel von 11,9 % im Juni auf 11,4 % im Juli 2000. Auch die monatliche Steigerungsrate ging zurück, und zwar von 1,0 % im Juni auf 0,8 % im Juli.

Im Juli 2000 betragen die jährlichen Steigerungs-raten der Preise für Investitionsgüter und für Konsumgüter 0,7 % bzw. 1,2 %. Bei

den Investitionsgütern lag die Rate damit 0,1 Prozentpunkte höher als im Juni 2000, während die Rate für Konsumgüter unverändert geblieben war. Betrachtet man allerdings die Preise für Konsumgüter genauer, so erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate der Preise für Gebrauchsgüter tatsächlich von 0,9 % im Juni auf 1,0 % im Juli 2000, während die jährliche Steigerungsrate der Preise für Verbrauchsgüter im gleichen Zeitraum bei 1,3 % verharrte. Bei den Investitionsgütern sowie bei den Konsumgütern weisen die jährlichen Veränderungs-raten seit Mitte 1999 einen Aufwärtstrend auf. Zwar sind diese Steigerungs-raten relativ gering, doch deutet die Aufwärtsbewegung darauf hin, dass sich die Entwicklung der Preise für Vorleistungsgüter über die Produktionskette teilweise auf die Erzeugerpreise auswirkt.

Was die Zukunft betrifft, so dürften die Erzeugerpreise in den kommenden Monaten von gegenläufigen Entwicklungen beeinflusst wer-

den. Einerseits dürften auf sehr kurze Sicht die Erzeugerpreise, insbesondere die Preise für Vorleistungsgüter, einem Aufwärtsdruck durch die Ölpreissteigerungen und die Abschwächung des Euro von Juli bis August 2000 unterliegen. Außerdem ist damit zu rechnen, dass der Anstieg der Preise für Vorleistungsgüter in der Vergangenheit allmählich weiter auf die Preise für Konsumgüter und Investitionsgüter durchschlägt. Andererseits dürften die Jahreswachstumsraten der Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet in den kommenden Monaten moderater werden, wenn die früheren Preissteigerungen für Vorleistungsgüter aus den Jahresveränderungsraten allmählich herausfallen. Dafür sprechen auch die jüngsten Angaben zu den Vorleistungsgüterpreisen im Verarbeitenden Gewerbe im Euro-Währungsgebiet (Preisindex für das Euro-Währungsgebiet – *Eurozone Price Index*), die im August 2000 gegenüber dem Vormonat zurückgingen.

Lohnwachstum nach unten revidiert

Das Lohnwachstum im Euro-Währungsgebiet, gemessen am Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, wurde in den letzten Jahren auf Grund einer Veränderung der Beschäftigungsstatistik in Deutschland, deren Erfassungsbereich bei den geringfügig Beschäftigten erweitert wurde, deutlich nach unten revidiert. Infolgedessen wurde die jährliche Steigerungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet sowohl im vierten Quartal 1999 als auch im ersten Quartal 2000 um je 0,4 Prozentpunkte auf 1,6 % bzw. 2,1 % nach unten revidiert. Allerdings lassen diese Korrekturen nicht unbedingt auf eine günstigere Lohnentwicklung schließen. In Kasten 5 im Abschnitt „Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung“ dieser Ausgabe des Monatsberichts werden diese Revisionen näher erläutert. Da die Revision in beiden Quartalen in gleicher Höhe erfolgte, deuten die Angaben zu den Arbeitsentgelten dennoch auf einen Anstieg des Lohnwachstums vom vierten Quartal 1999 zum ersten Quartal 2000 hin. Dies steht im Einklang mit der jährlichen Wachstumsrate der

Gesamtarbeitskosten pro Stunde, die im ersten Quartal 2000 auf 3,6 % anstieg und damit 1,2 Prozentpunkte höher war als im vierten Quartal 1999. Dieser Anstieg lässt sich hauptsächlich auf einmalige Faktoren (nämlich Sonderzahlungen in einigen Ländern) zurückführen. Trotz des nach unten korrigierten Wachstums des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer wurde das Wachstum der Lohnstückkosten im Euroraum im ersten Quartal 2000 leicht nach oben revidiert, und zwar um 0,1 Prozentpunkte auf 0,5 %, während das Wachstum der Lohnstückkosten im vierten Quartal 1999 auf 0,2 % leicht nach unten revidiert wurde. Dies war darauf zurückzuführen, dass das Produktivitätswachstum gleichzeitig mit der Korrektur des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer deutlich nach unten revidiert wurde.

Teuerung nach dem HVPI insgesamt dürfte nahe bei 2 % bleiben

Was die Zukunft betrifft, so wird die Preisentwicklung insgesamt auf kurze Sicht hauptsächlich von außenwirtschaftlichen Faktoren, insbesondere von der Entwicklung der Ölpreise und des Euro-Wechselkurses, beeinflusst werden. Sofern es zu keinem weiteren deutlichen Anstieg der Ölpreise kommt, könnten die von den Energiepreisen ausgehenden Basiseffekte im weiteren Jahresverlauf 2000 und zu Anfang des Jahres 2001 allmählich zu einem Rückgang der Inflationsrate insgesamt führen. Dennoch werden die indirekten Effekte im Zusammenhang mit den Ölpreissteigerungen der Vergangenheit und die deutliche und anhaltende Abschwächung des Euro weiteren Aufwärtsdruck auf die Inflationsrate im Euro-Währungsgebiet ausüben. Dies bedeutet, dass die Inflationsrate insgesamt gegenüber ihrem derzeitigen Stand nur langsam zurückgehen dürfte. Angesichts der Unsicherheiten bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Ölpreise und anderer Rohstoffpreise sowie des Wechselkurses, die die Bewegung bei den Rohstoffpreisen und den Preisen für andere importierte Waren und Dienstleistungen verstärken oder abmildern können, bleibt allerdings die kurzfristige Dy-

namik der Preisentwicklung in hohem Maße ungewiss.

Was die weitere Zukunft betrifft, dürften allerdings binnenwirtschaftliche Faktoren eine immer wichtigere Rolle spielen. Einerseits können sich weitere Deregulierungsmaßnahmen und sinkende Sozialbeiträge dämpfend auf die Arbeitskosten auswirken. Andererseits dürften die Aussichten auf ein starkes Wirtschaftswachstum und die infolgedessen zu erwartenden höheren Kapazitätsauslastungsraten einen Preisdruck hervorrufen. In Verbindung mit der Abschwächung des Euro in der Vergangenheit können diese Faktoren einen Anstieg der Gewinnmargen zur Folge haben. Obwohl die zurzeit geltenden Tarifabschlüsse für einen großen Teil des Euro-Währungsgebiets auf einen mäßigen Anstieg der Tariflöhne im Jahr 2000 und teilweise auch im Jahr 2001 hindeuten, könnte angesichts der Aussichten auf ein kräftiges Wachstum im Jahr 2001 auch eine Lohndrift entstehen und zu einem stärkeren Anstieg der Arbeitskosten führen. Im Zeitraum nach 2000 wird es entscheidend darauf ankommen, wie die Löhne reagieren, wenn im Laufe der Jahre 2001 und 2002 neue Tarifabschlüsse ausgehandelt werden. Vor diesem Hintergrund wird die jährliche Steigerungsrate des HVPI ohne Energie,

die sich noch auf einem niedrigen Niveau befindet, in den nächsten ein oder zwei Jahren entscheidend von der Lohnentwicklung und davon abhängen, inwieweit die Wettbewerbskräfte einen Anstieg der Gewinnmargen eindämmen können.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass die künftige Preisentwicklung von einer Reihe von Faktoren beeinflusst wird, die – nach jüngeren externen Prognosen – insgesamt darauf hindeuten, dass die durchschnittliche Inflation im Jahr 2001 etwas schwächer sein wird als im Jahr 2000, aber nahe bei 2 % bleiben dürfte (diese Prognosen werden im Abschnitt „Wachstums- und Inflationsprognosen verschiedener Institutionen“ näher erläutert). Während außenwirtschaftliche Faktoren, die sich auf Grund von Basiseffekten in dem Fall ergeben werden, dass die Ölpreise nicht weiter steigen, zu einem allmählichen Rückgang der Inflationsraten insgesamt beitragen können, dürften binnenwirtschaftliche Faktoren in die entgegengesetzte Richtung wirken. Um zu gewährleisten, dass die Inflationsraten mittelfristig unter 2 % bleiben, ist es wichtig, dass die inflationstreibenden Faktoren innerhalb des Euro-Währungsgebiets gedämpft bleiben.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Anhaltend kräftiges Wachstum des realen BIP in der ersten Jahreshälfte

Die erste Schätzung von Eurostat zum Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im Euroraum für das zweite Quartal 2000 bestätigt die zuvor geäußerte Erwartung, dass das reale BIP im Euro-Währungsgebiet in der ersten Hälfte dieses Jahres weiterhin kräftig zugenommen hat, und zwar im Quartalsvergleich im ersten und im zweiten Quartal 2000 um jeweils 0,9 %. Auf Jahresrate hochgerechnet stieg das reale BIP in der ersten Jahreshälfte um 3¼ %. Somit ist die Dynamik des Konjunkturaufschwungs gegenüber der zweiten Jahreshälfte 1999, als sich das Wachstum beschleunigte, ungebrochen (siehe Tabelle 6).

Stärkeres Wachstum der Industrieproduktion im zweiten Quartal dieses Jahres

Im zweiten Quartal 2000 nahm die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euro-

Währungsgebiet um 1,5 % gegenüber dem Vorquartal und um 5,9 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum zu. Diese Zunahme lag damit deutlich über den jeweiligen Wachstumsraten, die im ersten Quartal 2000 verzeichnet wurden (siehe Tabelle 7). Gleichwohl waren die Wachstumsraten immer noch etwas niedriger als in den Phasen des kräftigen Konjunkturaufschwungs in den Jahren 1994–95 und 1997–98. Verglichen mit dem Vormonat ging die Industrieproduktion im Euroraum im Juni zurück, nachdem sie im Mai angezogen hatte. Diese Schwankung im Wachstumsverlauf könnte weitgehend auf Kalendereffekte im Zusammenhang mit Feiertagen zurückzuführen sein, die nicht vollständig durch die üblichen Methoden der arbeitstäglichen Bereinigung ausgeschaltet werden können. Daher dürften die Quartalsdurchschnittswerte zurzeit ein verlässlicheres Bild der Grundtendenzen in der Industrieproduktion vermitteln.

Im Quartalsvergleich nahm die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im zweiten

Tabelle 6

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Jahresraten ¹⁾								Quartalsraten ²⁾				
	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	2000	1999	1999	1999	1999	2000
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,3	2,7	2,4	1,8	2,0	2,5	3,1	3,4	0,7	0,6	1,0	0,9	0,9
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	1,7	3,4	2,8	2,8	2,9	2,8	2,8	2,6	0,9	0,4	0,5	0,9	0,8
Private Konsumausgaben	1,5	3,0	2,5	2,7	2,4	2,5	2,5	2,4	0,8	0,3	0,8	0,5	0,7
Konsumausgaben des Staats	0,9	0,9	1,5	1,4	1,3	1,6	1,6	1,5	0,9	0,1	0,3	0,2	0,8
Bruttoanlageinvestitionen	2,1	4,3	4,8	4,0	5,4	4,9	4,8	4,9	1,8	1,0	1,5	0,5	1,9
Vorratsveränderungen ³⁾⁴⁾	0,2	0,5	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	0,4	-0,2
Außenbeitrag ³⁾	0,6	-0,6	-0,4	-0,9	-0,8	-0,2	0,4	0,8	-0,3	0,2	0,4	0,0	0,1
Exporte ⁵⁾	10,3	6,9	4,3	0,6	1,9	5,4	9,0	11,8	0,1	2,8	3,6	2,2	2,7
Importe ⁵⁾	8,8	9,4	5,8	3,5	4,5	6,6	8,3	9,9	1,0	2,3	2,4	2,4	2,5

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.

Tabelle 7**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

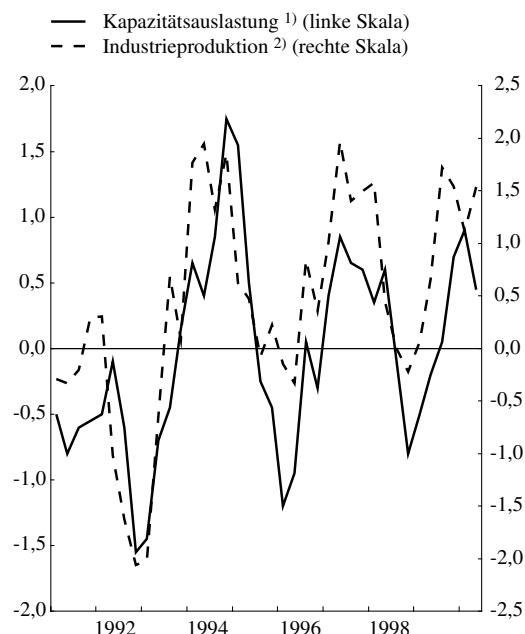
	1998	1999	2000 April	2000 Mai	2000 Juni	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
						April	Mai	Juni	Jan.	Febr.	März	April	Mai
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt				
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	4,2	1,8	5,9	8,1	3,7	0,5	0,6	-0,4	1,0	1,1	1,6	1,9	1,5
Verarbeitendes Gewerbe	4,6	1,8	6,3	8,3	4,1	0,3	1,6	-1,7	1,2	1,1	1,6	1,9	1,5
<i>nach Hauptgruppen:</i>													
Vorleistungsgüter	3,9	2,2	5,5	8,1	3,6	-0,4	1,7	-1,6	1,2	1,1	1,3	1,5	0,9
Investitionsgüter	6,4	1,4	7,4	11,6	5,9	0,9	1,0	-0,3	1,8	2,3	2,6	2,8	2,4
Konsumgüter	5,3	2,8	9,5	10,1	4,7	1,0	1,5	-2,0	1,8	1,5	2,6	2,7	2,3
Gebrauchsgüter	5,9	3,0	10,4	11,2	5,1	1,0	1,6	-2,5	2,4	2,2	3,0	2,8	2,1
Verbrauchsgüter	2,0	1,6	3,8	3,5	2,1	1,2	0,7	0,7	-1,6	-2,3	0,3	2,2	3,4

*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.*

Quartal dieses Jahres um 1,5 % zu, verglichen mit 1,1 % im ersten Vierteljahr. Ausschlaggebend für diesen Anstieg war vor allem die deutliche Erholung der Produktion im Verbrauchsgütersektor von dem Anfang des Jahres verzeichneten Rückgang. Im Quartalsvergleich wurde im zweiten Quartal 2000 eine Wachstumsrate von 3,4 % und damit die höchste vierteljährliche Zunahme der letzten zehn Jahre erreicht. Mit einem Anstieg um jeweils gut 2 % im Quartalsvergleich blieben die Wachstumsraten der Investitionsgüter- und der Gebrauchsgüterproduktion im zweiten Quartal dieses Jahres weitgehend unverändert. Demgegenüber ging das Produktionswachstum im Vorleistungsgütergewerbe zwischen dem ersten und zweiten Quartal 2000 geringfügig zurück und blieb mit rund 1 % im Vergleich mit den Wachstumsraten des Investitions- und des Konsumgütersektors gedämpft. Die leicht voneinander abweichenden Wachstumsraten dürften zum Teil auf normale, innerhalb eines Konjunkturzyklus auftretende Verschiebungen des sektoralen Wachstumsverlaufs zurückzuführen sein, da die Vorleistungsgüterproduktion in der Anfangsphase eines Wirtschaftsaufschwungs kräftiger zunimmt als in späteren Phasen.

Aus der Branchenumfrage der Europäischen Kommission vom Juli 2000 geht hervor, dass die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden

Gewerbe von 83,7 % im April 2000 auf 83,9 % gestiegen ist (siehe Tabelle 8). Im Schnitt lag sie im zweiten Quartal dieses Jahres bei 83,8 % und damit über den in den Auf-

Abbildung 16**Kapazitätsauslastung und Industrie-
produktion im Euro-Währungsgebiet***(Verarbeitendes Gewerbe; saisonbereinigte Daten; Quartalsdurchschnitt)**Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.*

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in Prozentpunkten.

2) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

schwungphasen der Jahre 1994–95 und 1997–98 verzeichneten Werten. Die Zunahme der Kapazitätsauslastung um rund ½ Prozentpunkt im zweiten Quartal 2000 fiel geringer aus als im ersten Vierteljahr, steht aber nach wie vor im Einklang mit dem anhaltenden vierteljährlichen Produktionswachstum im Verarbeitenden Gewerbe (siehe Abbildung 16).

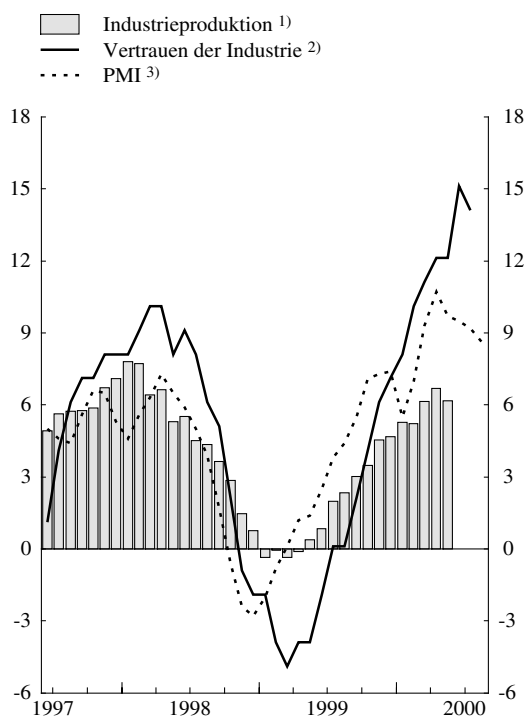
Vertrauen zur Jahresmitte weiterhin auf hohem Niveau

Der Purchasing Managers' Index (PMI) für das Verarbeitende Gewerbe im Euroraum sank im August 2000 weiter, wenn auch nur geringfügig, und betrug 58,6 Indexpunkte. Dies ist seit Mai 2000 der vierte Rückgang in Folge. Ausgehend von einer engen Korrelation des Einkaufsmanager-Index mit dem Produktionswachstum im Verarbeitenden Gewerbe deuten diese rückläufigen Werte verstärkt auf die Möglichkeit hin, dass das Produktionswachstum einen Höchststand erreicht haben könnte (siehe Abbildung 17). Gleichwohl befindet sich der Index immer noch deutlich über der Referenzlinie von 50 Punkten, was einem Nullwachstum entspräche, und über dem im letzten Konjunkturaufschwung Anfang 1998 erreichten Spitzenwert. Daraus folgt, dass das Produktionswachstum im Vorjahrsvergleich weiterhin hoch ist. Außerdem sind die wiederholten Rückgänge des PMI zum Großteil auf die rückläufige Indexkomponente des Auftragseingangs zurückzuführen; sie lassen jedoch nicht auf einen gleichermaßen anhaltenden und breit angelegten Abwärtstrend bei den anderen Komponenten schließen.

Die jüngsten Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission liegen bis einschließlich Juli 2000 vor (siehe Tabelle 8). Aktuellere Angaben für den Euroraum sollen erst Anfang Oktober veröffentlicht werden. Im Juli sank der Indikator für das Vertrauen in der Industrie geringfügig unter den im Vormonat erreichten Höchststand. Ausschlaggebend dafür war vor allem die weniger günstige Beurteilung der

Abbildung 17
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet

(Monatswerte)



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

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

Auftragslage, wie auch aus dem Rückgang des PMI ersichtlich ist. Die Abnahme der Zuversicht in der Industrie im Juli 2000 könnte auch auf eine partielle Korrektur der besonders ausgeprägten Zunahme vom Juni zurückzuführen sein. Die Angaben zum Vertrauen in der Industrie für August 2000 liegen auf nationaler Ebene teilweise vor und scheinen derzeit nicht auf eine grundlegende Stimmungsänderung in diesem Sektor hinzuweisen.

Im Juli 2000 stieg der Vertrauensindikator für die Verbraucher an. Damit glich er den Rückgang vom Vormonat teilweise aus und näherte sich wieder seinem im Mai verzeichneten Höchststand an. Die Zunahme im Juli war auf

Tabelle 8**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1997	1998	1999	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Febr.	2000 März	2000 April	2000 Mai	2000 Juni	2000 Juli
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,4	2,7	-0,2	0,1	0,9	1,0	0,2	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-4	6	9	7	10	11	11	11	11	11	12	10	11
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	3	6	0	1	6	10	13	10	11	12	12	15	14
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-12	2	14	14	18	21	23	19	21	23	22	24	23
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-4	2	0	-2	-2	5	8	2	10	2	9	12	2
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	81,4	82,9	82,0	81,8	82,5	83,4	83,8	-	-	83,7	-	-	83,9

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

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.

eine optimistischere Einschätzung der finanziellen Situation und der allgemeinen Wirtschaftslage in den kommenden zwölf Monaten sowie auf eine derzeit größere Bereitschaft der privaten Haushalte zu größeren Anschaffungen zurückzuführen.

den vorangegangenen drei Monaten als auch verglichen mit dem entsprechenden Vorjahreszeitraum ab, nachdem sie sich in der ersten Jahreshälfte teilweise von dem Rückgang in der zweiten Hälfte des letzten Jahres erholt hatten.

Höheres Umsatzwachstum im Einzelhandel im zweiten Quartal dieses Jahres

Die durchschnittliche Wachstumsrate der Einzelhandelsumsätze im zweiten Quartal 2000 stieg im Vorjahresvergleich auf 3,1 %, nachdem sie im ersten Vierteljahr 2,4 % betragen hatte (siehe Abbildung 18). Die Entwicklung in den einzelnen Monaten des zweiten Quartals wies allerdings gewisse Schwankungen auf. Die im April und Mai recht kräftige Zunahme der Einzelhandelsumsätze wurde im Folgemonat teilweise wieder aufgezehrt. Im Vergleich zum Vormonat sowie zum entsprechenden Monat des Vorjahrs brach die Zuwachsrate der Einzelhandelsumsätze im Juni 2000 deutlich ein, wofür insbesondere rückläufige Umsätze mit Textilien ausschlaggebend waren. Die Pkw-Neuzulassungen nahmen im Dreimonatszeitraum von Juni bis August 2000 sowohl gegenüber

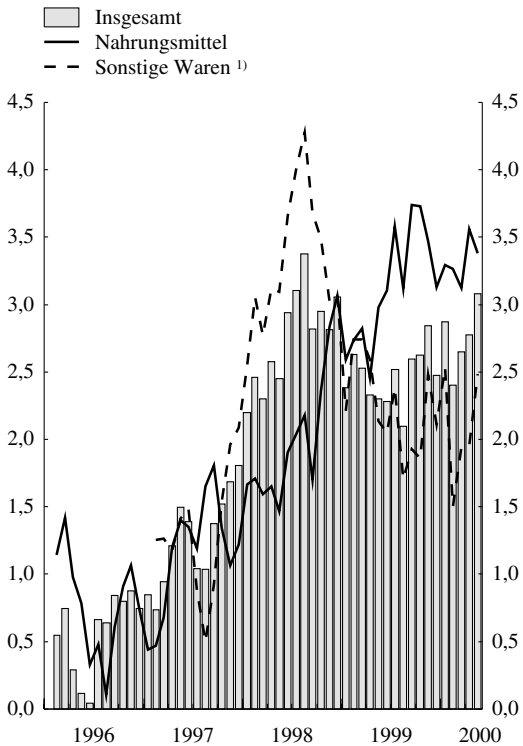
Wachstumsperspektiven nach wie vor günstig

Insgesamt lassen die aktuell verfügbaren Informationen auf ein anhaltend kräftiges Wachstum im Euroraum in der ersten Hälfte dieses Jahres schließen. Damit werden die gegenwärtig vorliegenden Prognosen bestätigt, die das Wirtschaftswachstum in diesem und im nächsten Jahr bei über 3 % sehen. (Weitere Einzelheiten über diese Prognosen sind dem Abschnitt „Wachstums- und Inflationsprognosen verschiedener Institutionen“ zu entnehmen.) Gegenwärtig ergeben sich die guten Aussichten für das Wachstum im Euro-Währungsgebiet aus dem günstigen binnen- und außenwirtschaftlichen Umfeld. Betrachtet man die binnenwirtschaftlichen Faktoren, so bewegen sich alle Vertrauensindikatoren auf hohem Niveau und haben ihre jeweiligen Höchststände erreicht bzw. nähern sich ih-

Abbildung 18

Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

nen an. Auch die Finanzierungsbedingungen für die privaten Haushalte und Unternehmen im Euroraum sind günstig. Diese positiven Fundamentaldaten dürften entscheidend zu einer kräftigen Zunahme der Unternehmensinvestitionen und der privaten Konsumausgaben beitragen. Insbesondere die Investitionstätigkeit sollte weiterhin von der guten Ertragslage der Unternehmen profitieren, wenn die Kapazitätsauslastung hoch bleibt und sich der Lohnzuwachs weiter in Grenzen hält. Gestützt von dem anhaltend kräftigen Anstieg des realen verfügbaren Einkommens, der besonders vom Beschäftigungswachstum getragen wird, dürften auch die privaten Konsumausgaben weiterhin kräftig zunehmen. Die in einigen Ländern des Euroraums geplante Senkung der direkten Steuern und die durch die bessere Gewinnentwicklung bedingte Zunahme des lohnunabhängigen Einkommens

tragen ebenfalls zum Anstieg des verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte bei. Mit Blick auf die wachstumsfördernden außenwirtschaftlichen Faktoren wird erwartet, dass die Dynamik der Weltwirtschaft weiterhin das Exportwachstum des Euroraums fördert. Dabei dürfte sich auch die mittlerweile größere preisliche Wettbewerbsfähigkeit positiv auswirken.

Die günstigen Wachstumsperspektiven sind mit einigen Unsicherheiten behaftet. Angesichts des Einflusses von einigen genannten Faktoren, wie z. B. dem kräftigen weltwirtschaftlichen Wachstum (und damit dem Exportwachstum im Euroraum), könnten teilweise Aufwärtsrisiken zu erwarten sein. Jedoch gibt es auch allgemeine Unsicherheiten, die unter anderem mit der jüngsten Ölpreisentwicklung verbunden sind.

Anhaltendes Beschäftigungswachstum im zweiten Quartal 2000

Die Schätzungen zum Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet wurden für den Zeitraum ab 1991 erheblich nach oben korrigiert. Es gab eine nennenswerte Revision der deutschen Daten, weil eine große Anzahl geringfügig Beschäftigter, die zuvor nicht berücksichtigt waren, in die Berechnungen einbezogen wurden. Diese Korrektur der Beschäftigungszahlen nach oben verdeutlicht, wie wichtig es ist, die Beschäftigung in Vollzeitäquivalenten zu messen und nicht nur die Zahl der Arbeitnehmer zu Grunde zu legen. Dies gilt besonders in Zeiten, in denen sowohl die Teilzeitbeschäftigung als auch befristete Arbeitsverhältnisse stark zunehmen, wie dies in den letzten Jahren der Fall war. Weitere Einzelheiten zur Revision der Beschäftigungszahlen finden sich in Kasten 5. Den revidierten Angaben zufolge scheint die Beschäftigung etwas stärker zugenommen zu haben als vorher angenommen. So hat beispielsweise die Gesamtbeschäftigung im Eurogebiet nach den neuen Schätzungen in den Jahren 1998 und 1999 um 1,6 % bzw. 1,7 % im Vorjahresvergleich zugenommen, wohingegen frühere Schätzungen von einem

Tabelle 9**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1998	1999	1999	1999	2000	2000	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000
			Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	April	Mai	Juni
	Quartalsraten ¹⁾												
Gesamtwirtschaft ²⁾	1,6	1,7	1,7	1,8	1,9	.	0,6	0,5	0,6	.	-	-	-
Industrie insgesamt	0,3	0,2	0,1	0,0	0,2	.	0,0	0,1	0,1
Baugewerbe	0,3	3,0	3,6	2,1	1,9	.	0,6	0,3	0,7	.	1,0	.	.
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	0,4	-0,4	-0,7	-0,5	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,1	0,0	-0,2	-0,1	0,1
Verarbeitendes Gewerbe	0,8	-0,2	-0,5	-0,3	0,1	.	0,0	0,1	0,2	.	0,2	0,4	.

Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Konjunkturstatistik).

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

2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.

Wachstum von 1,4 % bzw. 1,5 % ausgegangen waren. Nach der Revision der Daten dürfte die Gesamtbeschäftigung den vorliegenden nationalen Statistiken zufolge im zweiten Quartal 2000 weiter stark zugenommen haben, nachdem die Zuwachsrate im ersten Quartal dieses Jahres 0,6 % im Vergleich zum Vorquartal betragen hatte.

Auf der sektoralen Ebene (siehe Tabelle 9) haben sich die revidierten nationalen Angaben noch nicht auf die EWU-weiten Daten ausgewirkt, wengleich auch hier in den kommenden Wochen erhebliche Revisionen erwartet werden. Seit Veröffentlichung des Monatsberichts vom August ist eine neue Schätzung zur Beschäftigung in der Industrie ohne Baugewerbe für das zweite Quartal 2000 veröffentlicht worden, bei der die revidierten Zahlen noch nicht berücksichtigt sind. Danach dürfte die Beschäftigung in der Industrie (ohne Baugewerbe) im zweiten Quartal dieses Jahres gegenüber dem ersten Quartal weitgehend unverändert geblieben sein. Im Quartalsvergleich beschleunigte sich der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen im Verarbeitenden Gewerbe zwischen dem dritten Quartal 1999 und dem ersten Quartal 2000 weiter. Vorläufige Schätzungen für das zweite Quartal dieses Jahres lassen darauf schließen, dass das Beschäftigungswachstum im Verarbeitenden Gewerbe verglichen mit dem Vorquartal und im Einklang mit den veröffentlichten Beschäftigungszahlen (ohne Bau-

gewerbe) mehr oder weniger konstant geblieben ist. Im Dienstleistungssektor war den Schätzungen zufolge im zweiten Quartal 2000 eine leichte Beschleunigung des Beschäftigungswachstums zu verzeichnen. Dies steht im Einklang mit den hohen Erwartungen, die sich aus den Ergebnissen der Umfrage zum Purchasing Managers' Index für den Dienstleistungssektor sowie den Branchenumfragen der Europäischen Kommission für den Einzelhandel (siehe weiter unten) ablesen lassen.

Beschäftigungserwartungen nach wie vor günstig

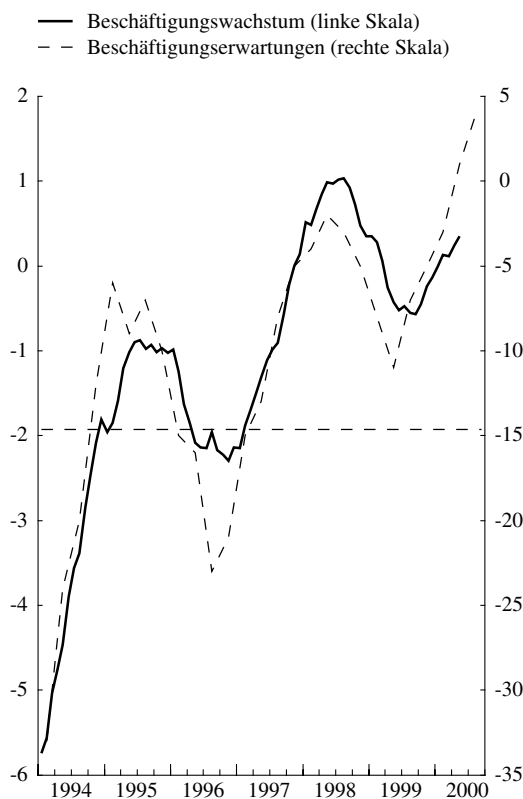
Die aus den Branchenumfragen der Europäischen Kommission hervorgehenden Beschäftigungserwartungen zeigen, dass die Beschäftigungsentwicklung bis zum dritten Quartal 2000 positiv eingeschätzt wird. In der Vergangenheit waren die Beschäftigungserwartungen ein verlässlicher Indikator der Beschäftigungsentwicklung im Verarbeitenden Gewerbe, wo sich die Erwartungen seit der Trendwende Mitte 1999 kontinuierlich verbessert haben (siehe Abbildung 19). Auch im Baugewerbe und im Einzelhandel lagen die Beschäftigungserwartungen bei den letzten Umfragen vom Juli 2000 weiter deutlich über ihrem historischen Durchschnitt (siehe Abbildung 20). Seitdem zeigt sich in den entsprechenden monatlichen Indikatoren zwar

eine leichte Abschwächung, doch sind die Erwartungen nach wie vor sehr hoch.

Der Eurozone Employment Composite Index (zusammenfassender Beschäftigungsindex für das Eurogebiet) – ein Teilindex des Purchasing Managers' Index, der sowohl das Verarbeitende Gewerbe als auch den Dienstleistungssektor umfasst – schwächte sich im Juli und August 2000 leicht ab, nachdem er im Juni 2000 einen Höchststand erreicht hatte. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Beschäftigungsindikator für den Dienstleistungssektor zwei Monate in Folge rückläufig war. Die Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe, die in der Beschäftigungskompo-

Abbildung 19 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets

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

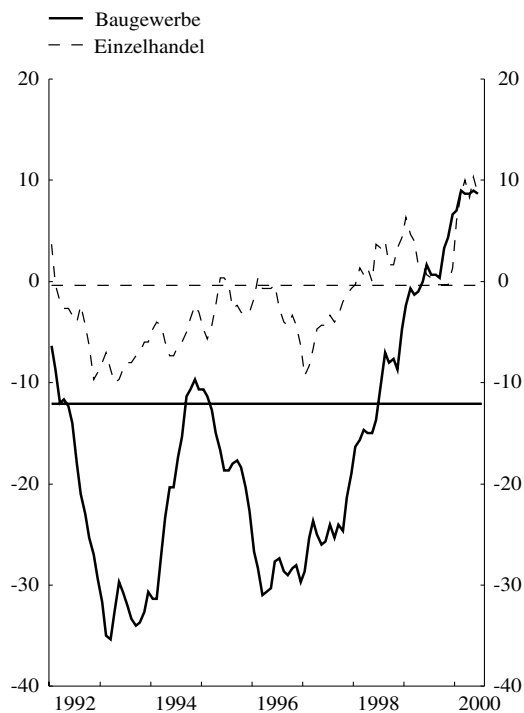


Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die waagerechte Linie stellt die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen seit 1985 dar.

Abbildung 20 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.

nente des Purchasing Managers' Index zum Ausdruck kommen, nahmen zwischen Mai und Juli 2000 leicht ab, stiegen jedoch im August 2000 wieder an. Insgesamt gesehen sind die Beschäftigungserwartungen nach wie vor sehr hoch und liegen bei deutlich über 50 Indexpunkten – dem Referenzwert, der die Erwartung einer unveränderten Beschäftigungslage markiert.

Arbeitslosenquote im Juli 2000 unverändert

Im Juli 2000 blieb die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet mit 9,1 % gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Abbildung 21). Damit ist die Arbeitslosenquote im Eurogebiet erstmals seit Januar 2000 nicht mehr weiter gesunken. Die Zahl

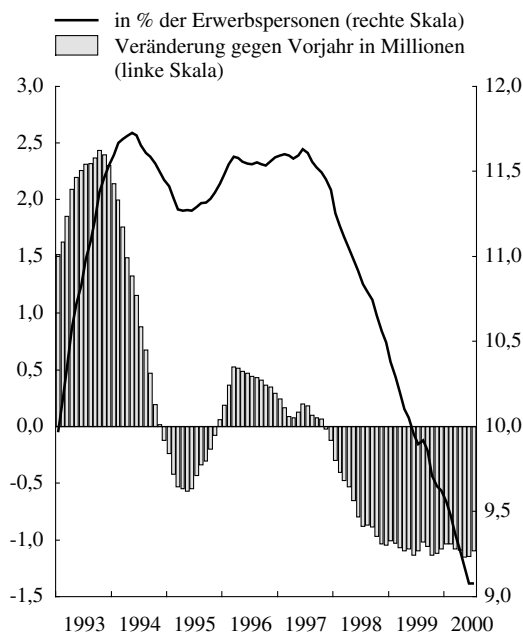
der Arbeitslosen nahm von Juni bis Juli dieses Jahres um nur noch 3 000 ab, während sie seit Januar 2000 um durchschnittlich 120 000 pro Monat zurückgegangen war.

Die Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ist seit Juli 1997, als die Quote 11,6 % betrug, innerhalb der letzten drei Jahre vor allem im Zuge der konjunkturellen Belebung im Euroraum um 2,5 Prozentpunkte zurückgegangen. Nach einem Rückgang um 0,3 Prozentpunkte in der letzten Jahreshälfte 1999 fiel der Rückgang in der ersten Jahreshälfte 2000 mit 0,5 Prozentpunkten besonders deutlich aus. In Anbetracht der jüngsten Abflachung der Beschäftigungserwartungen könnte sich der schnelle Rückgang, der in der ersten Jahreshälfte 2000 zu verzeichnen war, nunmehr verlangsamen. Der Abbau der Arbeitslosigkeit dürfte sich jedoch im Einklang mit der anhaltenden konjunkturellen Belebung und den günstigen Beschäftigungserwartungen weiter fortsetzen.

Nach Altersgruppen betrachtet blieb die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen mit 8 % im Juli 2000 gegenüber dem Vormonat unverändert (siehe Tabelle 10). Hinter dieser Stabilisierung verbirgt sich ein weiterer Rückgang der absoluten Zahl der Arbeitslosen in dieser Altersgruppe, wenngleich dieser Rückgang schwächer ausfiel als in den Vormonaten. Gleichzeitig nahm die Arbeitslosigkeit bei den Jugendlichen (bis 24 Jahre) leicht von 17,0 % im Juni auf 17,1 % im Juli 2000 zu. Damit ist die Zahl der arbeitslosen Jugendlichen im Juli dieses Jahres erstmals seit Januar

Abbildung 2 I Arbeitslosigkeit im Euro- Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

2000 wieder gegenüber dem Vormonat gestiegen.

Arbeitsmarktlage dürfte sich weiter verbessern

Das stärkere Beschäftigungswachstum und die weitere Verringerung der Arbeitslosenquote im ersten Halbjahr dieses Jahres stehen im Einklang mit dem anhaltenden konjunkturellen Aufschwung. Die Umfrageergebnisse zu

Tabelle 10

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1997	1998	1999	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Febr.	2000 März	2000 April	2000 Mai	2000 Juni	2000 Juli
Insgesamt	11,6	10,9	10,0	9,9	9,7	9,5	9,2	9,5	9,4	9,3	9,2	9,1	9,1
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,2	21,3	19,1	18,9	18,2	18,0	17,3	18,1	17,9	17,6	17,3	17,0	17,1
25 Jahre und älter ²⁾	9,9	9,4	8,7	8,6	8,5	8,3	8,1	8,3	8,2	8,1	8,1	8,0	8,0

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.

1) 1999 entfielen auf diese Gruppe 23,3 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) 1999 entfielen auf diese Gruppe 76,7 % der Arbeitslosen insgesamt.

den Beschäftigungserwartungen für das zweite Quartal des laufenden Jahres deuten auf weitere Verbesserungen am Arbeitsmarkt hin. Angesichts der positiven Wachstumsperspektiven vor dem Hintergrund moderater Lohnzuwächse sind die Aussichten für eine anhaltend kräftige Zunahme der Beschäftigung bei gleichzeitigem Abbau der Arbeitslosigkeit günstig. Es gibt jedoch bereits Anzeichen eines Arbeitskräftemangels in einigen Wirtschaftssektoren; und in einigen Ländern ist dies bereits eine weitreichendere Entwicklung, welche durch eine Fortsetzung des kräftigen Wachstums verschärft werden könnte.

Gemessen am realen BIP-Wachstum war in jüngster Zeit ein deutliches Beschäftigungs-

wachstum zu verzeichnen. Die weiter steigende Zahl der Teilzeitbeschäftigten dürfte maßgeblich zu dieser Entwicklung beigetragen haben. Sie ist Indiz für die größere Flexibilität an den Arbeitsmärkten und höhere Arbeitsanreize beispielsweise durch Senkung der Einkommensteuersätze und niedrigere Sozialabgaben. Zwar sind in einer Reihe von EWU-Ländern entsprechende Maßnahmen eingeleitet worden bzw. geplant, insgesamt jedoch müssen die Möglichkeiten zur Verbesserung der Funktionsweise der Arbeitsmärkte noch weiter ausgeschöpft werden, damit die strukturelle Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet deutlich abgebaut werden kann. Dies würde auch dazu beitragen, das Risiko eines Aufwärtsdrucks auf die Arbeitskosten zu verringern.

Kasten 5

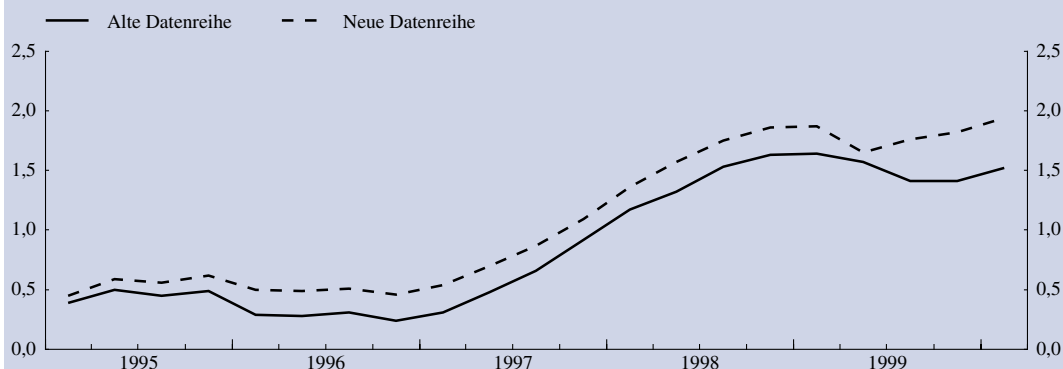
Revision der Beschäftigungszahlen

Die Angaben zur Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet sind auf Grund einer nennenswerten Revision der Beschäftigungsdaten für Deutschland korrigiert worden. Angesichts des Gewichts der deutschen Beschäftigungszahlen für das Eurogebiet insgesamt haben diese erheblichen Revisionen auch zu einer deutlichen Korrektur der entsprechenden Angaben für das Euro-Währungsgebiet geführt.

In der unten stehenden Abbildung werden die auf nationalen Statistiken beruhenden Wachstumsraten der gesamtwirtschaftlichen Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet unter Zugrundelegung der neuen und der alten deutschen Angaben für den Zeitraum von 1995 bis zum ersten Quartal 2000 miteinander verglichen. Dabei zeigen sich zwei wesentliche Unterschiede. Zum einen wurde das Beschäftigungswachstum im Euroraum für den gesamten Zeitraum nach oben korrigiert, wobei jedoch die Daten für den Zeitraum seit 1996 am stärksten revidiert wurden. So wurde die Jahreswachstumsrate für 1995 um 0,1 Prozentpunkte und für die Jahre 1996 bis 1999 um 0,2 Prozentpunkte nach oben korrigiert. Im letzten Quartal 1999 und im ersten Quartal dieses Jahres fiel die Differenz zwischen den alten und den neu ermittelten Zuwachsraten mit 0,4 Prozentpunkten sogar noch stärker aus. Zum anderen hat sich auch das Verlaufsmuster des Beschäftigungswachstums verändert. Den neuen Daten zufolge war bereits seit dem zweiten Quartal 1999 eine Zunahme des Beschäftigungswachstums im Vorjahresvergleich zu verzeichnen, nach den alten Daten hingegen erst seit dem ersten Quartal 2000.

Auswirkung der Revisionen auf das gesamtwirtschaftliche Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Die revidierten Beschäftigungszahlen haben sich auch erheblich auf die Angaben zum Produktivitätszuwachs im Euro-Währungsgebiet ausgewirkt. So fiel die Abschwächung in den Jahren 1998 und 1999 offenbar wesentlich gravierender aus, und die gegenwärtig zu beobachtende Erholung scheint weniger stark ausgeprägt zu sein als bislang angenommen. Auch die Schätzungen zur Entwicklung der Lohnstückkosten bleiben davon nicht ganz unberührt, da die nach unten korrigierten Angaben zum Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer durch den geringeren Produktivitätszuwachs teilweise ausgeglichen werden.

Revision der gesamtwirtschaftlichen Daten zu Beschäftigung, Produktivität und Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Beschäftigung		Produktivität		Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	
	Alte Daten	Neue Daten	Alte Daten	Neue Daten	Alte Daten	Neue Daten
1992	.	.	2,4	2,3	6,9	6,9
1993	-2,0	-1,9	1,0	0,9	3,9	3,8
1994	-0,5	-0,4	2,7	2,6	2,9	2,8
1995	0,5	0,6	1,9	1,8	3,4	3,3
1996	0,3	0,5	1,2	1,1	3,2	2,9
1997	0,6	0,8	1,8	1,6	2,5	2,3
1998	1,4	1,6	1,3	1,1	1,5	1,4
1999	1,5	1,7	0,9	0,7	2,0	1,8

Quellen: Nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Wie bereits erwähnt, liegt den veränderten Zahlen für das Eurogebiet eine erhebliche Revision der Angaben zur Beschäftigung in Deutschland zu Grunde. Das Statistische Bundesamt hat vorläufige Ergebnisse einer revidierten Schätzung zur Zahl der Beschäftigten seit 1991 veröffentlicht. Darin enthalten sind neue Angaben zur Zahl der Teilzeitbeschäftigten (auf Grund neuer gesetzlicher Bestimmungen hat sich die Zahl der sozialversicherungspflichtigen Arbeitnehmer erhöht). Die Veränderung der Ausgangsdaten dürfte grundsätzlich zu einer Verbesserung der Qualität und Verlässlichkeit der veröffentlichten Daten führen. Die Abweichungen sind allerdings beträchtlich. So weisen die neuen Zahlen nicht nur eine höhere Beschäftigung in Deutschland aus, sondern zeigen auch erhebliche Unterschiede in den Wachstumsraten. Während die Zahl der Beschäftigten für das erste Quartal 1991 um 743 000 angehoben wurde, war zum ersten Quartal 2000 das Niveau um mehr als zwei Millionen höher. Was die einzelnen Sektoren angeht, so wurden die Angaben zur Beschäftigung im Dienstleistungssektor kräftig nach oben korrigiert.

Die Tatsache, dass die Beschäftigungszahlen erheblich nach oben revidiert wurden, verdeutlicht die Probleme, die mit den wichtigsten Statistiken zur Beschäftigung und zum Arbeitnehmerentgelt im Euroraum verbunden sind. Insbesondere in Zeiten, in denen Teilzeitbeschäftigung und befristete Beschäftigungsverhältnisse stark zunehmen (auf die Teilzeitbeschäftigung dürften zwischen 1998 und 1999 rund 45 % des Beschäftigungswachstums insgesamt im Euro-Währungsgebiet entfallen sein), ergeben sich nicht nur bei den Angaben zur Beschäftigung, sondern auch zum Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und zur Produktivität erhebliche Verzerrungen, wenn ausschließlich die Zahl der Beschäftigten zu Grunde gelegt wird. Die Einbeziehung der Teilzeitbeschäftigten in Deutschland ist hierfür nur ein Beispiel, wenn auch ein besonders augenfälliges. Durch die Revision der Daten für das Eurogebiet wird daher zwar möglicherweise die Zahl der Beschäftigten genauer erfasst, die Beurteilung der realen Entwicklung auf den Arbeitsmärkten wird dadurch allerdings nicht erleichtert, da die Beschäftigungsentwicklung zunehmend von der Entwicklung des tatsächlichen Arbeitsvolumens abweicht, was sich auch auf abgeleitete Messgrößen wie etwa das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und die Produktivität auswirkt. Eine Analyse der Beschäftigungszahlen für das Euro-Währungsgebiet muss daher durch Angaben zum Arbeitsvolumen (d. h. zu den geleisteten Arbeitsstunden) ergänzt werden. Das Fehlen entsprechender Informationen innerhalb der EWU unterstreicht erneut die Notwendigkeit verbesserter Arbeitsmarktstatistiken für das Euro-Währungsgebiet.

4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Öffentliche Haushaltssalden profitieren 2000 von starkem Einnahmenwachstum

Die letzten harmonisierten Daten und Schätzungen, die im Hinblick auf die Entwicklung der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet zur Verfügung stehen, sind die von internationalen Organisationen im Frühjahr 2000 veröffentlichten Angaben. Die von den nationalen Regierungen gelieferten aktuelleren Daten zur Umsetzung der nationalen Haushaltspläne zu Beginn des laufenden Jahres sowie zu den kürzlich angekündigten finanzpolitischen Maßnahmen sind nicht harmonisiert und weisen einen unterschiedlichen Abdeckungsgrad auf. Daher lassen sich anhand der gegenwärtig vorliegenden Informationen nur ansatzweise Aussagen über die kurz- und mittelfristige Ausrichtung der Finanzpolitik machen.

Die öffentlichen Haushaltssalden im Eurogebiet dürften in diesem Jahr besser als erwartet ausfallen, da die Einnahmenentwicklung nach wie vor die Erwartungen übertrifft. Der starke Anstieg der staatlichen Einnahmen ist in erster Linie auf das günstige gesamtwirtschaftliche Umfeld zurückzuführen. So ging das Wachstum des BIP über die prognostizierten Werte hinaus. Auch die Zusammensetzung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage wirkte sich weiterhin günstig auf die öffentlichen Finanzen aus, und die öffentlichen Einnahmen profitierten unter anderem von einigen temporären Faktoren. Der stärker als erwartet ausgefallene Anstieg der Nachfrage des privaten Sektors und der Arbeitnehmerentgelte führte dazu, dass die Einnahmen aus direkten und indirekten Steuern sowie Sozialabgaben gleichfalls die Schätzungen übertrafen. Infolge der Ölpreisentwicklung und der im vergangenen Jahr und zu Beginn dieses Jahres gestiegenen Immobilienpreise und Aktienkurse erhöhte sich das Aufkommen aus Mehrwertsteuer und Steuern im Zusammenhang mit Vermögenszuwächsen. Ein verbesserter Vollzug und eine erhöhte Effizienz bei der Eintreibung von Steuern dürften sich gleichfalls günstig auf das Steueraufkommen ausgewirkt haben.

Die Entwicklung der Gesamtausgaben scheint den mittelfristigen Finanzplänen der Regierungen zu entsprechen. Allerdings besteht die Gefahr, dass die Ausgabenziele in diesem Jahr trotz der in etlichen Ländern erfolgten Einführung von zusätzlichen, auf eine stärkere Eindämmung der Ausgaben ausgerichteten Maßnahmen überschritten werden. In einigen Ländern scheint ein ausgabensteigernder Druck von der Ebene der Gemeinden und des Sozialversicherungssektors sowie von den Konsumausgaben des Staats und den Sozialleistungen auszugehen. Darüber hinaus besteht die Gefahr eines Anstiegs der öffentlichen Personalausgaben im Gefolge des kräftigen Konjunkturaufschwungs.

Die gegenüber den ursprünglichen Haushaltszielen verbesserten Aussichten für die öffentlichen Budgets spiegeln somit keine weiteren Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen wider. So werden derzeit in einigen Ländern die direkten Steuern und die Sozialabgaben in beträchtlichem Umfang gesenkt. Hierdurch erhält die Finanzpolitik eine prozyklische Ausrichtung, da die Abgabensenkungen nur teilweise durch Erhöhungen der indirekten Steuern oder Ausgabenkürzungen ausgeglichen werden können.

In vielen Ländern werden derzeit UMTS-Lizenzen versteigert. Aus der Erfassung dieser Versteigerungserlöse im öffentlichen Haushalt als Einnahmen ergibt sich vorübergehend eine deutliche Verbesserung der öffentlichen Finanzierungssalden (siehe Kasten 6).

Haushaltsziele für 2001 sollten prozyklische Ausrichtung vermeiden

In den Teilnehmerländern der EWU werden derzeit die Haushaltspläne für das kommende Jahr erstellt und die mittelfristigen Finanzpläne überprüft. Angesichts des für 2001 prognostizierten kräftigen Wirtschaftswachstums und der günstigen Nachwirkungen der im laufenden Jahr positiver als erwartet ausgefallenen öffentlichen Finanzierungssalden haben

Kasten 6

Die Auswirkungen des Verkaufs von Mobilfunklizenzen auf die öffentlichen Finanzen

Zahlreiche Regierungen von EU-Ländern führen derzeit den Verkauf von UMTS-Lizenzen (UMTS – Universal Mobile Telecommunications System) durch. In den meisten Ländern werden die verfügbaren Lizenzen in mehrstufigen Versteigerungen vergeben. Nur in einigen Ländern wurden die Lizenzen anhand von technischen oder sonstigen, wettbewerbspolitischen Kriterien kostenlos oder gegen ein geringes Entgelt vergeben.

Die UMTS-Verkäufe wurden in Deutschland, Spanien, den Niederlanden, Finnland und im Vereinigten Königreich bereits abgeschlossen. Die Versteigerungserlöse beliefen sich in Deutschland auf 2,5 % des BIP und im Vereinigten Königreich auf 2,4 % des BIP. In den Niederlanden erbrachte die Versteigerung Einnahmen in Höhe von 0,6 % des BIP. In Finnland und Spanien kam es verfahrensbedingt zu keinen bzw. nur geringen Einnahmen. In den meisten anderen Ländern sind die Versteigerungen für Ende des laufenden bzw. Anfang des nächsten Jahres angesetzt. Die Erlöse aus diesen noch ausstehenden Versteigerungen werden derzeit – je nach Land und Vergabeverfahren – auf 0,5 % bis 1,5 % des BIP geschätzt.

Eurostat hat jüngst eine Empfehlung verabschiedet, wie die Erlöse aus diesen Verkäufen nach dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) im öffentlichen Haushalt zu verbuchen sind. In der Regel muss die Vergabe von Mobilfunklizenzen als Verkauf eines nichtfinanziellen Vermögensgutes des Staats an den Unternehmenssektor verbucht werden. Die Einnahmen werden dann unabhängig von den eigentlichen Zahlungsmodalitäten zum Zeitpunkt der Lizenzvergabe im öffentlichen Haushalt verbucht. In Sonderfällen können die Lizenzeinnahmen auch als Pachtzahlungen für die Nutzung des Spektrums/der Frequenzen verbucht werden, was bedeutet, dass die Einnahmen als ordentliche Einnahmen des Staats verbucht und über die Laufzeit des Vertrags verteilt werden. Dies ist der Fall, wenn die Lizenz nicht übertragbar ist und der Vertrag eine Laufzeit von höchstens fünf Jahren hat, oder wenn der volle Kaufpreis nicht im Vorhinein vereinbart, sondern nur für einen beschränkten Nutzungszeitraum festgesetzt wird. Dieses Alternativverfahren dürfte – wenn überhaupt – nur in wenigen Ländern Anwendung finden.

In der Empfehlung von Eurostat über die allgemeine Behandlung der Lizenzeinnahmen wird der einmalige Charakter des Verkaufs der Mobilfunklizenzen betont und den Regierungen nahe gelegt, die Erlöse als einmalige Mehreinnahmen zu betrachten. Dies bedeutet in der Regel, dass sich die öffentlichen Haushaltspositionen im Jahr der Lizenzvergabe zwar stark, aber nur vorübergehend verbessern werden. Dieses Verfahren hält die Regierungen eher davon ab, derartige Einnahmen für Ausgabenerhöhungen oder Steuersenkungen zu verwenden, da die der Finanzierung derartiger Pläne zu Grunde liegenden Einnahmen in den darauf folgenden Jahren nicht mehr anfallen werden.

Die bisher vorliegenden Angaben deuten darauf hin, dass die meisten Länder beabsichtigen, die Lizenzeinnahmen zum Abbau der öffentlichen Verschuldung oder zur Bildung von Rücklagen für künftige Rentenzahlungen zu verwenden. Allerdings wird in einigen Ländern geplant, den durch die niedrigeren Zinsausgaben infolge der Verringerung der Schuldenlast gewonnenen zusätzlichen Haushaltsspielraum zu einer Erhöhung der öffentlichen Primärausgaben zu nutzen. Der aus den UMTS-Einnahmen der Regierungen resultierende Nachfrageimpuls dürfte gleichwohl gering ausfallen. So wird davon ausgegangen, dass der größte Teil der Gelder, die von den Regierungen im Zuge der Schuldentilgung an die Inhaber von Staatstiteln fließen werden, von diesen in andere Finanzaktiva reinvestiert werden. Somit wird es lediglich zu einer Umschichtung von Portefeuilles kommen, und größere Auswirkungen auf die Einkommenssituation des privaten Sektors und auf die Nachfrage werden ausbleiben (siehe Kasten 1).

die Regierungen genügend Spielraum, um im nächsten Jahr weitaus ehrgeizigere Haushaltsziele anzustreben als in ihren aktualisierten Stabilitätsprogrammen geplant.

Allerdings lassen die aktuellen Haushaltspläne darauf schließen, dass es im Jahr 2001 nur begrenzt zu weiteren Verbesserungen der öffentlichen Finanzierungssalden (ohne die Einnahmen aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen gerechnet) kommen wird. Im EWU-Durchschnitt dürfte sich der um die UMTS-Einnahmen bereinigte Haushaltssaldo auf dem im laufenden Jahr erzielten Stand stabilisieren, sodass von einer Erhöhung des strukturellen Defizits auszugehen ist. Ausschlaggebend hierfür sind umfassende Steuerreformen, die in etlichen Mitgliedstaaten geplant sind. Darüber hinaus wird die Entwicklung der Preise für Öl und Vermö-

genswerte in den nächsten Jahren wahrscheinlich nicht mehr zum Aufkommensanstieg beitragen.

Die gegenwärtig durchgeführten sowie die geplanten Steuersenkungen stellen einen begrüßenswerten Schritt zur Reduzierung der Verzerrungen in der Wirtschaft und zur Schaffung positiver angebotsseitiger Impulse dar. Allerdings sollten sie vollständig durch eine Verringerung der Primärausgaben ausgeglichen werden, um eine prozyklische finanzpolitische Lockerung zu vermeiden. Auch sollten finanzpolitische Reformen fest in umfassende strukturelle Reformen eingebettet sein, damit sie starke positive angebotsseitige Impulse auslösen und auf diese Weise wachstumsfördernd wirken können. Dies wiederum könnte eine weitere Konsolidierung der öffentlichen Finanzen erleichtern.

Kasten 7

Neue Darstellung der Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet

Die Darstellung der Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet in den Tabellen 7.1 bis 7.3 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält nun detailliertere Aufgliederungen der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben, der öffentlichen Verschuldung, der Schuldenstandsänderung und erstmals auch eine Gegenüberstellung von Schuldenstandsänderung und Defizit, d. h. die *Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung*. Diese Angaben – in Prozent des BIP ausgedrückt – werden in konsolidierter Form und im Einklang mit dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) erstellt. Sie werden von der EZB aus den harmonisierten, von den NZBen gelieferten Daten aggregiert, wobei für die Angaben ab 1999 die Euro-Umrechnungskurse und für die Zahlen aus den davor liegenden Zeiträumen die auf den konstanten realen Wechselkursen basierenden Wechselkurse herangezogen werden.

Die für den Zeitraum ab April 1999 ausgewiesenen Zahlen zu den öffentlichen Gesamteinnahmen und -ausgaben entsprechen konzeptionell der kürzlich auf europäischer Ebene beschlossenen und in Verordnung Nr. 1500/2000 der Europäischen Kommission festgelegten Definition. Die Aufnahme einer differenzierten Definition der öffentlichen Gesamteinnahmen und -ausgaben in das ESVG 95 stellt einen wichtigen Schritt dar, um die Verfügbarkeit harmonisierter Daten für das Eurogebiet sicherzustellen; diese Daten lassen sich nun direkt miteinander vergleichen. Die Differenz zwischen öffentlichen Einnahmen und Ausgaben entspricht dem öffentlichen Überschuss bzw. dem öffentlichen Defizit, die im EG-Vertrag als öffentlicher Finanzierungssaldo definiert werden und im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts Anwendung finden. Die öffentlichen Einnahmen und Ausgaben umfassen sämtliche nichtfinanziellen Transaktionen auf allen Haushaltsebenen, also auf der Ebene von Zentralstaaten (Bund), Ländern, Gemeinden und Sozialversicherung. Diese Angaben werden zum größten Teil auf nationaler Ebene konsolidiert, sodass Einnahmen von Einheiten der öffentlichen Haushalte, die aus Ausgaben anderer Einheiten der öffentlichen Haushalte im selben Mitgliedstaat herrühren, ebenso wie der interne Verrechnungsverkehr zwischen den öffentlichen Haushalten eines Mitgliedstaats, wegfallen, während grenzüberschreitende Transaktionen zwischen den öffentlichen Haushalten verschiedener Mitgliedstaaten nicht konsolidiert werden. Bei den öffentlichen Einnahmen und Ausgaben

werden auch Transaktionen mit und von Institutionen der EU berücksichtigt. So beinhalten sie von der EU erhobene Steuern und direkt an Begünstigte des privaten Sektors geleistete Subventionszahlungen und Vermögenstransfers. Des Weiteren zeigt Tabelle 7.1 die Verbindung zwischen den „Konsumausgaben des Staats“, einer Komponente des BIP, und einzelnen Unterposten der öffentlichen Einnahmen und Ausgaben. In Tabelle 7.2 ist die konsolidierte nominale Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) dargestellt, wie sie im EG-Vertrag und in der EG-Ratsverordnung Nr. 475/2000 definiert ist. Durch die Konsolidierung werden Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedstaats, wie die Kreditbeziehungen der öffentlichen Haushalte untereinander oder die vom Sozialversicherungssektor gehaltenen Staatsanleihen, herausgerechnet. Die Restlaufzeit von Schuldtiteln kann Aufschluss über den Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand und die Anfälligkeit der öffentlichen Zinsausgaben gegenüber Veränderungen des Zinsniveaus geben. Angaben über die Inhaber der Staatspapiere und die Emissionswährung können auf eventuelle Volatilitäts- und Wechselkursrisiken hinweisen.

Tabelle 7.3 enthält detaillierte Angaben zu der – in Prozent des BIP ausgedrückten – Veränderung der Verschuldung sowie zu dem Unterschied zwischen der Veränderung der öffentlichen Verschuldung und dem öffentlichen Defizit, d. h. der *Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung*. Neben einem Aggregationseffekt ergibt sich die Veränderung der Verschuldung zum einen aus „Transaktionen“ in öffentlichen Schuldtiteln (Emission abzüglich Tilgung) und zum anderen aus „sonstigen Strömen“, nämlich den Auswirkungen einer Auf- oder Abwertung der Landeswährung (Wechselkurseffekte), Reklassifizierungen von Einheiten (sonstige Volumensänderungen) und Effekten aus der Bewertung zum Nominalwert (sonstige Bewertungseffekte). Außer den letztgenannten sind alle diese Posten im Einklang mit dem ESVG 95 definiert. Die *Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung* ist im zweiten Teil der Tabelle 7.3 detailliert dargestellt. Sie leitet sich neben den „sonstigen Strömen“ bei der öffentlichen Verschuldung hauptsächlich aus den (konsolidierten) Transaktionen in von öffentlichen Haushalten gehaltenen Finanzaktiva ab, darunter Veränderungen bei Einlagen bei Banken, Erwerb und Verkauf von von nichtstaatlichen Stellen begebenen Wertpapieren durch den Sozialversicherungssektor, von Einheiten der öffentlichen Haushalte an öffentliche Unternehmen und sonstige Kreditnehmer vergebene Kredite sowie Transaktionen in Aktien und sonstigen Dividendenwerten. Hierzu zählen Privatisierungen, die als ein Verkauf von Finanzaktiva behandelt werden, Kapitalerhöhungen im Zuge von „Kapitalverstärkungen“ öffentlicher Unternehmen und sonstige Transaktionen in Aktien.

Die Gegenüberstellung von Defizit und Schuldenstandsänderung in einer detaillierten und harmonisierten Darstellung ist aus finanzpolitischer wie aus geldpolitischer Sicht wichtig. Mit ihrer Hilfe können die Gründe für die beträchtliche und systematisch positive *Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung*, die in den letzten 20 Jahren zumeist zu verzeichnen war, und die Auswirkungen, die die Privatisierungserlöse in den letzten Jahren auf diesen Posten hatten, beleuchtet werden. Darüber hinaus sind die Tabellen zur *Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung* bei der Beobachtung der finanziellen Seite des öffentlichen Haushalts hilfreich. So kann es bei der Analyse der Lage der öffentlichen Finanzen von Bedeutung sein, wenn Kassenausgaben unter „Finanztransaktionen“ verbucht werden. Dies wäre denkbar bei Kapitalerhöhungen (die leicht an die Stelle von Subventionszahlungen oder Vermögenstransfers treten können) und geschickt verpackten Transaktionen in Derivaten (insbesondere Transaktionen in nicht an der Börse gehandelten Swaps). Die Tabelle liefert auch Angaben über Umstrukturierungen der öffentlichen Portefeuilles, die in Verbindung mit dem Volumen und der Zusammensetzung des öffentlichen Finanzierungsbedarfs von geldpolitischer Relevanz sein könnten.

5 Wachstums- und Inflationsprognosen verschiedener Institutionen

In den letzten Monaten wurden einige neue und revidierte Prognosen zur Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet bis zum Jahr 2001 veröffentlicht. Es ist jedoch darauf hinzuweisen, dass die neuen Prognosen der Europäischen Kommission, des Internationalen Währungsfonds und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung noch nicht bekannt gegeben wurden und erst gegen Ende dieses Jahres vorliegen werden. Die Prognosen unterscheiden sich nicht nur im Hinblick auf ihren Erstellungszeitraum, sondern auch in Bezug auf die jeweils zu Grunde gelegten Annahmen – insbesondere über die Zins- und Wechselkursentwicklung im Prognosezeitraum – und sind daher nicht direkt miteinander vergleichbar.

Die von verschiedenen Institutionen veröffentlichten Schätzungen gehen fast einhellig davon aus, dass das reale BIP-Wachstum im Euroraum in diesem und im nächsten Jahr jeweils mehr als 3 % betragen wird (siehe unten stehende Tabelle I I). Die jüngsten Entwicklungen geben Anlass zu der Annahme, dass das Wachstum in diesem Jahr höher ausfallen wird als die Prognosen einiger internationaler Organisationen Anfang des Jahres erwarten ließen. Der in der zweiten Jahreshälfte 1999 einsetzende Konjunkturauf-

schwung soll den Schätzungen zufolge in diesem und im nächsten Jahr anhalten. Das kräftige Wirtschaftswachstum in den Ländern, die Handelspartner des Euro-Währungsgebiets sind, dürfte die Exportkonjunktur stützen, und es wird angenommen, dass sich die inländische Nachfrage sehr dynamisch entwickelt. Ferner wird allgemein erwartet, dass die Beschäftigung weiter zunimmt und die Arbeitslosigkeit zurückgeht, was sich in einer Zunahme des Einkommens der privaten Haushalte und des Verbrauchs niederschlagen dürfte. Eine kräftige Nachfrage, die gute Ertragslage der Unternehmen und die hohe Kapazitätsauslastung werden den Prognosen zufolge die Investitionstätigkeit ankurbeln. Einige Schätzungen gehen zwar davon aus, dass das Wachstum im Jahr 2001 etwas niedriger ausfallen wird als dieses Jahr; dies ist jedoch in erster Linie auf einen starken Überhangseffekt zurückzuführen, weil die Wachstumsrate im Jahr 2000 positiv vom Konjunkturaufschwung im Jahr 1999 beeinflusst wird.

Die jüngste Preisentwicklung deutet darauf hin, dass der Verbraucherpreisanstieg im Euroraum in diesem Jahr höher als Anfang des Jahres erwartet ausfallen wird. Ein genauer Vergleich der entsprechenden Prognosen ist nicht möglich, da sie auf unterschiedlichen

Tabelle I I
Vergleich von Wachstums- und Inflationsprognosen für das Euro-Währungsgebiet
(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Abschluss der Prognosen	Reales BIP		Verbraucherpreise	
		2000	2001	2000	2001
Europäische Kommission ¹⁾	April 2000	3,4	3,1	1,8	1,7
IWF ²⁾	April 2000	3,2	3,2	1,7	1,6
OECD ²⁾	Mai 2000	3,5	3,3	2,0	2,0
Consensus Economics Forecasts ³⁾	August 2000	3,4	3,2	2,0	1,7
Survey of Professional Forecasters ¹⁾	August 2000	3,5	3,2	2,1	1,8

Quellen: Europäische Kommission; IMF World Economic Outlook; OECD Preliminary Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters.

1) Inflationsprognose anhand des HVPI.

2) Inflationsprognose anhand des Deflators für den Privaten Verbrauch.

3) Inflationsprognose anhand des VPI (ohne Luxemburg; die entsprechenden Angaben sind nicht verfügbar).

Inflationsindikatoren beruhen. Es ergibt sich jedoch insgesamt der Eindruck einer höheren Preissteigerung als im Vorjahr, wofür vor allem der Ölpreisanstieg und die Wechselkursentwicklung ausschlaggebend sind. Es wird allgemein erwartet, dass sich die Auswirkung der Energiepreise auf die Teuerungsrate im Laufe des Jahres 2001 ins Negative umkehren wird. Diese Entwicklung dürfte durch die Überwälzung früherer Energiepreissteigerun-

gen, die Wechselkursentwicklung und die stärkeren Lohnzuwächse teilweise wieder ausgeglichen werden. Die privaten Institute, die von Consensus Economics befragt wurden, haben ihre Prognosen allesamt nach oben korrigiert. Diesen Schätzungen zufolge wird der Verbraucherpreisanstieg im nächsten Jahr auf knapp 2 % zurückgehen. Andere Institute gehen von einem ähnlichen Teuerungsverlauf aus.

6 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld weiterhin positiv

Seit der Veröffentlichung der letzten Quartalsausgabe des Monatsberichts im Juni 2000 hat sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld außerhalb des Euro-Währungsgebiets weiter verbessert, wobei die günstige Konjunktur-entwicklung in den Industrieländern mit einer anhaltenden wirtschaftlichen Erholung in den Schwellenländern einhergeht. Die Schätzungen für das weltweite Wirtschaftswachstum im Jahr 2000 wurden in den letzten Monaten durchweg nach oben korrigiert, und es wird damit gerechnet, dass sich die derzeit positiven Wachstumsbedingungen auch im Jahr 2001 fortsetzen werden. Was die Industrieländer betrifft, so gibt es Anzeichen für eine allmähliche Abschwächung der Konjunktur-entwicklung in den USA, während sich in Japan eine kräftigere konjunkturelle Belebung abzeichnet. Die meisten Schwellenländer konnten im bisherigen Jahresverlauf ein hohes Wachstum verbuchen, wobei die asiatischen Schwellenländer weiter die Markterwartungen übertreffen. Die Konjunkturaussichten der größten EU-Beitrittsländer und Russlands haben sich stärker als erwartet aufgehellt.

Diese positiven weltwirtschaftlichen Perspektiven – insbesondere auch der Handelspartner des Euroraums – dürften für das Eurogebiet zu einer höheren Nachfrage führen. Zurzeit ist davon auszugehen, dass die jünger-

ten Ölpreiserhöhungen, falls sie sich als dauerhaft erweisen, weltweit das größte Risiko für eine mittelfristige Aufrechterhaltung des günstigen inflationsfreien Umfelds in den meisten Regionen darstellen. Auch ist aus heutiger Sicht nicht auszuschließen, dass das Wachstum in einigen Industrieländern – vor allem den USA – schließlich höher als zurzeit erwartet ausfallen könnte.

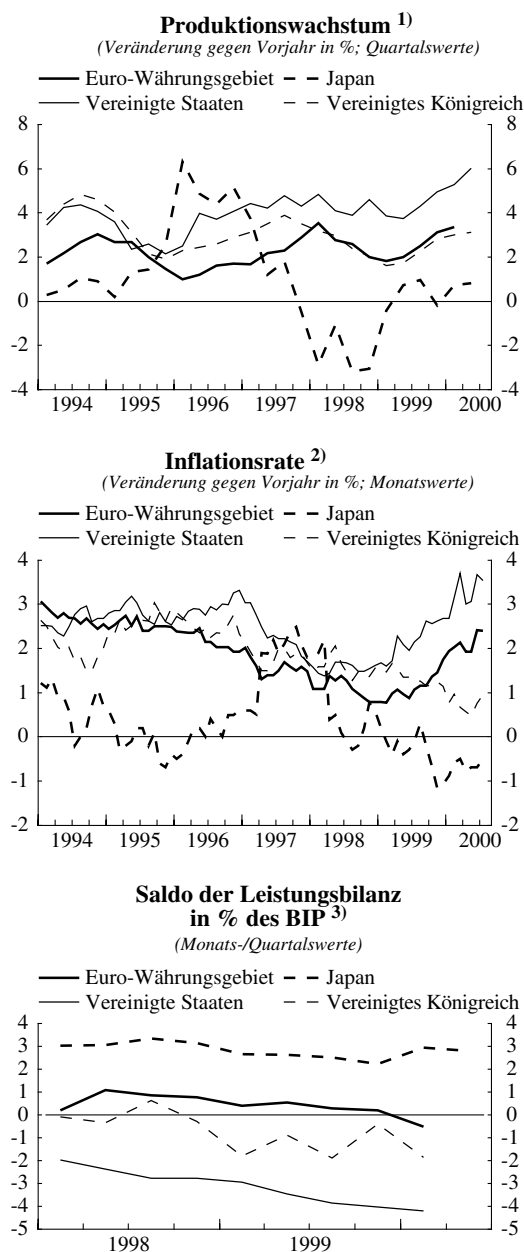
Die amerikanische Wirtschaft hat bis zuletzt kräftig expandiert, wenngleich es erste Anzeichen dafür gibt, dass die konjunkturelle Dynamik allmählich nachlässt. Im zweiten Quartal 2000 nahm das reale BIP auf Jahresrate hochgerechnet um 5,3 % zu, und damit deutlich stärker als vom Markt erwartet und als im ersten Quartal 2000 (4,8 %). Ausschlaggebend für den Anstieg des BIP-Wachstums im zweiten Quartal dieses Jahres waren in erster Linie der starke Lageraufbau und der Wiederanstieg der öffentlichen Ausgaben. Während des gleichen Zeitraums blieb zwar das Wachstum der Unternehmensinvestitionen im privaten Sektor im zweiten Quartal 2000 weiter recht kräftig, doch ging das Wachstum des privaten Verbrauchs spürbar zurück. Zu diesem Rückgang hat eine Abschwächung aller Teilkomponenten der privaten Ausgaben beigetragen und insbesondere eine Abnahme der Ausgaben für Gebrauchsgüter.

Neuere Zahlen deuten darauf hin, dass die Abschwächung des privaten Verbrauchs auch

im dritten Quartal anhält – wobei davon allerdings überwiegend Güter des Wohnbedarfs betroffen sind – und sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen im privaten Sektor abflachen dürfte. Während die Einzelhandelsumsätze im Juli 2000 im Vergleich zum Vormonat um 0,7 % zunahm, ging der Wohnungsneubau um 3,3 % gegenüber dem Vormonat zurück, und sowohl das Volumen als auch der Durchschnittspreis beim Erwerb von bestehenden Häusern sind im gleichen Zeitraum zurückgegangen. Der rückläufige Auftragseingang bei den Gebrauchsgütern, der im Juli 12,4 % niedriger als im Vormonat war, scheint darauf hinzuweisen, dass auch das Wachstum der Investitionen des privaten Sektors auf mittlere Sicht allmählich nachlassen wird, selbst wenn sich die Auftragsentwicklung in der Industrie und im IT-Bereich weiter auf hohem Niveau bewegen sollte. Langfristig gesehen wird die im Juni 1999 eingeleitete Straffung der geldpolitischen Zügel ihre volle Wirkung auf das konjunkturelle Expansionstempo gänzlich entfaltet haben, sodass sich der private Verbrauch auf breiterer Basis abschwächen und das Wachstum der privaten Investitionen verlangsamten könnte. Infolgedessen dürfte das BIP-Wachstum im Jahr 2001 geringfügig unter dem Durchschnittsniveau der letzten Jahre liegen.

Die Inflation hat sich nicht erhöht, da die steigenden Produktionskosten von der rasch wachsenden Produktivität aufgefangen wurden. Insbesondere im zweiten Quartal 2000 erhöhte sich der Gesamtausstoß pro Stunde im gewerblichen Bereich (ohne Landwirtschaft) mit einer Rekordrate von 5,3 % (im Vorjahresvergleich), während die Lohnkosten, gemessen am Arbeitskostenindex, um 4 % höher waren als ein Jahr zuvor. Die Entwicklung des Verbraucherpreisindex deutet nicht auf eine weitere erhebliche Inflationsbeschleunigung hin, denn obgleich die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe ihren Vorjahrsstand im Juli 2000 um 3,6 % übertraf, ist die VPI-Inflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise im Vorjahresvergleich nur um 2,4 % gestiegen.

Abbildung 22
Grundlegende Entwicklungen in
wichtigen Industrieländern



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

- 1) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten.
- 2) Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet bis 1995 sind für den HVPI auf Basis nationaler VPI-Werte geschätzt; nach 1995: HVPI-Werte.
- 3) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden EZB- und Eurostat-Angaben verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Angaben. Bei den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Japan beziehen sich die Ergebnisse sowohl für das BIP als auch für die Leistungsbilanz auf saisonbereinigte Angaben; für das Euro-Währungsgebiet sind die BIP-Werte saisonbereinigt, während es sich bei den Angaben zur Leistungsbilanz um nicht saisonbereinigte Werte handelt.

Am 22. August 2000 beließ der Offenmarktausschuss der Federal Reserve seinen Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 6,5 %, das heißt auf dem in der Sitzung vom 16. Mai 2000 festgelegten Niveau. Laut Pressemitteilung des Offenmarktausschusses wurde die Entscheidung im Hinblick auf die sich mehrenden Anzeichen getroffen, dass die US-Wirtschaft in Kürze auf einen nachhaltigeren Wachstumspfad einschwenken wird. Der Offenmarktausschuss erwähnte auch, dass es zunehmende Anzeichen dafür gebe, dass inzwischen auf Grund der in den letzten Jahren erzielten Produktivitätsgewinne eine höhere Wachstumsrate des BIP mit Preisstabilität vereinbar sei. Er wies aber auch darauf hin, dass die Risiken weiter so gelagert seien, dass es insbesondere in der näheren Zukunft zu erhöhtem Inflationsdruck kommen könne.

In Japan wird die beginnende Wirtschaftsbelebung nach wie vor von einem starken Wachstum der privaten Investitionen getragen, während die schwache Einkommensentwicklung eine anhaltende Erholung des privaten Verbrauchs beeinträchtigt. Im ersten Quartal 2000 hat das reale BIP-Wachstum wieder zugenommen – und erhöhte sich auf Jahresrate hochgerechnet um 10 % –, nachdem es im Schlussquartal von 1999 um 8,4 % gesunken war (siehe Abbildung 22). Die Investitionen privater Unternehmen stiegen um 18,8 %, nach 5,6 % im letzten Quartal 1999. Im Gegensatz hierzu erhöhte sich der private Verbrauch im ersten Quartal 2000 auf Jahresrate hochgerechnet um 6,8 %, verglichen mit einem Rückgang von 6,4 % im vierten Quartal 1999. Die im zweiten Vierteljahr 2000 veröffentlichten Frühindikatoren bestätigen die mittelfristig weiterhin zweigeteilte Entwicklung zwischen den privaten Investitionen und dem privaten Verbrauch. Eine kräftige Zunahme des Auftragseingangs bei Maschinen und die Umfrageergebnisse des japanischen Wirtschaftsplanungsinstituts (EPA) zeigen, dass ein weiterer Anstieg der Unternehmensinvestitionen im dritten Quartal 2000 erwartet wird, während die sinkenden Einkommen der privaten Haushalte ein weiteres Wachstum ihrer Verbrauchsausgaben bremsen dürften. Längerfristig werden die

Fortschritte bei der Umstrukturierung des Unternehmens- und Finanzsektors in der Wirtschaft wohl allmählich Wirkung zeigen und zu einer Stabilisierung der Beschäftigung und einem Anstieg des Verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte führen, sodass auch der private Verbrauch zum Konjunkturaufschwung beitragen kann. Die Deflationsgefahr in Japan scheint – gemessen am Großhandelspreisindex – gebannt zu sein, und die Inflationsrate im Vorjahrsvergleich ist seit Juni wieder leicht positiv. Vor dem Hintergrund, dass sich die Deflationsbefürchtungen gelegt haben, hat die Bank von Japan ihre seit 18 Monaten verfolgte „Nullzins-Politik“ aufgegeben und den Tagesgeldsatz auf 0,25 % angehoben.

Im Vereinigten Königreich erhöhte sich das reale BIP-Wachstum im zweiten Quartal 2000 auf eine Jahresrate von 3,6 %, verglichen mit 2,1 % im Vorquartal. Die Produktion wuchs auf breiter Basis: Die Industrieproduktion nahm gegenüber dem vorangegangenen Quartal um 1,4 % zu, nachdem sie im ersten Quartal noch um 0,8 % zurückgegangen war, und das Produktionswachstum im Dienstleistungssektor beschleunigte sich von 0,6 % im ersten Quartal auf 0,9 %. Die Inlandsnachfrage, die um 0,9 % höher war als im ersten Quartal, leistete den wichtigsten Wachstumsbeitrag, unterstützt vom privaten und öffentlichen Konsum.

Die Lage am Arbeitsmarkt im Vereinigten Königreich ist nach wie vor angespannt. Die Arbeitslosigkeit ist im zweiten Quartal 2000 weiter zurückgegangen, während die Beschäftigung weiter zugenommen hat. Der Lohndruck hat jedoch spürbar nachgelassen; im Vorjahrsvergleich ging der Anstieg des Index der Durchschnittsverdienste in der Gesamtwirtschaft von 5,8 % im ersten Quartal dieses Jahres auf 4,1 % im zweiten Quartal zurück. Die Inflation gemessen am Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX) liegt wie zuvor unter dem offiziellen Inflationsziel von 2 ½ %. Im Juli 2000 war die Inflation nach dem RPIX 2,2 % höher als vor Jahresfrist, nach 2,1 % im ersten Quartal 2000.

Die asiatischen Schwellenländer verzeichnen weiter ein lebhaftes Wachstum, aber die Sorgen im Zusammenhang mit strukturellen Schwachpunkten im Unternehmens- und Finanzsektor haben sich nicht vollkommen zerstreut. In der gesamten Region gleicht der kräftige Wiederanstieg des privaten Verbrauchs den Rückgang der Nettoausfuhren aus, die von den steigenden Ölpreisen getroffen wurden. Korea und Taiwan sind wiederum die am stärksten wachsenden Volkswirtschaften, doch gibt es inzwischen erste Anzeichen für eine Abflachung der Konjunkturentwicklung auf ein Niveau, das besser mit den Lieferkapazitäten im Einklang steht. In China wird das BIP-Wachstum von der weiteren Umstrukturierung des Unternehmenssektors getragen; die Unternehmensgewinne steigen, und die Unterauslastung der Kapazitäten in den staatseigenen Unternehmen nimmt weiter ab. Auf den Philippinen und in Indonesien liegt das Produktionswachstum nach wie vor unter dem regionalen Durchschnitt, und die ausbleibenden deutlichen Fortschritte bei den Reformen des Staats-, Unternehmens- und Finanzsektors behindern die Erholung der privaten Nachfrage. In der Region baut sich ein Inflationsdruck auf, insbesondere in den Ländern mit höheren Wachstumsraten, der allerdings noch deutlich unter dem Niveau vor der Krise liegt.

Für die größten EU-Beitrittskandidaten sind die wirtschaftlichen Aussichten insgesamt nach wie vor recht günstig. Es wird damit gerechnet, dass die kräftige Export- und Inlandsnachfrage den derzeitigen Konjunkturaufschwung weiter unterstützen wird. In Polen geht das erhebliche Produktionswachstum allerdings mit steigender Inflation einher, und das Leistungsbilanzdefizit bereitet weiter Sorgen. Auch Ungarn weist ein robustes Wirtschaftswachstum auf, doch hat die Unsicherheit über das Tempo der Desinflation zugenommen. In der Tschechischen Republik scheint die zunehmende Erholung den in den letzten Jahren beobachteten Anstieg der Arbeitslosigkeit zum Stillstand gebracht zu haben, während gleichzeitig ein gewisser Inflationsdruck spürbar wird. Vor diesem Hinter-

grund dürfte sich das Wachstum der tschechischen Wirtschaft mittelfristig weiter konsolidieren.

Die neuesten veröffentlichten Daten bestätigen, dass sich die wirtschaftlichen Fundamentalfaktoren in Russland in jüngster Zeit verbessert haben, vor allem dank der steigenden Energiepreise. Die günstigen gegenwärtigen Aussichten könnten jedoch durch mangelnde Fortschritte bei der Umsetzung notwendiger struktureller Reformen, aber auch durch einen steigenden Inflationsdruck gefährdet werden.

In Lateinamerika deuten die jüngsten Indikatoren auf eine kräftige konjunkturelle Belebung hin, die sich im zweiten Halbjahr 2000 fortsetzen dürfte. In Brasilien und insbesondere Mexiko wächst die Wirtschaft – gestützt auf eine kräftige Nachfrage im Inland und aus dem Ausland – weiter mit hohem Tempo. In Argentinien stellen allerdings eine geringe Zuversicht im Inland und Sorgen über die Entwicklung der öffentlichen Finanzen ein Konjunkturrhindernis dar, während das Wachstum in den kleineren Volkswirtschaften der Region ungleichmäßig verteilt ist. Insgesamt gesehen deutet die jüngste wirtschaftliche Entwicklung auf günstige Wachstumsaussichten hin. Der erhebliche Bedarf der Region an Finanzierungsmitteln aus dem Ausland macht sie aber bei steigenden Finanzierungskosten verwundbar.

Euro schwächt sich von August bis Mitte September weiter ab

Das Geschehen an den Devisenmärkten im Zeitraum August bis Mitte September war von einer kräftigen Befestigung des japanischen Yen, einem Kursrückgang des Pfund Sterling und einer erneuten Abschwächung des Euro geprägt. Gegenüber den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets ging der nominale effektive Wechselkurs des Euro von Anfang August bis Mitte September um 4,2 % zurück und unterschritt damit seinen Anfang Mai verzeichneten Tiefststand. Vor dem Hintergrund

der konjunkturellen Entwicklung in den Vereinigten Staaten, in Japan und im Eurogebiet scheinen übliche ökonomische Argumentationsketten, die den sinkenden Außenwert des Euro in überzeugender Weise rechtfertigen könnten, immer weniger stichhaltig. Vielmehr scheinen die Märkte asymmetrisch auf Meldungen zur Konjunkturlage des Eurogebiets und seiner wichtigsten Handelspartner, insbesondere der Vereinigten Staaten, zu reagieren.

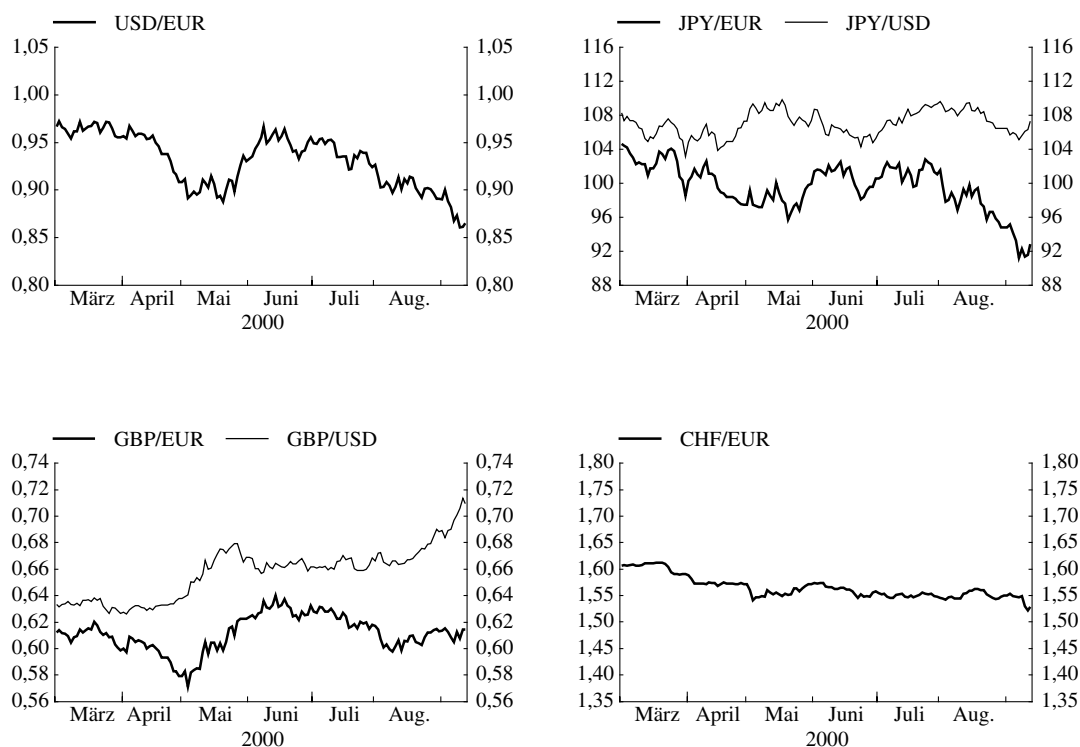
Obwohl sich der Zinsabstand zwischen den Vereinigten Staaten und dem Eurogebiet weiter verringert hat (siehe Kasten 3 im Abschnitt „Monetäre und finanzielle Entwicklung“ in diesem Bericht), zeigte der Euro erneute Anzeichen der Schwäche gegenüber dem US-Dollar. Unterstützung erhielt der Dollar Anfang August durch die Bekanntgabe des realen BIP-Wachstums, das höher als erwartet ausfiel, sowie durch anhaltend kräftige Produktivitätszuwächse der US-Wirtschaft

im zweiten Quartal 2000. Während die Entscheidung der Federal Reserve vom 22. August, die Zinssätze unverändert zu lassen, weitgehend erwartet worden war und keinen nennenswerten Einfluss auf den Wechselkurs hatte, ging auch von den anschließenden Datenveröffentlichungen, die weitere Anzeichen für eine allmähliche mittelfristige Abschwächung der US-Konjunktur und damit eine Verringerung der Wachstumsdifferenz zum Eurogebiet erkennen ließen, keine lang anhaltende stützende Wirkung auf den Euro aus. Am 13. September notierte der Euro bei 0,87 USD und damit 14 % unter seinem Stand vom 3. Januar 2000 (siehe Abbildung 23).

Von Anfang August bis Mitte September gewann der japanische Yen sowohl gegenüber dem Euro als auch gegenüber dem US-Dollar an Wert. Die allgemeine Befestigung des Yen entsprach weitgehend den positiven Signalen in Bezug auf das Tempo der wirtschaftlichen Erholung in Japan. Der Beschluss der Bank

Abbildung 23
Wechselkursentwicklung

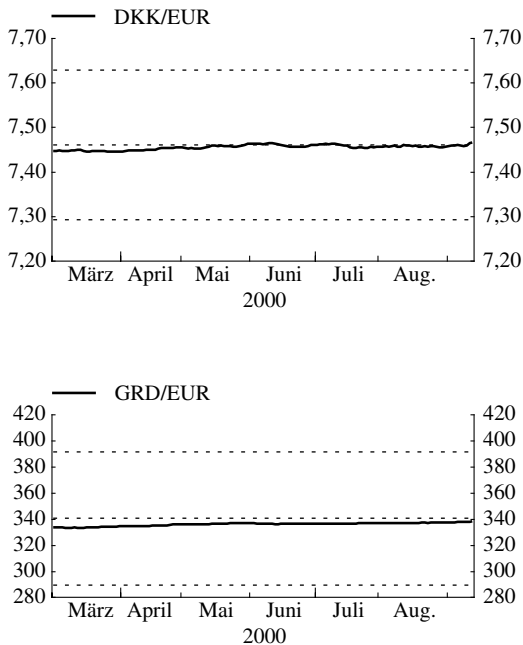
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 24
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

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

von Japan, ihre „Nullzins-Politik“ mit Wirkung vom 17. August aufzugeben, scheint das Vertrauen der Märkte in die konjunkturelle Belebung in Japan gestärkt zu haben. Die Aufwertung des Yen stand auch im Zusammenhang mit dem Wiederanziehen des japanischen Aktienmarkts im August, der durch kontinuierlich steigende Unternehmensgewinne beflügelt worden war. Am 13. September notierte der Euro bei 92,8 JPY, das ist rund 9,72 % niedriger als am 3. Januar 2000.

Von Anfang August bis Mitte September wertete sich das Pfund Sterling leicht gegenüber dem Euro und etwas stärker gegenüber dem US-Dollar ab; gegenüber der US-Währung fiel es auf seinen tiefsten Stand seit sieben Jahren. Auslöser für diesen Kursverlust war aller Wahrscheinlichkeit nach die allgemeine Markteinschätzung, dass der Wert des Pfunds nicht ganz der erwarteten Entwicklung der wirtschaftlichen Fundamentaldaten entsprechen könnte. Am 13. September notierte der

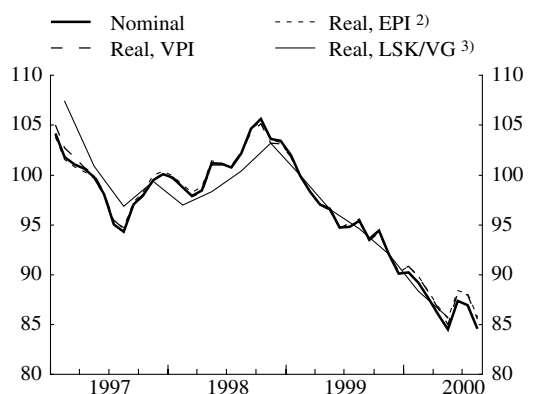
Euro bei 0,61 GBP, d.h. 1,7 % unter seinem am 3. Januar 2000 verzeichneten Stand.

Mit Blick auf die Entwicklung der Währungen im WKM II blieb die dänische Krone im Verlauf des Augusts und Anfang September weitgehend stabil und notierte am 13. September bei 7,47 DKK zum Euro (siehe Abbildung 24). Die griechische Drachme setzte die allmähliche Annäherung an ihren Leitkurs fort. Die Bank von Griechenland beschloss, die Zinsen mit Wirkung vom 6. September um 75 Basispunkte zurückzunehmen. Am 13. September wurde die Drachme mit 338,4 GRD zum Euro, rund 1 % über ihrem Leitkurs, gehandelt.

Gegenüber dem Schweizer Franken bewegte sich der Euro im August und Anfang September in einem relativ engen Band; in der zweiten Septemberwoche wertete sich der Schweizer Franken infolge markttechnischer Käufe auf. Gegenüber der schwedischen Krone entwickelte sich der Euro im gesamten Verlauf des Augusts bis Mitte September weitgehend stabil.

Abbildung 25
Nominaler und realer effektiver Wechselkurs¹⁾

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



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe Artikel im Monatsbericht April 2000). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf August 2000 und für den auf den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das 2. Quartal 2000.

2) Erzeugerpreisindex.

3) Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro lag Mitte September um rund 17,3 % unter seinem Stand im ersten Quartal 1999 und knapp 7,9 % niedriger als zum Jahresbeginn 2000. Dabei liegen die verschiedenen realen effektiven Wechselkursindizes des Euro gegenüber dem engen Kreis der 13 wichtigsten Handelspartner des Eurogebiets – ob deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex, Erzeugerpreisindex oder den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe – weiterhin er-

heblich unter ihrem jeweiligen langfristigen Durchschnittsstand (siehe Abbildung 25).

Leistungsbilanz verzeichnete Defizit im ersten Halbjahr 2000

Im Juni 2000 wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ein Defizit in Höhe von 0,1 Mrd € auf, verglichen mit einem Überschuss von 5,4 Mrd € im entsprechen-

Tabelle 12

Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Mrd €; nicht saisonbereinigt)

	1999 Jan. – Juni	1999 Juni	2000 Jan. – Juni	2000 April	2000 Mai	2000 Juni
Saldo der Leistungsbilanz	14,9	5,4	-11,8	-3,2	-0,6	-0,1
Einnahmen	625,9	116,8	740,4	115,9	133,7	131,2
Ausgaben	611,0	111,4	752,2	119,1	134,4	131,3
Saldo des Außenhandels	46,4	11,0	27,0	6,0	5,0	6,8
Ausfuhr	372,7	69,1	459,4	72,3	83,4	82,5
Einfuhr	326,4	58,1	432,4	66,3	78,4	75,7
Saldo der Dienstleistungen	-3,0	-0,1	-7,1	-1,2	-0,2	-0,3
Einnahmen	110,0	21,6	123,4	20,0	22,0	22,8
Ausgaben	113,0	21,7	130,5	21,2	22,2	23,2
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen ¹⁾	-13,5	-2,3	-15,3	-3,9	-2,8	-2,3
Saldo der Laufenden Übertragungen	-14,9	-3,2	-16,4	-4,0	-2,6	-4,3
Saldo der Vermögensübertragungen	6,2	1,4	5,4	1,5	0,6	0,4
Saldo der Kapitalbilanz	-61,4	-12,2	44,0	5,0	7,0	-15,8
Direktinvestitionen	-68,2	-18,9	128,6	-6,2	-10,7	-2,5
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-113,2	-25,3	-128,3	-18,6	-35,6	-10,9
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	.	.	-69,3	-8,5	-15,1	-12,5
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	.	.	-59,0	-10,1	-20,5	1,7
Im Euro-Währungsgebiet	45,1	6,4	256,9	12,4	24,9	8,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	.	.	209,5	6,3	8,9	3,1
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	.	.	47,5	6,1	16,0	5,4
Wertpapieranlagen	-61,7	7,9	-162,2	-7,9	-5,1	43,3
Aktiva	-150,9	-25,5	-242,3	-25,8	-29,7	-33,0
Dividendenwerte	-62,6	-13,5	-174,3	-18,2	-18,0	-21,3
Schuldverschreibungen	-88,4	-12,0	-68,0	-7,6	-11,7	-11,8
Passiva	89,2	33,4	80,1	17,9	24,6	76,3
Dividendenwerte	25,8	12,3	-66,4	-4,7	4,1	39,9
Schuldverschreibungen	63,4	21,1	146,5	22,6	20,5	36,5
Finanzderivate	-2,0	-0,1	6,4	2,1	0,3	1,5
Übriger Kapitalverkehr	58,4	-2,3	67,7	16,8	21,2	-61,6
Währungsreserven	12,1	1,3	3,5	0,2	1,3	3,4
Restposten	40,3	5,4	-37,6	-3,4	-7,0	15,6

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. 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) Die monatlichen Angaben für 1999 sind nicht vollständig mit den Angaben für spätere Berichtszeiträume vergleichbar.

den Vorjahrsmonat. Dies war in erster Linie auf einen Rückgang des Außenhandelsüberschusses (von 11,0 Mrd € auf 6,8 Mrd €) sowie auf ein um 1,1 Mrd € höheres Defizit im Bereich der Laufenden Übertragungen zurückzuführen. Dagegen blieben die Defizite bei den Dienstleistungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen weitgehend unverändert.

Im ersten Halbjahr 2000 wies die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets einen Passivsaldo von 11,8 Mrd € auf, verglichen mit einem Überschuss von 14,9 Mrd € im vergleichbaren Vorjahrszeitraum. Ausschlaggebend für die Passivierung der Leistungsbilanz war – ebenso wie im vergangenen Jahr – vor allem der Rückgang des Überschusses im Außenhandel (von 46,4 Mrd € auf 27,0 Mrd €) in Verbindung mit höheren Defiziten bei den Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie den Laufenden Übertragungen (siehe Tabelle 12).

Zwar haben sich die Ausfuhren des Euroraums in Drittländer dem Wert nach in den ersten sechs Monaten des laufenden Jahres mit einem Plus von 23,3 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum kräftig erhöht, doch haben die wertmäßigen Einfuhren wesentlich stärker zugenommen, und zwar um 32,5 %. Der wertmäßige Anstieg der Ausfuhren des Euroraums war überwiegend auf die Zunahme des Exportvolumens – im Zusammenhang mit der besseren preislichen Wettbewerbsfähigkeit und einer robusten Auslandsnachfrage – zurückzuführen, aber auch die steigenden Exportdurchschnittswerte haben erheblich zu Buche geschlagen. Das Einfuhrwachstum war durch die steigenden Einfuhrpreise – auf Grund der höheren Ölpreise und der Abwertung des Euro – sowie durch die lebhaftere Nachfrage im Euroraum beschleunigt worden. Ein erheblicher Anteil des Rückgangs des Außenhandelsüberschusses lässt sich mit den hohen und steigenden Ölpreisen und dem damit einhergehenden Defizit des Euroraums im Handel mit Öl erklären. Falls sich die Ölpreise auch im restlichen Verlauf des Jahres parallel zu den Ölterminpreisen entwickeln, dürfte vorläufigen Be-

rechnungen zufolge damit zu rechnen sein, dass das Ölhandelsdefizit des Eurogebiets in einer Größenordnung steigt, die knapp 1 % des BIP entspricht (bei einem Vergleich des Jahres 2000 mit 1998).

Hohe Netto-Zunahme von Wertpapieranlagen im Euro-Währungsgebiet im Juni 2000

Die wichtigste Entwicklung in der Kapitalbilanz im Juni 2000 waren die umfangreichen Mittelzuflüsse aufgrund von Wertpapieranlagen im Euro-Währungsgebiet, die sich per saldo auf 43,3 Mrd € beliefen, gegenüber Netto-Kapitalabflüssen in jedem der ersten fünf Monate dieses Jahres (siehe Tabelle 12). Dieser Netto-Kapitalzufluss war sowohl bei den Dividendenwerten (18,6 Mrd €) als auch bei den Schuldverschreibungen (24,7 Mrd €) zu verzeichnen und ging insbesondere auf den umfangreichen Erwerb von im Euroraum begebenen Wertpapieren durch ausländische Anleger zurück, der sich im Juni auf insgesamt 76,3 Mrd € belief. Dabei erreichte der Absatz von Dividendenwerten mit 39,9 Mrd € und von Schuldverschreibungen mit 36,5 Mrd € sein höchstes Niveau seit Beginn der Erfassung im Januar 1998. Dagegen kam es im Juni bei den Direktinvestitionen zu relativ geringen Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 2,5 Mrd €.

Die Netto-Kapitalabflüsse durch Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengefasst beliefen sich in den ersten sechs Monaten 2000 auf insgesamt 33,6 Mrd €; sie waren damit erheblich niedriger als im entsprechenden Vorjahrszeitraum (129,9 Mrd €). Diese Entwicklung spiegelt vor allem die hohen Netto-Kapitalzuflüsse durch Direktinvestitionen wider (128,6 Mrd €, gegenüber Netto-Kapitalabflüssen in Höhe von 68,2 Mrd € im ersten Halbjahr 1999), die sich aus dem kräftigen Anstieg der Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet ergaben (256,9 Mrd €, nach 45,1 Mrd € in den ersten sechs Monaten des Vorjahres) und die den Anstieg der Direktinvestitionen von Anwohnern des Eurogebiets in Drittländern (von

113,2 Mrd € im ersten Halbjahr 1999 auf 128,3 Mrd €) mehr als ausgeglichen haben.

Den Nettozuflüssen im Bereich der Direktinvestitionen standen Nettoabflüsse bei den Wertpapieranlagen gegenüber, die sich im ersten Halbjahr 2000 auf 162,2 Mrd € erhöhten, verglichen mit 61,7 Mrd € im selben Zeitraum des Jahres 1999. Insbesondere waren bei den Dividendenwerten Nettoabflüsse in Höhe von 240,8 Mrd € zu verzeichnen, verglichen mit 36,7 Mrd € in den ersten sechs Monaten des Vorjahres. Das hohe Niveau der Kapitalabflüsse bei den Dividendenwerten wie auch der Kapitalzuflüsse bei den Direktinvestitionen wurde maßgeblich bestimmt

von einer umfangreichen Direktinvestition im Euro-Währungsgebiet, die im Tausch gegen Aktien getätigt wurde. Die Netto-Kapitalabflüsse bei den Dividendenwerten wurden nur teilweise durch Nettozuflüsse bei den Schuldverschreibungen im Zeitraum von Januar bis Juni 2000 kompensiert (78,5 Mrd €, verglichen mit Nettoabflüssen von 25,0 Mrd € in den ersten sechs Monaten 1999). Diese Umkehrung von Netto-Kapitalabflüssen zu Netto-Kapitalzuflüssen hing mit dem deutlich verstärkten Engagement ausländischer Anleger in Anleihen des Eurogebiets zusammen (97,8 Mrd €, gegenüber 36,6 Mrd € in den ersten sechs Monaten ein Jahr zuvor).

