

# Die Wirtschaftslage in Deutschland im Herbst 2000

# Internationales und europäisches Umfeld

## Weltwirtschaftliche Entwicklung

---

Das Wachstum der Weltwirtschaft hat sich im Sommerhalbjahr mit hohem Tempo fortgesetzt. In den Industrieländern war die konjunkturelle Entwicklung durchweg aufwärts gerichtet. Zudem konnten die Entwicklungs- und Schwellenländer sowie die Mehrzahl der Reformländer in Mittel- und Osteuropa erneut sehr kräftige Produktionszuwächse erzielen. Dies hat auch zu einer verstärkten Ausweitung des Welthandels geführt. Nach der im September veröffentlichten Herbstprognose des Internationalen Währungsfonds (IWF) wird die globale Produktion im Jahr 2000 mit gut 4 ½ % so stark zunehmen wie seit 1988 nicht mehr und damit deutlich über dem längerfristigen Trend liegen. Die Expansion des Welthandelsvolumens könnte sich danach gegenüber 1999 sogar auf 10 % verdoppeln. Allerdings sind durch die Verschlechterung der Terms of Trade und den damit einhergehenden Entzug an realer Kaufkraft in den Ölverbraucherländern sowie mit den höheren Preissteigerungen Schatten auf das globale Konjunkturbild gefallen. Die weltwirtschaftlichen Perspektiven für 2001 und 2002 werden deshalb allgemein nicht mehr ganz so günstig eingeschätzt wie zuvor. Gleichwohl sind bei Vermeidung interner Verteilungskämpfe und bei fortgesetzten Reformanstrengungen die Aussichten weiterhin gut, dass die Weltwirtschaft auf Wachstumskurs bleibt.

*Weltkonjunktur  
weiterhin  
aufwärts  
gerichtet, ...*

*... aber  
retardierende  
Einflüsse  
der Energie-  
verteuerung*

Hierbei ist auch zu bedenken, dass dem Entzug an realer Kaufkraft in den ölimportierenden Ländern Realeinkommensgewinne bei den Ölförderstaaten gegenüberstehen, die

*Höhere Importe  
der Ölexport-  
länder*

mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung zu einer höheren Nachfrage nach Exportgütern in den Industrieländern führen dürften. Dabei spielt eine Rolle, dass sich die meisten Öl-exportländer in den Jahren 1997/98 auf Grund niedriger Erlöse aus dem Ölgeschäft gezwungen sahen, ihre Importe teilweise drastisch zu kürzen. Der Nachholbedarf dürfte deshalb vor allem in den bevölkerungsreichen Ölförderstaaten, die in der Regel eine hohe gesamtwirtschaftliche Absorptionsneigung aufweisen, recht groß sein.

*Globales  
Preisklima  
eingetrübt*

Seit ihrem Tiefstand Anfang 1999 haben sich die Rohölpreise in US-Dollar gerechnet verdreifacht. Trotz der von den OPEC-Ländern beschlossenen Ausweitung der Fördermengen belasten die relativ niedrigen Lagerbestände weiterhin den Ölmarkt. Allerdings blieben die Ölpreise unter dem Höchststand in der zweiten Ölpreiskrise 1979/80. Dieser Befund gilt erst recht in realer Rechnung, in der die Preisentwicklung der Exportgüter der Ölverbraucherländer ins Kalkül genommen wird. Auf Grund der kräftigen Energieverteuerung sind die Verbraucherpreise in den Industrieländern im Oktober mit reichlich 2 % um knapp einen Prozentpunkt stärker gestiegen als vor Jahresfrist. Die Rate der Kerninflation, bei der die Preise für Energie und Nahrungsmittel ausgeschaltet werden, hat sich zuletzt ebenfalls erhöht, wenn auch nur vergleichsweise moderat. In den Schwellen- und Entwicklungsländern sowie den Reformstaaten werden die Teuerungsimpulse des Ölpreisanstiegs in der Statistik teilweise dadurch gemildert, dass sich der Preisauftrieb bei anderen Produkten wieder vermindert hat. Zuvor waren dort vielfach – nicht zuletzt

### Vorausschätzungen des IWF für 2000 und 2001

Position	1998	1999	2000	2001
<b>Reales Bruttoinlandsprodukt</b>	Veränderung gegen Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 2,4	+ 3,2	+ 4,2	+ 3,2
darunter:				
USA	+ 4,4	+ 4,2	+ 5,2	+ 3,2
Japan	- 2,5	+ 0,2	+ 1,4	+ 1,8
EWU 2)	+ 2,7	+ 2,4	+ 3,5	+ 3,4
<b>Verbraucherpreise 3)</b>				
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 1,5	+ 1,4	+ 2,3	+ 2,1
darunter:				
USA	+ 1,6	+ 2,2	+ 3,2	+ 2,6
Japan	+ 0,6	- 0,3	- 0,2	+ 0,5
EWU 2)	+ 1,1	+ 1,2	+ 2,1	+ 1,7
<b>Arbeitslosigkeit</b>	Zahl der Arbeitslosen in % der Erwerbspersonen			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	6,7	6,3	5,9	5,7
darunter:				
USA	4,5	4,2	4,1	4,4
Japan	4,1	4,7	5,0	5,3
EWU	10,8	9,9	9,0	8,3

Quelle: IWF, World Economic Outlook, September 2000. — 1 Industrieländer zuzüglich Israel, China (Taiwan), Hongkong (Sonderverwaltungsregion), Republik Korea und Singapur. — 2 Wachstumsprognose im Rahmen der Artikel IV Discussions vom Oktober 2000 leicht nach unten revidiert; Verbraucherpreisanstieg in 2000 und 2001 jetzt mit 2,3 % bzw. 2,1 % höher eingeschätzt als noch im September. — 3 Preisindex für die Lebenshaltung.

Deutsche Bundesbank

auf Grund starker Abwertungen – hohe zweistellige oder sogar dreistellige Preissteigerungsraten registriert worden.

Insgesamt betrachtet werden die negativen Auswirkungen der jüngsten Ölverteuerung im Hinblick auf Wachstum und Inflation – sofern es nicht zu weiteren Preisschüben kommt – voraussichtlich deutlich schwächer ausfallen als die entsprechenden Wohlfahrtsverluste im Gefolge der Ölpreiskrisen in den siebziger Jahren und Anfang der achtziger Jahre. Zum einen hat sich die Abhängigkeit der Verbraucherländer vom Öl – gemessen am Bruttoinlandsprodukt (BIP) – seit damals strukturell deutlich vermindert. Zum anderen ist das stabilitätspolitische Umfeld derzeit sehr viel günstiger. Die Ölpreiserhöhungen in den siebziger und Anfang der achtziger Jahre

*Belastung der  
Weltwirtschaft  
geringer als  
in früheren  
Ölpreiskrisen*

hatten in den Industrieländern Verteilungskämpfe ausgelöst beziehungsweise verschärft, die den Preisauftrieb zusätzlich verstärkt und die Geldpolitik veranlasst hatten, die monetären Zügel kräftig anzuziehen. Anders als damals ist es in den Industrieländern bisher nur vereinzelt zu Zweitrundeneffekten gekommen.

USA

In den USA hat sich das Wirtschaftswachstum im Sommer spürbar abgeschwächt. Das reale BIP nahm saison- und kalenderbereinigt um  $\frac{3}{4}\%$  zu, nachdem es in den beiden Vorquartalen noch um  $1\frac{1}{4}\%$  beziehungsweise  $1\frac{1}{2}\%$  expandiert hatte. Das Ergebnis der entsprechenden Vorjahrszeit wurde im dritten Jahresviertel um  $5\frac{1}{4}\%$  übertroffen, verglichen mit 6% im Frühjahr. Zu der schon seit längerem erwarteten konjunkturellen Abkühlung haben – neben dem Rückgang des Staatsverbrauchs – vor allem das kräftige Minus bei den recht zinsreagiblen Wohnungsbauinvestitionen und der moderatere Zuwachs der gewerblichen Investitionen beigetragen. Dagegen zog der private Konsum, der im Frühjahr merklich an Schwung verloren hatte, wieder an. Dies ging jedoch zu Lasten der Sparquote, die mit  $-0,2\%$  des verfügbaren Einkommens ein neues Rekordtief erreicht hat. Zudem nahmen die Exporte im Verlauf betrachtet erstmals seit längerem kräftiger zu als die Importe. Das Defizit im Außenhandel ist deshalb nur noch relativ wenig gestiegen, so dass das Wirtschaftswachstum von daher kaum noch belastet wurde.

Neben den jüngsten Ergebnissen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen deuten auch andere Indikatoren auf eine langsamere

konjunkturelle Gangart hin. So ist die Kapazitätsauslastung in der Industrie nach der Jahresmitte merklich gesunken. Außerdem war die Zahl der Genehmigungen für neue Wohnbauten weiter rückläufig. Zu der sich abzeichnenden „weichen Landung“ passt auch, dass die Arbeitskosten im dritten Quartal saisonbereinigt mit knapp 1% schwächer als in den beiden Vorquartalen zugenommen haben. Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich im Vorjahrsvergleich jedoch auf Grund der höheren Energiepreise auf 3,5% im Durchschnitt der Monate Juli/Oktober verstärkt. Die Kerninflationsrate, das heißt die Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet, lag zuletzt bei 2,5%.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Japan ist im ersten Halbjahr 2000 saisonbereinigt mit einer Jahresrate von gut 4% gestiegen. Dabei wurde das Wachstum sowohl von einer sich bessernden Inlandsnachfrage als auch von steigenden Nettoexporten getragen. Nach den erfreulichen, allerdings durch Sonderfaktoren beeinflussten Ergebnissen der ersten Jahreshälfte ist für das dritte Quartal, für das noch keine VGR-Angaben vorliegen, mit einer schwächeren Expansion zu rechnen. Die konjunkturelle Grundtendenz blieb jedoch bis zuletzt aufwärts gerichtet. Die japanische Industrieproduktion, die in letzter Zeit einen glatteren Verlauf aufweist als das BIP, nahm im Zeitraum Juli/September saisonbereinigt um knapp 2% zu und übertraf den Stand vor Jahresfrist um fast  $5\frac{1}{2}\%$ . Der kräftige Anstieg der Auftragseingänge im Maschinenbau ist zudem ein Indiz dafür, dass die privaten Investitionen im Sommer erneut spürbar gewachsen sind. Die Indikatoren zur

Japan

Konsumnachfrage der privaten Haushalte am aktuellen Rand vermitteln dagegen ein unklares Bild. Die Voraussetzungen für eine Stärkung der Konsumkonjunktur scheinen sich jedoch insofern zu verbessern, als sich die Situation am Arbeitsmarkt stabilisiert und die Realeinkommen der Arbeitnehmer wieder steigen. Der mit dem Anstieg der Ölpreise verbundene Entzug an realer Kaufkraft bei den privaten Haushalten ist dadurch kompensiert worden, dass die Preise gewerblicher Waren erneut rückläufig waren. Der Index der Verbraucherpreise insgesamt lag im Oktober wie in den beiden Vormonaten um 0,8 % unter dem Stand vor Jahresfrist. Das vor kurzem angekündigte neue Konjunkturprogramm soll verhindern, dass die öffentlichen Investitionen im nächsten Jahr stark zurückgehen. Die alles in allem günstigere Konjunkturentwicklung kann jedoch nicht verdecken, dass die japanische Wirtschaft immer noch mit erheblichen strukturellen Problemen konfrontiert ist. Bedenklich ist in diesem Zusammenhang vor allem, dass die Zahl der Insolvenzen seit mehr als einem Jahr in der Tendenz wieder kräftig steigt.

#### *Großbritannien*

In Großbritannien war das reale BIP im dritten Quartal nach ersten Schätzungen saison- und kalenderbereinigt um  $\frac{3}{4}$  % höher als in der Vorperiode; es lag damit um knapp 3 % über dem Stand vor Jahresfrist. Gegenüber dem Frühjahr hat sich das Expansionstempo etwas verlangsamt. Ausschlaggebend dafür war die nachlassende Dynamik im Dienstleistungssektor. In den letzten Monaten scheint sich die Konjunktur weiter abgeflacht zu haben. Die Industrieproduktion gab im September saisonbereinigt nach und wuchs im dritten

Quartal insgesamt deutlich schwächer als noch im Frühjahr. Zudem war die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe im Sommer leicht rückläufig. Die Situation am Arbeitsmarkt ist jedoch nach wie vor angespannt. Im September/Oktober war die saisonbereinigte Arbeitslosenquote mit 3,6 % so niedrig wie seit dem Sommer 1975 nicht mehr. Die standardisierte Quote lag im dritten Quartal freilich noch bei 5,4 %. Ohne Hypothekenzinsen gerechnet waren die Verbraucherpreise im Oktober 2,0 % höher als ein Jahr zuvor und blieben damit weiterhin unter der offiziellen Zielmarke von 2,5 %. Der Preisdruck war etwas geringer als im Herbst 1999. Zwar sind die Energiepreise auch in Großbritannien zwischenzeitlich kräftig gestiegen. Dem standen jedoch Preissenkungen bei gewerblichen Waren gegenüber, wozu der scharfe Wettbewerb maßgeblich beigetragen hat. Zudem ist die Teuerung bei den Dienstleistungen spürbar schwächer geworden.

#### **Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU**

Das internationale Umfeld ist auf Grund der ölpreis- und wechsellkursbedingten Verschlechterung der Terms of Trade für die Volkswirtschaften des Euro-Raums im Sommer nicht mehr so günstig gewesen wie in den Quartalen zuvor. Infolgedessen hat sich nach den Umfragen das allgemeine Konjunkturklima in den letzten Monaten etwas eingetrübt. Der Indikator für das Vertrauen in der Industrie tendierte im Oktober zwar wieder nach oben, er lag aber noch unter dem letzten Höchststand im Juni. Die Stimmung der

*Euro-Raum  
weiter auf  
Wachstumskurs*

### Zur Preisentwicklung im Euro-Raum und in den USA im Jahr 2000

Veränderung gegen Vorjahr in %  
(Differenzen in Prozentpunkten)

Position	1. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
<b>Verbraucherpreise insgesamt</b>			
EWU <sup>1)</sup>	+ 2,0	+ 2,0	+ 2,5
USA <sup>2)</sup>	+ 3,2	+ 3,3	+ 3,5
Differenz	- 1,2	- 1,3	- 1,0
<b>Kernrate <sup>3)</sup></b>			
EWU	+ 1,1	+ 1,2	+ 1,3
USA	+ 2,2	+ 2,4	+ 2,6
Differenz	- 1,1	- 1,2	- 1,3
<b>Energiepreise</b>			
EWU	+ 13,7	+ 12,3	+ 13,6
USA	+ 19,6	+ 17,0	+ 15,8
Differenz	- 5,9	- 4,7	- 2,2
<b>BIP-Deflator <sup>4)</sup></b>			
EWU	+ 1,0	+ 0,9	...
USA	+ 1,7	+ 2,0	+ 2,3
Differenz	- 0,7	- 1,1	...

<sup>1</sup> HVPI. — <sup>2</sup> CPI. — <sup>3</sup> Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel. — <sup>4</sup> Vergleichbarkeit auf Grund methodischer Unterschiede zwischen den USA und den EWU-Ländern bei der Deflationierung des nominalen BIP beeinträchtigt.

Deutsche Bundesbank

Konsumenten, die durch den Ölpreis- und Wechselkursbedingten Kaufkraftentzug am stärksten belastet werden, hat sich ebenfalls verschlechtert. Vor allem beim Kauf von neuen Pkw haben sich die privaten Haushalte merklich zurückgehalten.

Trotz der zu beobachtenden Abkühlung des Konjunkturklimas sind die Wachstumsperspektiven der EWU-Länder weiterhin als gut zu bewerten. Zum einen dürfte der Euro-Raum von einem Anstieg der Importe der öl-exportierenden Länder stärker profitieren als andere Industrieländer; hierfür sprechen seine hohe preisliche Wettbewerbsfähigkeit sowie die relativ großen Marktanteile. Zum anderen werden die retardierenden Einflüsse im nächsten Jahr voraussichtlich zu einem guten Teil von kräftigen Impulsen der Finanzpolitik in

mehreren Mitgliedsländern überlagert werden, die sich auf schätzungsweise ½ % des EWU-BIP belaufen. Darüber hinaus dürfte die anhaltend günstige Beschäftigungsentwicklung weiterhin zur Stabilisierung der Konjunktur beitragen. Die Zahl der Erwerbstätigen ist im ersten Halbjahr um rund 2 % gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit gestiegen. Infolgedessen ist auch die Arbeitslosigkeit spürbar gesunken, und zwar saisonbereinigt von 9,6 % im Januar auf 9,0 % im September. In dieses durchaus positive Bild passt, dass die Industrieproduktion im Juli/August – aktuellere Angaben liegen noch nicht vor – weiter gewachsen ist, und zwar saisonbereinigt um knapp ½ % gegenüber dem zweiten Quartal und um fast 6 % binnen Jahresfrist. Zudem nahm die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe im Zeitraum Juli/Oktober ausgesprochen kräftig zu und erreichte das höchste Niveau seit Anfang 1991.

Der Anstieg der Verbraucherpreise in der EWU hat sich im Oktober wieder etwas verlangsamt. Nachdem im September die Vorjahrsrate des harmonisierten Preisindex mit 2,8 % ihren höchsten Stand seit sechseinhalb Jahren erreicht hatte, ist sie zuletzt auf 2,7 % zurückgegangen. Maßgeblich hierfür waren sinkende Preise für Mineralölerzeugnisse, die den Preisrückgängen auf den internationalen Märkten folgten. Ohne Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel, die wegen ihrer starken, durch Sondereinflüsse bedingten Schwankungen für die grundlegenden Inflationstendenzen kaum indikativ sind, belief sich die Teuerungsrate im Oktober auf 1,5 %. Das war nur wenig mehr als in den vorangegan-

*Nachlassender  
Preisdruck zum  
Herbstbeginn*

genen Monaten. So gesehen blieb die Preisentwicklung bis in die jüngste Zeit hinein noch moderat. Entscheidend für die weitere Entwicklung wird sein, wie die Lohnpolitik auf die importierten Preissteigerungen reagiert. In Deutschland liegt der Anstieg der Tariflöhne für 2001 schon weitgehend fest; dies gilt mit gewissen Abstrichen auch für Frankreich. Die in den beiden größten Ländern des Euro-Gebiets zu beobachtende maßvolle Tariflohnentwicklung sollte für die anderen EWU-Staaten als Maßstab dienen.

*Zum Stabilitätsgefälle EWU versus USA*

Ein Vergleich mit der Preisentwicklung in den USA deutet auf ein ausgeprägtes Stabilitätsgefälle zu Gunsten des Euro-Raums hin. Bei der Teuerung auf der Verbraucherstufe insgesamt belief es sich im Oktober auf drei viertel Prozentpunkte und bei der Kernrate sogar auf einen Prozentpunkt. Zwar spielt hierbei auch der zyklische Vorsprung der amerikanischen Wirtschaft und der dort höhere gesamtwirtschaftliche Auslastungsgrad eine Rolle; doch reicht dies nicht aus, den bisher wenig beachteten größeren Stabilitätserfolg in Europa zu erklären.

### **EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung**

*Ausfuhren in Drittländer*

Das kräftige weltwirtschaftliche Wachstum und die wechselkursbedingten Wettbewerbsvorteile der Anbieter aus dem Euro-Raum im internationalen Handel haben dem Auslandsgeschäft der europäischen Exportwirtschaft in den Sommermonaten weiter Auftrieb gegeben. Im Ergebnis übertrafen die wertmäßigen Ausfuhren im Zweimonatszeitraum Juli/

August (die Septemberzahlen liegen noch nicht vor) ihren entsprechenden Vorjahrswert um 18 ½ %. Hinter diesem Umsatzwachstum stehen seit Anfang dieses Jahres zwar auch zunehmend Preiserhöhungen, durch die insbesondere die Verteuerung der Energiekosten auf der Erzeugerebene weitergegeben wird. Doch dürften darauf „nur“ vier bis fünf Prozentpunkte entfallen, so dass auch die reale Ausfuhr binnen Jahresfrist außerordentlich kräftig gestiegen ist.

*Einfuhren*

Im Vergleich dazu spielen die Preissteigerungen auf der Importseite eine wesentlich größere Rolle; insbesondere schlagen hier die Erdöleinfuhren des Euro-Raums zu Buche. Dem Wert nach sind die Einfuhren aus Drittländern deshalb noch stärker gewachsen als die Ausfuhren. In den Berichtsmonaten übertrafen sie ihr Vorjahrsergebnis um 25 ½ %. Trotz der günstigen Exportkonjunktur hat sich daher der Überschuss, den die EWU-Länder im Warenhandel erzielen, binnen Jahresfrist erheblich verringert, nämlich von gut 18 Mrd Euro auf 13 Mrd Euro im Juli/August dieses Jahres.

*Leistungsbilanz*

Die „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen des Euro-Gebiets mit Drittländern schlossen im Juli/August mit einem Defizit von 17 ½ Mrd Euro und damit praktisch unverändert gegenüber dem Vorjahr ab. Zwar kam es im Dienstleistungsverkehr zu einer leichten Verbesserung des Saldos, doch fielen die Defizite in der Teilbilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie vor allem bei den Laufenden Übertragungen höher aus als vor Jahresfrist. Die gesamte Leistungsbilanz des Euro-Währungsraums wies daher im Juli/August

Wechselkurs-  
entwicklung

2000 einen Passivsaldo von 4 ½ Mrd Euro auf, verglichen mit einem leichten Überschuss (½ Mrd Euro) in der entsprechenden Vorjahrszeit.

Die Abwertung des Euro setzte sich in den letzten Monaten fort. Nach einer vorübergehenden Erholungsphase im Frühjahr sind die Euronotierungen in den Sommermonaten wieder eingebrochen. Im weiteren Jahresverlauf sanken sie auf neue Tiefstände. Der starke Kursrückgang der europäischen Währung und die damit verbundenen Risiken für die Preisstabilität veranlassten schließlich die Europäische Zentralbank zusammen mit den G7-Notenbanken am 22. September zu einer konzertierten Stützungsoperation, durch die der Euro vorübergehend wieder Auftrieb gewann. Er geriet bald darauf aber erneut unter Abwertungsdruck. Erst gegen Ende Oktober schien sich die Entwicklung auf niedrigem Niveau stabilisiert zu haben. Die EZB unterstützte die marktmäßige Befestigung des Euro in den ersten Novembertagen durch entsprechende Interventionen am Devisenmarkt.

US-Dollar

Die anhaltende Schwäche des Euro war gegenüber allen wichtigen Partnerwährungen zu beobachten. Im Mittelpunkt der Aufmerksamkeit steht dabei aber regelmäßig die Kursentwicklung gegenüber dem US-Dollar. Nach Dollar/Euro-Notierungen von 0,94 US-\$ im Durchschnitt des Monats Juli fiel der Kurs bis Mitte September auf 0,85 US-\$. Insbesondere die etwas zurückhaltendere Einschätzung des weiteren Wirtschaftswachstums im Euro-Raum nach den Befragungsergebnissen des ifo Instituts für die Sommermonate und die Belastungen der Euroländer durch die unerwartet ho-

hen und bis in den September weiter gestiegenen Ölpreise haben dazu beigetragen. Die sich ebenfalls mehrenden Anzeichen für eine allmähliche Abschwächung der US-Konjunktur sind dagegen zunächst ohne erkennbaren Einfluss geblieben. Teilweise wurde sogar argumentiert, dass die sich abzeichnende „weiche Landung“ der amerikanischen Wirtschaft und die davon ausgehenden stabilisierenden Wirkungen auf die Weltwirtschaft den US-Dollar eher begünstigten. Die Devisenmarktinterventionen gegen Ende September konnten den Euro in diesem Umfeld daher nur kurze Zeit stützen. In der zweiten Oktoberhälfte kam die Schwäche der europäischen Börsen als weiterer Belastungsfaktor für den Euro hinzu. Außerdem zog die US-Währung wegen der Krisen im Nahen Osten als „sicherer Hafen“ die Kapitalströme auf sich. Gegen Ende Oktober notierte der Euro gegenüber dem Dollar mit 0,83 US-\$ auf seinem bisher tiefsten Stand. Neue Daten über eine Abschwächung des amerikanischen Wirtschaftswachstums im dritten Quartal, die wenig später veröffentlicht wurden, haben seitdem zu einer leichten Befestigung des Euro geführt, die die Europäische Zentralbank Anfang November durch weitere Interventionen unterstützte. Zuletzt notierte der Euro bei 0,85 US-\$.

Auch gegenüber dem japanischen Yen wertete sich der Euro seit dem Sommer weiter ab. Nach einem durchschnittlichen Kurs von 101 Yen im Juli fiel der Euro bis Ende Oktober im Ergebnis auf 92 Yen und damit in einem ähnlichen Ausmaß wie gegenüber dem US-Dollar. Zwischenzeitlich hatte auch der US-Dollar gegenüber dem Yen etwas an Boden verloren, weil sich die Wachstumsaus-

Yen

sichten der japanischen Wirtschaft im September eher günstiger darzustellen schienen, als bislang an den Märkten angenommen worden war. Entsprechend stärker fiel während dieser Zeit auch die Aufwertung des Yen gegenüber dem Euro aus. Danach hat allerdings der Zusammenbruch eines großen japanischen Versicherungsunternehmens die Aufmerksamkeit der Märkte erneut auf die unge lösten Strukturprobleme in Japans Wirtschaft gelenkt. Seitdem hat der Yen auch gegenüber dem US-Dollar wieder nachgegeben.

*Pfund Sterling*

Gegenüber dem britischen Pfund hat der Euro seit dem Sommer ebenfalls an Wert verloren. Zunächst hatte er sich zwar noch gut behauptet, da die Möglichkeit von Zinssenkungen durch die Bank von England und die insgesamt vorsichtiger eingeschätzten Konjunkturperspektiven bis in den September die britische Währung belasteten. Erst im Oktober verlor der Euro deutlicher gegenüber dem Pfund Sterling an Wert und notierte vorübergehend wieder nahe bei seinem Tiefstand von Anfang Mai.

*EWS*

Die Kursverhältnisse im EWS entwickelten sich in den Sommer- und Herbstmonaten weiterhin sehr stabil. Auch die Ablehnung der Euro-Einführung durch das dänische Referendum Ende September zog den Kurs der Krone nicht erkennbar in Mitleidenschaft. Unterstützende Devisenmarktinterventionen der dänischen Notenbank und eine Zinserhöhung um einen halben Prozentpunkt haben vermutlich geholfen, die Krone auch während dieser Zeit eng bei ihrem Leitkurs gegenüber dem Euro zu halten. Die griechische Drachme näherte sich erwartungsgemäß weiter ihrem



Euroleitkurs, der dem Umstellungskurs zum Eintritt Griechenlands in das Eurosystem Anfang nächsten Jahres entspricht.

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets verlor der Euro seit Juli fast 6%. Er notierte damit um 21% niedriger als bei der Einführung des Euro. Real – also unter Berücksichtigung

*Effektiver Wechselkurs*

der unterschiedlichen Preissteigerungsraten im Euro-Gebiet und in den betrachteten Partnerländern – ist die Abwertung des Euro während dieser Zeit ähnlich hoch ausgefallen.

Die Wettbewerbsvorteile, die den Exporteuren der Euroländer daraus erwachsen, haben aller Erfahrung nach keinen dauerhaften Bestand, da sie durch die Verteuerung der Importe rasch wieder aufgezehrt werden. Vor allem aber können sie mögliche Vertrauensschäden bei den Anlegern und die sich daraus ergebenden Konsequenzen für das Kapitalangebot und die Investitionsbereitschaft im Euro-Gebiet nicht aufwiegen. Für die Geldpolitik gibt es daher zur Fortführung ihrer stabilitätspolitischen Linie keine Alternative. Auch in den übrigen Politikbereichen gilt es, den eingeschlagenen Reformweg weiter zu beschreiten und damit das Vertrauen der Anleger in die wirtschaftliche Zukunft des Euro-Gebiets zu stärken.

### Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

*Zinserhöhungen  
im September  
und Oktober*

Der EZB-Rat hat die Notenbankzinsen Anfang September und Oktober weiter einheitlich um jeweils einen viertel Prozentpunkt angehoben. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität liegen seit dem 6. Oktober bei 5,75 % und 3,75 %. Der Mindestbietungssatz für die unverändert als Zinstender ausgeschriebenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beträgt seit dem am 11. Oktober abgewickelten Geschäft 4,75 %. Im Ergebnis sind die Notenbankzinsen damit um  $2\frac{1}{4}$  Prozentpunkte

höher als auf ihrem Tiefststand im Herbst vergangenen Jahres, als der EZB-Rat mit der Straffung seines geldpolitischen Kurses begann. Mit den jüngsten Zinsmaßnahmen begegnete er in vorausschauender Weise den sich aus der nach wie vor reichlichen Liquiditätsausstattung im Euro-Raum sowie den anhaltend hohen Ölpreisen und dem niedrigen Außenwert des Euro ergebenden Risiken für die Preisstabilität. Sie sollten dazu beitragen, dass der gegenwärtige Aufwärtsdruck auf die Preise nicht auf die längerfristigen Inflationserwartungen durchschlägt und das Vertrauen in die Preisstabilität gewahrt bleibt.

Erneute Leitzinserhöhungen des EZB-Rats waren vom Markt im Berichtszeitraum erwartet worden. Insbesondere vor dem Zinsschritt zum Septemberbeginn waren die Termingeldnotierungen kräftig angezogen, bildeten sich anschließend aber, nachdem dieser unter den Markterwartungen geblieben war, wieder etwas zurück. Die Auswirkungen der Zinsanhebungen vom Oktober blieben zunächst auf die kürzeren Fristen des Geldmarkts beschränkt, während die längerfristigen Zinsen erst im späteren Verlauf des Oktober wieder anstiegen. Seit Anfang November fielen die Geldmarktzinsen über alle Laufzeiten. Im Ergebnis hat sich die Zinsstruktur am Geldmarkt deutlich abgeflacht.

Der Tagesgeldmarkt entwickelte sich in den Herbstmonaten weitgehend spannungsfrei. Der marginale Zuteilungssatz bei den Haupttendern und EONIA lagen meist dicht am Mindestbietungssatz, lediglich vor dem jüngsten Zinsentscheid übertrafen sie ihn – auch auf Grund der üblichen Anspannungen zum

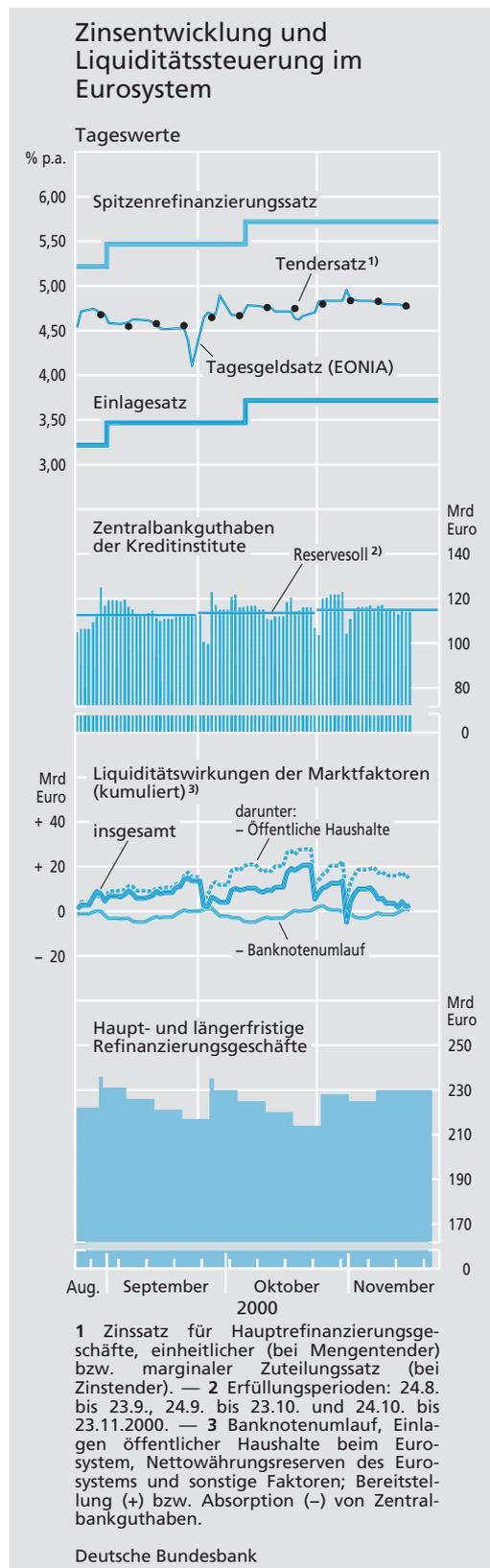
*Anstieg der  
Geldmarktsätze*

*EONIA dicht am  
Refinanzie-  
rungssatz*

Quartalsende – deutlich. Im Oktober notierte Tagesgeld dagegen häufiger unterhalb des Mindestbietungssatzes. Entsprechend haben sich in dieser Phase das Bietungsvolumen und die Anzahl der Bieter bei den Haupttendern spürbar zurückgebildet. Hierin spiegelte sich eine laufende Mittelbereitstellung des Eurosystems, die darauf gerichtet war, die Zentralbankguthaben der Kreditinstitute bereits zu Beginn der jeweiligen Reserveerfüllungsperiode zügig an das Reservesoll heranzuführen und Liquiditätsengpässe zu vermeiden.

*Liquiditätssteuerung über Haupttender*

Die laufende Geldmarktsteuerung erfolgte in den vergangenen Monaten ausschließlich durch den Einsatz regulärer Offenmarktgeschäfte; auf Feinsteuerungsoperationen musste nicht zurückgegriffen werden. Bei der Bemessung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte hatte das Eurosystem insbesondere der hohen Volatilität der Einlagen öffentlicher Haushalte Rechnung zu tragen. Darüber hinaus wurden die Liquiditätsentzüge wegen des Verkaufs von Zinseinkünften aus Devisenreserven durch die EZB und auf Grund der Devisenmarktintervention im September ausgeglichen. Schließlich galt es, den aus der bereits im Juni vom EZB-Rat beschlossenen Reduktion des ausstehenden Volumens an längerfristigen Refinanzierungsgeschäften resultierenden Liquiditätseffekt zu berücksichtigen. Ende August und September wurden Basistender in Höhe von jeweils 20 Mrd Euro fällig, die mit Neuabschlüssen von jeweils 15 Mrd Euro nicht voll ersetzt wurden. Insgesamt betrachtet wurden den Kreditinstituten von August bis Oktober durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren Mittel in Höhe von 2,1 Mrd Euro ent-



## Liquiditätsbestimmende Faktoren \*)

Mrd Euro; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2000		
	24. Aug. bis 23. Sept.	24. Sept. bis 23. Okt.	24. Aug. bis 23. Okt.
<b>I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch</b>			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 4,4	+ 0,3	+ 4,7
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem	- 7,8	+ 9,2	+ 1,4
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1)	- 0,4	+ 14,7	+ 14,3
4. Sonstige Faktoren 2)	- 1,2	- 21,3	- 22,5
<b>Insgesamt</b>	<b>- 5,0</b>	<b>+ 2,9</b>	<b>- 2,1</b>
<b>II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 10,0	+ 3,4	+ 13,4
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 4,3	- 5,4	- 9,7
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,4
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,1	- 0,0	+ 0,1
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 6,0</b>	<b>- 1,8</b>	<b>+ 4,2</b>
<b>III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)</b>	<b>+ 0,9</b>	<b>+ 1,1</b>	<b>+ 2,0</b>
<b>IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)</b>	<b>- 0,8</b>	<b>- 1,0</b>	<b>- 1,8</b>
<b>Nachrichtlich: 3)</b>			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	173,1	176,5	176,5
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	51,1	45,7	45,7
Sonstige Geschäfte	-	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,3	0,5	0,5
Einlagefazilität	0,2	0,2	0,2

\* 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

zogen. Gleichzeitig erhöhte sich das Mindestreservesoll um 1,8 Mrd Euro. Diesen Veränderungen stand eine Aufstockung der Offenmarktgeschäfte des Eurosystems von per saldo 3,7 Mrd Euro und ein leicht erhöhter Rückgriff auf die Spitzenrefinanzierungsfazilität gegenüber, der sich auf das Ende der Erfüllungsperioden konzentrierte. Die Einlagefazilität wurde kaum in Anspruch genommen.

Das Wachstum der Geldmenge M3 hat sich im dritten Quartal wieder etwas verstärkt, nachdem es sich im zweiten deutlich verlangsamt hatte. Sowohl im Juli als auch im August sind die Geldbestände kräftig gestiegen, wozu offensichtlich ein Liquiditätsaufbau der Unternehmen im Zusammenhang mit der deutschen UMTS-Auktion beitrug. Im September, als der Bund mit den zugeflossenen Mitteln Schulden tilgte und nicht zur Geldmenge zählende Bankguthaben bildete, nahm diese dagegen nur schwach zu. Ende September übertraf M3 im gesamten Währungsgebiet seinen Vorjahrsstand um 5,5 %, verglichen mit 5,4 % Ende Juni. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten betrug von Juli bis September 5,4 %; damit lag das Geldmengenwachstum noch rund einen Prozentpunkt über dem Referenzwert von 4 ½ %, verglichen mit zwei Prozentpunkten im März/April dieses Jahres. Im Verlauf der letzten sechs Monate ist die Geldmenge M3 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 3 ½ % allerdings deutlich langsamer gewachsen.

*Geldmengenwachstum im dritten Quartal etwas verstärkt*

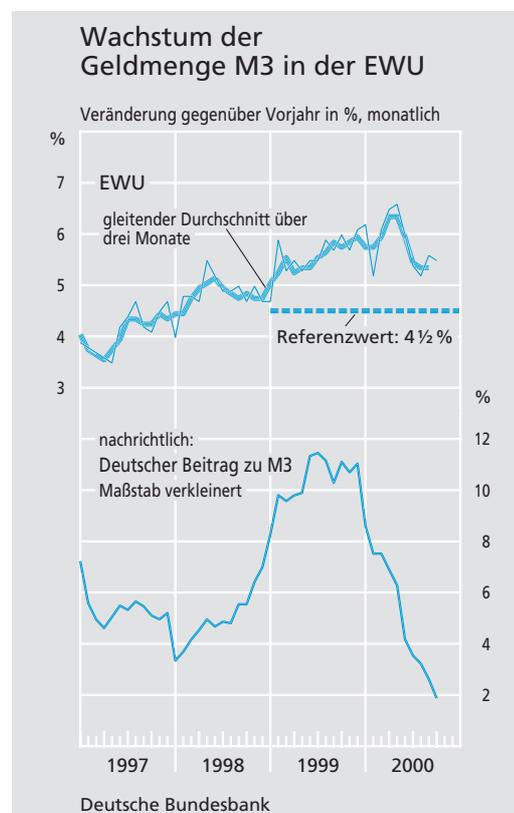
Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind im dritten Vierteljahr Bargeld

*Komponenten  
der Geldmenge  
M3*

und Sichteinlagen saisonbereinigt wieder aufgestockt worden, nachdem sie im Vorquartal geringfügig abgebaut worden waren. Ende September war die Geldmenge M1 um 6,6 % höher als vor Jahresfrist; Ende März hatte diese Rate noch bei 10,0 % gelegen. Die Termingelder mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren haben im dritten Quartal kräftig zugenommen. Sie profitierten besonders von den weiter anziehenden kürzerfristigen Zinsen sowie der Abflachung der Zinsstrukturkurve. Die marktfähigen Finanzinstrumente wurden im dritten Quartal saisonbereinigt betrachtet ebenfalls stärker abgesetzt als im vorangegangenen Vierteljahr. Vor allem Geldmarktpapiere und Geldmarktfondszertifikate waren wieder gefragt. Demgegenüber hielt der Abbau der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im Berichtsquartal unverändert an.

*Bilanzgegen-  
posten*

Wie schon seit längerem wurde das Geldmengenwachstum auch im dritten Quartal vor allem von der anhaltend kräftigen Kreditgewährung an den privaten Sektor gefördert. Ende September übertrafen die Ausleihungen der MFIs an die privaten Haushalte und Unternehmen ihren Vorjahrsstand um 10,8 %, verglichen mit 9,9 % Ende Juni. Dabei sind sowohl die Wertpapierkredite als auch die Buchkredite an den privaten Sektor stärker gewachsen. Die Buchkredite stiegen in saisonbereinigter Betrachtung von Juli bis September mit einer Jahresrate von knapp 10 ½ %, verglichen mit 8 ½ % in den Monaten April bis Juni. Hierzu dürfte die kreditfinanzierte Mittelaufbringung für den Erwerb der UMTS-Lizenzen beigetragen haben. Demgegenüber wurden die Ausleihungen an die



öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal deutlich abgebaut; neben den Wertpapierkrediten waren hiervon auch die Buchkredite betroffen. Teilweise dürften hierfür auch UMTS-Erlöse eingesetzt worden sein. Da jedoch der Großteil der UMTS-Erlöse für die Rückzahlung von Ausgleichsforderungen Anfang 2001 vorgesehen ist, wurden sie überwiegend vorübergehend am Geldmarkt untergebracht. Einer damit verbundenen – und das Wachstum der Geldmenge dämpfenden – Erhöhung der Einlagen des Bundes bei MFIs im Euro-Währungsgebiet standen jedoch fast gleich hohe Abzüge von Einlagen anderer EWU-Staaten gegenüber. Die relativ kräftige Ausweitung der Geldkapitalbildung hat die Ausweitung der Geldbestände spürbar gedämpft. Ende September übertraf sie ihren Vorjahrsstand um 7,3 %. In

die gleiche Richtung wirkten Mittelabflüsse im Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit dem EWU-Ausland in Höhe von 35,3 Mrd Euro; im gleichen Vorjahrszeitraum waren diese mit 13,2 Mrd Euro noch deutlich niedriger ausgefallen.

*Deutscher  
Beitrag*

Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet, der im zweiten Quartal zurückgegangen war, ist im Berichtszeitraum saisonbereinigt betrachtet leicht gestiegen. Seinen Vorjahrsstand übertraf er Ende September um 1,9%. Da entsprechend den Angaben der Zahlungsbilanzstatistik Anleger außerhalb des Euro-Währungsgebiets auch im dritten Quartal wieder deutsche Geldmarktpapiere erworben haben, dürfte diese Rate die Liquiditätsausweitung noch statistisch überzeichnen.<sup>1)</sup> Zur schwachen Geldmengenbildung in Deutschland haben in den letzten Monaten neben den gestiegenen Zinsen auch umfangreiche Geldabflüsse ins Ausland, wohl vor allem infolge eines hohen Erwerbs ausländischer Wertpapiere durch Inländer, beigetragen. Anders als auf EWU-Ebene hat die UMTS-Auktion in Deutschland die Entwicklung des deutschen Beitrags zu M3 wohl nicht stärker beeinflusst. Die Finanzierungsmittel für die UMTS-Lizenzen wurden großenteils im Ausland und nur in recht geringem Umfang in Deutschland bereitgehalten, so dass der deutsche Beitrag im August kaum nach oben verzerrt wurde. Im September hat der Bund seine Verschuldung bei den deutschen Kreditinstituten zwar zurückgeführt. Darüber hinaus stockte er seine Einlagen im deutschen MFI-Sektor, die nicht Teil der Geldmenge M3 sind, spürbar auf. Gleichzeitig sind in diesem Monat aber im Zu-

sammenhang mit dem Erwerb von UMTS-Lizenzen per saldo umfangreiche Mittel aus dem Ausland zugeflossen, insbesondere aus den anderen EWU-Staaten. Ferner erhöhten sich die Kredite inländischer MFIs an den privaten Sektor im Euro-Währungsgebiet. Im Ergebnis kam es somit überwiegend zu größeren Ausschlägen bei den Bilanzgegenposten, aber nicht beim deutschen Beitrag zu M3.

Die langfristigen Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet änderten sich in den letzten Monaten kaum. Nach einem vorübergehenden leichten Anstieg im September lag die Rendite für zehnjährige Staatsanleihen im Durchschnitt der EWU-Länder bei Abschluss dieses Berichts Mitte November mit gut 5 1/3% wieder auf dem Stand von Mitte August dieses Jahres. Die unverändert niedrigen Kapitalmarktzinsen lassen vermuten, dass es dem Eurosystem gelungen ist, die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer trotz steigender Verbraucherpreise auf einem niedrigen Niveau zu stabilisieren. Nach den Zinsschritten Anfang September und Oktober hat sich der Abstand zwischen Kapitalmarkt- und Geldmarktzinsen weiter verringert. Das Zinsgefälle halbierte sich zwischen Juli und Oktober und lag im November bei 30 Basispunkten. Auch die Unsicherheit über die künftige Zinsentwicklung am Kapitalmarkt hat weiter abgenommen. So ging die implizite Volatilität des Bund-Futures, die das Ausmaß der von den Marktakteuren am

*Kapitalmarkt-  
zinsen im  
Seitwärtstrend*

<sup>1</sup> Da bei diesen Papieren der Umlauf abzüglich der von inländischen MFIs 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.

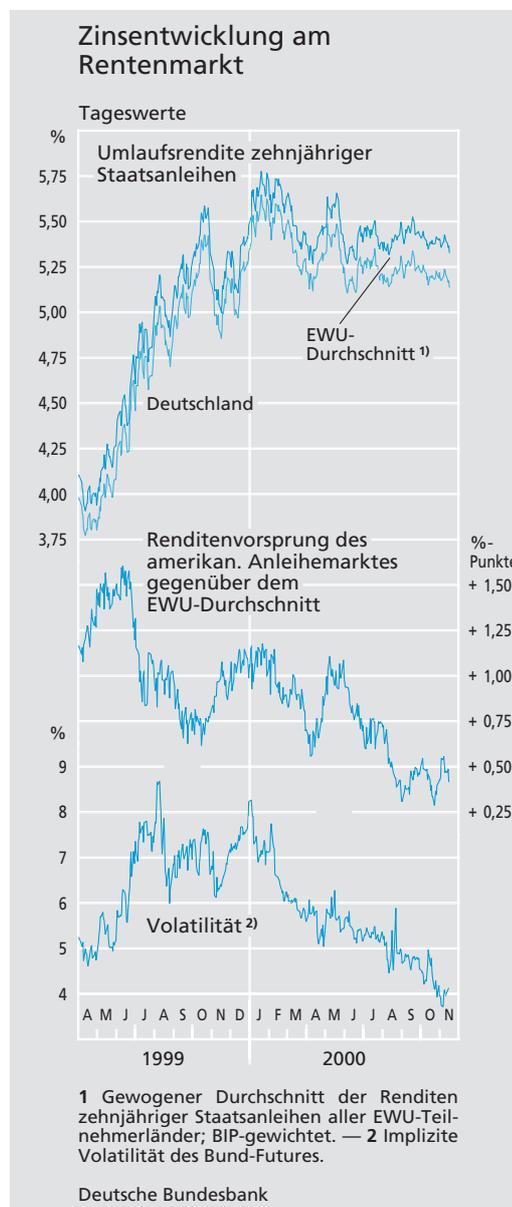
Terminmarkt in nächster Zeit erwarteten Kursschwankungen misst, bis Mitte November noch einmal zurück.

Weiter fallender Zinsvorsprung der USA

Der Zinsvorsprung der USA ist im langfristigen Bereich weiter rückläufig. Sowohl die Umlaufrendite zehnjähriger amerikanischer Staatsanleihen als auch die Festzinsen für zehnjährige Zinsswapgeschäfte<sup>2)</sup> sind von Anfang August bis Mitte November gefallen, und zwar um einen viertel beziehungsweise einen drittel Prozentpunkt. Das Zinsvoraus der USA gegenüber dem Euro-Raum bei den Swaps reduzierte sich von 1 1/3 Prozentpunkten auf etwas über einen Prozentpunkt. Der Zinsvorsprung zehnjähriger US-Treasuries gegenüber vergleichbaren Anleihen aus EWU-Ländern ermäßigte sich auf unter einen halben Prozentpunkt. Ursachen für den Zinsrückgang in den USA waren zum Teil die Erwartung weiterer Anleiherückkäufe im Zusammenhang mit den nach oben korrigierten Schätzungen zukünftiger Budgetüberschüsse im Juli sowie eine Zinsberuhigung der Märkte im Anschluss an die FOMC-Sitzung Ende August. Insgesamt wurde der Rückgang der Langfristzinsen in den USA allerdings maßgeblich von verstärkten Erwartungen auf eine „weiche Landung“ der US-Wirtschaft angetrieben, die von vielen Marktteilnehmern als notwendige Bedingung für eine Eindämmung des Preisdrucks angesehen wird.

Abwärtstrend an den europäischen Aktienmärkten

An den Aktienmärkten im Euro-Währungsgebiet setzte im September nach einer überwiegend seitwärts gerichteten Entwicklung in den Sommermonaten eine Abwärtsbewegung ein. Gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex notierten die



europäischen Dividendenwerte Mitte November 14 % unter ihrem Höchststand im März. Damit fiel das europäische Kursniveau leicht unter den Jahresendstand 1999 zurück. Dieser Verlauf verdeckt allerdings stark auseinander fallende sektorale Kurstrends. Während

2 Im Rahmen von Zinsswaps werden zwischen den Vertragspartnern künftige Zinszahlungen getauscht, und zwar feste Kupons gegen variable, an einen Geldmarktsatz gekoppelte Zinsen.

die Kurse von Aktien aus traditionellen Branchen bei nur geringen Schwankungen bis August seitwärts tendierten und seit September vergleichsweise wenig gesunken sind, hielt der Kursrückgang der europäischen Hochtechnologiewerte im Gleichlauf mit der amerikanischen Technologiebörse Nasdaq im ge-

samten dritten Quartal an. Diese zumeist stark volatilen Aktien aus den Branchen Technologie, Medien und Kommunikation verloren seit ihrem Rekordniveau im Frühjahr 47 % ihres Werts. Damit notierten sie rund 27 % unter ihrem Jahresendstand 1999.