

Die Wirtschaftslage in Deutschland um die Jahreswende 1999/2000

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die Lage der Weltwirtschaft hat sich im späteren Verlauf des vergangenen Jahres weiter verbessert. Gleichzeitig haben sich die globalen konjunkturellen Perspektiven deutlich aufgehellt; derzeit werden sie so günstig wie schon lange nicht mehr eingeschätzt. Dies ist um so bemerkenswerter, als noch vor Jahresfrist vielerorts Rezessionsbefürchtungen und Deflations Sorgen bestanden. Für das laufende Jahr erwartet der IWF eine spürbare Beschleunigung der globalen Expansion um einen halben Prozentpunkt auf 3 ½ %, womit das jahresdurchschnittliche Wachstum in den neunziger Jahren (gut 3 %) leicht übertroffen würde. Dadurch erhält auch der Welthandel frische Impulse, was insbesondere die Handelsströme zwischen den Industrieländern und den Schwellen- und Reformländern begünstigen dürfte.

*Anhaltende
Belebung der
Weltkonjunktur*

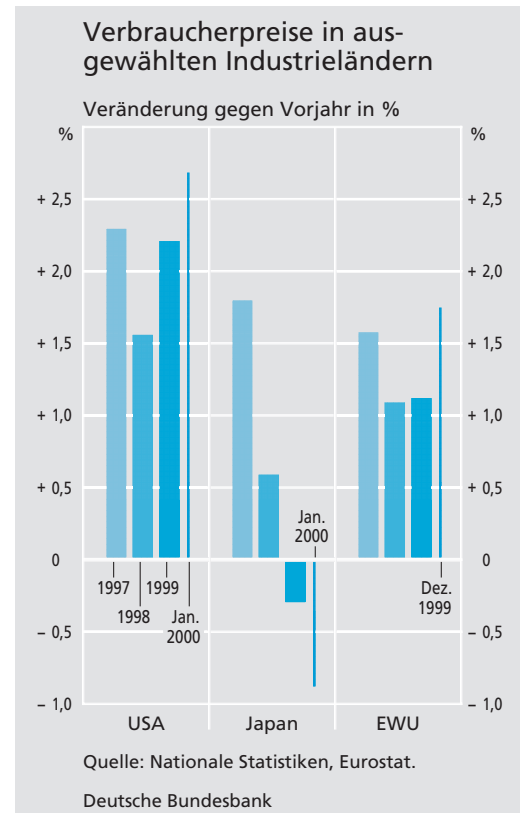
Zur Belebung der Weltkonjunktur haben in erster Linie die anhaltend hohe wirtschaftliche Dynamik in den USA sowie die rasche Erholung in den ostasiatischen Schwellenländern beigetragen. Daneben spielte eine Rolle, daß die expansiven Kräfte im Euro-Raum dank einer robusten Binnennachfrage und einer im Verlauf des Jahres 1999 anziehenden Ausfuhr immer mehr die Oberhand gewonnen haben. Davon gingen positive Anstöße auf die meisten mittel- und osteuropäischen Reformländer aus. In der zweiten Jahreshälfte 1999 – und damit schneller als noch im Frühjahr allgemein erwartet – setzte auch in Lateinamerika eine erneute Aufwärtsentwicklung ein.

*Positive und
negative Risiken*

Vieles deutet darauf hin, daß die Grunddynamik der Weltwirtschaft derzeit eher noch größer ist als in der Herbstprognose des IWF vorausgesagt. Gleichzeitig existiert allerdings eine Reihe von Risiken. Darunter sind im OECD-Raum an erster Stelle die sehr hohen Aktienkurse zu nennen. Insbesondere in den USA hätte ein markanter Kurseinbruch angesichts der relativ starken Vermögensabhängigkeit der privaten Inlandsnachfrage erhebliche negative Auswirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Zudem könnte die anhaltende Verschlechterung der amerikanischen Leistungsbilanz über einen nachgebenden US-Dollar zu einem verstärkten Preisauftrieb führen. Ein weiteres Risiko liegt in der nach wie vor hohen Störanfälligkeit der japanischen Wirtschaft. Außerhalb des OECD-Raums ist der Aufschwung in manchen Regionen noch fragil. Insbesondere in den ostasiatischen Schwellenländern darf die sichtlich verbesserte Konjunkturlage nicht von den weiterhin bestehenden strukturellen Problemen im Banken- und Unternehmenssektor ablenken. Trotz dieser Risiken, die im Auge behalten werden müssen, überwiegen die Chancen für eine Fortsetzung und sogar Beschleunigung der weltweiten wirtschaftlichen Auftriebstendenzen.

*Veränderte
Einschätzung
der Preis-
perspektiven*

Im Verlauf des Jahres 1999 hat sich die Einschätzung der globalen Preisperspektiven merklich verändert. Maßgeblich dafür war der drastische Anstieg der Ölpreise, die ausgehend von ihrem Tiefstand Ende 1998 bis Februar 2000 auf Dollar-Basis um gut das Ein- und auf Euro-Basis um mehr als das Zweifache gestiegen sind. Dadurch hat sich der Preisdruck auf der Verbraucherstufe



weltweit erhöht. Für die Industrieländer prognostizieren IWF und OECD einen Anstieg der Teuerungsrate in diesem Jahr um einen halben Prozentpunkt auf knapp 2%. Für die rohstoffexportierenden Länder hat sich hingegen eine Verbesserung der Terms of Trade ergeben.

Die meisten ostasiatischen Schwellenländer befinden sich wieder auf Expansionskurs. Dies gilt insbesondere für Südkorea; die Volkswirtschaft ist dort 1999 um 10% gewachsen, nachdem sie im Jahr davor noch um 6% geschrumpft war. Für 2000 erwartet die koreanische Zentralbank ein Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 7% und einen Preisanstieg von 3%. Ein kräftiges Wirtschaftswachstum von jeweils etwa 5½% verzeichneten 1999 auch Singapur

*Ostasiatische
Schwellen-
länder*

und Taiwan, die vom weltweiten Boom im Elektronikbereich besonders profitierten. Das Schlußlicht in Ostasien bildet Indonesien, wo die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Jahr nur wenig über dem niedrigen Stand von 1998 gelegen haben dürfte.

Lateinamerika

Die Finanzmarkturbulenzen in Lateinamerika Anfang 1999, die von Brasilien ausgegangen waren, haben die gesamtwirtschaftliche Produktion in den größeren Ländern mit Ausnahme Mexikos, das von der guten Konjunktur in den USA begünstigt wurde, teilweise stark in Mitleidenschaft gezogen. Dies gilt vor allem für Argentinien, das seine Währung fest an den Dollar gekoppelt hat und deshalb nach der drastischen Abwertung des brasilianischen Real im bilateralen Handel mit dem Nachbarland beträchtliche Einbußen hinnehmen mußte. Das reale BIP ist dort 1999 – anders als in Brasilien selbst – gesunken, und zwar schätzungsweise um 3 % bis 4 %. Mit dem vergleichsweise raschen Ausklingen der Finanzmarktkrise und aufgrund der Preishausse an den Rohstoffmärkten haben sich die Perspektiven in Lateinamerika insgesamt wieder merklich aufgehellt.

Rußland

Der Anstieg der Rohstoffpreise hat auch maßgeblich dazu beigetragen, daß sich die russische Wirtschaft überraschend schnell von den Folgen der Finanzkrise im Sommer 1998 erholen konnte. Die damalige starke Abwertung des Rubels hat insbesondere im Nahrungsmittelbereich zu einer umfangreichen Importsubstitution durch inländische Produkte geführt. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm infolgedessen 1999 wieder spürbar zu. An den strukturellen Problemen

des Landes, die auch für den seit 1991 anhaltenden Rückgang der Investitionstätigkeit verantwortlich sind, hat sich bisher jedoch wenig geändert. Dazu zählen vor allem die anhaltende Kapitalflucht, die weit verbreitete Korruption, die politische Gesamtlage und die mangelhaften rechtlichen Rahmenbedingungen.

In den USA sind auch nach fast neun Jahren ununterbrochenen Wirtschaftswachstums bislang keine Anzeichen für eine Konjunkturabkühlung zu erkennen. Das reale BIP wuchs nach ersten Schätzungen im letzten Jahresviertel saisonbereinigt um 1½ % gegenüber dem Sommerquartal und übertraf den Stand vor Jahresfrist um reichlich 4 %. Über das ganze Jahr gesehen expandierte es um 4 %. Seit ihrem zyklischen Tiefpunkt Anfang 1991 ist die gesamtwirtschaftliche Produktion um gut ein Drittel gestiegen, was einer jahresdurchschnittlichen Zuwachsrate von 3½ % entspricht. Die stärksten expansiven Impulse gingen im Herbst 1999 wiederum von der Konsumnachfrage der privaten Haushalte aus, die saison- und preisbereinigt um knapp 1½ % höher war als in der entsprechenden Vorperiode. Die ausgesprochen dynamische Verbrauchskonjunktur dürfte sich nach der Jahreswende 1999/2000 fortgesetzt haben. So tendierten der Index des Verbrauchervertrauens und die Einzelhandelsumsätze im Januar weiter nach oben. Zum BIP-Wachstum im vierten Quartal 1999 trug zudem die beträchtliche Aufstockung der Vorräte bei, die wohl auch im Hinblick auf die zum Jahreswechsel befürchteten Computerprobleme vorgenommen wurde. Dagegen haben die Investitionen der gewerblichen Wirtschaft im

USA

Verlauf betrachtet nur wenig zugenommen, und der Wohnungsbau war erneut rückläufig. Der reale Außenbeitrag ist im Herbst etwa im gleichen Umfang wie im Vorquartal weiter ins Defizit gerutscht.

Angesichts der sehr lebhaften Inlandsnachfrage, der hohen Auslastung der Produktionskapazitäten und der von den internationalen Rohstoffmärkten ausgehenden Preisimpulse mehren sich die Inflationsbefürchtungen in den USA, auch wenn es derzeit noch keine eindeutigen Anzeichen für eine breit angelegte Verstärkung des Preisauftriebs gibt. Die Teuerung auf der Verbraucherstufe beschleunigte sich zwar binnen Jahresfrist um einen Prozentpunkt auf 2,7 % im Januar 2000. Dies ist jedoch überwiegend auf die gestiegenen Energiepreise zurückzuführen; ohne Energie sowie Nahrungsmittel gerechnet lag die Preissteigerungsrate zuletzt bei 1,9 % und damit sogar um einen halben Prozentpunkt niedriger als zwölf Monate zuvor.

Japan

Die japanische Wirtschaft ist im vergangenen Jahr schätzungsweise um ½ % gewachsen, womit der Produktionsrückgang im Jahr 1998 (– 2 ½ %) freilich bei weitem noch nicht wettgemacht werden konnte. Die durchaus kräftige Expansion in der ersten Jahreshälfte wurde von den öffentlichen Investitionen und dem durch steuerliche Anreize zeitweise beflügelten privaten Wohnungsbau getragen. Im Sommer zogen dann die realen Exporte kräftig an, wobei die Bremswirkungen aufgrund der Aufwertung des Yen insbesondere von dem verstärkten Importsog in den Nachbarstaaten überkompensiert worden sind. Ein sich selbst tragender Aufschwung der priva-

ten Inlandsnachfrage ist dagegen auch nach dem Befund der japanischen Zentralbank noch nicht klar erkennbar. Im zweiten Halbjahr könnte die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder zur Schwäche geneigt haben. Einer nachhaltigen Belebung der Binnenkonjunktur stehen weiterhin die hohen Belastungen für Unternehmen und Arbeitnehmer entgegen, die mit der Umstrukturierung der Wirtschaft verbunden sind. Der private Konsum hat zwar im Gesamtjahr 1999 zugenommen, dies war angesichts sinkender verfügbarer Einkommen der privaten Haushalte jedoch nur zu Lasten der Ersparnisbildung möglich, wobei die Sparquote zuletzt immer noch vergleichsweise hoch gewesen ist. Jüngsten Umfragen zufolge haben die gewerblichen Investitionen trotz verbesserter Ertragslage der Unternehmen die Talsohle noch nicht durchschritten. Im übrigen stößt die Finanzpolitik bei ihren Bemühungen um eine Stützung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage mehr und mehr an ihre Grenzen. Nach OECD-Schätzungen werden die Defizitquote in diesem Jahr mit rund 8 % des BIP und die (Brutto-)Schuldenquote mit 114 % jeweils neue Höchstwerte erreichen.

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Das Wirtschaftswachstum in der EWU hat sich nach der Jahresmitte 1999 deutlich beschleunigt. Das reale BIP wuchs im dritten Quartal saisonbereinigt um knapp 1 % gegenüber dem Dreimonatsabschnitt April/Juni und damit doppelt so stark wie in den beiden vorangegangenen Quartalen. Der Stand vor Jah-

*Verstärkte
Expansion
im zweiten
Halbjahr*

Auslastung der Kapazitäten des Verarbeitenden Gewerbes im Euro-Raum *)

Saisonbereinigte Angaben in %

Land	Jahresdurchschnitt (JD) 1989/1998	1999				2000	Januar 2000 gegen JD 1989/1998 in %-Punkten
		Insgesamt	April	Juli	Oktober	Januar	
Euro-Raum	81,9	81,8	81,8	81,6	81,9	83,0	+ 1,1
darunter:							
Belgien	79,5	80,9	80,8	81,5	81,5	82,9	+ 3,4
Deutschland	84,5	84,0	83,7	83,6	84,2	85,0	+ 0,5
Frankreich	84,4	85,3	84,7	85,5	84,9	86,0	+ 1,6
Italien	77,2	76,0	76,3	75,9	75,8	77,4	+ 0,2
Niederlande	84,1	84,0	84,3	83,8	83,9	84,7	+ 0,6
Spanien	77,7	79,7	80,0	79,5	78,5	80,8	+ 3,1
Nachrichtlich: EU	81,9	81,6	81,5	81,2	81,8	82,8	+ 0,9

* Quelle: EU-Konjunkturumfrage; gewogenes Gesamtergebnis der Länderangaben.

Deutsche Bundesbank

resfrist wurde um gut 2 % übertroffen. Die Temposteigerung ist zum einen darauf zurückzuführen, daß die Inlandsnachfrage lebhafter war als im Frühjahr, was im einzelnen sowohl für die privaten und öffentlichen Konsumausgaben als auch für die Anlageinvestitionen gilt. Zum anderen expandierten die Exporte saisonbereinigt mit 3 % gegenüber dem Vorquartal merklich dynamischer als die Importe (knapp 2 %), so daß sich der Wachstumsbeitrag des EWU-Außenhandels auf knapp einen halben Prozentpunkt erhöhte.

Im Schlußquartal 1999, über das noch keine Angaben zum BIP im Euro-Raum vorliegen, hat sich anderen Indikatoren zufolge die günstige Konjunktorentwicklung fortgesetzt. Die Industrieproduktion nahm im Zeitabschnitt Oktober/November saisonbereinigt um fast

1 % gegenüber dem Sommerquartal zu und übertraf den entsprechenden Vorjahrsstand um 2 ½ %. Damit ging ein deutlicher Anstieg der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe einher; den Befragungsergebnissen zufolge lag sie im Januar dieses Jahres erstmals seit Ende 1998 wieder deutlich über ihrem langjährigen Durchschnitt. Nach der jüngsten EU-Umfrage hat auch das Vertrauen der Industrie in der EWU bis zuletzt weiter zugenommen. Über das ganze Jahr 1999 gesehen dürfte das reale BIP um gut 2 % gewachsen sein.

Im Zuge der kräftigen wirtschaftlichen Belebung in der zweiten Jahreshälfte 1999 sind die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen EWU-Mitgliedsländern kleiner geworden. Dies ist unter anderem darauf zu

Rückgang der Wachstumsunterschiede innerhalb der EWU

rückzuführen, daß die bisherigen Konjunkturnachzügler Deutschland und Italien, deren Exporttätigkeit von den internationalen Krisen besonders stark betroffen war, ihr Expansionstempo merklich steigern konnten. Zwischen den beiden Ländern einerseits und den sehr dynamischen Volkswirtschaften Irland, Finnland, Spanien, Portugal und den Niederlanden andererseits besteht allerdings immer noch ein beträchtliches Wachstumsgefälle.

Arbeitsmarkt

Den revidierten Angaben von Eurostat zufolge hat sich die Lage auf den Arbeitsmärkten im Euro-Raum in den letzten Monaten kontinuierlich verbessert. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im Dezember mit saisonbereinigt 9,6% um 0,9 Prozentpunkte unter ihrem vergleichbaren Vorjahrsstand. Im Durchschnitt des Jahres 1999 bezeichneten sich 10% der Erwerbspersonen als arbeitssuchend; im Jahr zuvor waren es noch knapp 11% gewesen. Besserungstendenzen sind auch in den großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien zu beobachten. In manchen kleineren Ländern, die im Hinblick auf die Arbeitsmarktentwicklung zeitweise eine Vorreiterrolle innehatten, fiel der Rückgang der Erwerbslosigkeit nicht mehr so groß aus wie zuvor.

Verbraucherpreise

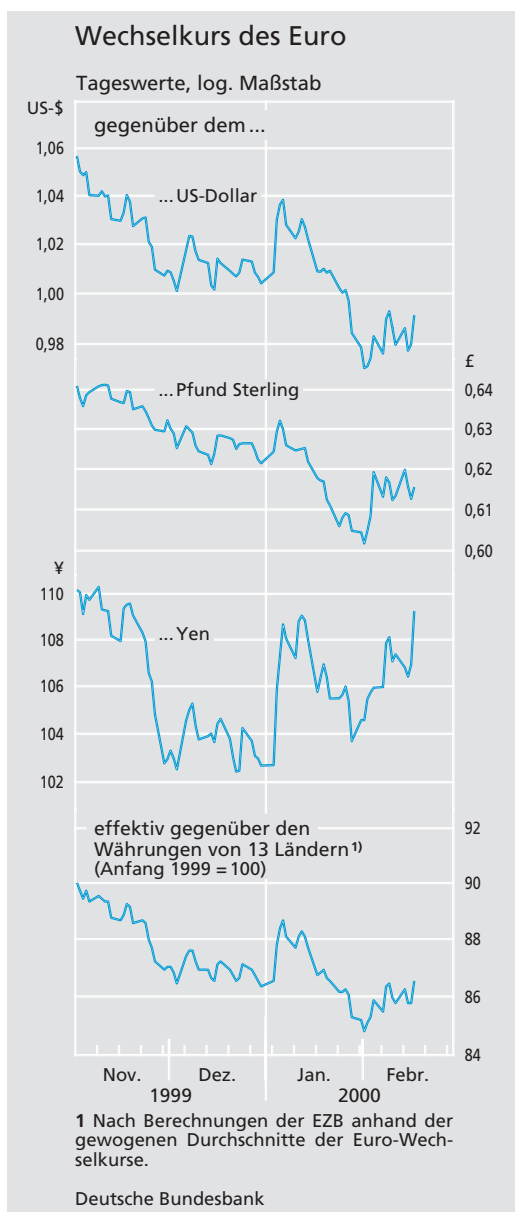
Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich in den Herbstmonaten verstärkt. Beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex insgesamt vergrößerte sich der Vorjahrsabstand im Dezember auf 1,7%, nachdem er vor Jahresfrist noch bei 0,8% gelegen hatte. Unter dem Eindruck steigender Rohölnotierungen und der anhaltenden Euro-Schwäche verteuerten sich vor allem Mineralölprodukte. Ohne Energie-

träger und Nahrungs- und Genußmittel gerechnet stiegen die Preise mit 1,1% deutlich langsamer, wengleich auch in dieser engeren Abgrenzung eine gewisse Beschleunigung des Preisauftriebs erkennbar ist. Im Jahresdurchschnitt 1999 belief sich die Teuerungsrate sowohl in der weiteren wie in der engeren Abgrenzung auf 1,1%. Dabei verstärkte sich der Preisanstieg in den Ländern mit einer unterdurchschnittlichen Teuerungsrate spürbar. In anderen Ländern schwächte er sich sogar ab oder beschleunigte sich vergleichsweise wenig, wozu in den südeuropäischen Mitgliedsländern die Senkung indirekter Steuern beitrug. Den kräftigsten Preisauftrieb hatte im Dezember 1999 Irland mit 3,9% zu verzeichnen; am preisstabilsten war die Lage in Deutschland und Frankreich mit jeweils 1,4%.

EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

Mit der fortschreitenden Erholung der Weltwirtschaft von den Auswirkungen der Krisen in Ostasien hat sich auch die Lage der Exportwirtschaft des Euro-Währungsgebiets in den Herbstmonaten des vergangenen Jahres weiter verbessert. Im Oktober/November 1999 übertrafen die Warenlieferungen in Drittländern ihren Vorjahrsstand bereits wieder um 10½%; im ersten Halbjahr hatten sie dagegen das Niveau des Vorjahres noch um gut 3½% unterschritten. Zusammen mit der ebenfalls wieder lebhafteren Binnennachfrage hat dies gleichzeitig zu einem deutlichen Anstieg der Einfuhren geführt. Dem Wert nach waren die Importe aus Ländern

*Außenhandel
des Euro-Raums
mit Drittländern*



außerhalb des Euro-Währungsraums im Oktober/November sogar 14 ½ % höher als vor Jahresfrist, während die Importumsätze im ersten Halbjahr 1999 noch 1 ½ % unter ihrem Vergleichsstand von 1998 lagen. Allerdings ist der Anstieg zu einem großen Teil auch auf die höheren Einfuhrpreise zurückzuführen; insbesondere die Importpreise für Erdöl sind im Verlauf des Jahres kräftig gestiegen, aber auch andere Einfuhrgüter haben

sich aufgrund der Abwertung des Euro in Inlandswährung gerechnet verteuert. Im Ergebnis ist dadurch der Exportüberschuß der EWU-Länder, trotz der kräftigen realen Exportsteigerung, dem Wert nach im Oktober/November mit 18 ½ Mrd Euro etwas niedriger ausgefallen als im entsprechenden Vorjahreszeitraum (knapp 21 Mrd ECU).

Im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen, also im Dienstleistungsverkehr mit dem Ausland sowie bei den Arbeits-einkommen und Kapitalerträgen sowie den Laufenden Übertragungen, ergab sich in diesem Zeitraum mit 12 ½ Mrd Euro ein Minussaldo in der Höhe des Vorjahres. Insgesamt schloß damit die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets in den Monaten Oktober/November 1999 mit einem Überschuß von 6 Mrd Euro ab, verglichen mit 8 Mrd ECU ein Jahr zuvor.

Leistungsbilanz

Der Euro ist in jüngster Zeit erneut unter Abwertungsdruck geraten. Nach einer Phase der Stabilisierung und zeitweiligen Befestigung gegen Ende des vergangenen und unmittelbar nach Beginn des neuen Jahres fiel die europäische Währung in den letzten Wochen auf einen neuen Tiefstand. Im gewogenen Durchschnitt gegenüber 13 Industrie- und Schwellenländern notierte sie Mitte Februar um knapp 13 ½ % schwächer als zu ihrer Einführung Anfang 1999.

Wechselkursentwicklung

Im Zentrum der Aufmerksamkeit stand naturgemäß das Verhältnis gegenüber dem US-Dollar. Nachdem der Kurs im vergangenen Herbst die psychologisch wichtige Marke von 1 US-\$ (je Euro) gestreift hatte, hielten sich

US-Dollar

die Dollarnotierungen des Euro bis in den Januar in einem engen Band knapp darüber. Die wiederholten Ansätze zu einer deutlichen Befestigung des Euro verloren aber immer rasch wieder an Schwung, wenn günstige Daten für die US-Wirtschaft die Marktteilnehmer überraschten und damit das Vertrauen in die Leistungsfähigkeit der US-Wirtschaft aufs neue bekräftigten. Vor diesem Hintergrund traten in der Markteinschätzung die hohen amerikanischen Leistungsbilanzdefizite eher in den Hintergrund; die beeindruckenden Erfolge bei der Konsolidierung der amerikanischen Staatsfinanzen bildeten offensichtlich ein stabilisierendes Gegengewicht. Trotz der auch diesseits des Atlantiks mittlerweile deutlich verbesserten Wachstumsperspektiven notierte die US-Devisen zuletzt gegenüber dem Euro bei 0,99 US-\$, womit sie sich gegenüber Anfang 1999 um knapp 16 % aufwertete.

Yen

Auch die japanische Währung blieb gegenüber dem Euro in den letzten Monaten des vergangenen Jahres in einer relativ starken Position, obgleich die strukturellen Verwerfungen, welche die weiteren Wachstumsperspektiven Japans belasten, in wichtigen Bereichen fortbestehen und sich die wirtschaftlichen Aussichten für den Euro-Raum eher besser als zuvor darstellen.

Offensichtlich ist das Kursverhältnis stärker von den hohen Handelsüberschüssen gegenüber der amerikanischen Wirtschaft geprägt als von den Wachstumsdifferenzen zum Euro-Währungsgebiet. Nur zeitweilig schwächte sich der Yen, begleitet von erneuten Interventionen der japanischen Zentralbank, etwas

ab. Zuletzt lagen die Kursnotierungen des Euro bei 109 Yen und damit um knapp 18 ½ % unter dem Wert von Anfang Januar 1999 bei seiner Einführung.

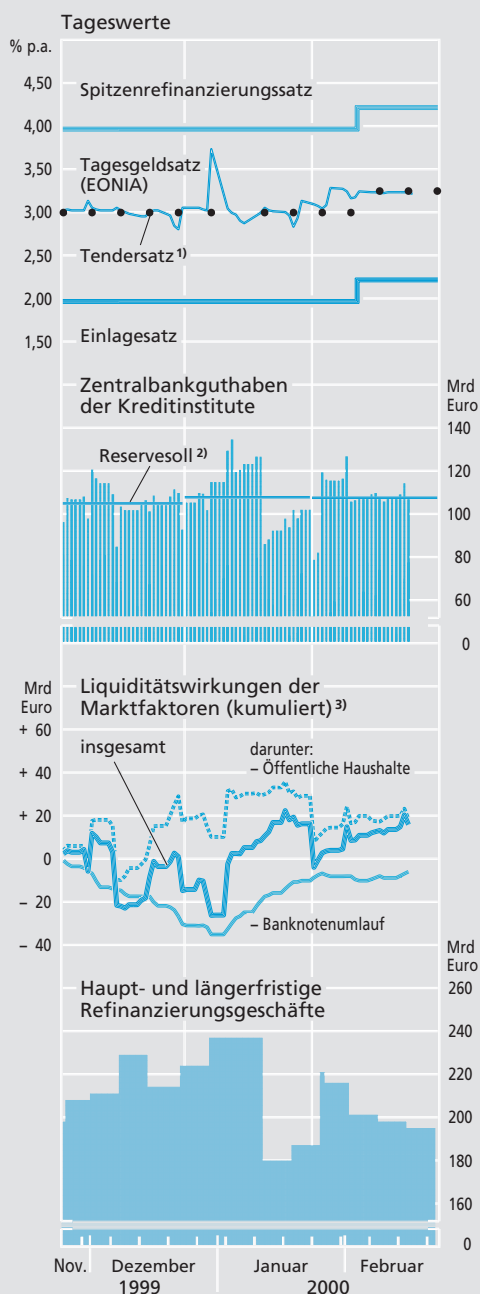
Das Pfund Sterling hat sich in den zurückliegenden Monaten ebenfalls weiter gegenüber dem Euro befestigt. Darin kommen unter anderem das stärker als erwartete Wachstum der britischen Wirtschaft und die gestiegenen Zinsdifferenzen zum Ausdruck. Vor allem im Laufe des Januars wertete die britische Währung gegenüber dem Euro kräftig auf und notierte zuletzt um etwa 13 ½ % stärker als Anfang 1999. In der Spitze lag das Pfund – in D-Mark umgerechnet – Anfang Februar mit einem Wert von 3,25 DM auf seinem höchsten Niveau seit Ende der achtziger Jahre.

Pfund Sterling

Im Unterschied zur Kursentwicklung des Euro gegenüber den beiden großen Weltwährungen Dollar und Yen sowie dem Pfund Sterling blieben die Kurse gegenüber den im Europäischen Wechselkursmechanismus (WKM II) mit dem Euro verbundenen EU-Währungen (dänische Krone und griechische Drachme) praktisch unverändert. Zwar wurde am 15. Januar 2000 der Leitkurs der griechischen Drachme um 3,5 % aufgewertet und damit in Richtung auf den herrschenden Marktkurs angepaßt, so daß sich der Abstand zu diesem auf gut 2 % verkürzte. Die laufenden Notierungen der Drachme wurden davon aber kaum berührt.

*Leitkurs-
anpassung der
Drachme*

Zinsentwicklung und Liquiditätssteuerung im Eurosystem



1 Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. — 2 Erfüllungsperioden: 24.11. bis 23.12., 24.12. 1999 bis 23.01. und 24.01. bis 23.02. 2000. — 3 Banknotenumlauf, Nettosition öffentlicher Haushalte gegenüber dem Eurosystem, Nettowährungsreserven des Eurosystems und sonstige Faktoren; Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben.

Deutsche Bundesbank

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Nach der Zinsanhebung am 4. November 1999 ließ der EZB-Rat die Notenbankzinsen zunächst unverändert. Mit Wirkung vom 9. Februar erhöhte er dann den Zinssatz für die weiterhin als Mengentender ausgeschriebenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 3,0% auf 3,25% und setzte zum 4. Februar die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität von 4,0% auf 4,25% beziehungsweise von 2,0% auf 2,25% herauf. Die Erhöhung war angezeigt, weil die Risiken für die Preisstabilität in der jüngsten Zeit stärker als erwartet zugenommen haben. Hierbei spielten sowohl der beschleunigte Konjunkturaufschwung im Euro-Währungsgebiet, die höheren Ölpreise und der kräftige Anstieg der Importpreise als auch die weiterhin reichliche Liquiditätsausstattung eine Rolle. Die Zinsanhebung soll ein Übergreifen der externen Preisanstöße auf die Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet verhindern, die Preisstabilität mittelfristig sichern und damit einen Beitrag zu einem dauerhaft hohen Wirtschaftswachstum leisten.

Notenbankzinsen im Februar erhöht

Die Politik des Geradeausfahrens um die Jahreswende trug dazu bei, den mit der Jahr-2000-Problematik verbundenen Unsicherheiten an den Finanzmärkten entgegenzuwirken. Tatsächlich zeigte sich, daß diese Risiken zunehmend geringer eingeschätzt wurden. Die Prämien für über den Jahrtausendwechsel reichende unbesicherte Liquidität bildeten sich in den letzten Wochen vor der Jahreswende wieder zurück. Am Jahresultimo blieb der Tagesgeldsatz unter dem Spitzenrefinanzierungssatz.

Jahr-2000-Wende ohne Probleme

zierungssatz. Sofort danach normalisierten sich die Geldmarktsätze.

*Terminsätze
gestiegen*

Insgesamt betrachtet haben sich die Terminsätze seit dem Herbst jedoch deutlich erhöht. Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt wies zudem einen recht steilen Verlauf auf. Hierin kam in erster Linie zum Ausdruck, daß die Marktteilnehmer die jüngste Zinserhöhung des Eurosystems weitgehend erwarteten.

*Tagesgeldsatz
bis Ende Januar
weitgehend
stabil*

Angesichts der im Berichtszeitraum zunächst stabilen Notenbankzinsen und einer laufenden Geldmarktsteuerung, die weiterhin darauf gerichtet war, die vorrangig aus der unverändert hohen Volatilität der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem resultierenden täglichen Schwankungen der Zentralbankguthaben der Kreditinstitute um das Reservesoll zu begrenzen, notierte Tagesgeld (EONIA) in den vergangenen Monaten in der Regel dicht am Hauptrefinanzierungssatz. Erst Ende Januar zog der Tagesgeldsatz in Erwartung der Zinserhöhung des EZB-Rats deutlich über den Haupttendersatz an.

*Erstmals Fein-
steuerungs-
operation im
Januar*

Da der EZB-Rat bereits mit September vorigen Jahres auf den Einsatz eines Haupttenders in der ersten Januarwoche verzichtet hatte, wurde der zum Jahresanfang durch hohe Banknotenrückflüsse, expansiv wirkende öffentliche Kassen sowie einen stärkeren Rückgriff auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität über die Jahreswende bedingten Überliquidierung mittels der Hereinnahme von Termineinlagen im Wege eines einwöchigen Zins-schnelltenders begegnet. Weil das Tenderergebnis jedoch unter dem von der EZB intendierten und vorangekündigten Absorptions-

volumen blieb, konnte die Liquiditätsausstattung des Bankensystems erst durch eine kräftige Kürzung des folgenden ersten Hauptrefinanzierungsgeschäfts dieses Jahres normalisiert werden. Das Zuteilungsprofil der ersten Januarwochen war zudem maßgeblich für den außergewöhnlich knappen Liquiditätseinstieg in die jüngste Reserveerfüllungsperiode.

Die im vierten Quartal fällig gewordenen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte im Betrag von jeweils 15 Mrd Euro wurden auf 25 Mrd Euro aufgestockt, um den Übergang ins Jahr 2000 zu erleichtern. Für die ab Ende Januar auszuschreibenden Basistender hat der EZB-Rat das Volumen wieder auf jeweils 20 Mrd Euro zurückgenommen. Insgesamt betrachtet erhöhten sich die regulären Offenmarktgeschäfte des Eurosystems von November bis Januar um 19,3 Mrd Euro auf 213,5 Mrd Euro. Hiermit wurden im wesentlichen marktmäßige Liquiditätsentzüge von per saldo 12,8 Mrd Euro ausgeglichen und der Anstieg des Mindestreservesolls um 4,3 Mrd Euro alimentiert (vgl. Tabelle auf S. 16).

*Längerfristige
Refinanzie-
rungsgeschäfte*

Die ständigen Fazilitäten nahmen die Kreditinstitute vor allem zum Ende der Erfüllungsperioden (im Dezember insbesondere die Einlagefazilität), aber auch über den Jahreswechsel (vorrangig die Spitzenrefinanzierungsfazilität) in Anspruch, wobei der überwiegende Teil des Rückgriffs jeweils auf deutsche Banken entfiel.

*Ausgleichs-
operationen
der Kredit-
institute*

Die Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsgebiet ist weiterhin reichlich. Ende Dezember übertraf das Geldmengenaggregat M3 im gesamten Währungsgebiet seinen

*Geldmengen-
entwicklung
weiter oberhalb
des Referenz-
werts*

Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd Euro;
berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten
der Reserveerfüllungsperioden

Position	1999/2000		
	24. Nov. bis 23. Dez.	24. Dez. bis 23. Jan.	24. Nov. bis 23. Jan.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 11,2	- 8,7	- 19,9
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem	- 7,5	+ 18,0	+ 10,5
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1)	- 0,1	+ 10,6	+ 10,5
4. Sonstige Faktoren 2)	- 0,2	- 13,7	- 13,9
Insgesamt	- 19,0	+ 6,2	- 12,8
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 9,9	- 11,9	- 2,0
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 11,3	+ 10,0	+ 21,3
c) Sonstige Geschäfte	-	- 3,3	- 3,3
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,0	+ 1,6	+ 1,6
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,6	+ 0,5	- 0,1
Insgesamt	+ 20,5	- 3,1	+ 17,5
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 1,4	+ 3,1	+ 4,6
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 1,4	- 2,9	- 4,3
Nachrichtlich: 3)			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	150,4	138,5	138,5
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	65,0	75,0	75,0
Sonstige Geschäfte	-	- 3,3	- 3,3
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,3	1,9	1,9
Einlagefazilität	1,0	0,5	0,5

* Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 1 Einschließlich liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 2 Einschließlich in Stufe 2 abgeschlossener und in Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte („Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen). — 3 Bestände im Durchschnitt der betrachteten bzw. letzten Erfüllungsperiode.

Deutsche Bundesbank

Vorjahrsstand um 6,4 %, verglichen mit 6,1 % Ende September. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten belief sich im Zeitraum von Oktober bis Dezember auf 6,1 %, gegen 5,9 % von Juli bis September. Er liegt damit weiterhin etwa 1½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4½ %, der vom EZB-Rat für das Jahr 1999 festgesetzt worden war. Bei der Interpretation dieser Zahlen ist jedoch zu beachten, daß der Vorjahrsvergleich aufgrund von Basiseffekten, nämlich der schwachen Geldmengenentwicklung insbesondere im Dezember 1998, die aktuelle Entwicklung derzeit nur bedingt widerspiegelt. Schaltet man diese Basiseffekte aus, indem man auf kürzerfristige saisonbereinigte Verlaufsdaten abstellt, so ist im gesamten zweiten Halbjahr 1999 die Geldmenge M3 trotz einer leichten Beschleunigung im dritten Vierteljahr mit einer Jahresrate von 5 % langsamer als in der ersten Jahreshälfte (8 %) gewachsen. Darüber hinaus ist die Einschätzung der monetären Dynamik weiterhin durch statistische Unsicherheiten erschwert. Auch verläuft das Geldmengenwachstum in den einzelnen Teilnehmerländern der Währungsunion nach wie vor heterogen, obgleich es hier im Verlauf der letzten Monate zu einer gewissen Angleichung gekommen ist. Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 wuchs im Schlußquartal 1999 weitgehend im Einklang mit dem Gesamttaggregat (vgl. S. 17 f.).

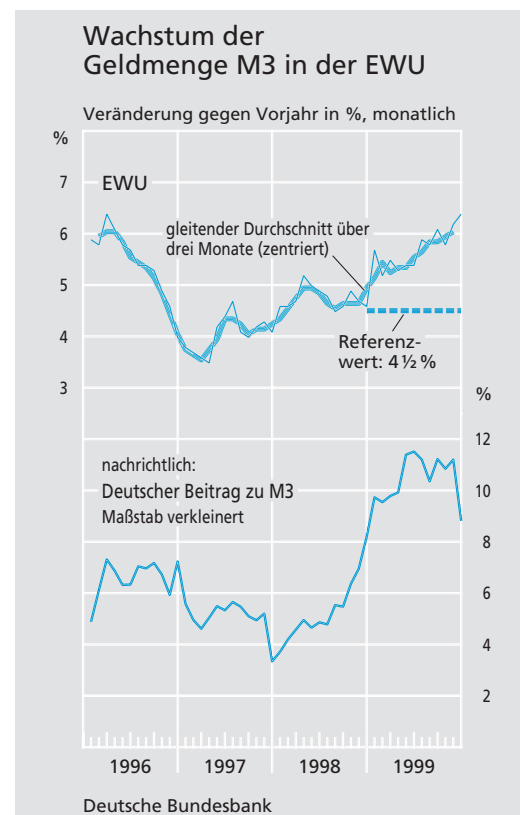
Die einzelnen Geldmengenkomponenten entwickelten sich im vierten Quartal 1999 recht unterschiedlich. So expandierten die in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente, und hier vor allem die Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere, deutlich

*Komponenten
der Geldmenge*

stärker. Auch der Bargeldumlauf nahm spürbar zu; allerdings konzentrierte sich der Anstieg auf den Dezember und dürfte insofern mit dem Jahr-2000-Problem verbundene Unsicherheiten widerspiegeln. Demgegenüber verlangsamte sich das Wachstumstempo der täglich fälligen Einlagen im vierten Quartal 1999; Ende Dezember übertrafen sie ihren Vorjahrsstand um 10,3%, nach 14,9% im September. Die schwache Entwicklung der Sichteinlagen im vierten Quartal dürfte neben Abflüssen in die Bargeldhaltung auch im Zusammenhang mit dem Anstieg der Kurzfristzinsen stehen, der Umschichtungen in befristete Anlageformen gefördert hat. Insgesamt blieb die Geldmenge M1, die neben dem Bargeldumlauf die täglich fälligen Einlagen umfaßt, im Berichtsquartal in saisonbereinigter Betrachtung nahezu unverändert. Im zweiten Halbjahr 1999 ist M1 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 4% gewachsen, verglichen mit gut 16 ½% im ersten Halbjahr. Die übrigen in M3 enthaltenen kürzerfristigen Einlagen wuchsen von Oktober bis Dezember mäßig.

*Bilanz-
gegenposten*

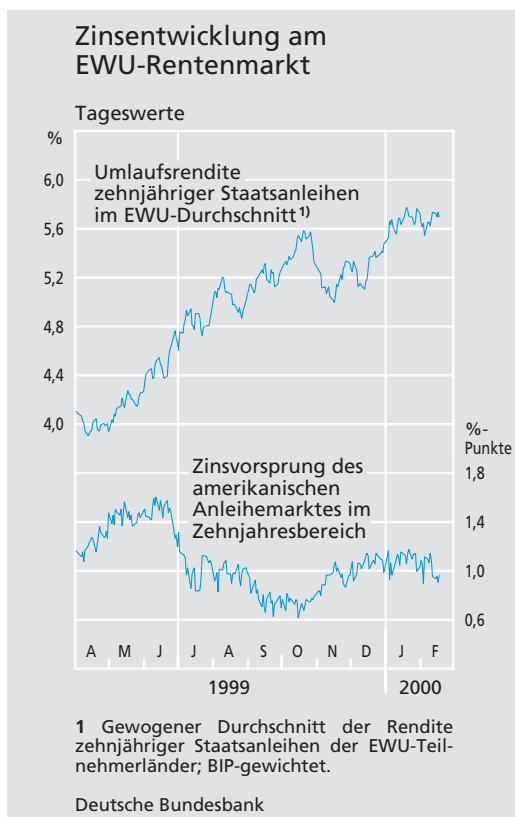
Unter den Bilanzgegenposten expandierten im vierten Quartal 1999 die Kredite an den privaten Sektor weiterhin kräftig. Ende Dezember 1999 übertrafen sie ihren Vorjahrsstand um 10 ½%. Im einzelnen wurden im Berichtszeitraum die Wertpapierkredite der MFIs an den privaten Sektor merklich stärker, die Buchkredite dagegen etwas langsamer als im Vorquartal ausgeweitet. Das etwas geringere Wachstum der Buchkredite im Schlußquartal 1999 von saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet 7% – nach 8 ½% für die Monate Juli bis September – ist im Er-



gebnis ausschließlich auf die schwache Entwicklung im Dezember zurückzuführen. Die Kredite der MFIs an die öffentlichen Hände haben im vierten Quartal 1999 wieder zugenommen, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Vierteljahren jeweils abgebaut worden waren. Die Geldkapitalbildung hat im Berichtszeitraum merklich an Fahrt gewonnen und somit das Geldmengenwachstum stärker als in den Vorquartalen gebremst. Dies gilt auch für den Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit Geschäftspartnern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, wo im vierten Quartal 1999 umfangreiche Mittel abgeflossen sind.

Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist im vierten Quartal insgesamt in etwa im Einklang mit dem Ge-

*Deutscher
Beitrag*



samtaggregat gewachsen, nachdem er insbesondere in der ersten Jahreshälfte noch deutlich kräftiger zugenommen hatte. Die merkliche Abschwächung der monetären Dynamik in Deutschland war weitgehend auf den spürbaren Rückgang der Geldbestände im Dezember infolge des starken Abbaus der täglich fälligen Einlagen zurückzuführen (vgl. S. 25). Ende Dezember war der deutsche Beitrag zu M3 um 8,7% höher als vor Jahresfrist. Diese Rate dürfte die tatsächliche Liquiditätslage in Deutschland weiterhin überzeichnen. Hierfür spricht, daß der Absatz von Geldmarktpapieren deutscher MFIs im vierten Quartal 1999, insbesondere im November, weiter zugenommen hat. Nach den Angaben der Zahlungsbilanzstatistik wurde der Großteil dieser Papiere erneut von Anlegern außerhalb des Euro-Währungsgebiets erworben.¹⁾

Die Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet sind seit Herbst 1999 im Ergebnis weiter gestiegen. Mitte Februar 2000 rentierten zehnjährige Staatsanleihen der EWU-Länder im Durchschnitt bei 5¾%; das ist etwa ein halber Prozentpunkt mehr als Ende September 1999. Gegenüber den Monaten davor hat sich der Anstieg der Kapitalmarktzinsen allerdings abgeschwächt. Diese Verlangsamung ist im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß es im Umfeld der Zinsanhebung des Eurosystems Anfang November zunächst zu einem Renditenrückgang um fast einen halben Prozentpunkt auf 5% kam. Mit dem sich im Laufe des Oktober immer klarer abzeichnenden Zinsschritt wich die Unsicherheit am Kapitalmarkt; die implizite Volatilität des Bund-Future, die die von den Marktteilnehmern am Terminmarkt in nächster Zeit erwarteten Kursschwankungen zeigt, erreichte im November den niedrigsten Stand seit dem Frühsommer.

Rückläufige Kapitalmarktzinsen im Umfeld der EZB-Zinserhöhung im November

In der Folge zogen dann die Kapitalmarktzinsen erneut an. Insbesondere vom amerikanischen Anleihemarkt, wo aufkommende Inflationsbefürchtungen für höhere Renditen sorgten, gingen um die Jahreswende vergleichsweise kräftige Zinssteigerungsimpulse aus. Sie konnten sich im EWU-Raum insbesondere angesichts der sich immer klarer abzeichnenden Wachstumsbeschleunigung, aber auch zunehmender Unsicherheiten über die Preisentwicklung verfestigen. Von Mitte November 1999 bis

Erneuter Zinsanstieg um die Jahreswende

¹ Da bei diesen Papieren der Umlauf abzüglich der von MFIs im Euro-Raum gehaltenen Bestände ausgewiesen und – infolge statistischer Schwierigkeiten – bisher nicht zusätzlich zwischen Erwerbern aus dem Währungsgebiet und aus Drittländern unterschieden wird, gehen solche Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber Akteuren außerhalb des Euro-Raums in die Geldmenge M3 ein.

Ende Januar 2000 stiegen die Renditen im EWU-Durchschnitt um dreiviertel Prozentpunkte auf 5¾%. Allerdings vollzogen die Renditen in der EWU die Entwicklung in den USA nicht in gleichem Maße nach, so daß sich der Zinsvorsprung des US-Markts gegenüber der EWU im Zehnjahresbereich bis Ende Januar auf fast 1¼ Prozentpunkte ausweitete.

*Renditen-
rückgang nach
Zinsanhebung
im Februar*

Im Zusammenhang mit der Anhebung der Refinanzierungssätze durch das Eurosystem Anfang Februar um einen viertel Prozentpunkt gingen die Kapitalmarktzinsen zunächst erneut zurück. In der Folge zogen die Renditen wieder leicht an, und Mitte Februar lagen sie bei etwa 5¾%. Die Reaktion am EWU-Kapitalmarkt auf die Zinsentscheidungen des Eurosystems im November und im Februar ist ein Indiz dafür, daß es gelungen ist, die Inflationserwartungen an den Kapitalmärkten niedrig zu halten. Sie unterstreicht zugleich, daß die Marktakteure die Zinsschritte als angemessene Maßnahmen zur Vorbeugung gegen zunehmende Preisrisiken bewerten.

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet sind gegen Jahresende stark gestiegen. Im vierten Quartal 1999 legten die Notierungen

europäischer Dividendenwerte – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex – um mehr als 30% zu. Die Entwicklung folgte zunächst weitgehend den Kursvorgaben der Wall Street. Gegen Jahresende lösten sich die europäischen Aktienmärkte aber zunehmend von internationalen Einflüssen. Die Aussicht auf eine kräftige Wachstumsbelegung im Euro-Raum, aber auch eine optimistischere Einschätzung des wirtschaftspolitischen Reformwillens in wichtigen EWU-Ländern trugen dazu bei, daß europäische Dividendenwerte in diesem Zeitraum deutlich höhere Kurszuwächse verzeichneten als der US-Aktienmarkt. Damit konnten die europäischen Aktienmärkte die vergleichsweise schwache Kursentwicklung gegenüber den USA in den ersten Monaten des Jahres 1999 wettmachen. Seit Anfang 2000 gab es zwar neue Kursrekorde, doch hat die Volatilität zugenommen. Dies mag mit erneut aufkommenden Unsicherheiten über die weitere Zinsentwicklung, aber auch dem inzwischen erreichten Bewertungsniveau zusammenhängen. Mitte Februar 2000 waren die Notierungen um rund 5% höher als Ende 1999 und 37% höher als Ende September.

*Zunächst
haussierende,
dann zuneh-
mend volatile
Aktienkurse*