



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Dezember 1999

© Europäische Zentralbank, 1999

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

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

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

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

Der Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 1. Dezember 1999.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	31
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	36
Finanzpolitische Entwicklung	46
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	51
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	53*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	57*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	59*

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.

Die Wirtschaftslage im Euro-Währungsgebiet hat sich in den jüngsten Monaten weiter verbessert, und die allmähliche Erholung der Binnenkonjunktur – insbesondere im Industriesektor – hat sich bestätigt. Zudem gibt es weitere Anzeichen einer Wachstumsbelebung im außenwirtschaftlichen Umfeld, was sich auch in den Entwicklungen innerhalb des Eurogebiets widerspiegelt. Mit Blick auf die künftige Entwicklung deuten die vorliegenden Prognosen auf eine Beschleunigung des realen BIP-Wachstums in den nächsten ein bis zwei Jahren hin. Wie erwartet haben die höheren Ölpreise einen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausgeübt, und diese Entwicklung dürfte sich kurzfristig fortsetzen. Die Anhebung der drei Leitzinssätze der EZB um jeweils 50 Basispunkte Anfang November hat dazu beigetragen, die Inflationserwartungen einzudämmen, und wird damit auch einen wichtigen Beitrag zur Erhaltung eines inflationsfreien Wachstums auf mittlere Frist leisten.

Auf seinen Sitzungen am 18. November und 2. Dezember 1999 beschloß der EZB-Rat nach eingehender Betrachtung aller verfügbaren Informationen über die monetären, finanzmarktbezogenen und sonstigen wirtschaftlichen Entwicklungen, die EZB-Zinsen unverändert zu lassen. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beträgt somit weiterhin 3,0 %. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden ebenfalls unverändert bei 2,0 % bzw. 4,0 % belassen.

Im Hinblick auf die erste Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems bestätigte der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 2. Dezember 1999 den Referenzwert von 4½ % für die Wachstumsrate des weit gefaßten Geldmengenaggregats M3. Dieser Beschluß wurde gefaßt, weil die Komponenten, die der Ableitung des erstmals im Dezember 1998 bekanntgegebenen Referenzwerts zugrunde lagen, nämlich die Definition des Eurosystems von Preisstabilität und die Annahmen für das Trendwachstum des realen BIP sowie für den trendmäßigen Rückgang der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3, im wesentlichen

unverändert geblieben sind. Hierauf wird im Abschnitt „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ dieses Monatsberichts näher eingegangen.

Die Jahreswachstumsrate von M3 ist seit Anfang 1999 gestiegen. Der jüngste Dreimonatsdurchschnitt des Jahreswachstums von M3 (für den Zeitraum von August bis Oktober 1999) lag gegenüber dem vorhergehenden Dreimonatsdurchschnitt bis September 1999 unverändert bei 6,0 % und somit 1½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4½ %. Das Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor war weitgehend unverändert, bleibt aber mit 10,5 % sehr kräftig. Diese Entwicklungen der Geldmenge und der Kreditvergabe dürften hauptsächlich auf das niedrige Zinsniveau und die konjunkturelle Belebung im Euroraum zurückzuführen sein. Derartige Wachstumsraten der Geldmengen- und Kreditaggregate – die sich noch auf den Zeitraum vor dem Zinserhöhungsbeschluß vom 4. November beziehen – lassen auf eine großzügige Liquiditätsversorgung im Eurogebiet schließen.

Bei der Betrachtung der jüngsten Entwicklung an den Finanzmärkten zeigt sich, daß die Reaktion auf die Erhöhung der EZB-Zinsen positiv war. Die langfristigen Anleiherenditen im Euroraum gingen Anfang November zurück, da die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung nach unten revidierten. Dieser Rückgang kehrte sich jedoch in der zweiten Monatshälfte weitgehend um, was auf die Sogwirkung, die von den (nach der Leitzinsanhebung in den Vereinigten Staaten) höheren langfristigen US-Zinsen ausging, die höheren Ölpreise und die Abschwächung des Euro zurückzuführen sein dürfte. Anfang Dezember waren die langfristigen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet etwas niedriger als Ende Oktober.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro hat sich seit Ende Oktober um rund ¾ % abgeschwächt. Vor dem Hintergrund neuer Daten zur US-Wirtschaft, die auf ein anhaltendes kräftiges Wirtschaftswachstum bei ge-

dämpften Inflationserwartungen hinwiesen, befestigte sich der US-Dollar im November gegenüber dem Euro. Der japanische Yen gewann nach weiteren Anzeichen einer Erholung der japanischen Wirtschaft sowohl gegenüber dem US-Dollar als auch dem Euro an Wert. Gegenüber dem Euro hat sich der Yen seit Ende Oktober um rund 6 % aufgewertet.

Hinsichtlich der sonstigen Wirtschaftsdaten sind die neuesten Informationen über das außenwirtschaftliche Umfeld weiterhin positiv. Insbesondere die jüngsten Daten deuten auf ein anhaltend kräftiges Wachstum der US-Wirtschaft hin. Auch die verfügbaren Informationen zu anderen Ländern und Regionen bekräftigen im allgemeinen die verbesserten Aussichten für das Weltwirtschaftswachstum. Dennoch sind einige Risiken weiterhin gegeben. Diese sind insbesondere mit großen außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten in einigen wichtigen Regionen der Weltwirtschaft verbunden. Zudem bleiben gewisse Unsicherheiten hinsichtlich der Aussichten für eine Reihe von Schwellenländern bestehen. Was die Zukunft betrifft, wird jedoch allgemein davon ausgegangen, daß sich das Wachstumsgefälle zwischen den wichtigsten Wirtschaftsregionen im Laufe der Zeit verringern und damit das Aufwertungspotential des Euro gestärkt wird.

Die Daten für das reale BIP im gesamten Euro-Währungsgebiet im dritten Quartal 1999 werden erst nach dem 1. Dezember 1999, d. h. nach Redaktionsschluß dieser Ausgabe des Monatsberichts, veröffentlicht. Die neuesten Daten zur Industrieproduktion und die Ergebnisse verschiedener Umfragen geben jedoch Hinweise auf die jüngste Entwicklung und vermitteln den Eindruck einer anhaltenden wirtschaftlichen Expansion. Eine Schätzung zur Industrieproduktion im gesamten Eurogebiet für September (und somit für das dritte Quartal 1999) deutet auf eine allmähliche Belebung der Wirtschaftstätigkeit seit dem Frühjahr hin. Die neuesten Umfragedaten bekräftigen diese Erwartung, wobei das Vertrauen der Industrie weiter gestiegen ist. Die bedeutenden internationalen Organisationen sowie Institute des privaten Sektors

haben ihre Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums für das Jahr 2000 im allgemeinen nach oben revidiert, und inzwischen wird weitgehend prognostiziert, daß sich das reale BIP-Wachstum von rund 2 % im Jahr 1999 auf nahezu 3 % in den folgenden zwei Jahren erhöhen wird.

Wie erwartet nahm der Verbraucherpreisanstieg im Oktober zu, wobei sich die Jahresrate des gesamten Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) um 0,2 Prozentpunkte auf 1,4 % erhöhte. Die höheren Ölpreise schlugen sich in der Verbraucherpreisentwicklung im Eurogebiet nieder. Der weitere Anstieg der Ölpreise war jedoch nur einer der Faktoren, die der Entwicklung des gesamten HVPI zugrunde lagen. Die höheren Steigerungsraten der Preise für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse (ohne Energie) trugen ebenfalls zum Anstieg des gesamten HVPI bei, wohingegen die Zwölfmonatsrate der Preise für Dienstleistungen weiter zurückging. Den vorliegenden Prognosen zufolge dürften die Preiserhöhungen trotz des für die kommenden Monate erwarteten Anstiegs der HVPI-Rate in den Jahren 2000 und 2001 unter 2 % bleiben.

Insgesamt gesehen werden die Aussichten für die Preisentwicklung in hohem Maße von einer Reihe von Faktoren abhängen, insbesondere davon, ob sich die Löhne weiterhin im Einklang mit der Preisstabilität entwickeln. Zudem muß jede Beurteilung der Aussichten für die Preisstabilität den bestehenden Unsicherheiten Rechnung tragen. Zu einem stärkeren Preisauftrieb könnten in der absehbaren Frist unter anderem Faktoren wie das Verhalten der Geldmengen- und Kreditaggregate, die Entwicklung der Ölpreise und der Verlauf des effektiven Wechselkurses beitragen. All diese Faktoren werden in bezug auf ihren Einfluß auf die Preisstabilität sorgfältig beobachtet. Die wichtigsten Faktoren, die in die entgegengesetzte Richtung wirken, stehen mit den Auswirkungen der Deregulierung und der Liberalisierung in Zusammenhang. Insgesamt gesehen überwiegen die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität. Die Geldpolitik wird daher im

kommenden Zeitraum wachsam bleiben und zeitnah handeln müssen.

Da der Wirtschaftsaufschwung im Euro-Währungsgebiet inzwischen deutlicher in Gang gekommen ist, sollten die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger sich vorrangig mit Fragen beschäftigen, welche die mittel- und langfristige Wirtschaftskraft des Eurogebiets verbessern. Insbesondere was das Funktionieren der Arbeits- und Gütermärkte sowie die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte angeht, lassen sich nach wie vor erhebliche Fortschritte erzielen.

Die Arbeitslosenquote ist im Jahresverlauf weiter gesunken – allerdings in den jüngsten Monaten mit etwas geringerer Geschwindigkeit – und belief sich im September 1999 auf 10 %. Die Arbeitslosigkeit dürfte in den nächsten ein bis zwei Jahren infolge des stärkeren Wachstums allmählich weiter zurückgehen, vorausgesetzt, die Löhne entwickeln sich weiterhin moderat. Dies allein wird jedoch nicht ausreichen, um zu einer bedeutenden und anhaltenden Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt zu führen. Vielmehr werden zusätzliche strukturelle Reformen benötigt, um das Beschäftigungswachstum nachhaltig zu fördern.

Die jüngsten Schätzungen zur Finanzlage der öffentlichen Haushalte in den Ländern des Eurogebiets, auf die in dieser Quartalsausgabe des Monatsberichts ebenfalls eingegangen wird, deuten darauf hin, daß die durchschnittliche staatliche Defizitquote für das Jahr 1999

mit rund 1½ % niedriger ausfallen könnte als in der zweiten Jahreshälfte angenommen, als die Erwartungen bei rund 2 % lagen. Insbesondere die Einnahmen der öffentlichen Haushalte dürften in vielen Mitgliedstaaten höher sein, was zum Teil auf die Verbesserung der wirtschaftlichen Lage zurückzuführen ist. Somit werden voraussichtlich die meisten Mitgliedstaaten in diesem Jahr ihre Haushaltsziele erreichen. Was die Zukunft betrifft, wird ein weiterer Rückgang der Defizite und eine Rückführung der Schuldenquoten infolge des Konjunkturaufschwungs und der weiteren Senkung der Zinszahlungen in Relation zum BIP (aufgrund niedrigerer durchschnittlicher Zinsen für die öffentlichen Schulden) erwartet. Dennoch deutet das für das Jahr 2000 prognostizierte aggregierte Defizit für das Euro-Währungsgebiet auf eine nur begrenzte Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und eine nur geringfügige Rückführung der Schuldenquoten hin. Die öffentlichen Finanzen müssen gegen die Belastungen durch übermäßig hohe Schuldenquoten und das Altern der Bevölkerung abgesichert werden. Bei Einhaltung der Ziele des Stabilitäts- und Wachstumspakts, der verlangt, daß die Haushalte auf mittlere Frist nahezu ausgeglichen sind oder einen Überschuß aufweisen, dürfte sich die Aufmerksamkeit auf die Verringerung der hohen Steuerlast der Volkswirtschaften, die zu einer Belebung des Wachstums und Förderung der Beschäftigung beitragen dürfte, sowie auf die Erzielung weiterer Fortschritte bei der Marktliberalisierung und der Reform des öffentlichen Sektors richten.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

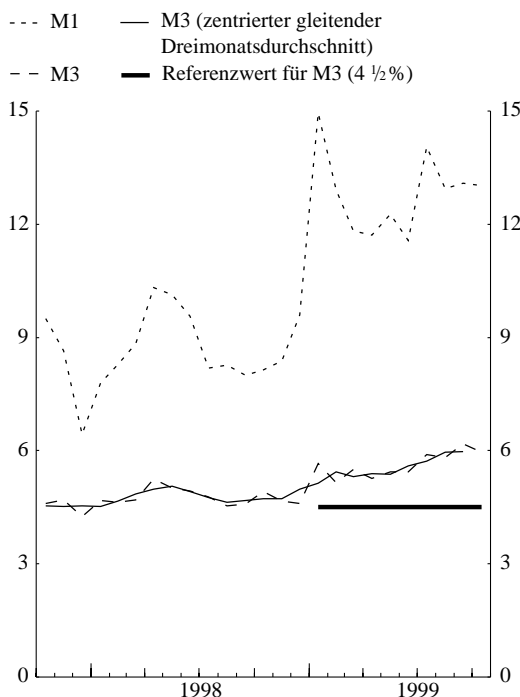
In seinen Sitzungen am 18. November und 2. Dezember 1999 bestätigte der EZB-Rat den Stand der Leitzinsen der EZB. Der Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems blieb daher bei 3,0 %, und die Zinsen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden bei 4,0 % bzw. 2,0 % belassen (siehe Abbildung 1). Zudem bestätigte der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 2. Dezember 1999 den Referenzwert von 4 ½ % für die Jahreswachstumsrate des weit gefaßten Geldmengenaggregats M3 (siehe Kasten 1).

Aufwärtstendenz beim M3-Wachstum im Jahr 1999

Im Oktober 1999 lag die Zwölfmonatsrate von M3 bei 6,0 %, verglichen mit 6,2 % im Monat zuvor (dieser Wert wurde nachträglich von 6,1 % nach oben revidiert). Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3 für den Zeitraum August bis

Abbildung 2
Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

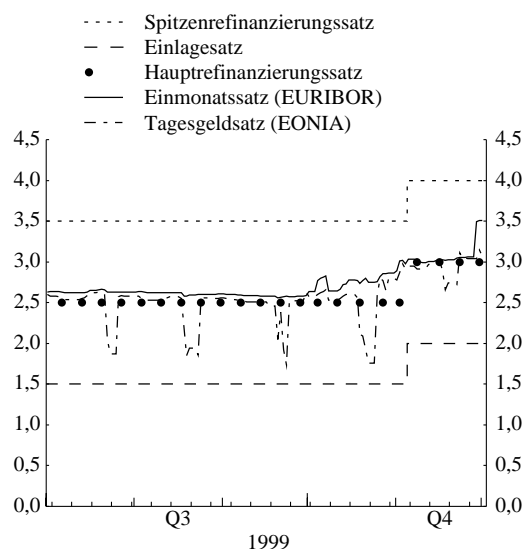
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Oktober 1999 belief sich auf 6,0 %, dieselbe Rate wie im Zeitraum Juli bis September 1999 (der Wert für diesen Zeitraum wurde von zuvor 5,9 % nach oben revidiert). Er lag damit 1 ½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4 ½ % (siehe Kasten 1). Somit bestätigten die monetären Daten für die Zeit bis Oktober 1999 den Eindruck einer reichlichen Liquiditätsversorgung im Euro-Währungsgebiet vor der Erhöhung der EZB-Zinsen am 4. November 1999.

Das Wachstum der Geldmenge M3 ist seit Anfang des Jahres 1999 durch einen steigenden Trend gekennzeichnet und entfernt sich dabei zunehmend vom Referenzwert (siehe Abbildung 2). Die Zwölfmonatsabweichung des M3-Wachstums vom Referenzwert wurde zwar von einem außergewöhnlich starken Anstieg zu Beginn der dritten Stufe der WWU im Januar 1999 geprägt, aber sie spiegelt auch

Kasten I

Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum

Auf seiner Sitzung am 2. Dezember 1999 hat der EZB-Rat den Referenzwert für das Geldmengenwachstum überprüft. Auf der Grundlage einer gründlichen Überprüfung der der Ableitung zugrunde liegenden Komponenten beschloß der EZB-Rat, den Referenzwert von 4 ½ % für die Jahreswachstumsrate des weit gefaßten Geldmengenaggregats M3, der erstmals im Dezember 1998 bekanntgegeben worden war, unverändert beizubehalten. Wie bisher wird die monetäre Entwicklung in Relation zum Referenzwert angesichts der zeitweise volatilen monatlichen Geldmengen Zahlen auf der Basis eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der Jahreswachstumsraten von M3 beurteilt. Der EZB-Rat hat außerdem beschlossen, den Referenzwert künftig in regelmäßigen jährlichen Abständen zu überprüfen, wobei die nächste Überprüfung im Dezember 2000 stattfinden wird. Dieser Kasten enthält einige Hintergrundinformationen zu den gefaßten Beschlüssen.

Angesichts der Tatsache, daß das vorrangige Ziel des Eurosystems die Gewährleistung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet ist, weist der EZB-Rat der Geldmenge in der geldpolitischen Strategie des Eurosystems eine herausragende Rolle zu und berücksichtigt damit, daß Inflation langfristig immer einen monetären Ursprung hat. Diese herausragende Rolle zeigt sich in der Bekanntgabe eines quantitativen Referenzwerts für die Wachstumsrate eines weit gefaßten Geldmengenaggregats. Die Geldmengenentwicklung, die erste Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems, wird hinsichtlich der Informationen analysiert, die sie bezüglich der Aussichten für die zukünftige Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität enthält (siehe den Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Januar 1999).

Vor diesem Hintergrund stellt der Referenzwert für das Geldmengenwachstum ein analytisches Instrument dar, das dazu dient, Preisstabilität zu erreichen und zu gewährleisten. Daher basiert der Referenzwert auf der Definition des Eurosystems von Preisstabilität, wonach erhebliche oder anhaltende Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert unter normalen Bedingungen Risiken für die Preisstabilität signalisieren.

Um zu gewährleisten, daß der Referenzwert dieser Rolle gerecht wird, muß er sich auf ein Geldmengenaggregat beziehen, von dem angenommen werden kann, daß es mittelfristig eine stabile Relation zum Preisniveau aufweist und ein Vorlaufindikator für die zukünftige Preisentwicklung ist. Empirische Studien belegen, daß M3 die erforderlichen Eigenschaften besitzt.

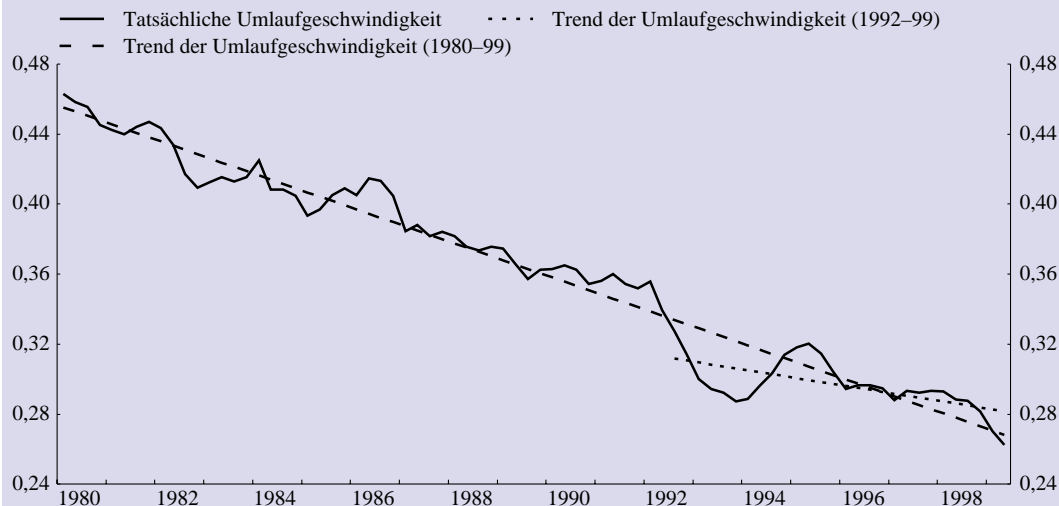
Der Referenzwert für das Wachstum von M3 wird unter Zugrundelegung der Beziehung zwischen der Geldmenge einerseits und den Preisen, dem realen BIP und der Umlaufgeschwindigkeit andererseits abgeleitet. Entsprechend der mittelfristigen Ausrichtung der einheitlichen Geldpolitik stützt sich die Ableitung auf die Definition des Eurosystems von Preisstabilität sowie auf Schätzungen für die mittelfristige Entwicklung des realen BIP und der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3.

Der EZB-Rat überprüfte die Schätzungen für die mittelfristige Entwicklung des realen BIP und der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 auf der Grundlage der praktischen Erfahrungen mit dem Referenzwert im vergangenen Jahr, der zusätzlichen Daten aus den vier Quartalen seit der ersten Ableitung des Referenzwerts sowie der Revisionen der Zeitreihen für das BIP und die Geldmengenaggregate in den letzten zwölf Monaten. Nach Beurteilung des neuen Datenmaterials hat der EZB-Rat die der Ableitung des Referenzwerts im Dezember 1998 zugrunde liegende Annahme bestätigt, daß die Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 mit einer Trendrate von ½ % bis 1 % pro Jahr zurückgeht (siehe nachfolgende Abbildung).

Außerdem sah der EZB-Rat keinen Anlaß, die bei der Ableitung des ersten Referenzwerts zugrunde gelegte Annahme zu korrigieren, daß das trendmäßige Wachstum des realen BIP pro Jahr zwischen 2 % und 2 ½ %

Trend der Umlaufgeschwindigkeit von M3 für das Euro-Währungsgebiet

(log. Maßstab)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Umlaufgeschwindigkeit wird als Relation des tatsächlichen nominalen BIP zu M3 gemessen. Die zugrundeliegenden Quartalsreihen sind saisonbereinigt und wurden durch Aggregation nationaler Daten erstellt, die zu den am 31. Dezember 1998 bekanntgegebenen unwiderruflichen Wechselkursen in Euro umgerechnet wurden. M3: bis Q3 1997 auf Beständen basierend; ab Q4 1997 auf einem anhand von Stromgrößen erstellten Index basierend. Bei den Quartalszahlen handelt es sich um Durchschnitt am Monatsende. Nominales BIP: bis Q4 1994 auf dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen ESVG 79 basierend; ab Q1 1995 erweitert auf der Grundlage der Wachstumsraten des ESVG 95.

beträgt. Gleichzeitig hat der EZB-Rat betont, daß das Potential des Trendwachstums im Eurogebiet durch Strukturreformen an den Arbeits- und Gütermärkten deutlich gesteigert werden könnte. Die geldpolitische Strategie des Eurosystems würde solche Veränderungen entsprechend berücksichtigen.

Auf der Grundlage der Definition des Eurosystems von Preisstabilität, d. h. eines Anstiegs des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr, und der unveränderten mittelfristigen Schätzungen für das reale BIP-Wachstum sowie den Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von M3 beschloß der EZB-Rat, den Referenzwert von 4 ½ % für die jährliche Wachstumsrate von M3 unverändert beizubehalten.

Der Referenzwert für das Geldmengenwachstum ist ein wichtiger Bestandteil der ersten Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems. Dabei sollte berücksichtigt werden, daß parallel zur Analyse der Geldmengenentwicklung in Relation zum Referenzwert eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Euroraum insgesamt vorgenommen wird. Für diese breit fundierte Beurteilung, die sogenannte zweite Säule der Strategie des Eurosystems, wird eine Vielzahl von Indikatoren herangezogen. Die geldpolitischen Beschlüsse zur Gewährleistung der Preisstabilität auf mittlere Sicht stützen sich auf die aus beiden Säulen der Strategie gewonnenen Informationen.

Der Referenzwert ist ein mittelfristiges Konzept und weicht in verschiedener Hinsicht von einem jährlichen Geldmengenziel ab. Erstens stellt er keinen Referenzwert für ein Kalenderjahr dar, sondern zeigt die mittelfristige Entwicklung über mehrere Jahre an. Aus diesem Grund wird die großzügige Liquiditätsversorgung im Jahr 1999 bei der Beurteilung des Informationsgehalts der zukünftigen Geldmengenentwicklung im Auge behalten werden müssen. Zweitens beinhaltet der Referenzwert nicht eine Verpflichtung des Eurosystems, mechanistisch Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert zu korrigieren. Die monetäre Entwicklung wird vielmehr gründlich analysiert, um ihre Ursachen und Implikationen für die künftigen Aussichten für die Preisstabilität festzustellen.

Vor diesem Hintergrund hat der EZB-Rat ebenfalls beschlossen, an einem bestimmten Referenzsatz festzuhalten, anstatt einen Referenzkorridor bekanntzugeben. Letzterer könnte fälschlicherweise so verstanden werden, daß der EZB-Rat mechanistisch auf eine bestimmte Wachstumsrate der Geldmenge reagieren würde. Ein derartiger Ansatz widerspräche aber der auf zwei Säulen beruhenden geldpolitischen Strategie des Eurosystems und dem Konzept des Referenzwerts.

Der EZB-Rat hat bekanntgegeben, daß er die monetäre Entwicklung in Relation zu diesem Referenzwert weiterhin regelmäßig und gründlich analysieren und der Öffentlichkeit die Auswirkungen dieser Analysen auf die geldpolitischen Beschlüsse erläutern werde. Der EZB-Rat wies ebenfalls darauf hin, daß die Beibehaltung des Referenzwerts eine Fortsetzung der bislang verfolgten geldpolitischen Strategie darstelle und bedeute, daß keine Änderung der Einschätzung des EZB-Rats hinsichtlich des derzeitigen geldpolitischen Kurses erfolgt sei.

eine anhaltende Entwicklung wider. Dies kommt beispielsweise in der auf Jahresrate hochgerechneten Achtmonatsrate von M3 zum Ausdruck, die im Oktober 1999 bei 6,1 % lag. Es gibt Grund zu der Annahme, daß die niedrigen Nominalzinssätze im Eurogebiet die Nachfrage nach den liquidesten Komponenten von M3, dem Bargeldumlauf und den täglich fälligen Einlagen, angeregt haben. Außerdem ist davon auszugehen, daß die konjunkturelle Erholung im Eurogebiet zu einer verstärkten Liquiditätsnachfrage geführt hat. Gleichzeitig wiesen die Jahresraten der meisten anderen Komponenten von M3 entweder eine negative oder eine nur leicht aufwärts gerichtete Entwicklung auf. Diese ist jedoch nicht nur in Zusammenhang mit der

lebhaften Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen zu sehen, sondern auch mit dem zunehmend steileren Verlauf der Zinsstrukturkurve im Eurogebiet über weite Strecken des Jahres.

Auf der Basis nicht saisonbereinigter monatlicher Veränderungen expandierte die Geldmenge M3 im Oktober 1999 um 20 Mrd €; saisonbereinigt nahm sie im Oktober gegenüber dem Vormonat um 22 Mrd € oder rund 0,5 % zu (siehe Tabelle I). Die saisonbereinigte Zunahme von M3 spiegelte eine Ausweitung all ihrer wichtigsten Komponenten wider. Die saisonbereinigte monatliche Veränderung der Komponenten von M1 (Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen) be-

Tabelle I
Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(saisonbereinigt; Monatsendstände und Veränderungen gegen Vormonat)

	Okt. 1999		Aug. 1999		Sept. 1999		Okt. 1999		Aug. bis Okt. 1999	
	Bestand		Veränderung		Veränderung		Veränderung		Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%
M3	4 672,7		1,2	0,0	30,5	0,7	22,2	0,5	18,0	0,4
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 890,9		-0,7	0,0	12,4	0,7	8,8	0,5	6,8	0,4
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 141,1		-3,7	-0,2	4,4	0,2	5,7	0,3	2,1	0,1
Marktfähige Instrumente (= M3 - M2)	640,6		5,6	0,9	13,7	2,2	7,7	1,2	9,0	1,5

Quelle: EZB.

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

lief sich auf 9 Mrd € oder 0,5 %, und die Veränderung der sonstigen kurzfristigen Einlagen auf 6 Mrd € oder 0,3 %. Die marktfähigen Instrumente stiegen gegenüber dem Vormonat saisonbereinigt um 8 Mrd € oder 1,2 % an.

Das Wachstum des Bargeldumlaufs beschleunigte sich im Oktober auf eine Jahresrate von 5,5 %, verglichen mit 5,2 % einen Monat zuvor. Die Nachfrage nach Banknoten und Münzen hat sich in den vergangenen Monaten, vermutlich bedingt durch den konjunkturellen Aufschwung im Eurogebiet, deutlich erholt. Die Zwölfmonatsrate der täglich fälligen Einlagen blieb im Oktober mit 14,8 % weitgehend unverändert (14,9 % im September). Wie oben erwähnt, scheint die lebhaftere Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen eng mit den niedrigen Opportunitätskosten für deren Haltung sowie mit der gegenwärtigen konjunkturellen Erholung zusammenzuhängen. Des weiteren könnte die Entwicklung hin zu einem durch niedrige Preissteigerungsraten geprägten Umfeld die Nachfrage nach diesen sehr liquiden Instrumenten stimuliert haben. Infolge dieser Entwicklungen beim Bargeldumlauf und bei den täglich fälligen Einlagen blieb die Zwölfmonatsrate von M1 im Oktober nahezu unverändert bei etwa 13,0 %.

Bei den kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) war der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr weiterhin eher gedämpft, obwohl die Jahresrate im Oktober auf 2,5 % anstieg, verglichen mit 2,2 % im Vormonat. In den ersten zehn Monaten des Jahres 1999 bewegte sich die Zwölfmonatsrate dieser Instrumente meist zwischen 2 % und 3 %. Ihr gedämpftes Wachstum ist vor dem Hintergrund der relativ niedrigen Bankzinsen für diese kurzfristigen Instrumente zu sehen. Der leichte Anstieg der Jahreswachstumsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) im Oktober war das Ergebnis gegenläufiger Entwicklungen bei ihren zwei Komponenten. Einerseits schwächte sich im Oktober der Rückgang bei den Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren gegenüber dem Vorjahr auf 2,0 % ab (verglichen mit 3,2 % im September). Andererseits verlangsamte sich die Zunahme der Einlagen mit ver-

einbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten auf eine Jahresrate von 5,7 %, gegenüber 6,1 % im Vormonat. Zu einem gewissen Grad dürfte diese gegenläufige Entwicklung der beiden Gruppen kurzfristiger Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) mit den jüngsten Entwicklungen bei den entsprechenden Einlagenzinsen zusammenhängen. Im Kundengeschäft der Banken war bei den Zinsen für Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren, die in der Regel tendenziell den kurzfristigen Marktzinsen folgen, im September und Oktober eine leichte Aufwärtsbewegung zu beobachten. Die Zinsen für Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im Kundengeschäft der Banken haben sich hingegen in den vergangenen Monaten auf niedrigem Niveau eingependelt (siehe Abbildung 3). Die Zwölfmonatsrate des mittleren Geldmengenaggregats M2, das den Bargeldumlauf und alle kurzfristigen Einlagen umfaßt, stieg im Oktober auf 7,2 %, nachdem sie im Vormonat bei 7,0 % gelegen hatte.

Obwohl die in M3 enthaltenen marktfähigen Instrumente im Oktober 1999 gegenüber dem Vormonat deutlich zugenommen haben (um 1,2 %), kehrte sich ihre Zwölfmonatsrate ins Negative um (- 1,2 % im Oktober, gegenüber 0,9 % im September). Die Jahresrate dieser Komponente von M3 ist im Jahr 1999 zu meist negativ gewesen. Ausschlaggebend hierfür war vermutlich vor allem die niedrige Rendite dieser kurzfristigen Finanzinstrumente, insbesondere angesichts des allmählichen Anstiegs der Langfristzinsen im Jahresverlauf. Der Rückgang der Jahresrate im Oktober 1999 hing jedoch auch mit einem Basiseffekt zusammen, da die monatliche Zunahme dieser Instrumente im Oktober 1998 besonders stark gewesen war. Bei den Jahresraten der verschiedenen Komponenten der in M3 enthaltenen marktfähigen Instrumente gab es im Oktober 1999 erhebliche Unterschiede. Einerseits wuchsen die Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren und die Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere gegenüber dem Vorjahr kräftig (16,4 % bzw. 13,7 %, verglichen mit 16,1 % bzw. 13,9 % einen Monat zuvor). Andererseits war die Jahresrate bei den Repo-

geschäften negativ (- 28,3 % im Oktober, verglichen mit - 23,3 % im September). Es gibt Anzeichen dafür, daß die kräftige Zunahme der Schuldverschreibungen und Geldmarktpapiere zum Teil mit dem Erwerb dieser Instrumente durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets zusammenhängt. Wertpapierbestände von Gebietsfremden sollten zwar prinzipiell nicht in M3 einbezogen werden, aber eine genaue Abgrenzung des Volumens dieser Bestände ist gegenwärtig insbesondere angesichts der Aktivitäten an den Sekundärmärkten nicht möglich. Die verfügbaren Daten deuten jedoch darauf hin, daß der Erwerb von Schuldverschreibungen und Geldmarktpapieren durch Ansässige außerhalb des Eurogebiets keinen wesentlichen Einfluß auf die Interpretation der monetären Entwicklung insgesamt hat.

Kräftiges Wachstum der Kreditgewährung an den privaten Sektor

Bei den Gegenposten von M3 in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors setzte sich das kräftige Wachstum der gesamten Kreditgewährung an Nicht-MFIs im Eurogebiet im Oktober 1999 fort, und die Jahresrate stabilisierte sich bei etwa 8 %. Die Ausleihungen an den privaten Sektor erhöhten sich mit einer gegenüber September unverändert hohen Jahresrate von rund 10,5 %. Während der Anstieg der Kredite an private Haushalte und Unternehmen gegenüber dem Vorjahr mit 10,0 % weitgehend stabil blieb (diese Rate war im überwiegenden Teil des Jahres 1999 festzustellen), verminderte sich die Jahresrate bei den MFI-Beständen an Wertpapieren des privaten Sektors (ohne Aktien) von 4,9 % im September auf - 0,4 % im Oktober. Der Jahreszuwachs der MFI-Bestände an Aktien und sonstigen Dividendenwerten blieb unverändert bei etwa 28 %. Die Kredite an die öffentlichen Haushalte haben im Vorjahresvergleich um 1,7 % zugenommen, gegenüber 1,0 % im September. Diese leichte Beschleunigung spiegelt das kräftigere Wachstum sowohl der MFI-Bestände an Schuldverschreibungen als auch – zu einem geringe-

ren Grad – der Buchkredite an die öffentlichen Haushalte wider.

Die Jahreswachstumsrate der Kreditgewährung an private Haushalte und Unternehmen lag im Jahr 1999 zumeist bei über 10 %, worin die günstigen Finanzierungsbedingungen im Eurogebiet zum Ausdruck kommen. Die anhaltend starke Kreditnachfrage des privaten Sektors scheint vor allem mit dem historisch niedrigen Niveau der Kreditzinsen der Banken zusammenzuhängen. Die anhaltende Konjunkturerholung im Eurogebiet, die im Vergleich zum Vorjahr regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Jahr 1999 sowie die Wechselwirkung zwischen Hypothekarkrediten und steigenden Immobilienpreisen in einigen EWU-Ländern haben ebenfalls zu dieser Entwicklung beigetragen.

Die Zwölfmonatsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors stieg erheblich von 5,5 % im September auf 6,9 % im Oktober 1999 an und erreichte damit ihren höchsten Stand seit Beginn der Zeitreihe im September 1998. Diese Aufwärtsbewegung hing in erster Linie mit der Zunahme der von den MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren zusammen, die im Oktober um 9,4 % über dem Vorjahresstand lagen, verglichen mit 7,5 % im September. Die Nachfrage nach solchen Schuldverschreibungen dürfte von der Ausweitung des durchschnittlichen Gefälles zwischen den Renditen längerfristiger Anleihen und kurzfristiger Papiere getragen worden sein. Hinzu kam ein Basiseffekt, da der Nettoerwerb solcher Anlagewerte im Oktober 1998 im Gefolge der damaligen Spannungen an den Kapitalmärkten leicht negativ gewesen war. Das stärkere Wachstum von Kapital und Rücklagen der MFIs (das sich von einer Jahresrate von 7,4 % im September auf 8,6 % im Oktober 1999 erhöhte) dürfte teilweise auf einen ähnlichen Basiseffekt zurückzuführen sein. Auch die Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren sind stärker gestiegen und waren im Oktober 4,1 % höher als vor Jahresfrist, gegenüber 3,2 % im Vormonat. Bei den Einlagen mit einer Kündigungsfrist von

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

	1999 April	1999 Mai	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.
Kredite an den privaten Sektor	520,6	548,6	588,0	578,2	587,3	574,8	570,5
Kredite an öffentliche Haushalte	16,4	33,3	-5,6	-4,1	-3,4	20,5	35,2
Nettoposition gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-161,4	-215,4	-227,5	-202,1	-241,2	-230,4	-208,4
Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten ¹⁾	-185,0	-179,1	-177,5	-183,3	-180,1	-182,5	-225,3
Sonstige Gegenposten	35,9	47,3	58,8	67,3	88,7	84,9	87,4
M3	226,4	234,8	236,2	256,0	251,2	267,3	259,4

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

über drei Monaten war hingegen ein kräftiger Rückgang zu verzeichnen; sie nahmen im Oktober gegenüber dem Vorjahr um 8,0 % ab, verglichen mit 7,6 % im September.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors an das Nicht-Euro-Währungsgebiet nahmen im Oktober 1999 absolut und nicht saisonbereinigt um 35 Mrd € ab, nachdem sie sich im September 1999 um 18 Mrd € erhöht hatten. Dieser Rückgang war darauf zurückzuführen, daß die Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Gebietsfremden mit 41 Mrd € stärker zunahmen als die Forderungen an Gebietsfremde (6 Mrd €), wodurch es zu einem Netto-Mittelabfluß von Nicht-MFIs im Eurogebiet kam.

Insgesamt ging der Anstieg der Geldmenge M3 um 259 Mrd € in den zwölf Monaten bis Oktober 1999 mit den folgenden Veränderungen ihrer Gegenposten in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors einher (siehe Tabelle 2): Die Kreditgewährung an den privaten Sektor nahm binnen Jahresfrist um 571 Mrd € und das Volumen der Kredite an die öffentlichen Haushalte um 35 Mrd € zu. Die erheblich differierenden jährlichen Veränderungen der Kredite und der Geldmenge M3 spiegelten einen Rückgang der Nettoforderungen an das Nicht-Eurogebiet (um 208 Mrd €) und einen Anstieg der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (um

225 Mrd €) wider. Die übrigen Gegenposten (Nettoforderungen) übertrafen ihr Vorjahrsniveau im Oktober um 87 Mrd €.

Ansteigende Zinsen im Kundengeschäft der Banken bei längeren Laufzeiten im Oktober

Bei den Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken gab es zwischen den Sommermonaten und Oktober nur wenig Änderungen, obwohl die kurzfristigen Geldmarktzinsen im Oktober in Erwartung einer Zinserhöhung der EZB Anfang November anstiegen. Gleichzeitig zogen die Zinsen im Kundengeschäft der Banken bei den längeren Laufzeiten kräftig an, worin möglicherweise der trendmäßige Anstieg der langfristigen Kapitalmarktzinsen seit Mai 1999 zum Ausdruck kommt.

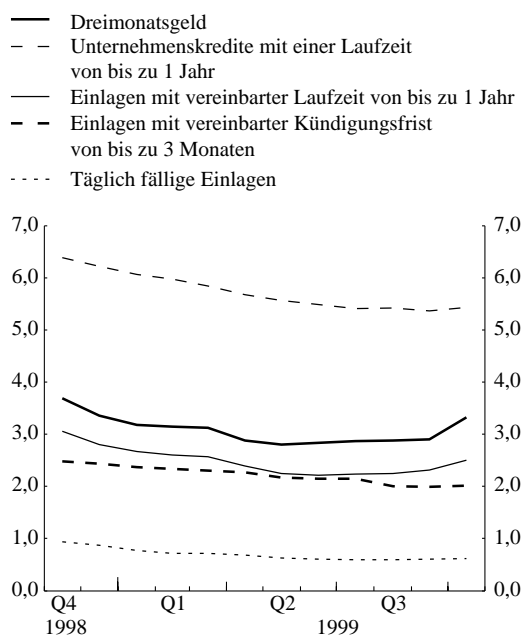
Im Zeitraum von August bis Oktober haben sich die Durchschnittssätze für täglich fällige Einlagen und Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten kaum verändert – im Oktober lagen sie bei rund 0,6 % bzw. 2,0 % (siehe Abbildung 3). Die Durchschnittszinsen für kurzfristige Unternehmenskredite blieben im Zeitraum Juli bis Oktober 1999 ebenfalls praktisch unverändert bei rund 5,4 %. Auch der Durchschnittssatz für Konsumentenkredite blieb zwischen August

und Oktober bei rund 9,3 % weitgehend stabil. Nur bei der durchschnittlichen Verzinsung kurzfristiger Einlagen mit Laufzeiten von weniger als einem Jahr war seit August ein Aufwärtstrend zu verzeichnen; sie belief sich im Oktober auf 2,5 %.

Bei den längeren Laufzeiten kam es vor dem Hintergrund kräftig zunehmender Kapitalmarktzinsen zwischen Mai und Oktober 1999 zu einem stärkeren Anstieg. Die längerfristigen Einlagen- und Kreditzinsen wiesen seit dem Frühsommer einen Aufwärtstrend auf, der sich im Oktober fortsetzte (siehe Abbildung 4). Der durchschnittliche Zinssatz für befristete Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren erreichte im Oktober ein Niveau von 4,0 %, was gegenüber Mai einen Anstieg von 80 Basispunkten bedeutet. Die Durchschnittsverzinsung von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte stieg im Oktober auf 5,7 % an und lag damit fast 90 Basispunkte höher als im Mai 1999. Auch längerfristige Unternehmenskredite verteuerten sich im Kundengeschäft

Abbildung 3 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

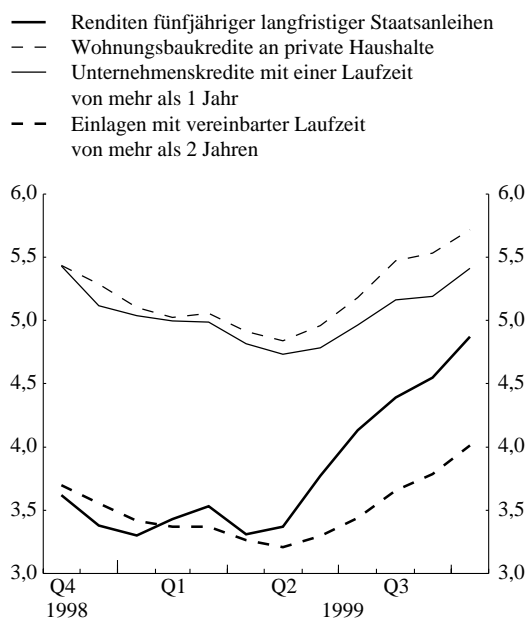
(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quelle: EZB-Aggregation der nationalen Angaben.

Abbildung 4 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quelle: EZB-Aggregation der nationalen Angaben.

der Banken weiter; für sie waren im Oktober im Durchschnitt 5,4 % zu zahlen.

Geldmarktzinsen pendelten sich im November auf höherem Niveau ein

In den Wochen vor der EZB-Ratssitzung am 4. November 1999 zogen die Geldmarktzinsen in Erwartung des Zinsanhebungsbeschlusses der EZB zunehmend an. Während sich die Kurzfristzinsen im September kaum verändert hatten (der Einmonats-EURIBOR bewegte sich um die 2,6 %, und der Dreimonats-EURIBOR lag bei rund 2,7 %), legten sie Anfang Oktober kräftig zu. Die positiven Wirtschaftsdaten für das Eurogebiet und die Bestätigung des Aufwärtstrends beim Geldmengenwachstum im Sommer hatten die Erwartungen am Markt hinsichtlich einer bevorstehenden Erhöhung der EZB-Zinsen gestärkt. In den letzten Oktobertagen stiegen die Geldmarktzinsen weiter an, unter anderem als Reaktion auf die am 27. Oktober veröffentlichten Daten zum M3-Wachstum im

Kasten 2

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der zehnten Erfüllungsperiode

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der zehnten Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Oktober bis 23. November 1999 führte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch. Die ersten zwei Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Zuteilung am 27. Oktober bzw. 2. November) wurden zu einem festen Zinssatz von 2,50 % abgewickelt, während die drei darauffolgenden Geschäfte (Zuteilung am 9., 16. und 23. November) zu einem Satz von 3,00 % durchgeführt wurden. Die Änderung der Zinssätze war am 4. November bekanntgegeben worden. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 66,0 Mrd € und 74,0 Mrd €. Das Bietungsaufkommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften erreichte bei dem letzten zu einem Zinssatz von 2,50 % abgewickelten Geschäft einen neuen Spitzenwert von 2 344 Mrd €, sank jedoch bei dem ersten zu 3,00 % durchgeführten Geschäft deutlich auf 405 Mrd €. Das Rekordbietungsaufkommen bei der am 3. November abgewickelten Transaktion spiegelt die Bemühungen der Kreditinstitute wider, die Erfüllung ihrer Mindestreservepflicht angesichts der Erwartungen einer Zinserhöhung durch die EZB vorzuziehen. Das durchschnittliche Bietungsaufkommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften verringerte sich auf 1 171,7 Mrd €, gegenüber 1 244,9 Mrd € in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode.

Die Repartierungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bewegten sich zwischen 2,8 % und 18,3 %, während sie sich in der vorangegangenen Mindestreserveerfüllungsperiode in einer engeren Bandbreite von 3,9 % bis 6,8 % gehalten hatten. Die erheblichen Schwankungen beim Bietungsaufkommen und bei den Repartierungssätzen sind auf die oben erwähnten Erwartungen einer Zinserhöhung in der ersten Hälfte der Erfüllungsperiode und den Abbau dieser Erwartungen im Anschluß an den Zinsbeschluß zurückzuführen. Die steigenden Erwartungen hinsichtlich einer Zinserhöhung tragen ebenfalls zur Erklärung der Schwankungen im EONIA-Satz in dieser Erfüllungsperiode bei. Am letzten Tag der Mindestreserveerfüllungsperiode mußte eine leichte Liquiditätsknappheit durch Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität ausgeglichen werden, und der EONIA-Satz stieg auf 3,11 % an. Das Eurosystem führte am 27. Oktober ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorangekündigten Zuteilungsvolumen von

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Oktober bis 23. November 1999

	<i>Liquiditätszuführend</i>	<i>Liquiditätsabschöpfend</i>	<i>Nettobeitrag</i>
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	194,7	0,4	+ 194,3
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	140,6	-	+ 140,6
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	53,7	-	+ 53,7
Ständige Fazilitäten	0,4	0,4	0,0
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	351,8	442,0	- 90,2
Banknotenumlauf	-	343,1	- 343,1
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	51,5	- 51,5
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	351,8	-	+ 351,8
Sonstige Faktoren (netto)	-	47,7	- 47,4
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			104,1
(d) Mindestreservesoll			103,4

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

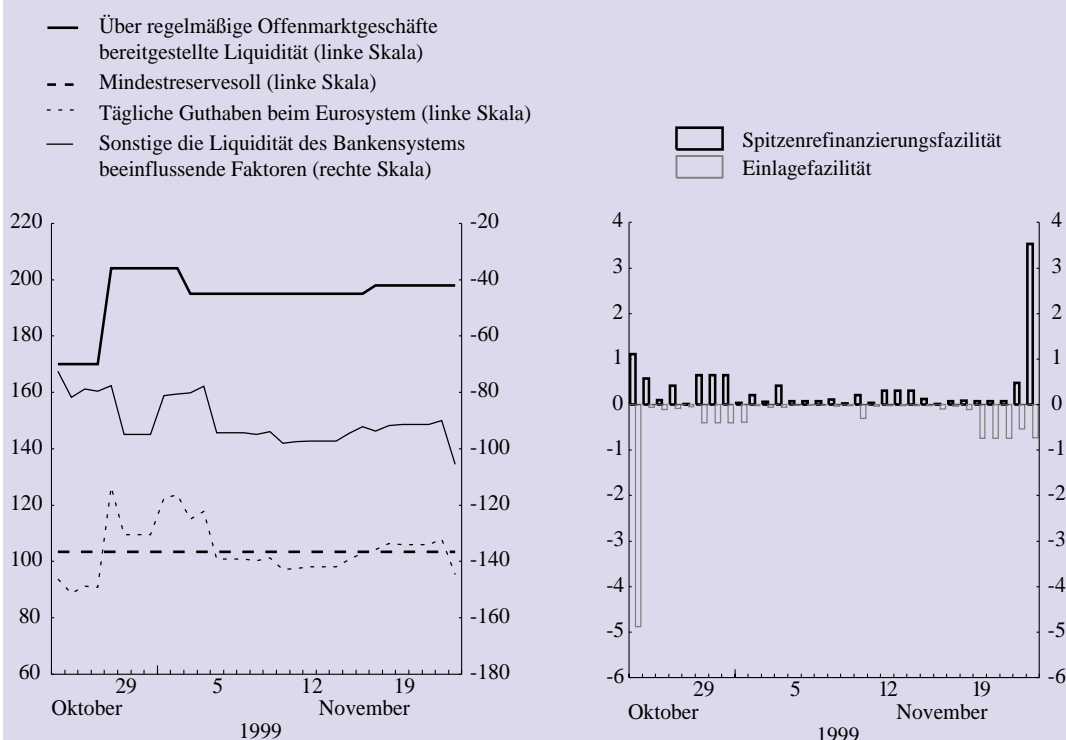
25 Mrd € durch; das Volumen war damit um 10 Mrd € höher als in den vorherigen Geschäften dieser Art. Das höhere Zuteilungsvolumen, das auch für die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte vom 24. November und 22. Dezember gilt, spiegelt die Absicht der EZB wider, zu einem reibungslosen Übergang ins Jahr 2000 beizutragen. Insgesamt nahmen 313 Bieter an diesem Geschäft teil, und das gesamte Bietungsaufkommen belief sich auf 74,4 Mrd €. Der marginale Zuteilungssatz betrug 3,19 %, während der gewichtete Satz bei 3,42 % lag. Die Differenz zwischen diesen beiden Sätzen war wesentlich größer als in allen vorherigen längerfristigen, nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchgeführten Refinanzierungsgeschäften, bei denen sie einen Basispunkt betragen hatte. Die außergewöhnlich große Streuung der erfolgreichen Gebote läßt sich darauf zurückführen, daß die Laufzeit dieses Geschäfts erstmals über den Jahrtausendwechsel hinausging, was zu einer beachtlichen Heterogenität beim Bietungsverhalten sowie bei den Erwartungen hinsichtlich des marginalen Zuteilungssatzes führte.

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

Die durchschnittliche Inanspruchnahme der beiden ständigen Fazilitäten belief sich jeweils auf 0,4 Mrd €. Die stärkste Nutzung war an den ersten und letzten Tagen der Mindestreserveerfüllungsperiode zu verzeichnen. Da der erste Tag der Erfüllungsperiode auf einen Sonntag fiel, wirkte sich immer noch die Inanspruchnahme vom Ende der vorherigen Periode aus. Am 23. November 1999 kam es durch eine Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 3,5 Mrd € und der Einlagefazilität in Höhe von 0,7 Mrd € zu einer Nettoliquiditätsabschöpfung von 2,8 Mrd €. Verglichen mit der Lage gegen Ende früherer Mindestreserveerfüllungsperioden war die gesamte Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten recht gedämpft, was eine relativ ausgeglichene Liquiditätssituation widerspiegelt.

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der zehnten Erfüllungsperiode

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren (Posten (b) in der Tabelle auf S. 17), d. h. die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Faktoren, entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 90,2 Mrd € und damit 6,0 Mrd € mehr als in der vorherigen Mindestreserveerfüllungsperiode. Dies war in erster Linie auf einen Anstieg der Einlagen der öffentlichen Haushalte zurückzuführen. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 72,6 Mrd € und 105,4 Mrd €, worin ebenfalls die Volatilität der Einlagen der öffentlichen Haushalte zum Ausdruck kommt.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

In der zehnten Mindestreserveerfüllungsperiode beliefen sich die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten auf 104,1 Mrd € und das Mindestreservesoll auf 103,4 Mrd €. Die Differenz zwischen den durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten und dem Mindestreservesoll blieb mit 0,7 Mrd € auf demselben Stand wie in der letzten Erfüllungsperiode. Wie bereits in der vorherigen Erfüllungsperiode sind etwa 0,2 Mrd € hiervon auf Girokontoguthaben zurückzuführen, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, während die Überschußreserven ungefähr 0,5 Mrd € ausmachten.

September 1999. In den ersten Novembertagen festigte sich die Meinung an den Finanzmärkten, daß der EZB-Rat die Zinsen auf seiner Sitzung am 4. November um etwa 50 Basispunkte anheben würde.

Im Anschluß an den Beschluß des EZB-Rats am 4. November, die Leitzinsen der EZB um 50 Basispunkte zu erhöhen, pendelten sich die Geldmarktzinsen im November auf einem etwas höheren Niveau ein. Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, war bereits vor der Zinsentscheidung auf fast 3,0 % angestiegen, da die Marktteilnehmer den geldpolitischen Beschluß zunehmend antizipiert hatten (siehe Abbildung 1). Nach der Zinserhöhung durch die EZB lag der EONIA-Satz meist nahe beim neuen Zinssatz von 3,0 % für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems. Erst an den letzten Tagen der Mindestreserveerfüllungsperiode, die am 23. November 1999 endete, kam es zu einigen Schwankungen beim EONIA, worin sich die Entwicklung der Liquiditätsbedingungen im Verhältnis zu der vom Bankensystem zur Erfüllung des Reservesolls benötigten Liquiditätsmenge widerspiegelte (siehe Kasten 2).

Auch die anderen Kurzfristzinsen haben sich nach der Ankündigung der Zinserhöhung durch die EZB nicht stark verändert. Dies zeigt, daß der Beschluß von den Finanzmärkten bereits antizipiert worden war. Der Einmonats-EURIBOR, der an den Tagen vor der Sitzung des EZB-Rats am 4. November bei rund 3,0 % gelegen hatte, stieg auch danach nicht wesentlich an. Erst ab dem 29. November, als erstmals einmonatige Kontrakte mit Fälligkeit im Jahr 2000 gehandelt wurden, erhöhte sich der Einmonats-EURIBOR um 43 Basispunkte und spiegelte damit die Unsicherheit an den Märkten hinsichtlich des Übergangs zum Jahr 2000 wider. Am 1. Dezember lag er bei 3,51 % (siehe Kasten 3). Der Dreimonats-EURIBOR, der bereits seit Ende September 1999 vom Niveausprung zur Jahrtausendwende beeinflusst wird, ging im November leicht auf 3,45 % zurück. Am 1. Dezember lagen die impliziten Dreimonats-EURIBOR-Sätze für im März und Juni 2000 fällige Terminkontrakte bei 3,56 % bzw. 3,88 %. Damit blieben diese Terminalsätze gegenüber ihrem Stand von Ende Oktober fast unverändert. Auch die Sechsmonats- und Zwölfmonats-EURIBOR-Sätze haben sich Anfang Dezember gegenüber Ende Oktober kaum verändert; sie beliefen sich am 1. Dezember auf 3,47 % bzw. 3,76 %.

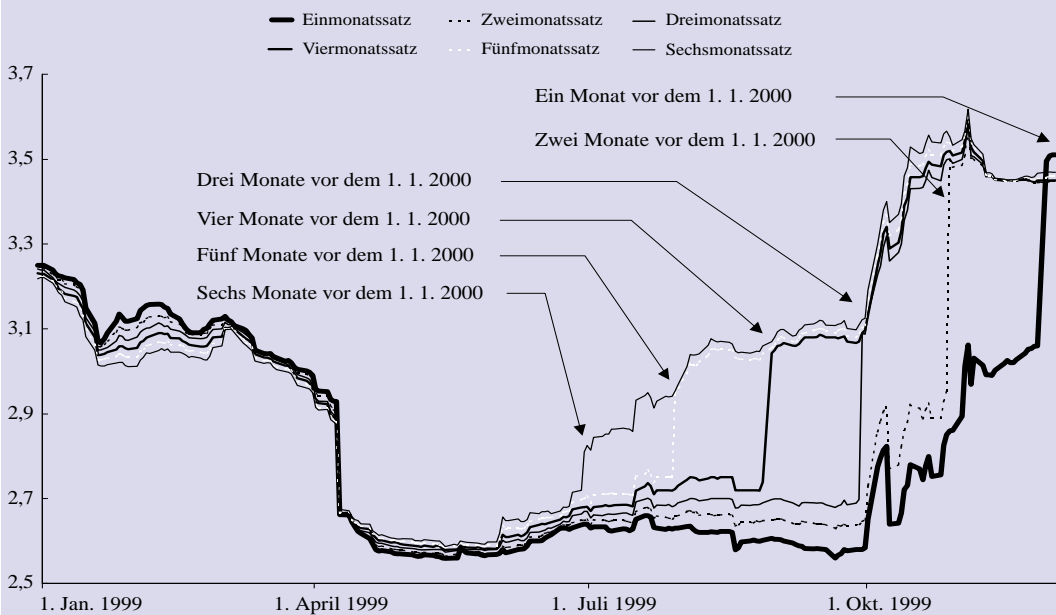
Kasten 3

Die Auswirkungen der Jahr-2000-Umstellung auf die Geldmarktsätze

In den letzten Monaten war zu beobachten, daß sowohl im Eurogebiet als auch in Drittländern die Geldmarktsätze eine steigende Tendenz aufwiesen, sobald sich ihre Laufzeit über den Jahreswechsel hinaus erstreckte (siehe auch den Artikel „Die Jahr-2000-Vorbereitungen des ESZB“ im Monatsbericht vom Oktober 1999). Dieser sprunghafte Anstieg der Geldmarktsätze war bei den unbesicherten Interbankausleihungen besonders ausgeprägt. Wie in der nachstehenden Abbildung dargestellt, war dies beispielsweise beim Sechsmonats-EURIBOR von Ende Juni, der erstmals über das Jahresende hinausreichte, zu beobachten. Danach stiegen auch der Dreimonats-EURIBOR Ende September 1999 und, in jüngster Zeit, der Einmonatssatz Ende November. Diese Zinssprünge werden hauptsächlich damit erklärt, daß die Finanzmärkte aufgrund des Jahrhundertwechsels mit Betriebsrisiken rechnen. Diese Erwartung mag darauf zurückzuführen sein, daß mit Ausfallrisiken bei den Computersystemen der Finanzintermediäre gerechnet wird, die den Liquiditätsaustausch zwischen Kreditinstituten beeinträchtigen könnten. So sind die Marktteilnehmer besorgt, daß für Finanzintermediäre, die aufgrund solcher technischer Probleme keine Mittel von ihren Geschäftspartnern erhalten, Zusatzkosten aus der anderweitigen Mittelbeschaffung zu Beginn des Monats Januar 2000 oder der Entrichtung von Strafgebühren für die Nichterfüllung ihrer Vertragspflichten entstehen könnten.

Auswirkungen der Umstellung auf das Jahr 2000 auf die EURIBOR-Zinssätze

(in % p.a.)



Quelle: EZB.

Der Anstieg der Geldmarktsätze ist jedoch bei besicherten Transaktionen, die beispielsweise durch Staatsanleihen gedeckt sind, weit weniger ausgeprägt, wie aus der Vergrößerung der Differenz zwischen den EURIBOR-Zinssätzen und dem Angebotskurs für Dreimonatsrepogeschäfte im Euroraum Ende September ersichtlich ist (siehe Abbildung auf S. 21). Darin scheint sich die Erwartung der Kreditinstitute niederzuschlagen, daß sich ihr Risiko, zu Beginn des Jahres 2000 nicht die gewünschte Menge an Liquidität erhalten zu können, durch die Verfügbarkeit von Sicherheiten erheblich verringert, da sie dann Zugang zur Spitzenrefinanzierungsfazilität des Eurosystems hätten. Zu Beginn des laufenden Monats betrug die Differenz zwischen dem Dreimonats-EURIBOR und dem Angebotskurs für Dreimonatsrepogeschäfte rund 35 Basispunkte. Auch die Zuteilungssätze für das (besicherte) längerfristige Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen im November erheblich unter dem Zuteilungssatz der entsprechenden EURIBOR-Einlagensätze.

Differenz zwischen Dreimonatszinssätzen für Interbankeinlagen und Reposätzen

(Basispunkte, gleitender Fünftagesdurchschnitt)

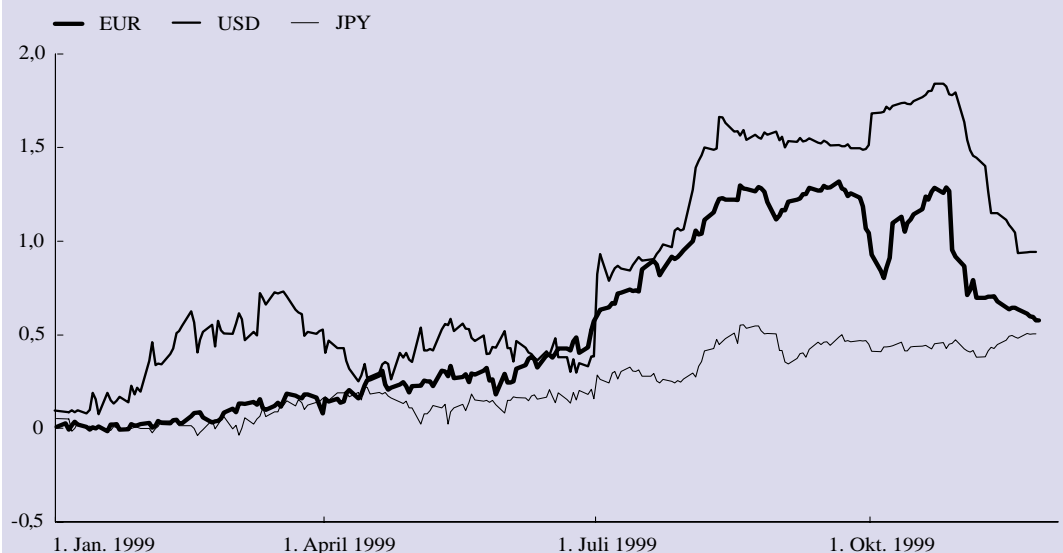


Quelle: Reuters.

Eine einfache Quantifizierung des Zinsaufschlags, der für das Einkalkulieren der Auswirkungen der Umstellung auf das Jahr 2000 notwendig ist, läßt sich aus den in der Zinsstrukturkurve der Geldmarktsätze implizit enthaltenen Terminalsätzen ableiten. Die dritte Abbildung zeigt, daß der anhand der Einmonats-Terminzinssätze

Niveausprung der Zinssätze für Interbankeinlagen zum Jahresende 1999

(in % p.a.)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Der Niveausprung der Zinssätze zum Jahresende wird auf Basis der aus der EURIBOR-Zinskurve abgeleiteten Einmonats-Terminzinssätze berechnet. Der Niveausprung wird gemessen als Differenz zwischen dem das Jahresende umspannenden Einmonats-Terminsatz und einem Satz, der durch lineare Interpolation zwischen dem Einmonats-Terminzinssatz für im Dezember 1999 fällige Kontrakte (dem Einmonats-Kassakurs nach Ende Oktober) und dem Einmonats-Terminzinssatz für im Februar 2000 fällige Kontrakte berechnet wird. Die jüngsten in der Berechnung enthaltenen Daten sind vom 26. November 1999, da der Niveausprung nach diesem Datum nicht mehr anhand der oben genannten Methodik ermittelt werden kann. Falls allgemein davon ausgegangen wird, daß sich das mit dem Jahrtausendwechsel verbundene Risiko vor allem auf die ersten Handelstage im Januar beschränken wird, sollte in Betracht gezogen werden, daß die Prämie für diese Tage mehrfach so hoch sein dürfte wie die auf monatlicher Basis gemessene Prämie.

geschätzte Niveausprung der Zinsen in den letzten Monaten sowohl im Eurogebiet als auch in Drittländern erhebliche Schwankungen aufwies. Der Niveausprung im Euroraum ging im Laufe des Monats September zurück, nachdem er in den Sommermonaten zugenommen hatte; in der zweiten Hälfte des Monats November nahm er dann – nach einem vorübergehenden Anstieg im Oktober – erneut ab. Der anhand der LIBOR-Zinssätze errechnete Zinsaufschlag für auf US-Dollar lautende Kontrakte blieb tendenziell oberhalb des Zinsaufschlags für die Zinssätze im Eurogebiet; sein Rückgang im Laufe des Monats November entsprach in etwa der Verringerung des entsprechenden Zinsaufschlags im Euroraum. Dagegen blieb der Zinsaufschlag für auf Yen lautende Kontrakte, der ebenfalls anhand der LIBOR-Zinssätze errechnet wurde, in den letzten Monaten weitgehend unverändert und damit unterhalb des Niveaus der Zinsaufschläge im Euroraum.

Die jüngsten Bewegungen der Zinsaufschläge legen den Schluß nahe, daß die Bedenken der Finanzmarktteilnehmer abgenommen haben. Dies dürfte mit dem erfolgreichen Abschluß einer Reihe von Jahr-2000-Tests zusammenhängen und läßt sich folglich damit erklären, daß die Marktteilnehmer verstärkt mit einer reibungslosen Umstellung auf das Jahr 2000 rechnen.

Wie in Kasten 4 genauer erläutert wird, liefern Meßgrößen der erwarteten Volatilität der zukünftigen Kurzfristzinsen wichtige Informationen zur Verteilung der Markterwartungen bzw. der Marktunsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Zinsentwicklung. Eine dieser Meßgrößen ist die implizite Volatilität, die aus Optionspreisen abgeleitet werden kann. Die aus Optionskontrakten mit Fälligkeit im Dezember 1999 und März 2000 abgeleitete implizite Volatilität der Kurzfristzinsen ging nach der Bekanntgabe der Zinserhöhung am 4. November deutlich zurück. Während die implizite Volatilität in der

tilität, die aus Optionspreisen abgeleitet werden kann. Die aus Optionskontrakten mit Fälligkeit im Dezember 1999 und März 2000 abgeleitete implizite Volatilität der Kurzfristzinsen ging nach der Bekanntgabe der Zinserhöhung am 4. November deutlich zurück. Während die implizite Volatilität in der

Kasten 4

Ableitung der erwarteten Zinsvolatilität von den Optionspreisen

Meßgrößen für die erwartete Volatilität zukünftiger Kurzfrist- und Langfristzinsen können einer Zentralbank wertvolle Informationen über die Verteilung der Erwartungen am Markt und den Grad der Unsicherheit über die zukünftige Zinsentwicklung liefern. Ein besonders geeignetes Maß für die erwartete Volatilität ist die implizite Volatilität, die sich aus Optionspreisen ableiten läßt. Bei einem gegebenen Marktpreis einer Option kann die implizite Volatilität anhand einer herkömmlichen Optionspreisformel berechnet werden, die unter anderem explizit von der erwarteten Volatilität des Preises für einen zugrundeliegenden Vermögenswert abhängig ist. Die implizite Volatilität kann – unter entsprechenden Annahmen – als die Erwartung am Markt in bezug auf die Volatilität während der Restlaufzeit der Option interpretiert werden.

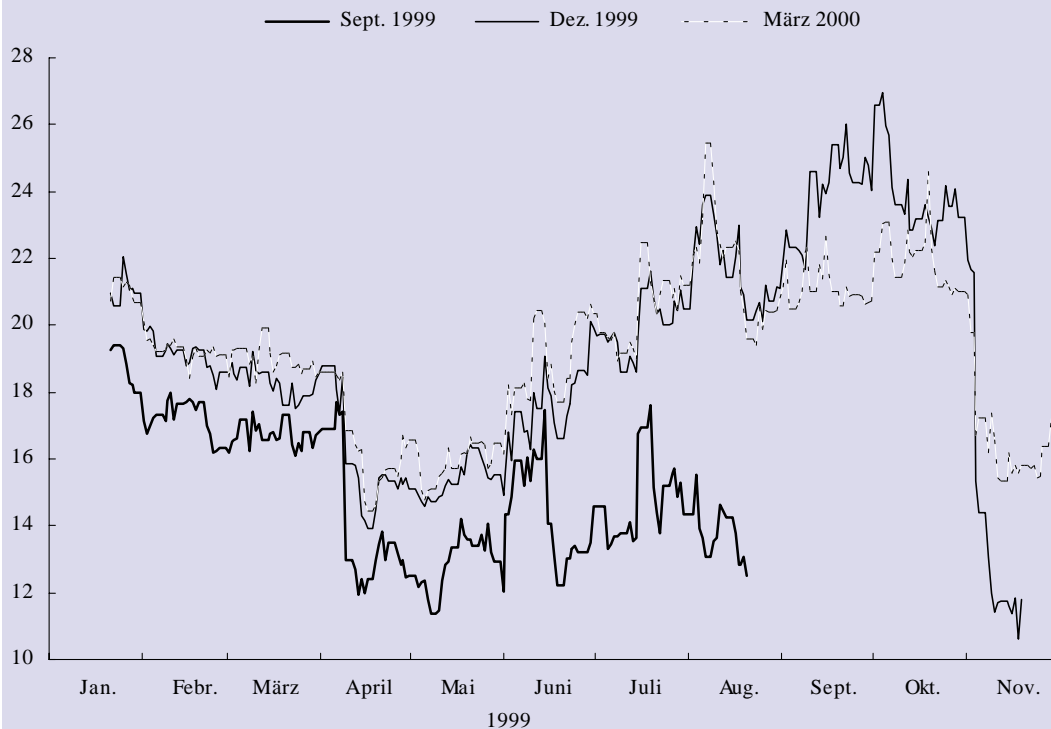
Die implizite Volatilität kann eine Ergänzung zu Meßgrößen für die Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung von Finanzvariablen wie z. B. Terminzinssätzen und Terminkontraktpreisen bilden, indem sie ein Maß für die Unsicherheit, mit der diese Erwartungen behaftet sind, zur Verfügung stellt. Im folgenden wird näher auf die implizite Volatilität kurzfristiger Zinssätze und langfristiger Anleihekurse eingegangen. Das erste Maß bezieht sich auf die Unsicherheit über die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen während der Laufzeit der Option. Da die langfristigen Nominalzinsen die Erwartungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf die Inflation und die Realzinsen über einen längeren Zeithorizont widerspiegeln, könnte diese Meßgröße zudem als ein Indikator der Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung dieser Faktoren angesehen werden.

Implizite Geldmarktvolatilität

Aus der impliziten Volatilität, die von Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte abgeleitet wird, lassen sich Rückschlüsse auf die Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze im Euro-Währungsgebiet ziehen. Die nachstehende Abbildung veranschaulicht – beginnend mit Januar 1999 –

Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte

(an der LIFFE gehandelt)



Quelle: Bloomberg.

die Entwicklung der impliziten Geldmarktvolatilität aus Optionspreisen, die von im September und Dezember 1999 sowie im März 2000 fälligen Kontrakten abgeleitet wird.

Nach der Einführung des Euro ging die aus diesen Optionskontrakten abgeleitete implizite Volatilität allmählich zurück. Im Zeitraum vor dem Zinssenkungsbeschuß des EZB-Rats vom 8. April 1999 war vorübergehend ein leichter Anstieg der erwarteten Volatilität zu verzeichnen, nach Bekanntgabe des Beschlusses jedoch nahm die implizite Volatilität in allen Fristenkategorien deutlich ab. Ab Mai 1999 stieg die implizite Volatilität im Einklang mit den impliziten Kurzfristzinsen aus Terminkontrakten langsam wieder an, da die immer konkreter werdenden Anzeichen einer konjunkturellen Erholung im Euro-Währungsgebiet zu neuen Unsicherheiten über die Zinsentwicklung führte. Die Abbildung zeigt zudem, daß etwa zur Zeit der Anhebung der EZB-Zinsen, die am 4. November 1999 bekanntgegeben wurde, der Rückgang der impliziten Volatilität in allen Laufzeitenbereichen sehr ausgeprägt war. Dies zeigt, daß der Beschluß die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die in naher Zukunft zu erwartenden geldpolitischen Maßnahmen erheblich verringert hat.

Implizite Volatilität des langfristigen Anleihemarkts

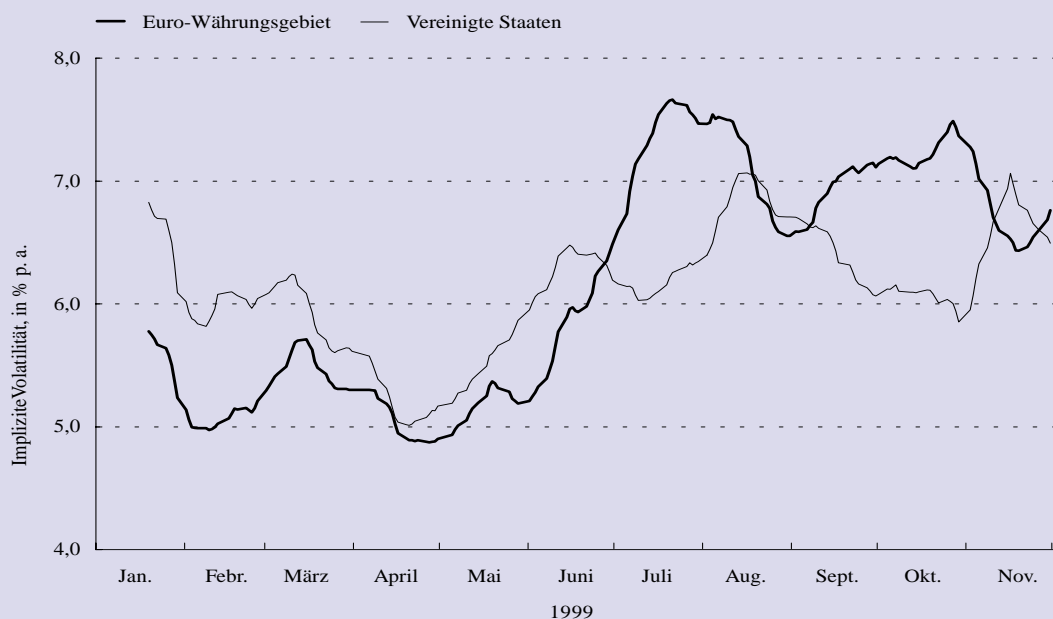
Im Gegensatz zur impliziten Volatilität der kurzfristigen Geldmarkt-Terminkontrakte, die eng mit der Unsicherheit am Markt über die zukünftigen Kurzfristzinsen und vor allem die zukünftigen geldpolitischen Beschlüsse zusammenhängt, ist die implizite Volatilität der langfristigen Terminkontrakte enger mit der kurzfristigen Unsicherheit über die langfristigen Fundamentalfaktoren sowie andere Faktoren wie beispielsweise die von internationalen Anleihemärkten ausgehenden Effekte verbunden. So liefert insbesondere die von Optionskontrakten auf langfristige Anleihen abgeleitete implizite Volatilität einen Hinweis auf den Grad der Unsicherheit über die langfristigen Realzinsen, die durchschnittliche Inflationsrate und die von den Marktteilnehmern bei Ablauf der Optionskontrakte erwarteten Risikoprämien. Die Tatsache, daß die

Erwartungen in bezug auf all diese Komponenten die Preise für Optionen auf langfristige Anleihen beeinflussen, macht es noch etwas schwieriger, aus der impliziten Volatilität langfristiger festverzinslicher Instrumente die relevanten zukunftsgerichteten Informationen abzuleiten und zu interpretieren.

Für das Eurogebiet scheint die von Optionen auf zehnjährige deutsche Bund-Futures abgeleitete implizite Volatilität der beste verfügbare Näherungswert für die implizite Volatilität des langfristigen Anleihemarkts in der EWU zu sein. In der ersten Jahreshälfte 1999 schien die implizite Volatilität an den Anleihemärkten des Euroraums weitgehend der Entwicklung der impliziten Volatilität zehnjähriger US-Anleihen zu folgen (siehe Abbildung unten). Im Sommer stieg jedoch die implizite Volatilität der zehnjährigen Bund-Futures auf ein Niveau, das erheblich über der entsprechenden impliziten Volatilität der US-Anleihen lag. In dieser Zeit fiel der Anstieg der Anleiherenditen im Eurogebiet angesichts wachsender Erwartungen einer Konjunkturbelebung in der EWU stärker aus als in den Vereinigten Staaten. Dieses Zusammenspiel von steigenden Anleiherenditen und höherer impliziter Volatilität läßt jedoch darauf schließen, daß der größere Optimismus mit einer wachsenden Unsicherheit über die Stärke und Nachhaltigkeit dieser Belebung sowie deren Folgen für die Preisstabilität einherging. Im Herbst fand der Aufwärtstrend bei der Volatilität der Anleiherenditen des Eurogebiets mit der schwindenden Ungewißheit über die Konjunkturaussichten innerhalb der EWU offenbar ein Ende. Die Entwicklung in den letzten Wochen deutet darauf hin, daß die Zinserhöhung der EZB, die bereits in der Woche vor dem 4. November von den Marktteilnehmern zunehmend antizipiert worden war, die Unsicherheit über die in naher Zukunft zu erwartende Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen verringert hat. In der zweiten Novemberhälfte war jedoch vor dem Hintergrund steigender Langfristzinsen in den Vereinigten Staaten und der Trendumkehr bei den Anleiherenditen des Euroraums, die zuvor stark zurückgegangen waren (siehe Bericht im Hauptteil über die Entwicklung der Anleihemärkte), wieder eine leichte Zunahme der impliziten Volatilität zu verzeichnen.

Implizite Volatilität für Terminkontrakte auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



Quelle: Bloomberg.

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

ersten Oktoberhälfte infolge der Unsicherheit an den Märkten hinsichtlich des Zeitpunkts und Umfangs einer eventuellen Zinserhöhung relativ hoch blieb, begann sie in den letzten Tagen des Monats zu sinken, da die Märkte immer stärker von einer unmittelbar bevorstehenden Zinsentscheidung überzeugt waren.

Die Zuteilungssätze für das reguläre längerfristige Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das am 25. November 1999 abgewickelt wurde, waren im Durchschnitt weniger breit gestreut als im vorherigen Geschäft. Der marginale Zuteilungssatz lag bei 3,18 % und blieb damit gegenüber dem Zinssatz des längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts vom Oktober fast unverändert. Der gewichtete durchschnittliche Zuteilungssatz lag jedoch bei 3,27 % und damit deutlich unter dem zuvor verzeichneten Niveau von 3,42 %. Das Eurosystem teilte im November eine Gesamtsumme von 25 Mrd € zu. Diese Summe entsprach dem Zuteilungsvolumen in dem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft vom Oktober, war jedoch höher als in den vor September 1999 abgewickelten Geschäften, bei denen das Zuteilungsvolumen 15 Mrd € betragen hatte. Ausschlaggebend für diese Änderung war die Absicht, das Zuteilungsvolumen in den letzten drei längerfristigen Refinanzierungsgeschäften im Jahr 1999 zu erhöhen, um auf diese Weise zu einem reibungslosen Übergang in das Jahr 2000 beizutragen.

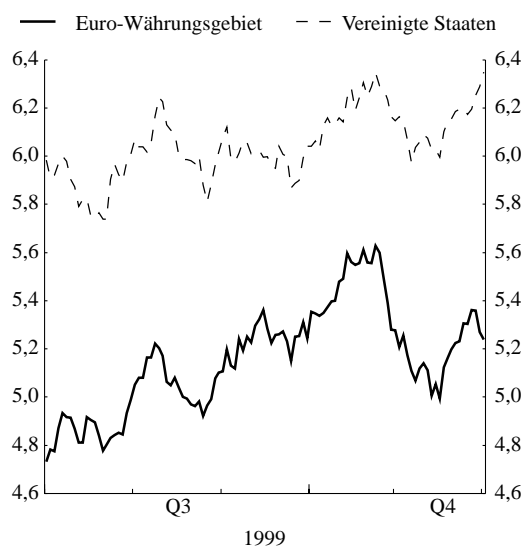
Langfristige Anleiherenditen im November weiterhin volatil

Der starke Anstieg der langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet, der seit dem Frühsommer 1999 zu beobachten war, hat sich ab Ende Oktober teilweise umgekehrt. Allerdings waren die langfristigen Anleiherenditen im Euroraum im November relativ volatil, da gegen Ende des Monats die erheblichen Renditerückgänge von Anfang November größtenteils wieder wettgemacht wurden. Der im Eurogebiet Ende Oktober und Anfang November zu verzeichnende Ren-

diterückgang fand vor dem Hintergrund steigender Erwartungen einer Erhöhung der EZB-Zinssätze statt. Nach der Bekanntgabe des Zinserhöhungsbeschlusses der EZB, waren weitere Rückgänge zu beobachten. Danach sind jedoch die langfristigen Anleiherenditen in der zweiten Novemberhälfte aufgrund internationaler und nationaler Faktoren unter erneuten Aufwärtsdruck geraten. Insgesamt lagen die zehnjährigen Anleiherenditen am 1. Dezember 1999 mit 5,24 % im Durchschnitt rund 5 Basispunkte niedriger als Ende Oktober. Bis zum 1. Dezember hatte sich der Spread zwischen den langfristigen US-Anleiherenditen und vergleichbaren Renditen im Eurogebiet gegenüber Ende Oktober um circa 25 Basispunkte auf rund 110 Basispunkte ausgeweitet.

Vor dem Hintergrund des Einflusses von Entwicklungen an den internationalen Rentenmärkten auf die Anleihemärkte im Eurogebiet ist festzustellen, daß die langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten im November 1999 relativ volatil waren. In der

Abbildung 5
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.

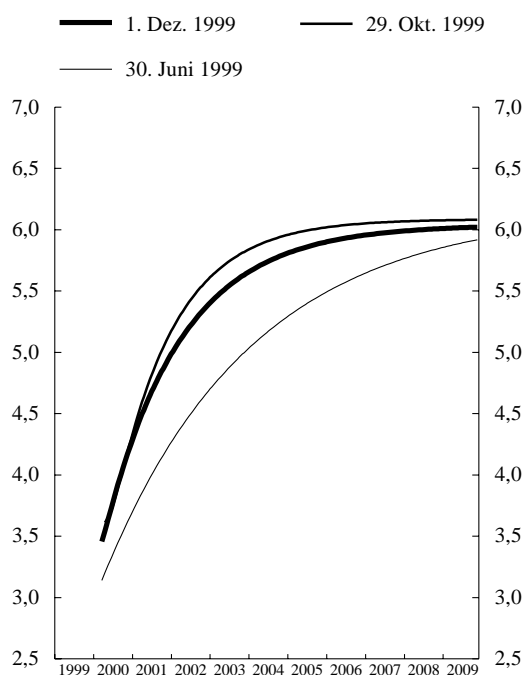
ersten Novemberwoche ist die Rendite zehnjähriger US-Anleihen erheblich zurückgegangen, was teilweise auf die Veröffentlichung der US-Daten zum Beschäftigungswachstum und den Lohnkosten zurückzuführen war, die besser als von den Marktteilnehmern erwartet ausfielen. Jedoch kamen die US-Anleiherrenditen nach dem Beschluß des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank vom 16. November, die Zinsen angesichts der Besorgnis über die angespannte Lage auf dem Arbeitsmarkt zu erhöhen, trotzdem unter erneuten Aufwärtsdruck. Außerdem signalisierten die im November bekanntgegebenen Daten ein weiterhin robustes Wachstum der amerikanischen Wirtschaft, was zusammen mit weiter ansteigenden Ölpreisen zu der Besorgnis über die Inflationsrisiken in den Vereinigten Staaten beigetragen haben dürfte. Diese gegenläufigen Einflüsse auf die langfristigen US-Zinsen im November führten zwischen Ende Oktober und dem 1. Dezember insgesamt zu einem Anstieg der zehnjährigen Anleiherrenditen in den Vereinigten Staaten von rund 20 Basispunkten, so daß die Renditen dann bei 6,35 % lagen. In Japan waren die langfristigen Anleiherrenditen mit rund 1,8 % am 1. Dezember 1999 gegenüber Ende Oktober wenig verändert.

Wie bereits erwähnt, sind die langfristigen Anleiherrenditen im Euro-Währungsgebiet in der ersten Novemberhälfte aufgrund der steigenden Erwartungen einer Erhöhung der EZB-Zinssätze um 50 Basispunkte – und des anschließenden Beschlusses vom 4. November – deutlich gesunken. Der erhebliche Rückgang der Anleiherrenditen schien ein Zeichen dafür zu sein, daß die Marktteilnehmer nach der Anhebung der EZB-Zinssätze ihre langfristigen Inflationserwartungen korrigiert und die Inflationsrisikoprämie für in Euro denominierte Anleihen gesenkt hatten. Die Unsicherheit am Markt bezüglich der zukünftigen Aussichten für die langfristigen Anleiherrenditen hat sich nach der Ankündigung des EZB-Zinsschritts erheblich verringert. Dies zeigt sich auch in dem Rückgang der impliziten Volatilität am Optionsmarkt für zehnjährige Bundesanleihen (siehe Kasten 4). In der zweiten Monatshälfte haben sich die vorherigen Rück-

Abbildung 6

Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

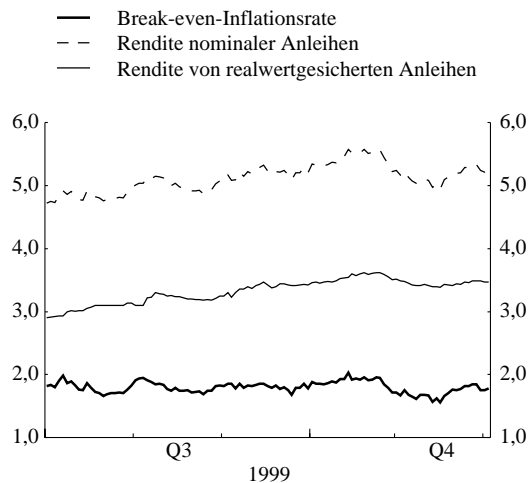


Quelle: EZB-Schätzung. Die implizite, aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur abgeleitete Termin-Zinsstrukturkurve spiegelt die Markterwartung hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Termin-Zinsstrukturkurven wurde im Monatsbericht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

gänge der langfristigen Anleiherrenditen jedoch umgekehrt. Insbesondere haben anscheinend die zuvor erwähnten Anstiege der US-Anleiherrenditen nach dem Zinsbeschuß der amerikanischen Notenbank auf die Rentenmärkte im Eurogebiet übergreifen. Außerdem haben wohl erneute Ölpreiserhöhungen sowie eine weitere Abschwächung des Euro zu einem Aufwärtsdruck bei den langfristigen Anleiherrenditen geführt. Von den im November bekanntgegebenen Wirtschaftsdaten gingen etwas uneinheitliche Signale hinsichtlich der Konjunkturaussichten im Euroraum aus, per saldo signalisierten sie aber günstigere Perspektiven für eine Erholung und förderten damit den Anstieg der Anleiherrenditen. Insgesamt wurden die anfänglichen Renditerückgänge in der ersten Monatshälfte durch diese Einflüsse auf den Anleihemarkt im Eurogebiet in der zweiten Novemberhälfte weitgehend

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

(in %; Tageswerte)



Quellen: Französisches Schatzamt, ISMA und Reuters.

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

kompensiert. Dementsprechend war der mittelfristige und langfristige Bereich der impliziten Termin-Zinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euroraum am 1. Dezember gegenüber Ende Oktober kaum verändert (siehe Abbildung 6).

Die Entwicklung am französischen Markt für an Preisindizes gebundene Anleihen kann – unter entsprechenden Annahmen – herangezogen werden, um einen Hinweis über die Veränderung der langfristigen Realzinsen sowie der langfristigen Inflationserwartungen zu bekommen. Insbesondere die „Break-even-Inflationsrate“, d. h. die Differenz zwischen den Nominal- und Realrenditen vergleichbarer Laufzeiten, kann als Indikator für die vom Markt erwartete Inflationsrate für die Restlaufzeit der Anleihen gesehen werden. Dabei ist festzustellen, daß die Break-even-Inflationsrate Ende Oktober und in der ersten Novemberhälfte erheblich gesunken ist, was zuerst die Erwartungen eines Zinsschritts seitens der EZB und später den tatsächlichen

Zinserhöhungsbeschluß widerspiegelt (siehe Abbildung 7). Über einen längeren Zeitraum betrachtet ist die Break-even-Rate seit Sommeranfang weitgehend stabil geblieben, während die Realrendite im selben Zeitraum erheblich gestiegen ist. Diese Entwicklung kann als ein Zeichen dafür gesehen werden, daß die Realzinsen aufgrund der zunehmend optimistischen Konjunkturaussichten für den Euroraum gestiegen sind, während die Inflationserwartungen insgesamt in den letzten Monaten relativ gedämpft gewesen sind. Rückschlüsse auf die Inflationserwartungen im Eurogebiet, die sich auf die Messung der Break-even-Inflationsrate stützen, sind aufgrund von Risikoprämien- und Liquiditätsüberlegungen sowie der speziellen Wahl des Preisindex, der für die Erstellung der indexierten französischen Anleihen verwendet wird, wie immer mit gewisser Vorsicht zu interpretieren.

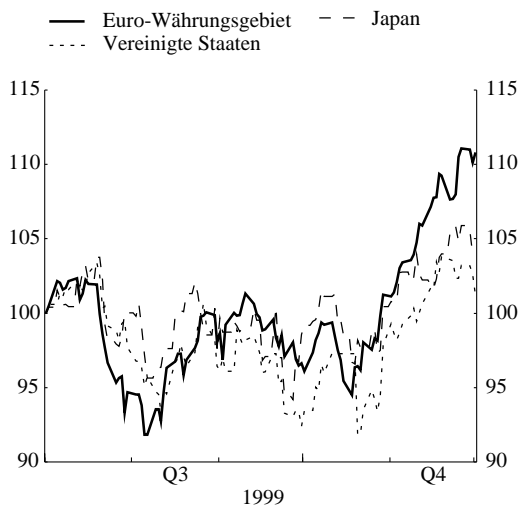
Aktienkurse im Euroraum im November erheblich gestiegen

Angesichts der günstigeren Erwartungen hinsichtlich der Konjunkturperspektiven sind die Aktienkurse im Euroraum, gemessen am Dow-Jones-EURO-STOXX-Gesamtindex, zwischen Ende 1998 und Ende Oktober 1999 um 12 % gestiegen (siehe Abbildung 8). Nach einem beträchtlichen Anstieg von über 9 % im November beliefen sich die Kurssteigerungen insgesamt seit Ende 1998 auf 22 %. Der relativ rasche Anstieg der Aktiennotierungen im Eurogebiet im November war sowohl auf die Kursgewinne an anderen wichtigen Börsen als auch auf EWU-spezifische Faktoren zurückzuführen.

Im Hinblick auf das internationale Börsengeschehen ist in den Vereinigten Staaten der Anstieg des Standard & Poor's 500 von knapp 3 % zwischen Ende Oktober und dem 1. Dezember 1999 zu nennen. Damit befindet sich der Index 13 % über dem Stand von Ende 1998. Ein wesentlicher Erklärungsfaktor für die Entwicklung der US-Aktienkurse im November war wohl der Beschluß der amerikanischen Notenbank vom 16. November, die

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

(1. Juli 1999 = 100; Tageswerte)



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

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

Zinsen zu erhöhen, jedoch in Zukunft in der Geldpolitik eine neutrale Grundhaltung einzunehmen. Dieser Beschluß hat die Unsicherheit am Markt über die zukünftige Richtung der kurzfristigen Zinsen verringert und sich anscheinend positiv auf die Kursentwicklung am amerikanischen Aktienmarkt ausgewirkt. Diese positive Reaktion des US-Aktienmarkts auf die Erhöhung der US-Zinsen dürfte auch die Ansicht der Marktteilnehmer widerspiegeln, daß sich Maßnahmen zur Eindämmung des Inflationsdrucks langfristig günstig auf die Konjunktur und die Unternehmensrentabilität auswirken dürften. Die Stärke des amerikanischen Aktienmarkts zeigte sich sehr deutlich im Technologiesektor. Insbesondere der Nasdaq-100-Index, der einen größeren Anteil an Technologiewerten enthält als der Standard-&-Poor's-500-Index, stieg zwischen Ende Oktober und dem 1. Dezember um fast 14 % und lag damit 64 % über dem Stand von Ende 1998.

In Japan haben die Aktienkurse, gemessen am Nikkei-225-Index, von Ende Oktober bis 1. Dezember 1999 um 3 % zugelegt und lagen damit 34 % über dem Stand von Ende 1998. Diese Entwicklung schien teilweise von weiteren Anzeichen einer Verbesserung der japanischen Konjunkturperspektiven sowie von den erwarteten kurzfristigen Auswirkungen des Konjunkturprogramms vom Herbst auf das BIP-Wachstum beeinflusst worden zu sein.

Zwar bildeten diese Kurssteigerungen an den internationalen Börsen ein günstiges Umfeld für den Aktienmarkt im Euroraum, doch zeigt der Anstieg der Aktiennotierungen im Eurogebiet von mehr als 9 % zwischen Ende Oktober und dem 1. Dezember 1999, daß bei dieser Entwicklung auch andere Faktoren eine Rolle gespielt haben. Weitere Anzeichen einer Verbesserung der Konjunkturaussichten für das Euro-Währungsgebiet sowie ein Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen, insbesondere nach dem Zinserhöhungsbeschluß der EZB, dürften die wichtigsten dieser Entwicklung zugrunde liegenden Einflußfaktoren gewesen sein. Diese Faktoren haben anscheinend die Erwartungen an den Finanzmärkten bezüglich der zukünftigen Unternehmensrentabilität im Euroraum verbessert. Der Rückgang der langfristigen Anleiherenditen Ende Oktober und Anfang November hat den Anstieg der Aktienkurse tendenziell unterstützt.

Bei der Entwicklung der Aktienkurse in den einzelnen Branchen des Eurogebiets seit Ende 1998 war der rasche Kursanstieg bei den Technologiewerten am auffälligsten. Zwischen Ende 1998 und Ende November 1999 war beim Dow-Jones-EURO-STOXX-Technologiesektorindex eine Kurssteigerung von 84 % zu beobachten (siehe Tabelle 3). Die Aktienkursentwicklung im Technologiesektor des Eurogebiets im Verlauf des Jahres 1999 dürfte teilweise durch den ähnlich starken Anstieg der Aktiennotierungen im Technologiesektor in den Vereinigten Staaten und in Japan beeinflusst worden sein. Außerdem sind die Aktienkurse in der Industrie, insbesondere bei dem Teilssektor Industrieerzeugnisse und -dienstleistungen, zwischen Ende 1998 und dem 1. Dezember 1999 sehr rasch gestiegen

Tabelle 3**Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-EURO-STOXX-Branchenindizes**

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunktur-unabhängige Konsumgüter	Energie	Finanz-sektor	Misch-konzerne	Industrie	Technologie	Versorgungs-unternehmen
Kursveränderung Ende Okt. bis 1. Dez. 1999	8,7%	2,8%	2,5%	2,2%	2,9%	5,9%	16,0%	22,5%	20,7%
Ende 1998 bis 1. Dez. 1999	30,2%	5,4%	0,7%	30,9%	3,1%	27,8%	46,3%	83,6%	35,5%
Volatilität Ende Okt. bis 1. Dez. 1999	19,5%	12,8%	9,9%	21,0%	10,5%	12,4%	26,9%	28,6%	21,4%
Ende 1998 bis 1. Dez. 1999	18,4%	17,1%	18,6%	22,8%	18,5%	21,1%	18,8%	26,6%	22,2%

Quelle: STOXX.

Anmerkungen: Die historische Volatilität wird als die auf Jahresrate umgerechnete Standardabweichung der täglichen Indexstandsveränderungen innerhalb des Zeitraums berechnet. Die Teilsektorenindizes sind in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts aufgeführt.

(46 %), was wohl teilweise die günstigeren Konjunkturaussichten im Euro-Währungsgebiet seit Ende 1998 widerspiegelt. Im Einklang mit der Tatsache, daß diese Verbesserung hauptsächlich mit dem günstigeren außenwirtschaftlichen Umfeld in fast dem gesamten Jahr in Zusammenhang stand, sind die Aktienkurse von größeren und stärker international ausgerichteten Unternehmen, die im Dow-Jones-EURO-STOXX-50-Index enthalten sind, im Durchschnitt schneller gestiegen als die Aktiennotierungen der im breiter abgegrenzten Dow-Jones-EURO-STOXX-Index enthaltenen Unternehmen. Außerdem wies der Versorgungssektor zwischen Ende 1998 und dem 1. Dezember 1999 eine relativ starke Kursentwicklung auf (+ 35 %), die nicht nur die verbesserten Konjunkturaussichten, sondern auch – im Zusammenhang mit den Fusions- und Übernahmearbeiten insbesondere der letzten Monate – Erwartungen einer mittelfristig steigenden Unternehmensrentabilität widerspiegelt.

Im nicht-konjunkturabhängigen Konsumgütersektor und im Finanzsektor waren seit Ende 1998 eher bescheidene Kursveränderungen zu beobachten (1 % bzw. 3 %). Die schwache Performance des nicht-konjunkturabhängigen Konsumgütersektors dürfte mit der unsicheren Entwicklung des Vertrauens der Verbrau-

cher im Euroraum, insbesondere im ersten Halbjahr 1999, zusammenhängen. Die schwache Aktienkursentwicklung im Finanzsektor spiegelte in erster Linie die schwache Entwicklung im Teilssektor Versicherungen wider. Diese dürfte damit in Verbindung stehen, daß die Kurse der von den Versicherungsgesellschaften als Aktiva gehaltenen Anleihen im Jahr 1999 allgemein einem Abwärtsdruck ausgesetzt waren, während die Verbindlichkeiten in Form von zurückgestellten Versicherungsleistungen in einigen Fällen wohl recht hoch waren.

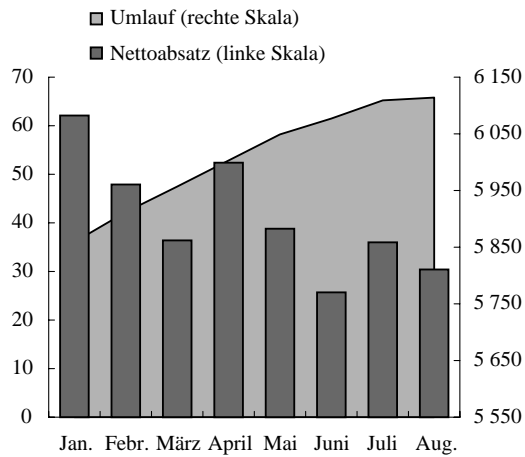
Netto-Wertpapierabsatz im August gedämpft

Im August 1999 betrug die Bruttoemission von Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet 234,5 Mrd €. Da sich die Tilgungen von Schuldverschreibungen auf 204,0 Mrd € beliefen, betrug der Nettoabsatz 30,4 Mrd € und unterschritt damit den durchschnittlichen monatlichen Nettoabsatz in den ersten sieben Monaten dieses Jahres (42,8 Mrd €). Nur 53 % des Nettoabsatzes im August entfielen auf langfristige Emissionen. Dies war erheblich weniger als der durchschnittliche monatliche Anteil langfristiger Wertpapiere am gesamten Nettoabsatz

Abbildung 9

Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1999 in Euro begebene Wertpapiere

(Mrd EUR)



Quelle: EZB.

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

im Zeitraum von Januar bis Juli 1999 (96 %). Der Anteil des in Euro denominierten Nettoabsatzes von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet machte im August 88 % aus, während in den ersten sieben Monaten des Jahres 1999 durchschnittlich 92 % des Nettoabsatzes von Ansässigen des Eurogebiets auf Euro lautete. Abbildung 9 zeigt, daß sich der Nettoabsatz von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets im Januar 1999 auf seinem höchsten Stand befand.

Die Bruttoemission von Schuldverschreibungen in Euro von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets betrug nach den jüngsten BIZ-Zahlen im dritten Quartal 1999 90,3 Mrd €. Die Nettoemission belief sich auf 63,7 Mrd € und war damit 42 % höher als das Durchschnittsniveau der Nettoemission im ersten und zweiten Quartal 1999.

2 Preisentwicklung

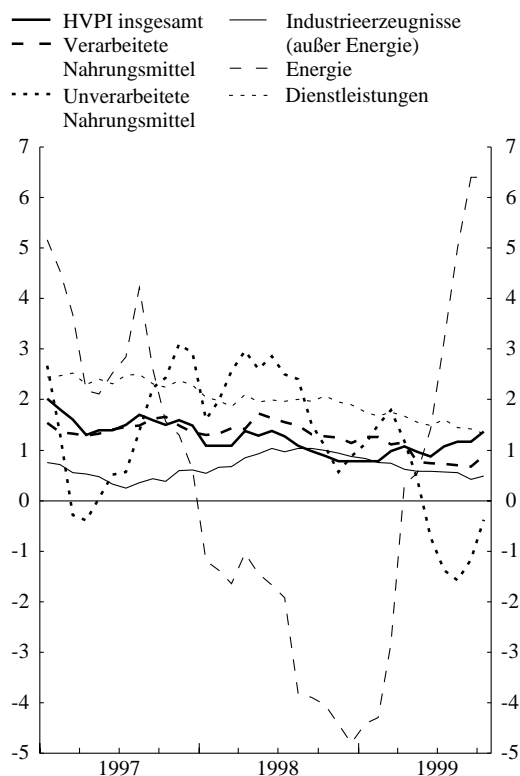
Höherer Anstieg der Verbraucherpreise aufgrund der Preise für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse (außer Energie)

Im Oktober 1999 setzte der HVPI insgesamt seinen seit Juni 1999 zu beobachtenden allgemeinen Aufwärtstrend im Vorjahrsvergleich fort, wobei sich die jährliche Steigerungsrate von 1,2 % im September auf 1,4 % erhöhte. Allerdings wurde dies, anders als in den Vormonaten, nicht durch die Energiepreise verursacht, sondern war auf einen Anstieg der Preise für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse (außer Energie) zurückzuführen (siehe Abbildung 10).

Von September bis Oktober nahm zum ersten Mal im Jahr 1999 der Anstieg der Ener-

Abbildung 10 Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

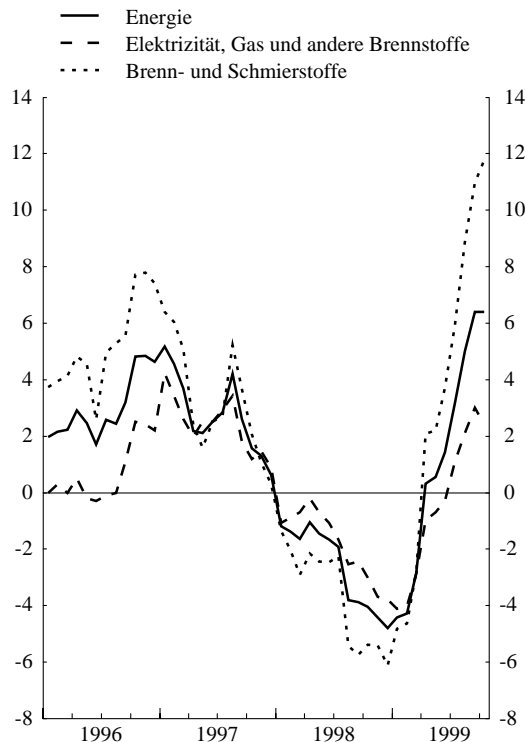


Quelle: Eurostat.

Abbildung 11

Die Energiepreiskomponente im HVPI für das Euro-Währungsgebiet und ihre Zusammensetzung

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

giepreise im Vorjahrsvergleich nicht zu, sondern verharrte unverändert bei 6,4 %. Dies war das Ergebnis gegenläufiger Entwicklungen innerhalb dieser Kategorie. Einerseits ging die jährliche Steigerungsrate bei den Strom- und Gaspreisen von September bis Oktober aufgrund der weiteren Deregulierung der Strommärkte und einer administrativen Senkung der Gaspreise zurück. Andererseits fielen die Ölpreise im Oktober zwar leicht (20,8 € je Barrel im Oktober gegenüber 21,8 € im September), waren aber deutlich höher als in den Vormonaten, und die jährliche Steigerungsrate nahm immer noch zu. Infolgedessen erhöhte sich im Vorjahrsvergleich der Anstieg bei den Preisen für Brenn- und Schmierstoffe – derjenigen Teilkomponente des HVPI, auf die der größte Teil der direkten Auswirkungen der Ölpreisveränderungen

entfällt – im Oktober weiter (siehe Abbildung 11).

Anders als in den Vormonaten trugen die Nahrungsmittelpreise zu dem leichten Aufwärtstrend des HVPI bei. Die Teuerungsrate bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln stieg im Oktober auf 0,9 %, nachdem sie von Juni bis September unverändert bei 0,7 % verharrt hatte (siehe Tabelle 4). Diese Zunahme war hauptsächlich auf die Entwicklung der Tabakpreise in einem größeren Land zurückzuführen. Auf den Preisindex für alkoholische Getränke und Tabak entfällt fast ein Drittel der Komponente der verarbeiteten Nahrungsmittel. Stärkere Bewegungen bei diesem Index gegenüber dem Vormonat spiegeln in den meisten Fällen tendenziell Veränderungen bei der indirekten Besteuerung und der Preispolitik von Unternehmen der Tabakindustrie wider. Bei den unverarbeiteten Nah-

rungsmitteln hat sich der Preisrückgang zwischenzeitlich aufgrund der Entwicklung der Fleisch- und Obstpreise im Vorjahresvergleich von -1,2 % im September auf -0,4 % im Oktober verlangsamt. Aus einer Reihe von Gründen war dieses allmählichen Nachlassen der dämpfenden Wirkung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel erwartet worden. Kasten 5 enthält weitere Informationen zu diesem Thema und erläutert neuere Entwicklungen bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel.

Außerdem erhöhte sich die jährliche Steigerungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) von 0,4 % im September auf 0,5 % im Oktober. Dies ist auf einen Anstieg der jährlichen Preissteigerungsrate bei den Gebrauchsgütern zurückzuführen, während die Teuerungsrate der Verbrauchsgüter und der Konsumgüter mit einer Lebensdauer von

Tabelle 4
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1996	1997	1998	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	2,2	1,6	1,1	0,8	0,8	1,0	1,1	0,9	1,1	1,2	1,2	1,4	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,8	1,1	0,6	0,2	0,3	0,6	0,9	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	.
Nahrungsmittel	1,9	1,4	1,6	1,1	1,3	0,6	-0,1	0,1	-0,1	-0,2	-0,1	0,4	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,0	1,4	1,4	1,2	1,2	0,9	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,7	1,4	2,0	0,8	1,5	0,3	-1,4	-0,7	-1,4	-1,6	-1,2	-0,4	.
Industrieerzeugnisse	1,8	1,0	0,1	-0,2	-0,2	0,6	1,5	0,8	1,1	1,5	1,7	1,8	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,5	0,5	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,4	0,5	.
Energie	3,0	2,8	-2,6	-4,4	-3,8	0,8	4,9	1,4	3,2	5,0	6,4	6,4	.
Dienstleistungen	2,9	2,4	2,0	2,0	1,7	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,4	1,3	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	0,4	1,1	-0,8	-2,3	-2,6	-1,3	0,6	-1,0	-0,1	0,6	1,3	.	.
Lohnstückkosten ²⁾	2,0	0,7	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,2	1,8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer ²⁾	3,3	2,5	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Gesamtlohnkosten pro Stunde ³⁾	2,8	2,6	1,7	1,8	2,3	2,1	.	.	.	.	.	.	.
Ölpreise (EUR je Barrel) ⁴⁾	15,9	17,1	12,0	10,1	10,3	15,0	19,7	15,6	18,1	19,2	21,8	20,8	23,5
Rohstoffpreise ⁵⁾	-6,9	12,9	-12,5	-20,5	-16,0	-8,2	1,1	-4,2	-2,3	-0,5	6,6	10,7	11,9

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

1) Außer Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

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

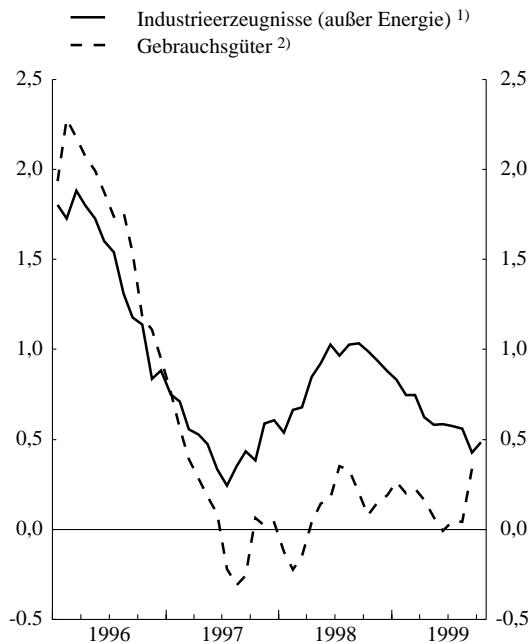
4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). In ECU bis Ende Dezember 1998.

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

Abbildung 12

Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und Erzeugerpreise für Gebrauchsgüter im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

1) HVPI.

2) Industrielle Erzeugerpreise.

6 Monaten bis 3 Jahren im Oktober weiter zurückging. Zwischen den Verbraucherpreisen für Gebrauchsgüter und der Entwicklung der industriellen Erzeugerpreise für Gebrauchsgüter besteht ein enger Zusammenhang, der sich allerdings erst mit einer zeitlichen Verzögerung von bis zu mehreren Monaten bemerkbar macht. Die Erhöhung der jährlichen Steigerungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) im Oktober könnte daher auf den Anstieg der Erzeugerpreise für Gebrauchsgüter im September zurückzuführen sein (siehe Abbildung 12).

Während die Preise für Nahrungsmittel und Industrieerzeugnisse (außer Energie) zum Anstieg des HVPI von September bis Oktober beitrugen, setzte sich der Abwärtstrend der jährlichen Steigerungsrate der Dienstleistungspreise im Oktober fort; die Teuerungsrate betrug im Oktober 1,3 % gegenüber

1,4 % im September. Während in den vorangegangenen Monaten die Auswirkungen der Deregulierung und des verstärkten Wettbewerbs im Dienstleistungsbereich deutlicher zu spüren waren, war der Rückgang im Oktober weitgehend auf die Entwicklung bei den wohnungsbaunahen Dienstleistungen zurückzuführen. Diese wurde hauptsächlich durch eine erhebliche Senkung des Mehrwertsteuersatzes für bestimmte Dienstleistungen in einem größeren Land verursacht (Instandhaltung und Reparatur von Wohnungen).

Anstieg der industriellen Erzeugerpreise hauptsächlich infolge von Ölpreissteigerungen

Die industriellen Erzeugerpreise stiegen im September im Vorjahresvergleich um 1,3 % gegenüber 0,6 % im August. Dies war auf einen Anstieg der Teuerungsrate der Preise für Vorleistungsgüter zurückzuführen, der mit der Entwicklung der Ölpreise und, in geringerem Maße, der Preise für Konsumgüter zusammenhing. Angesichts des starken Anstiegs der Ölpreise auf 23,5 € je Barrel im November und des Rückgangs der Ölpreise im vierten Quartal 1998 dürften die Ölpreise in den kommenden Monaten nicht nur die jährliche Steigerungsrate der Energiepreiskomponente des HVPI, sondern auch die Zwölfmonatsrate der industriellen Erzeugerpreise in die Höhe treiben.

Zeitweiliger Anstieg der Inflation sollte die Löhne nicht beeinflussen

Die jüngsten verfügbaren Daten zur Lohnentwicklung beziehen sich nur auf das erste Halbjahr 1999. Sie deuten auf einen mäßigen Anstieg der Lohnkosten in diesem Zeitraum hin. Der Zuwachs der Gesamtlohnkosten pro Stunde gegenüber dem Vorjahr betrug im ersten Quartal 1999 2,3 % und im zweiten Quartal 2,1 %. Da die Lohnentwicklung 1998 durch einen technischen Faktor im Zusammenhang mit einer Steuerreform in einem größeren Land verzerrt wurde, lassen sich die jüngsten Entwicklungen am besten mit

den Entwicklungen im Jahr 1997 vergleichen. Die jährliche Steigerungsrate der Lohnkosten pro Stunde wies 1997 einen Abwärtstrend auf, lag aber noch auf höherem Niveau als im ersten Quartal 1999. Betrachtet man die nähere Zukunft, so wird die Tarifverhandlungsrunde zur Jahreswende zu dem Zeitpunkt stattfinden, in dem der Aufwärtsdruck, den die Energiepreise auf die jährliche Steigerungsrate des HVPI im Euro-Währungsgebiet ausüben, am größten ist. Da die Löhne ein wichtiger Einflußfaktor für die Preisaussichten sind, ist es von entscheidender Bedeutung, daß dieser kurzfristige Anstieg der Teuerungsrate sich nicht in Inflationserwar-

tungen und höheren Lohnsteigerungen niederschlägt, sondern daß die Lohnentwicklungen das nach wie vor hohe Niveau der Arbeitslosigkeit im Euroraum berücksichtigen. Während die Preisentwicklung weiterhin mit Preisstabilität vereinbar sein dürfte, könnten eine aufgehellte Geschäftslage und verbesserte Arbeitsmarktbedingungen mittelfristig einen gewissen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben. Kasten 6 enthält weitere Informationen zu den Aussichten für die Preisentwicklung und behandelt die Aussichten für das Euro-Währungsgebiet im Zeitraum von 1999 bis 2001.

Kasten 5

Jüngste Entwicklungen der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel

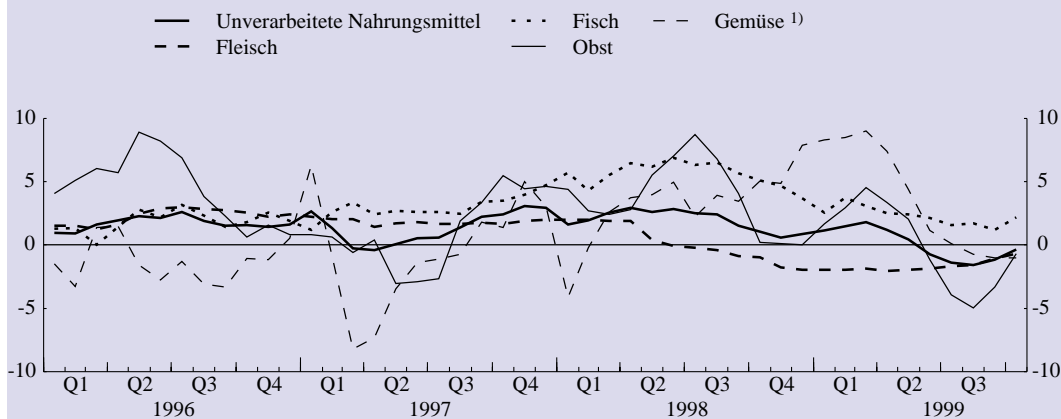
In der jüngsten Vergangenheit war die Entwicklung des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) häufig stark von seinen beiden volatilsten Komponenten beeinflusst, nämlich den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie (siehe Abbildung 10 im Haupttext). Seit Anfang dieses Jahres hat sich die jährliche Steigerungsrate der Energiepreise infolge des weiteren Anstiegs der Ölpreise am Weltmarkt kontinuierlich erhöht. Allerdings wirkte dem Aufwärtsdruck der Energiepreiserhöhungen auf den HVPI teilweise die Verlangsamung der Teuerungsrate bei den Dienstleistungen und Industrieerzeugnissen (außer Energie) entgegen; allerdings spielten auch die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel eine wichtige Rolle. Die Entwicklung der Energiepreise und ihr Zusammenhang mit den erheblichen Schwankungen der Weltmarktpreise für Öl in den letzten Jahren sind ausführlich in früheren Ausgaben des Monatsberichts erläutert worden (siehe insbesondere Kasten 2 „Der Einfluß der Ölpreise auf den Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)“ in der Septemberausgabe). Dagegen wird in diesem Kasten detaillierter über die Entwicklungen der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel und die zugrunde liegenden Einflußfaktoren informiert.

Der Anteil der unverarbeiteten Nahrungsmittel am HVPI im Euro-Währungsgebiet beläuft sich auf 9 %, d. h., er entspricht in etwa dem Anteil der Energiepreise. Die unverarbeiteten Nahrungsmittel bestehen aus vier Teilkomponenten, von denen die Fleischpreise das größte Gewicht haben (4,6 % des HVPI für das gesamte Euro-Währungsgebiet). Die verbleibenden drei Teilkomponenten, die zusammen als saisonabhängige Nahrungsmittel bezeichnet werden, sind die Gemüsepreise, mit einem Anteil von 1,8 %, sowie die Fisch- und die Obstpreise, die jeweils 1,3 % ausmachen. Die Preise für saisonabhängige Nahrungsmittel sind weit volatilster als die Fleischpreise (siehe Abbildung). Für analytische Zwecke kann es sinnvoll sein, einen Maßstab für die Verbraucherpreisentwicklungen zu untersuchen, der nicht durch die erratischen Bewegungen bei den saisonabhängigen Nahrungsmitteln verzerrt ist.

Der Rückgang der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel verlangsamte sich aufgrund der Entwicklungen bei den Obst- und Fleischpreisen im Vergleich zum Vorjahr von 1,6 % im August auf 0,4 % im Oktober 1999. Zwar war bislang keine Aufwärtsbewegung zu verzeichnen, jedoch scheint der starke Rückgang der Zwölfmonatsrate bei den Gemüsepreisen seit März 1999 zum Stillstand gekommen zu sein.

Der Preisindex für unverarbeitete Nahrungsmittel und seine Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

1) Einschließlich Kartoffeln und anderer Knollenfrüchte.

Ursachen für die jüngste Entwicklung der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel

Die Obst- und Gemüsepreise werden im allgemeinen stark von den Witterungsbedingungen beeinflusst, und der starke Rückgang der Teuerungsrate bei diesen Preisen Mitte dieses Jahres ist auf die günstigen Witterungsbedingungen im gesamten Euro-Währungsgebiet zurückzuführen. Sobald eine neue Ernte zur Verfügung steht, sinkt im allgemeinen der Gemüsepreisindex im Zeitraum von April/Mai bis August, während der Obstpreisindex tendenziell zwischen Juni/Juli und Oktober/November zurückgeht. Im laufenden Jahr war allerdings der saisonbedingte Rückgang des Preisniveaus beider Indizes stärker als im Durchschnitt der Sommermonate der vorangegangenen vier Jahre. Dagegen werden die Fleischpreise in stärkerem Maße von der Entwicklung der Weltnachfrage bestimmt, und der anhaltende Rückgang im Vorjahresvergleich seit Anfang 1998 ist insbesondere auf eine Reihe von alarmierenden Nachrichten über gesundheitliche Gefährdungen zurückzuführen, die in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets das Vertrauen der Verbraucher in Fleischerzeugnisse erschüttert haben. Außerdem hat möglicherweise eine Abschwächung der Nachfrage aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets nach Fleischerzeugnissen zum Rückgang der Fleischpreise beigetragen. Allerdings könnten auch Angebotsfaktoren (verschärfter Wettbewerb aufgrund der Bemühungen einiger Erzeuger, Marktanteile für Schweinefleisch zurückzugewinnen, die infolge früherer Fälle von Tierkrankheiten verlorengegangen waren) eine Rolle gespielt haben. Schließlich wurde auch der verschärfte Wettbewerb im Einzelhandel als ein Faktor genannt, auf den die jüngste Schwäche der Preise von unverarbeiteten Nahrungsmitteln möglicherweise zurückzuführen ist. Der allgemeine Abwärtstrend der Teuerungsrate der verarbeiteten Nahrungsmittel im Laufe des Jahres 1999 stützt diese Annahme tendenziell.

Die Aussichten für die Preise unverarbeiteter Nahrungsmittel hängen von Faktoren wie der Verbrauchernachfrage, den Witterungsbedingungen und sonstigen saisonbedingten Faktoren ab sowie von den schwer zu quantifizierenden Entwicklungen der Marktstrukturen, z. B. der Intensität des Wettbewerbs im Einzelhandel. Allerdings dürfte in den kommenden Monaten die dämpfende Wirkung, die von den unverarbeiteten Nahrungsmitteln ausgeht, allmählich abnehmen und sich dieser Trend vielleicht sogar umkehren, da die Fleischpreise sich zu erholen scheinen und der ungewöhnlich starke saisonbedingte Rückgang der Preise für Obst und Gemüse wahrscheinlich nicht anhalten wird.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Seit der Veröffentlichung des Monatsberichts vom November wurden keine neuen Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet insgesamt bekanntgegeben. Die erste Schätzung für das dritte Quartal 1999 soll am 10. Dezember 1999 veröffentlicht werden. Die verfügbaren Angaben zeigen, daß sich das Wirtschaftswachstum im Euroraum seit dem letzten Quartal 1998 erholt hat (siehe Tabelle 5). Die vierteljährliche Wachstumsrate des BIP wird auf 0,4 % im ersten und 0,5 % im zweiten Quartal 1999 geschätzt. Die Jahreswachstumsrate des realen BIP im zweiten Quartal 1999 wird – wie auch schon für das erste Quartal – auf 1,6 % geschätzt. Die vorliegenden Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zeigen, daß sich das Exportwachstum seit Ende letzten Jahres beschleunigt hat, während die inländische Nachfrage im zweiten Quartal 1999 etwas weniger zunahm.

Für das dritte Quartal weisen die verfügbaren Indikatoren auf eine weitere Erholung

der Exportkonjunktur sowie eine nach wie vor kräftige inländische Nachfrage hin. Bei der Analyse des Wachstumsverlaufs in den nächsten Quartalen könnten jedoch temporäre Effekte infolge der Umstellung auf das Jahr 2000 zu einigen Unsicherheiten führen. Diese Effekte dürften sich in erster Linie in einer Zunahme der Vorratsinvestitionen gegen Ende 1999 und in einer entsprechenden Abnahme in der ersten Jahreshälfte 2000 niederschlagen. Zudem könnte auch die Umstellung auf das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) die Unsicherheit hinsichtlich der vierteljährlichen Wachstumsraten erhöhen.

Anhaltende Verbesserung der Produktion und der Zuversicht in der Industrie

Die Angaben von Eurostat zur Industrieproduktion liegen nun bis einschließlich September 1999 vor (siehe Tabelle 6) und bestätigen die auch in diesem Monat anhaltende Erho-

Tabelle 5

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

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

	Jahresraten ¹⁾								Quartalsraten ²⁾				
	1996	1997	1998	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,3	2,2	2,7	2,8	2,6	1,9	1,6	1,6	0,5	0,5	0,1	0,4	0,5
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	0,9	1,7	3,3	3,0	3,5	3,0	2,6	2,5	0,5	0,8	0,7	0,6	0,4
Private Konsumausgaben	1,4	1,4	2,9	2,7	3,4	3,1	2,7	2,2	0,8	0,8	0,6	0,5	0,2
Konsumausgaben des Staates	1,8	0,5	1,3	1,5	1,1	1,0	1,0	1,2	0,0	0,0	-0,2	1,2	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	0,9	2,1	4,3	3,2	4,7	3,5	3,9	5,4	-0,7	2,4	0,1	2,2	0,6
Vorratsveränderungen ³⁾⁴⁾	-0,5	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,2	-0,2	0,4	-0,4	0,1
Außenbeitrag ³⁾	0,5	0,6	-0,5	-0,1	-0,8	-1,0	-0,9	-0,8	0,1	-0,2	-0,6	-0,2	0,1
Exporte ⁵⁾	4,5	10,0	6,3	8,6	4,7	1,6	0,3	0,6	1,2	0,3	-1,4	0,2	1,5
Importe ⁵⁾	3,1	8,7	8,5	9,8	7,7	5,0	3,2	3,4	1,1	1,0	0,3	0,8	1,3

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 Erwerb abzüglich Veräußerungen von Wertgegenständen.

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

	1997	1998	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.	1999			1999					
						Juli	Aug.	Sept.	April	Mai	Juni	Juli	Aug.	
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt					
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe	4,4	4,1	0,4	2,5	1,4	-0,1	0,4	0,2	0,7	0,4	0,9	0,9	0,9	
Verarbeitendes Gewerbe	5,0	4,6	0,2	2,5	1,4	0,1	1,2	-0,7	0,7	0,5	1,1	1,2	1,2	
<i>nach Hauptgruppen:</i>														
Vorleistungen	5,4	3,7	0,6	2,2	1,9	-0,1	0,5	0,3	0,8	0,5	0,7	0,8	0,8	
Investitionsgüter	4,8	6,7	-1,4	0,6	1,2	0,1	0,2	0,4	-0,2	-0,1	0,1	0,3	0,5	
Konsumgüter	2,7	3,0	1,2	4,6	0,6	0,4	1,5	-2,3	1,0	0,7	1,5	1,4	1,0	
Gebrauchsgüter	2,7	6,3	1,5	11,0	-0,2	0,0	3,9	-4,2	1,4	1,4	2,1	2,6	1,7	
Verbrauchsgüter	2,6	1,4	1,3	3,1	1,3	0,5	0,5	0,0	0,5	0,4	0,5	0,7	1,0	

*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.*

lung der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe). Gemessen als vierteljährliche Wachstumsraten belegen die Daten die allmähliche Rückkehr der Industrieproduktion zu positiven Wachstumsraten. Im dritten Quartal 1999 war die Industrieproduktion ohne Baugewerbe 0,9 % höher als im zweiten Quartal, während sie im ersten Quartal dieses Jahres gegenüber dem Vorquartal um 0,2 % und im zweiten um 0,4 % gestiegen war. Die Produk-

tion im Verarbeitenden Gewerbe nahm unterdessen im dritten Quartal 1999 um 1,2 % gegenüber dem Vorquartal zu, verglichen mit einem Zuwachs von jeweils etwa 0,5 % in den beiden vorangegangenen Quartalen.

Eine Aufschlüsselung der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nach Hauptgruppen zeigt, daß die konjunkturelle Erholung im Vergleich zum zweiten Quartal nun breiter ange-

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

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

*Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.**1) Veränderung gegen Vorperiode in %; Indikator 1985 = 100.**2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.**3) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinanderfolgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauffolgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.*

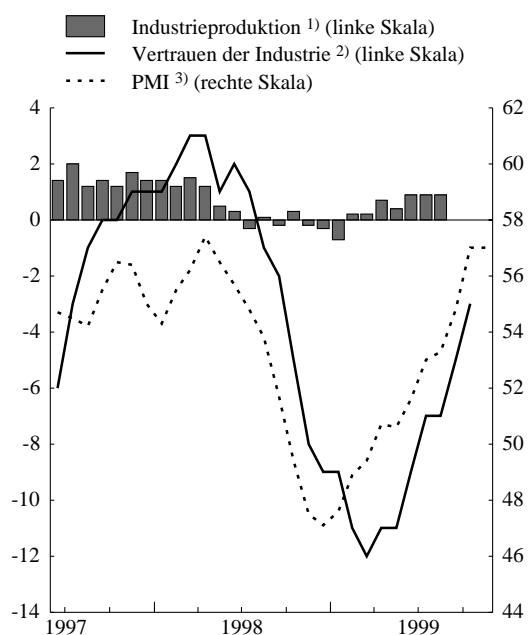
legt ist und die Wachstumsraten in allen Teilsektoren weiter gestiegen sind. Insbesondere sind nun auch deutlich positive Zuwachsraten in der Investitionsgüterproduktion zu beobachten. Gleichzeitig deutet sich im dritten Quartal eine geringfügige Abschwächung der Gebrauchsgüterproduktion an, die Anfang des Jahres weit besser abgeschnitten hatte als die anderen Bereiche der Industrieproduktion.

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission vom Oktober 1999 zeigen, daß sich das Vertrauen der Industrie im Einklang mit der kontinuierlichen Verbesserung der wirtschaftlichen Lage seit Anfang dieses Jahres weiter erholt hat (siehe Tabelle 7). Der Vertrauensindikator für die Industrie ist seit dem ersten Quartal 1999 stetig gestiegen und liegt nun wieder über seinem langfristigen Durchschnitt. Im Oktober 1999 erreichte er seinen

höchsten Stand seit Oktober 1998, lag jedoch immer noch deutlich unter den Anfang 1998 verzeichneten Rekordwerten. Während sich alle Komponenten des Vertrauensindikators für die Industrie im Euro-Währungsgebiet weiter leicht verbessert haben, war der größte Anstieg im Vergleich zur Septemberumfrage bei den Auftragsbeständen zu beobachten. Allgemein weisen die Ergebnisse in den letzten Monaten eine Verbesserung sowohl bei den Produktionserwartungen als auch bei der Beurteilung der Auftragsbestände insgesamt und der Auftragslage im Exportgeschäft aus. Jede der drei Indikatorkomponenten liegt nun über ihrem langfristigen Durchschnitt.

Aufgrund des höheren Produktionswachstums ist die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe im Oktober 1999 leicht gestiegen. Sie erreichte 81,9 % und war damit 0,3 Prozentpunkte höher als im Juni, lag allerdings noch 0,1 Prozentpunkte unter dem Stand vom Januar 1999. Das sich verbessernde Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe wurde auch durch die Angaben zum Purchasing Managers' Index (PMI) bestätigt. Dieser zusammengesetzte Index ist im Laufe des Jahres kontinuierlich gestiegen und im November unverändert geblieben (siehe Abbildung 13).

Abbildung 13
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
 (Monatswerte)



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

- 1) Veränderung in % gegenüber dem vorangegangenen gleitenden Dreimonatsdurchschnitt; saison- und arbeitstäglich bereinigte Daten; Industrie insgesamt ohne Baugewerbe.
- 2) Salden in %.
- 3) Purchasing Managers' Index.

Vertrauen der Verbraucher auf hohem Niveau

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission vom Oktober 1999 zeigen, daß das Vertrauen der Verbraucher gegenüber den Vormonaten leicht zugenommen hat. Diese Zunahme folgt auf eine Phase in der ersten Jahreshälfte, in der der Vertrauensindikator für die Verbraucher leicht gesunken war, was in Einklang mit dem verlangsamten Wachstum der privaten Konsumausgaben im zweiten Quartal stand. Sowohl der Rückgang als auch der anschließende Wiederanstieg des Vertrauens der Verbraucher spiegeln vor allem die Veränderungen in den Einschätzungen der allgemeinen Wirtschaftslage durch die Verbraucher wider.

Über das Gesamtjahr betrachtet ist das Vertrauen der Verbraucher jedoch weitgehend unverändert geblieben. Der Gesamtindex blieb auf einem Stand, der nicht weit unter dem in den ersten Monaten des Jahres verzeichneten Höchststand und deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt lag. Dieser Verlauf ist auch bei den einzelnen Komponenten des Vertrauensindikators für die Verbraucher zu beobachten.

Eurostat hat neue Schätzungen zu den Einzelhandelsumsätzen im Euro-Währungsgebiet bis einschließlich September 1999 vorgelegt (siehe Abbildung 14). Die erste Schätzung für September geht von einem etwas geringeren Wachstum der Einzelhandelsumsätze aus. Da die Schätzung allerdings nur auf den verfügbaren

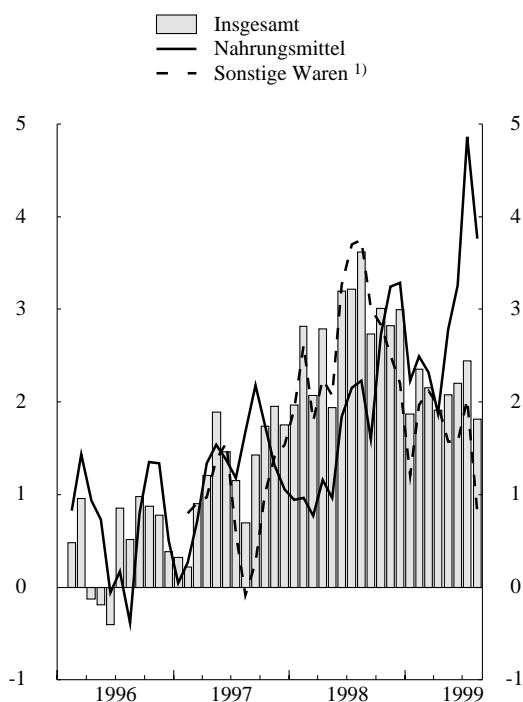
Angaben aus einer begrenzten Anzahl von Ländern beruht, sollte sie mit Vorsicht interpretiert werden.

Beschäftigungswachstum dürfte im zweiten Halbjahr 1999 zugenommen haben

Das Beschäftigungswachstum insgesamt fiel im ersten Halbjahr 1999 – wie im Monatsbericht vom November 1999 berichtet – etwas niedriger aus als in den vorangegangenen sechs Monaten. Nationalen Statistiken zufolge dürfte der Beschäftigungszuwachs in den ersten beiden Quartalen des laufenden Jahres im Quartalsvergleich jeweils 0,3 % betragen haben und somit 0,1 Prozentpunkte unter der im vierten Quartal des vergangenen Jahres verzeichneten Wachstumsrate liegen (siehe Tabelle 8). Die Beschäftigung scheint weniger stark als bislang angenommen von der vorübergehenden konjunkturellen Abschwächung zur Jahreswende 1998/99 beeinflusst worden zu sein. Da sich Outputschocks in der Regel innerhalb von zwei Quartalen auf die Beschäftigung auswirken, dürfte das Beschäftigungswachstum im zweiten Halbjahr 1999 nicht weiter beeinträchtigt werden. Hinter diesem relativ unveränderten Nettozuwachs an Arbeitsplätzen in der ersten Jahreshälfte verbergen sich allerdings stärker divergierende Entwicklungen in den einzelnen Sektoren. Den Eurostat-Angaben zufolge ist im Verarbeitenden Gewerbe seit dem vierten Quartal 1998 ein Beschäftigungsrückgang zu verzeichnen, der im zweiten Quartal 1999 0,6 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal betrug. Im Baugewerbe, für das die verfügbaren Daten eine relativ unstete Entwicklung ausweisen, sank die Beschäftigung im zweiten Quartal 1999 um 0,2 %, nachdem zuvor dreimal in Folge ein kräftiger Anstieg im Vergleich zum jeweiligen Vorquartal verzeichnet worden war. Im Gegensatz zur Entwicklung in der Industrie und im Baugewerbe setzte sich der Nettozuwachs an Arbeitsplätzen in den übrigen Wirtschaftssektoren nationalen Teilmeldungen zufolge im ersten Halbjahr 1999 offenbar unverändert fort. Dies gilt insbesondere für den Bereich der privaten

Abbildung 14
Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Einzelhandelsumsätze insgesamt zu konstanten Preisen; ohne Kraftwagen, Krafträder und Reparatur von Gütern der persönlichen Ausstattung und Haushaltswaren. Die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr wird auf der Grundlage arbeitsmäßig bereinigter Daten berechnet.

1) Da einige nationale Daten nicht verfügbar sind, beginnt die Datenreihe erst ab Januar 1998.

Tabelle 8**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

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

*Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Kurzfristige Unternehmensstatistik).**1) Quartalsraten; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.**2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.*

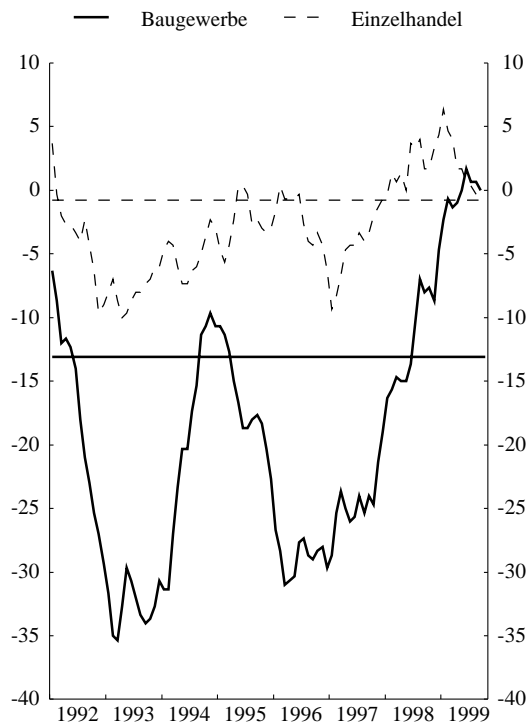
Dienstleistungen. Für das dritte Quartal deuten die bereits vorliegenden nationalen Statistiken zur Gesamtbeschäftigung auf einen etwas stärkeren Nettozuwachs an Arbeitsplätzen hin.

Nach den Branchenumfragen der Europäischen Kommission war bei den Beschäftigungserwartungen, die in der Vergangenheit gewisse Vorlaufeigenschaften in bezug auf das tatsächliche Beschäftigungswachstum im Verarbeitenden Gewerbe aufgewiesen haben, im Juli wieder ein Aufwärtstrend zu verzeichnen, der sich laut der Umfrage bis in den Oktober fortsetzte (siehe Abbildung 15). Der Purchasing Managers' Index deutet ebenfalls auf einen Anstieg der Beschäftigung im zweiten Halbjahr 1999 hin. Diese Umfrageergebnisse, die mit anderen Anzeichen einer Erholung im Verarbeitenden Gewerbe im Einklang stehen, lassen darauf schließen, daß die Beschäftigung in diesem Sektor nicht mehr weiter sinken und im zweiten Halbjahr 1999 möglicherweise sogar wieder zunehmen wird. Im Baugewerbe bewegen sich die Beschäftigungserwartungen seit dem Frühjahr praktisch unverändert auf Rekordniveau (siehe Abbildung 16). Die Beschäftigungsentwicklung verlief jedoch nicht immer genau gemäß den Erwartungen. Im Einzelhandel schließlich ist die Einschätzung der Arbeitgeber zur Beschäftigungssituation seit Jahresbeginn etwas pessimistischer geworden, wengleich die Beschäftigungserwartungen nach wie vor über dem

Abbildung 15**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 16
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.

langfristigen Durchschnitt liegen. Alles in allem bestätigen somit auch die jüngsten Entwicklungen bei den Beschäftigungserwartungen die sich abzeichnende allmähliche Beschleunigung des Beschäftigungswachstums insgesamt in der zweiten Jahreshälfte 1999.

Arbeitslosigkeit im September 1999 unverändert

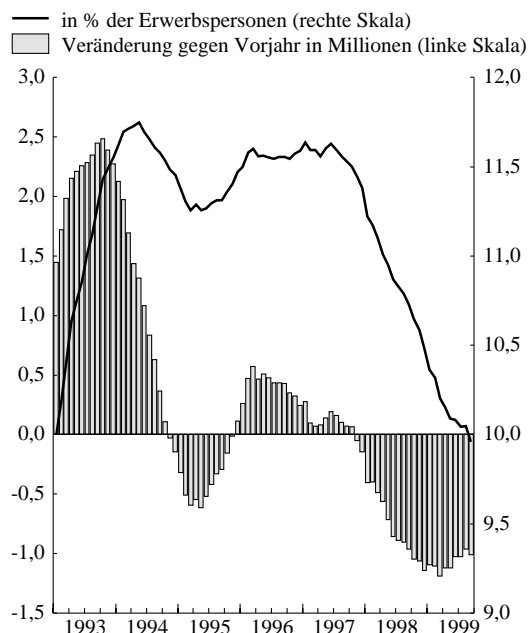
Die standardisierte Arbeitslosenquote für September 1999, die von Eurostat nach Redaktionsschluß der November-Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht wurde, lag bei 10 % (siehe Abbildung 17) und war damit gegenüber Juli und August unverändert. Die Arbeitslosenquote für den Zeitraum von Mai bis August wurde allerdings erheblich nach

unten korrigiert (sie war zuvor auf 10,2 % geschätzt worden). Die Tatsache, daß die Arbeitslosenquote im dritten Monat in Folge unverändert geblieben ist, muß vor dem Hintergrund einer seit August 1997 zwar nur allmählich, aber doch kontinuierlich sinkenden Arbeitslosigkeit gesehen werden. So war von August bis September, wenngleich verdeckt durch Rundungseffekte, de facto eine Verringerung der Arbeitslosenquote um fast 0,1 Prozentpunkte zu verzeichnen. Ein Blick auf die unterschiedlichen Altersgruppen verdeutlicht den leichten Rückgang der Arbeitslosigkeit. So ist die Arbeitslosenquote im September sowohl bei Jugendlichen als auch bei den über 25jährigen gesunken, nachdem sie vier Monate lang unverändert geblieben war (siehe Tabelle 9). Die bereits vorliegenden nationalen Statistiken für Oktober bestätigen den Eindruck, daß die Arbeitslosenzahlen wieder rückläufig sind.

Betrachtet man die Arbeitsmarktentwicklung in einem längerfristigen Zusammenhang, so fällt auf, daß der seit mehr als zwei Jahren zu beobachtende Rückgang der Arbeitslosigkeit

Abbildung 17
Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Tabelle 9**Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

	1996	1997	1998	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 April	1999 Mai	1999 Juni	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.
Insgesamt	11,6	11,6	10,9	10,6	10,3	10,1	10,0	10,2	10,1	10,1	10,0	10,0	10,0
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,9	23,2	21,3	20,8	20,0	19,3	19,1	19,4	19,2	19,2	19,2	19,2	18,9
25 Jahre und älter ²⁾	9,8	9,9	9,4	9,2	9,0	8,9	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8	8,8	8,7

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.**1) 1998 entfielen auf diese Gruppe 24,0 % der Arbeitslosen insgesamt.**2) 1998 entfielen auf diese Gruppe 76,0 % der Arbeitslosen insgesamt.*

verglichen mit dem stabilen Beschäftigungswachstum im gleichen Zeitraum relativ gering ausfiel. Die Zahl der Erwerbspersonen dürfte sich tatsächlich stärker erhöht haben als in der ersten Hälfte der neunziger Jahre. Sollte dies durch die Ergebnisse der diesjährigen Erhebung über Arbeitskräfte bestätigt werden, könnte dies bedeuten, daß durch die kontinuierliche Beschäftigungsexpansion in den letzten zweieinhalb Jahren nach und nach immer mehr Personen in den Arbeitsmarkt eingetreten bzw. dorthin zurückgekehrt sind. Die jüngste Entwicklung der Arbeitslosigkeit dürfte durch zwei weitere Faktoren beeinflußt worden sein. Die oben erwähnte leichte Abschwächung des Beschäftigungswachstums und vor allem der Beschäftigungsrückgang im Verarbeitenden Gewerbe haben zu einer Verlangsamung des Rückgangs der Arbeitslosigkeit zwischen August 1997 und Juni 1999 beigetragen. Überdies könnten die Kürzungen bei Beschäftigungsprogrammen in einigen Ländern, insbesondere bei Programmen zum Abbau der Jugendarbeitslosigkeit, der Grund für die im Sommer beobachtete Stagnation der Arbeitslosenquote in dieser Gruppe der Arbeitslosen sein. Wenn jedoch das Beschäftigungswachstum in der zweiten Jahreshälfte wieder an Dynamik gewinnt, dürfte sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit fortsetzen.

Zwar ist die Arbeitslosenquote im Eurogebiet insgesamt im historischen und internationalen Vergleich nach wie vor hoch, doch sollte an dieser Stelle darauf hingewiesen werden, daß sich in mehreren Ländern bereits eine Verknappung am Arbeitsmarkt abzeichnet, die in einer Zunahme der offenen Stellen

zum Ausdruck kommt. In einigen EWU-Ländern mangelt es nur in bestimmten Arbeitsmarktsegmenten oder in spezifischen Sektoren an Arbeitskräften, in anderen Ländern aber ist dieser Arbeitskräftemangel in praktisch allen Wirtschaftssektoren spürbar. In der erstgenannten Gruppe von Ländern fehlen Arbeitskräfte schwerpunktmäßig im IT-Bereich, vor allem aufgrund einer durch die Umstellung auf das Jahr 2000 bedingten vorübergehenden Zunahme der Nachfrage nach Fachkräften, während in den anderen Ländern die offenen Stellen aus einem relativ hohen realen BIP-Wachstum in den letzten Jahren resultieren.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß sich das Beschäftigungswachstum im zweiten Halbjahr 1999 wohl nach und nach beschleunigt hat, während die Arbeitslosigkeit mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung wieder zu ihrem rückläufigen Trend zurückkehren dürfte. Insgesamt könnte die Beschäftigung in diesem Jahr etwa die gleiche Wachstumsrate aufweisen wie 1998. Die vorliegenden Prognosen lassen darauf schließen, daß die Arbeitslosenquote in den nächsten zwei Jahren nur schrittweise zurückgehen dürfte, d. h. um durchschnittlich rund 0,6 Prozentpunkte pro Jahr. Lohnzurückhaltung und ein gedämpfter Anstieg der Lohnkosten – zwei Faktoren, die in den letzten beiden Jahren für die erfreuliche Beschäftigungsentwicklung ausschlaggebend waren – sind notwendig, um im Jahr 2000 und darüber hinaus ein nachhaltiges Beschäftigungswachstum zu gewährleisten. In diesem Zusammenhang ist es wichtig, daß ein in einem bestimmten Bereich auftretender

der Arbeitskräftemangel nicht zu übertriebenen Lohnforderungen führt, die in den nächsten Lohnrunden auf die übrigen Wirtschaftssektoren übergreifen. Dies verdeutlicht die Notwendigkeit von Reformen mit dem Ziel einer Erhöhung der Erwerbsbeteiligung und somit der Beschäftigtenquote, die in Europa relativ niedrig ist. Neben moderaten Tarifab-

schlüssen sind weitere Fortschritte bei der Umsetzung von strukturellen Reformen auch deswegen geboten, um die günstige Beschäftigungsentwicklung nachhaltiger zu fördern und die Arbeitslosigkeit dauerhaft auf ein erträglicheres Niveau zurückzuführen.

Kasten 6

Aussichten für das Euro-Währungsgebiet für den Zeitraum 1999 bis 2001

Nach einer vorübergehenden Abschwächung Ende 1998 erholte sich das gesamtwirtschaftliche Wachstum im Euroraum in der ersten Jahreshälfte 1999 und dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte weiter beschleunigt haben. Auch für die Jahre 2000 und 2001 haben sich die Aussichten für das Wirtschaftswachstum im Euro-Währungsgebiet in den letzten Monaten verbessert. Diese Aufhellung ist sowohl dem günstigeren außenwirtschaftlichen Umfeld als auch der anhaltend guten Binnenkonjunktur im Euroraum zu verdanken. Im bisherigen Jahresverlauf war das weltweite Wirtschaftswachstum höher, als allgemein Anfang des Jahres prognostiziert wurde. Insbesondere die US-Wirtschaft hat ihr kräftiges Expansionstempo fortgesetzt, während die Erholung in den asiatischen Ländern früher und stärker als erwartet einsetzte. Ferner haben sich die Aussichten für ein stabiles weltweites Wachstum gegenüber Anfang 1999 verbessert, da die Unsicherheiten angesichts der Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten inzwischen abgenommen haben.

Die nachfolgende Tabelle zeigt die Perspektiven für die Jahre 1999 bis 2001, die sich aus den jüngsten Herbstprognosen des IWF, der OECD und der Europäischen Kommission ergeben, sowie Überblicke über Umfrageergebnisse, die von Consensus Forecasts und dem Survey of Professional Forecasters ermittelt wurden. Diese Prognosen hängen zwangsläufig von einer Vielzahl mehr oder weniger unterschiedlicher wirtschaftlicher Annahmen ab: Sie beruhen insbesondere auf Annahmen über die künftige Entwicklung der kurzfristigen und langfristigen Marktzinsen, Wechselkurse und Ölpreise im Euro-Währungsgebiet, die alle je

Vergleich von Prognosen für das Euro-Währungsgebiet

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

	1999					2000					2001	
	IWF	OECD	EG ¹⁾	SPF ²⁾	CF ³⁾	IWF	OECD	EG ¹⁾	SPF ²⁾	CF ³⁾	OECD	EG ¹⁾
Deflator für den Privaten Verbrauch ⁴⁾	1,0	1,3	1,3	-	-	1,3	1,7	1,6	-	-	1,7	1,6
HVPI	-	-	1,2	1,1	1,1	-	-	1,5	1,5	1,5	-	1,5
BIP-Wachstum	2,1	2,1	2,1	2,0	2,1	2,8	2,8	2,9	2,8	2,9	2,8	2,9
Arbeitslosenquote ⁵⁾	10,3	10,2	10,0	10,2	-	9,7	9,6	9,4	9,7	-	9,1	8,8

Quellen: IMF World Economic Outlook (Oktober 1999); OECD Economic Outlook (November 1999); Europäische Kommission (Herbst 1999); Survey of Professional Forecasters (November 1999) und Consensus Forecasts (November 1999).

Anmerkung: IWF, Survey of Professional Forecasters und Consensus Forecasts stellen keine Prognosen für 2001 zur Verfügung.

1) Europäische Kommission.

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

3) Consensus Forecasts.

4) Für den IWF: VPI.

5) In Prozent der Erwerbspersonen.

nach Prognose unterschiedlich ausfallen können. Außerdem wurden die Prognosen zu unterschiedlichen Zeitpunkten abgeschlossen und berücksichtigen daher nicht nur datenmäßig leicht variierende Informationsstände, sondern können unter Umständen auch den jüngsten Entwicklungen nicht vollständig Rechnung tragen. Um sich ein fundiertes Urteil über künftige Preistrends und Risiken für die Preisstabilität bilden zu können, zieht der EZB-Rat zusätzlich zu einer Vielzahl anderer Informationsquellen zur finanziellen und wirtschaftlichen Entwicklung auch regelmäßig Prognosen heran.

Günstige Wachstumsaussichten

Die jüngsten Prognosen für das Wirtschaftswachstum im Euroraum im Jahr 2000 wurden seit dem Frühjahr etwas nach oben korrigiert. Im allgemeinen gehen die Schätzungen gegenwärtig von einem realen BIP-Wachstum von rund 2 % im Jahr 1999 und einem Anstieg auf annähernd jeweils 3 % in den Jahren 2000 und 2001 aus. Die verbesserten Aussichten für den Welthandel sowie der anhaltende Wettbewerb im Euro-Währungsgebiet dürften sich positiv auf die Exportentwicklung im Euroraum auswirken und so die weitere Belebung der Wirtschaftstätigkeit fördern. Ferner sind weiterhin günstige binnenwirtschaftliche Wachstumsbedingungen für einen Konjunkturaufschwung im Euroraum gegeben. Die finanziellen Rahmenbedingungen werden der Investitionstätigkeit und der inländischen Konsumnachfrage förderlich bleiben, und das anhaltende Beschäftigungswachstum dürfte dazu beitragen, das Vertrauen der Verbraucher zu erhalten und das Wachstum der privaten Konsumausgaben weiter zu stärken. Dabei würde eine leichte Abschwächung des Wachstums der inländischen Nachfrage in einigen Ländern, die sich schneller als andere erholt haben, dieser Entwicklung keinen Abbruch tun. Insgesamt gehen die Prognosen davon aus, daß die inländische Nachfrage über den gesamten Prognosezeitraum hinweg kontinuierlich mit Wachstumsraten von über 2 ½ % zunehmen wird, was in etwa der Wachstumsrate von 1998 entspricht. Es wird erwartet, daß der Außenbeitrag zum BIP in den Jahren 2000 und 2001 jeweils wieder einen positiven Wachstumsbeitrag leisten wird, nachdem dieser 1999 negativ ausfallen dürfte.

Die Unsicherheiten, mit denen die jüngsten Wachstumsprognosen behaftet sind, dürften sich diesmal eher ausgleichen als bei den Frühjahrsprognosen, und weitere Korrekturen der Prognosen nach oben sind nicht auszuschließen. Insbesondere die inländische Nachfrage im Euro-Währungsgebiet könnte vor dem Hintergrund eines gefestigten Vertrauens seitens der Verbraucher und der Industrie stärker ausfallen, als dies in den aktuellen Prognosen zum Ausdruck kommt. Die Unsicherheiten im Hinblick auf die künftige Entwicklung des außenwirtschaftlichen Umfelds sind dagegen eher durchwachsen. Die Exportkonjunktur könnte stärker anziehen, wenn die im letzten Jahr verlorengegangenen Marktanteile schneller als erwartet wettgemacht werden können. Risiken ergeben sich aus einem mittelfristig möglicherweise hinter den Erwartungen zurückbleibenden Wachstum der Auslandsnachfrage aus den Vereinigten Staaten und den Schwellenländern. Und schließlich könnten sich beim vierteljährlichen Wachstumsverlauf vorübergehende und wahrscheinlich geringfügige Veränderungen ergeben, die im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Wechsel aus besonderen Verhaltensweisen der Marktteilnehmer zum Jahresende resultieren.

Weiteres Beschäftigungswachstum erwartet

Trotz eines geringeren Wachstums des realen BIP wird der Beschäftigungszuwachs im Euro-Währungsgebiet 1999 schätzungsweise bei über 1 % liegen. Das relativ hohe Beschäftigungswachstum ist auf eine Vielzahl von Faktoren zurückzuführen, unter anderem auf die zeitlich verzögerte und relativ schwache Auswirkung der jüngsten konjunkturellen Abschwächung auf die Beschäftigungsentwicklung, die Lohnzurückhaltung in den vergangenen Jahren und die Zunahme von Teilzeitarbeit in Verbindung mit einer aktiven Arbeitsmarktpolitik. Die Nominallöhne dürften in diesem Jahr um 2 % – 2 ½ % steigen.

Die Belebung der Wirtschaftstätigkeit dürfte zu einem konjunkturbedingten Produktivitätszuwachs führen. Unter Zugrundelegung des prognostizierten moderaten Anstiegs bei den Nominallohnzuwächsen könnten die

Lohnstückkosten in den Jahren 2000 und 2001 um jeweils etwa 1 % steigen. Das Beschäftigungswachstum wird daher in den nächsten zwei Jahren voraussichtlich insgesamt ähnlich ausfallen wie in diesem Jahr.

Die Arbeitslosenquote ist im Jahresverlauf 1999 weiter zurückgegangen. Den Prognosen zufolge dürfte die Arbeitslosenquote bis zum Jahr 2001 auf annähernd 9 % sinken und somit wieder das Niveau von Anfang der neunziger Jahre erreichen. Die bisherigen Maßnahmen zur Reform der Arbeitsmärkte haben zwar offenbar eine gewisse Wirkung gezeigt und das Beschäftigungswachstum angekurbelt, doch ist das Reformtempo in den einzelnen Ländern unterschiedlich. Weitere Fortschritte beim Abbau von Hemmnissen, die einem besseren Funktionieren der Arbeitsmärkte entgegenstehen, würden wesentlich dazu beitragen, das Potential für ein nachhaltiges inflationsfreies Wachstum im Eurogebiet zu erhöhen.

Steigerungsrate bei den Verbraucherpreisen dürfte sich etwas erhöhen, aber unter 2 % bleiben

Den vorliegenden Prognosen zufolge dürfte die jährliche Steigerungsrate bei den Verbraucherpreisen in den Jahren 2000 und 2001 zunehmen, jedoch weiterhin unter 2 % liegen. Nach den aktuellen Prognosen werden die Verbraucherpreise sowohl im Jahr 2000 als auch im Jahr 2001 um durchschnittlich etwa 1 ½ % anziehen. Die jüngste Ölpreissteigerung wird vermutlich zu einem vorübergehend stärkeren Anstieg der Energiepreiskomponente der Verbraucherpreise führen, der Anfang des Jahres 2000 seinen Höhepunkt erreichen und sich im weiteren Jahresverlauf wieder abschwächen wird. Mit zunehmender Beschleunigung des Wirtschaftswachstums ist jedoch zu erwarten, daß sich die Steigerungsrate der Verbraucherpreise im Prognosezeitraum erhöhen und gegen Ende des Jahres 2001 auf über 1 ½ % belaufen wird. Die weitere Deregulierung bei den öffentlichen Versorgungsunternehmen, mit der die konjunkturbedingte Erhöhung der Gewinnmargen teilweise ausgeglichen wird, dürfte auch in Zukunft zur Verringerung der Preissteigerungsrate beitragen.

Die Ungewißheit über die künftige Entwicklung der Verbraucherpreise hat sich aufgrund mehrerer Faktoren gegenüber den Prognosen vom Frühjahr verstärkt. Zum einen resultieren Unsicherheiten aus der Geldmengen- und Kreditentwicklung, und zum anderen stellen auch die Einfuhrpreise infolge der Ölpreissteigerung und des jüngsten Rückgangs des effektiven Euro-Wechselkurses einen Unsicherheitsfaktor dar. Zwar dürfte der direkte Einfluß der Einfuhrpreisentwicklung auf die Steigerungsrate der Verbraucherpreise im großen und ganzen vorübergehender Natur sein, doch bleibt offen, inwieweit sich diese Entwicklung auf die inländischen Lohnkosten und Preise auswirkt, was wiederum auch von der Entwicklung des Wirtschaftswachstums abhängen dürfte. Schließlich könnten Preissenkungen infolge der Deregulierung bei den Versorgungsunternehmen einen stärkeren Abwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben als gegenwärtig prognostiziert.

4 Finanzpolitische Entwicklung

Verbesserte Bedingungen für Haushaltskonsolidierung

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im laufenden Jahr stellt sich gemäß verschiedenen aktuellen Prognosen günstiger dar als noch im Frühsommer dieses Jahres erwartet. Den jüngsten Schätzungen der Europäischen Kommission und der OECD zufolge (siehe Tabelle 10) dürfte die durchschnittliche Defizitquote der öffentlichen Haushalte im Eurogebiet – gemessen am BIP – $1\frac{1}{2}\%$ betragen und damit $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt unter dem 1998 verzeichneten Stand liegen. Im Frühsommer hatten diese Institutionen noch eine Defizitquote von rund 2% (siehe den Monatsbericht vom Juni 1999) und somit nur einen geringen Rückgang gegenüber 1998 erwartet. Die nunmehr günstigere Einschätzung der Haushaltslage ist hauptsächlich auf die höher als erwartet ausgefallenen staatlichen Einnahmen in vielen Mitgliedstaaten zurückzuführen. Dies ist auch auf eine gegenüber früheren Prognosen vorteilhaftere gesamtwirtschaftliche Entwicklung und eine Revision der

Haushaltsergebnisse für 1998, die sich auch positiv auf die Haushaltslage des laufenden Jahres auswirkt, zurückzuführen.

Den aktuellen Prognosen zufolge werden die Mitgliedstaaten der Währungsunion die eigenen Zielvorgaben für ihre Defizitquoten im Jahr 1999 im Durchschnitt erfüllen, wenngleich dies nicht in jedem einzelnen EWU-Staat der Fall sein dürfte. Diese Zielvorgaben wurden in den Ende 1998 vorgelegten Stabilitätsprogrammen festgelegt. Dabei erwiesen sich die zugrunde gelegten gesamtwirtschaftlichen Wachstumsraten angesichts der Konjunkturabschwächung im ersten Halbjahr 1999 mitunter als zu optimistisch. Die staatliche Schuldenquote wird sich den Prognosen zufolge langsamer als erwartet verringern. Sie dürfte gemäß den aktuellen Schätzungen zum Jahresende 1999 höher ausfallen, als in den vorherigen Prognosen und in den Stabilitätsprogrammen erwartet wurde.

Für das Jahr 2000 prognostizieren die Europäische Kommission und die OECD gegen-

Tabelle 10

Prognosen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP; Veränderung gegen Vorjahr in %)

		1998	1999	2000
Finanzierungssaldo	Europäische Kommission ¹⁾	-2,0	-1,6	-1,2
	OECD ²⁾	-2,0	-1,6	-1,2
	Stabilitätsprogramme ³⁾	- ⁴⁾	-1,8	-1,6
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo	Europäische Kommission ¹⁾	-1,7	-1,2	-1,0
	OECD ^{2) 5)}	-1,6	-1,1	-0,9
	Stabilitätsprogramme ³⁾	- ⁴⁾	-	-
Primärsaldo	Europäische Kommission ¹⁾	+2,7	+2,8	+3,0
	OECD ²⁾	-	-	-
	Stabilitätsprogramme ³⁾	- ⁴⁾	+2,7	+2,7
Bruttoverschuldung	Europäische Kommission ¹⁾	73,5	73,1	71,5
	OECD ²⁾	-	72,9	-
	Stabilitätsprogramme ³⁾	- ⁴⁾	72,5	71,3
Nachrichtlich: Wachstumsrate des realen BIP	Europäische Kommission ¹⁾	2,7	2,1	2,9
	OECD ²⁾	2,8	2,1	2,8
	Stabilitätsprogramme ³⁾	- ⁴⁾	2,5	2,7

1) *Wirtschaftsprognosen, Herbst 1999.*

2) *Wirtschaftsausblick, vorläufige Ausgabe, November 1999.*

3) *Schätzungen der Europäischen Kommission auf der Grundlage der Stabilitätsprogramme der Regierungen.*

4) *Die Stabilitätsprogramme der Regierungen beziehen sich nicht auf das Jahr 1998.*

5) *In % des Produktionspotentials.*

wärtig eine weitere Verbesserung der Haushaltslage für das Eurogebiet insgesamt. So soll die Defizitquote im Durchschnitt noch gut 1 % betragen. Diese Schätzungen gehen davon aus, daß drei EWU-Staaten in den Jahren 1999 und 2000 Haushaltsüberschüsse erzielen, einige Mitgliedstaaten aber immer noch Defizite in Höhe von knapp 2 % des BIP oder mehr aufweisen werden, während die durchschnittliche Schuldenquote im Jahr 2000 um 1 ½ Prozentpunkte sinken wird. Dies wäre der stärkste Rückgang seit dem Jahr 1996, in dem der Höchststand der EWU-weiten Schuldenquote verzeichnet wurde. Allerdings würden weiterhin mehr als die Hälfte der Staaten des Eurogebiets Schuldenquoten aufweisen, die über dem Referenzwert von 60 % liegen.

Haushaltskonsolidierung weiterhin wenig ehrgeizig

Die meisten Teilnehmerländer der Währungsunion haben sich im Zuge der jüngsten Diskussionen über den künftigen Kurs ihrer Finanzpolitik eindeutig zu der Absicht bekannt, die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen voranzutreiben, um Haushaltspositionen zu

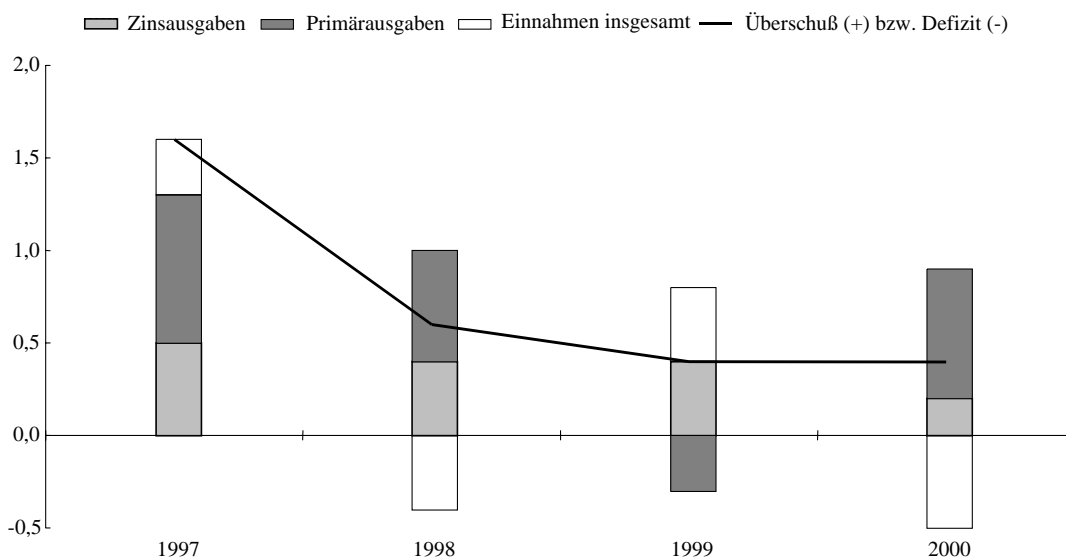
erreichen, die den Zielen des Stabilitäts- und Wachstumspakts gerecht werden. Gleichzeitig beabsichtigen sie, die günstigen Konjunkturaussichten für wachstums- und beschäftigungsfördernde Steuerrechtsänderungen zu nutzen. Wenngleich sich diese beiden Ziele nicht widersprechen, sondern ergänzen, stellt die ausgewogene Ausgestaltung weiterhin eine große Herausforderung für die Finanzpolitik in der Gemeinschaft dar.

Auf der Grundlage der Haushaltspläne der Regierungen schätzt die Europäische Kommission, daß der Rückgang der EWU-weiten Defizitquote in den Jahren 1999 und 2000 durch eine verringerte Staatsausgabenquote – gemessen am BIP – bedingt wird. Gleichwohl wird sich der Rückgang der Ausgabenquote im Eurogebiet insgesamt den Prognosen zufolge zum überwiegenden Teil im Jahr 2000 vollziehen, während sie im laufenden Jahr wohl annähernd unverändert bleiben wird. Darüber hinaus dürfte die Verringerung der Ausgabenquote im Zeitraum 1999/2000 im Vergleich zu früheren Jahren insgesamt niedrig ausfallen (siehe Abbildung 18, in der die Verringerung der Ausgabenquote und der Anstieg der Einnahmenquote als positiver Bei-

Abbildung 18

Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet – Beitrag der Einnahmen, Primärausgaben und Zinsausgaben

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

trag zur Abnahme der Defizitquote dargestellt werden). Der Rückgang der Zinsausgaben im Verhältnis zum BIP wird, wie schon in den letzten Jahren, erheblich zu der erwarteten Abnahme der Staatsausgaben insgesamt beitragen. Ausschlaggebend für die Verringerung der Zinsausgabenquote ist die gesunkene Durchschnittsverzinsung der öffentlichen Verschuldung (aufgrund der Anschlußfinanzierung der langfristigen Verschuldung zu niedrigeren Zinssätzen) und, in weit geringerem Maße, der Rückgang der Schuldenquoten. Die Primärausgabenquote wird – den Prognosen der Europäischen Kommission zufolge – im Zeitraum 1999/2000 per saldo nur um 0,4 Prozentpunkte zurückgehen. Im selben Zeitraum wird die Einnahmenquote per saldo weitgehend unverändert eingeschätzt und weist mit annähernd 50 % einen nach wie vor sehr hohen Stand für das Eurogebiet insgesamt auf.

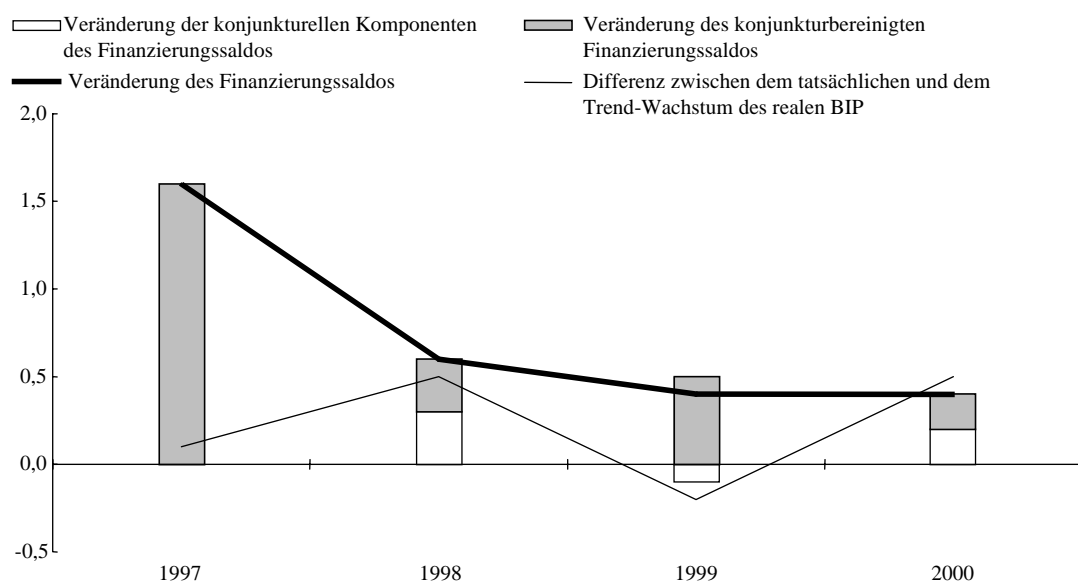
Diese Entwicklungen sind vor dem Hintergrund zu sehen, daß die Staatshaushalte im Eurogebiet insgesamt nach wie vor weit davon entfernt sind, ausgeglichene Positionen aufzuweisen, und die aktuellen Schätzungen nicht von einer nennenswerten Verbesserung

der öffentlichen Finanzlage in den Jahren 1999 und 2000 ausgehen. Infolge des mäßigen Rückgangs der Primärausgabenquote wird die Primärüberschußquote (d. h. der staatliche Finanzierungssaldo ohne Berücksichtigung der Zinsausgaben, in % des BIP) im Euroraum im laufenden Jahr nahezu unverändert bleiben und sich im Jahr 2000 – mit einem von der Europäischen Kommission geschätzten Stand von 3,0 % – nur geringfügig verbessern. Die Europäische Kommission geht davon aus, daß die um konjunkturelle Einflüsse bereinigte Defizitquote des Euroraums zusammengenommen im Jahr 1999 um 0,5 Prozentpunkte und im Jahr 2000 um 0,2 Prozentpunkte sinken wird (siehe Abbildung 19). Für das Jahr 2000 wird erwartet, daß der konjunkturbereinigte Haushaltssaldo des Eurogebiets noch ein Defizit von rund 1 % des BIP aufweisen wird. Wenngleich sich die Schätzungen bezüglich der Höhe des konjunkturbereinigten Haushaltssaldos im Eurogebiet aufgrund der Anwendung unterschiedlicher Meßmethoden von Institution zu Institution in der Regel unterscheiden, so kommen sie doch hinsichtlich der prognostizierten Veränderungen im Vorjahrsvergleich zu weitgehend gleichen Ergebnissen.

Abbildung 19

Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet – konjunkturelle und nichtkonjunkturelle Komponenten

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

Die aktuellen Schätzungen der Europäischen Kommission besagen, daß der konjunkturberreichte Primärsaldo in % des BIP im Eurogebiet im Zeitraum von 1998 bis 2000, d. h. während drei aufeinanderfolgender Jahre, keine Verbesserung aufweisen wird. Das bedeutet, daß die Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euroraum weiterhin in erster Linie durch die Konjunktur und das Zinsniveau bestimmt wird und aktive Konsolidierungsmaßnahmen keine nennenswerte Rolle zu spielen scheinen. Aufgrund der erwarteten konjunkturellen Belebung sollte es im Jahr 2000 möglich sein, die Finanzpolitik im Eurogebiet so auszurichten, daß eine verbesserte Haushaltslage erreicht werden kann.

Weitere Anstrengungen notwendig, um nahezu ausgeglichene oder Überschüsse aufweisende Haushaltspositionen zu erreichen

Obwohl erwartet wird, daß sich der Rückgang der staatlichen Defizite und Schuldenquoten fortsetzt, bedarf es weiterer Anstrengungen, um nahezu ausgeglichene oder Überschüsse aufweisende Haushaltspositionen zu erreichen. In den Fällen, in denen die Staatshaushalte den Prognosen zufolge relativ weit von ausgeglichenen Positionen entfernt sein werden, scheint das Ergreifen zusätzlicher finanzpolitischer Maßnahmen erforderlich, um die Gefahr einer künftigen Überschreitung des Referenzwerts von 3,0 % des BIP zu vermindern. Darüber hinaus beruhen die aktuellen Schätzungen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen auf der Annahme, daß die angekündigten finanzpolitischen Maßnahmen in ihrer Gesamtheit umgesetzt und wirksam sein werden. In den Staatshaushalten der meisten Länder muß noch so schnell wie möglich ein

ausreichender Sicherheitsabstand zur 3 %-Grenze geschaffen werden, um die Auswirkungen eventueller zukünftiger Rezessionen oder anderer, nicht konjunkturbedingter Ereignisse bewältigen zu können und das im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegte mittelfristige Ziel ausgeglichener oder Überschüsse aufweisender Haushaltspositionen zu erreichen. Darüber hinaus sollte der Sicherheitsabstand auch andere Belastungen der öffentlichen Finanzen berücksichtigen, die sich etwa aus übermäßig hohen Schuldenquoten und den finanziellen Konsequenzen einer alternden Gesellschaft ergeben.

Die anstehende Aktualisierung der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme durch die Mitgliedstaaten sollte die Entschlossenheit der Regierungen erkennen lassen, all diesen Erfordernissen gerecht zu werden. Vor diesem Hintergrund soll auf die in diesem Jahr vom Europäischen Rat verabschiedeten „Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten und der Gemeinschaft“ hingewiesen werden. Dort werden die Mitgliedstaaten nachdrücklich aufgefordert, „sofern die Wirtschaftsaussichten die in ihren Stabilitäts- und Konvergenzprogrammen enthaltenen Erwartungen übertreffen, die in ihren Programmen in Aussicht genommenen Haushaltsanpassungsmaßnahmen ab dem Jahr 2000 vorzuziehen und, wenn in den Programmen nur eine minimale Anpassung angestrebt wird, sich ehrgeizigere Ziele zu setzen und ihre Stabilitäts- bzw. Konvergenzprogramme entsprechend zu aktualisieren“. Schließlich sollte – sofern dies mit den Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts vereinbar ist – die gesamtwirtschaftliche Abgabenbelastung verringert werden. Auch sind weitere Fortschritte bei der Liberalisierung sowie der Reform des staatlichen Sektors vonnöten.

Kasten 7

Statistiken zu öffentlichen Finanzen auf Grundlage des ESVG 95

Beginnend mit dem Jahr 1999 müssen die Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zum Staatssektor gemäß dem neuen Europäischen System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) berechnet werden.¹ Die Einführung des ESVG 95 soll die Qualität der Daten hinsichtlich ihrer Vergleichbarkeit – das ESVG 95 ist für alle Mitgliedstaaten der EU verbindlich – und der verwendeten Methodik verbessern. Die methodischen Verbesserungen resultieren aus einer eindeutigeren Abgrenzung des Sektors Staat

(wobei die Unterscheidung zwischen Markt- und Nichtmarktproduzenten auf dem Konzept der „wirtschaftlich signifikanten“ Preise beruht), aktuelleren Konzepten (wie z. B. der Erfassung des Leasings), einer verstärkt ökonomischen Kriterien entsprechenden Erfassung der Transaktionen (d. h. auf Basis einer periodengerechten Zuordnung statt der Kassenwirksamkeit) und verbesserten Meßmethoden (der Berücksichtigung von Abschreibungen auf Straßen und Brücken usw.).

Nahezu alle Mitgliedstaaten stellen mittlerweile Daten zum Sektor der öffentlichen Haushalte zur Verfügung, die dem neuen System entsprechen. (Die Erstellung der Finanzierungsrechnungen ist jedoch erst für das Jahr 2000 vorgesehen.) Den in Tabelle 7 des Abschnitts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ der vorliegenden Monatsberichtsausgabe veröffentlichten aggregierten Angaben zu staatlichen Einnahmen, Ausgaben und Defiziten liegen erstmals nach dem ESVG 95 ermittelte nationale Daten zugrunde.² Allerdings wurden die von den Mitgliedstaaten im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit im September 1999 an die Europäische Kommission gemeldeten Daten zu Defizit und Schuldenstand noch auf der Grundlage des ESVG 79 ermittelt (siehe die in Tabelle 7 ausgewiesenen Daten zur öffentlichen Verschuldung im Eurogebiet insgesamt sowie die Angaben zu den einzelnen Mitgliedstaaten). Die erste auf dem ESVG 95 beruhende Meldung ist für März 2000 vorgesehen.³

Die Unterschiede zwischen den nach den beiden verschiedenen Versionen des ESVG erhobenen Daten sind nur teilweise auf methodische Änderungen zurückzuführen. Auch die Umsetzung des neuen Systems in die Praxis führt zu unterschiedlichen Ergebnissen. Insgesamt gesehen nutzten die nationalen Statistikämter den Wechsel zum ESVG 95, um die statistische Interpretation – und damit die Erfassung – bestimmter Transaktionen zu ändern und neue Datenquellen mit einzubeziehen. Ferner werden prozentual in Relation zum BIP ausgewiesene Daten durch dessen Veränderungen beeinflusst; bei größerem BIP verringern sich die entsprechenden Quoten.

Die nach dem ESVG 95 ermittelten Daten zu den Einnahmen und Ausgaben (insgesamt) der letzten Jahre liegen – gemessen am BIP – um durchschnittlich 1 Prozentpunkt unter den entsprechenden, nach dem ESVG 79 berechneten Angaben. Diese Differenz entfällt ungefähr zu gleichen Teilen auf das erhöhte BIP und die Veränderung der nominalen Einnahmen und Ausgaben. Der Umfang und sogar das Vorzeichen der Veränderungen in den Einnahmen- und Ausgabenkategorien unterscheiden sich erheblich von Land zu Land. Die methodischen Änderungen haben nicht in allen Fällen dieselben Auswirkungen und werden darüber hinaus häufig von länderspezifischen Revisionen überlagert. Die Abnahme der Einnahmen- und Ausgabenquoten ist hauptsächlich auf geringere Sozialversicherungsbeiträge, Übertragungen an private Haushalte und Personalausgaben zurückzuführen. Hierin spiegelt sich wider, daß Einheiten, die zuvor als Sozialversicherungen erfaßt wurden, sowie Einheiten, die im Gesundheitswesen tätig sind, nicht mehr dem Sektor Staat zugerechnet werden. Die Veränderung der Defizitquote – in den letzten Jahren jeweils um rund $\pm 0,1$ Prozentpunkte – ist viel geringer als die Veränderung der verschiedenen Einnahmen- und Ausgabenkategorien, da viele Revisionen lediglich Umgruppierungen von einer Kategorie zur anderen darstellen. Dagegen sind Veränderungen in der Untergliederung des Staatssektors und der Wechsel zu einer periodengerechten Zuordnung defizitwirksam. In einigen Fällen kann sich der Einfluß aus dem Wechsel zu einer periodengerechten Zuordnung im Zeitverlauf aber ausgleichen. Da sich die wichtigsten Indikatoren zu den öffentlichen Finanzen im ESVG 95 und im ESVG 79 insgesamt betrachtet ähnlich entwickeln, ergibt sich aus dem Wechsel des statistischen Standards kein verändertes Bild des Konvergenzprozesses.

1 Verordnung (EG) des Rates Nr. 2223/96 vom 25. Juni 1996 zum Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene in der Europäischen Gemeinschaft, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften L 310 vom 30. November 1996.

2 Dem ESVG 95 entsprechende Daten zu den Einnahmen und Ausgaben sind für rund 85 % des Eurogebiets verfügbar; für die übrigen EWU-Staaten wurden aktualisierte Daten gemäß ESVG 79 herangezogen.

3 Die Abgrenzung des öffentlichen Schuldenstandes entspricht dabei nicht dem ESVG. Sie wurde in der Verordnung des Rates Nr. 3605/93 lediglich unter Bezugnahme auf das ESVG 79 definiert und muß nunmehr auf der Grundlage des ESVG 95 angepaßt werden.

5 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Internationales Umfeld verbessert sich weiter

Das internationale gesamtwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets hat sich weiter verbessert. So wurde insbesondere die außerordentliche Leistung der US-Wirtschaft durch aktuelle Daten untermauert, die ein anhaltend kräftiges Wachstum des realen BIP und eine weitgehend unveränderte Kerninflation auswies. In Japan scheint der Erholungsprozeß mittlerweile in Gang gekommen zu sein, obgleich er noch zögerlich und uneinheitlich verläuft, während sich die übrigen asiatischen Volkswirtschaften kräftig erholen. Das durch die Inlandsnachfrage getragene Wachstum der britischen Wirtschaft hat sich verstärkt. Weitgehend erwartungsgemäß zieht in den Ländern Osteuropas die Konjunktur nach der enttäuschenden Leistung im früheren Jahresverlauf wieder an, in Rußland jedoch bleiben nach wie vor erhebliche Unsicherheiten bestehen. In Lateinamerika sind die Perspektiven insgesamt weiterhin günstig, obwohl die konjunkturelle Erholung in einigen Ländern noch nicht gesichert ist.

Die OECD und die Europäische Kommission haben angesichts der merklichen Verbesserung der allgemeinen Konjunkturperspektiven ihre Vorausschätzungen für das weltweite Produktionswachstum nach oben korrigiert. Der OECD-Prognose zufolge wird die weltweite Produktion im laufenden Jahr um 3,0% steigen, und im Jahr 2000 wird sich das Wachstum auf rund 3 ½ % beschleunigen (siehe Tabelle 11). Es wird damit gerechnet, daß die Inflation in den OECD-Ländern zwar leicht zunehmen, in den nächsten zwei Jahren aber unter 2 % bleiben wird. Auch die Europäische Kommission hat ihre im April dieses Jahres veröffentlichte Prognose für das weltweite Produktionswachstum nach oben korrigiert und sagt nun für das Jahr 1999 ein Wachstum von 3,0 % und für das Jahr 2000 ein Wachstum von 3,6 % voraus. Hinsichtlich der Gefahren für die globalen Konjunkturperspektiven äußerten sich die OECD und Europäische Kommission besorgt über die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte in einigen wichtigen Regionen der Welt. Hinzu kommen der OECD zufolge die möglichen Auswirkungen einer bislang noch nicht

Tabelle 11

Prognosen der OECD und der Europäischen Kommission

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	OECD- und EG ¹ -Prognosen vom November 1999						Differenzen zwischen Nov.- und Juni-Prognose der OECD und Nov.- und Frühjahrsprognose der EG ¹					
	OECD		EG ¹		OECD		EG ¹		OECD		EG ¹	
	1999		2000		2001		Diff./ OECD Juni	Diff./ EG ¹ Frühjahr	Diff./ OECD Juni	Diff./ EG ¹ Frühjahr		
							1999		2000			
Reales BIP-Wachstum												
Welt	3,0	3,0	3,5	3,6	3,4	3,7	0,6	0,9	0,6	0,7		
Vereinigte Staaten	3,8	3,8	3,1	2,8	2,3	2,5	0,2	1,1	1,4	0,6		
Japan	1,4	1,3	1,4	1,6	1,2	2,1	2,3	2,6	1,4	1,1		
Euro-Währungsgebiet	2,1	2,1	2,8	2,9	2,8	2,9	0,0	-0,1	0,2	0,2		
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen												
Welt	4,9	4,8	7,1	6,3	6,3	6,0	1,0	0,9	1,5	0,7		

Quellen: OECD und Europäische Kommission.

1) Europäische Kommission.

abgeschlossenen Umstrukturierung des Finanzsektors und des Unternehmenssektors in den asiatischen Schwellenländern sowie die Labilität der konjunkturellen Lage in Südamerika.

Die wirtschaftliche Entwicklung in den *Vereinigten Staaten* war weiterhin durch das Zusammenwirken von kräftigem Wachstum, rückläufiger Arbeitslosigkeit und mäßigen Preissteigerungen gekennzeichnet. Nach einem etwas schwächeren zweiten Quartal hat sich das Expansionstempo der US-Wirtschaft im dritten Quartal 1999 mit einem Anstieg des realen BIP gegenüber dem Vorquartal um 5,5 % (auf Jahresrate umgerechnet) wieder beschleunigt. Expansive Impulse gingen im dritten Quartal vor allem vom Privaten Verbrauch und von den Anlageinvestitionen der Unternehmen sowie von einem kräftigen Wiederanziehen der Lagerinvestitionen aus. Der Außenbeitrag blieb allerdings stark negativ und reduzierte das BIP-Wachstum auf Jahresrate umgerechnet um nahezu einen vollen Prozentpunkt.

Höchstwahrscheinlich wird sich die konjunkturelle Dynamik auch im vierten Quartal 1999, unter anderem gestützt auf eine höhere Nachfrage, die möglicherweise im Zusammenhang mit dem Jahr-2000-Wechsel steht, fortsetzen. Ein durch die Belebung der globalen Nachfrage geringerer negativer Außenbeitrag könnte sich ebenfalls positiv auf das Wachstum auswirken. Ausschlaggebend für die Erholung im Verarbeitenden Gewerbe war die rasche Verbesserung der globalen Konjunkturperspektiven. Allerdings sind inzwischen Anzeichen einer leichten Abflachung bei den zinsabhängigen ausgabenrelevanten Komponenten zu erkennen – insbesondere am Wohnungsmarkt, wo die Indikatoren auf eine anhaltende Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit hindeuten.

Dagegen deutet die Arbeitsmarktentwicklung in den Vereinigten Staaten nach wie vor auf eine kräftig expandierende Wirtschaft hin. Die Arbeitslosenquote ging weiter zurück und erreichte im Oktober mit 4,1 % ihren tiefsten Stand seit 30 Jahren. Gleichzeitig sind vor

allem infolge des anhaltenden Produktivitätszuwachses sowie des schärferen Wettbewerbs an den Gütermärkten weiterhin nur spärliche Anzeichen dafür vorhanden, daß sich der Lohn- und Preisauftrieb in der Wirtschaft verstärken könnte. Während die jährliche Teuerungsrate im September und Oktober auf 2,6 % – im Vorjahrsvergleich – anzog (was hauptsächlich auf die Energiepreissteigerungen sowie eine einmalige Erhöhung der Tabakpreise zurückzuführen war), blieb die Kerninflation in den letzten Monaten auf einem Niveau von 2,1 %. Die anhaltend kräftige Expansion der Konjunktur und die Anspannung am Arbeitsmarkt veranlaßte die Federal Reserve am 16. November 1999, ihren Zielzinssatz für Tagesgeld (Federal Funds Ziel) um 25 Basispunkte auf 5,5 % anzuheben, um damit den Preisauftrieb auf mittlere Sicht im Zaum zu halten. Dieser geldpolitische Schritt führt den Leitzinssatz auf das Niveau vor Beginn der russischen Finanzkrise im Sommer letzten Jahres zurück und könnte dazu beitragen, das Produktionswachstum so weit zu bremsen, daß sich die Wachstumsraten stärker dem mittelfristigen Potentialpfad annähern.

In *Japan* gingen von der Entwicklung im dritten Quartal nach wie vor unterschiedliche Signale aus. Auf der Nachfrageseite kamen positive Signale lediglich von den Außenhandelsdaten, die einen Zuwachs (gegenüber dem Vorquartal) von rund 5 % aufwiesen. Gleichzeitig wird jedoch mit einem Rückgang des realen Verbrauchs im dritten Quartal – nachdem dieser im zweiten Quartal gestiegen war – und mit rückläufigen privaten Investitionen gerechnet. Auf der Angebotsseite ergaben die Daten im allgemeinen ein günstigeres Bild; so wuchs insbesondere die Industrieproduktion im dritten Quartal um 4 % (gegenüber dem Vorquartal), nachdem sie im zweiten Quartal um 1 % gesunken war.

Auf mittlere Sicht bleiben angesichts des anhaltend schwachen Privaten Verbrauchs Zweifel an der Nachhaltigkeit der gegenwärtigen Erholung bestehen, und die Erwartungen hinsichtlich der privaten Unternehmensinvestitionen sind für die nahe Zukunft nach wie

vor pessimistisch. Vor diesem Hintergrund verabschiedete die japanische Regierung Ende November ein weiteres umfangreiches Konjunkturpaket in Höhe von insgesamt 18 Billionen JPY (bzw. rund 3,6 % des BIP). Der hiervon für Staatsausgaben im kommenden Finanzjahr – das im April 2000 beginnt – vorgesehene Betrag wird auf rund 6,8 Billionen JPY (bzw. 1,4 % des BIP) geschätzt. Die zusätzlichen Ausgaben entfallen zu gleichen Teilen auf öffentliche Investitionen einerseits und Maßnahmen zur Unterstützung kleiner und mittlerer Unternehmen, Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen und Maßnahmen zur Unterstützung des Wohnungsbaus andererseits. Zwar dürfte dieses außergewöhnliche Finanzpaket dabei helfen, das BIP-Wachstum ab dem zweiten Quartal nächsten Jahres zu stärken, doch gibt es den Marktteilnehmern auch Anlaß zur Sorge über die hohe Staatsverschuldung in Japan, die sich im Jahr 1992 noch auf 60 % des BIP belaufen hatte und gegen Ende des laufenden Finanzjahrs im März 2000 auf schätzungsweise 125 % des BIP angestiegen sein dürfte.

Im *Vereinigten Königreich* hat sich die vorwiegend durch die Binnennachfrage getragene wirtschaftliche Erholung von der Flaute Ende des Jahres 1998 und Anfang des Jahres 1999 beschleunigt. Das BIP ist im dritten Quartal um schätzungsweise 0,9 % (im Quartalsvergleich) gewachsen, nachdem es im zweiten Quartal um 0,6 % und im ersten Quartal um 0,2 % gestiegen war. Im Verarbeitenden Gewerbe, das besonders stark von der Konjunkturlaute betroffen worden war, konnte zuletzt eine deutliche Verbesserung verzeichnet werden, und auch der Außenbeitrag fiel im dritten Quartal etwas besser aus. Die lebhaftere Binnennachfrage spiegelt sich auch am Wohnungsmarkt und am Arbeitsmarkt wider, die – bei kräftig steigenden Immobilienpreisen und einem Rückgang der Arbeitslosenquote auf 5,9 % im dritten Quartal – angespannt zu sein scheinen. Bisher haben diese Entwicklungen nicht zu einem Anstieg der Inflation geführt. Die Inflationsrate, gemessen am Einzelhandelspreisindex ohne Hypotheken-Zinsen (RPIX), übertraf im Oktober ihren Vorjahrsstand um 2,2 % und blieb damit

weiterhin leicht unter der offiziellen Zielmarke von 2,5 %. Die am HVPI gemessene Teuerungsrate belief sich im Oktober auf 1,2 %.

In den *asiatischen Ländern (ohne Japan)* hat sich die zuvor verzeichnete Erholung in einen V-förmigen Wiederanstieg der wirtschaftlichen Tätigkeit verwandelt. Den jüngsten Daten zufolge dürfte das BIP in den meisten Ländern der Region einen Zuwachs von mindestens 4 % erreichen; davon ausgenommen sind Hongkong und Indonesien, für die nur ein leicht positives Wachstum erwartet wird. Im Falle Koreas, das unter den von der Krise am stärksten betroffenen Ländern der wichtigste Handelspartner des Euro-Währungsgebiets ist, übertrifft der Aufschwung selbst die optimistischsten Erwartungen; für das Gesamtjahr 1999 wird allgemein ein Wachstum des realen BIP von rund 8 % erwartet. Parallel zur Erholung haben sich auch die Finanzmarktindikatoren weitgehend stabilisiert. Insbesondere zogen die Kurse an den lokalen Aktienmärkten nun wieder kräftig an, und der Zinsvorsprung zu US-Staatsanleihen verringerte sich deutlich.

In *Osteuropa* haben sich die Konjunkturaussichten in jüngster Zeit nach den enttäuschenden Ergebnissen vom ersten Quartal 1999 aufgehellt, was weitgehend den Erwartungen entsprach. In Ungarn und Polen zog das reale BIP-Wachstum im zweiten Quartal an und dürfte den Schätzungen zufolge 1999 in beiden Ländern rund 3,5 % bis 4 % erreichen. Die Wirtschaftslage in der Tschechischen Republik scheint sich allmählich zu verbessern, doch wird für das Gesamtjahr 1999 mit einem leicht negativen Wachstum des realen BIP gerechnet. Die russische Wirtschaft ist weiterhin durch schwache Fundamentalfaktoren belastet, obwohl vom realwirtschaftlichen Bereich bereits einige positive Signale, darunter eine Steigerung der Industrieproduktion, ausgehen. Für das laufende Jahr sagen die meisten Prognosen ein positives Wachstum voraus, nachdem das reale BIP im vergangenen Jahr um 4,6 % zurückgegangen war.

In *Lateinamerika* haben sich die Wachstumsaussichten verbessert: Mexiko erfreut sich

weiterhin eines robusten Wachstums und einer ausgezeichneten Handelsbilanz, Brasilien tritt mittlerweile aus der rezessiven Phase heraus, und Argentinien dürfte im nächsten Jahr die Rezession überwinden. Insgesamt haben sich die Indikatoren für die Stabilität des Finanzsystems in der Region verbessert, und die Aktienmärkte haben sich erholt. Gleichzeitig hat sich das internationale Zinsgefälle bei den Anleihen in den meisten Fällen verringert, während sich Marktturbulenzen, von denen einige kleinere Länder betroffen waren, nicht auf die übrige Region ausgedehnt haben.

Der Euro spiegelt immer noch Wachstumsunterschiede wider

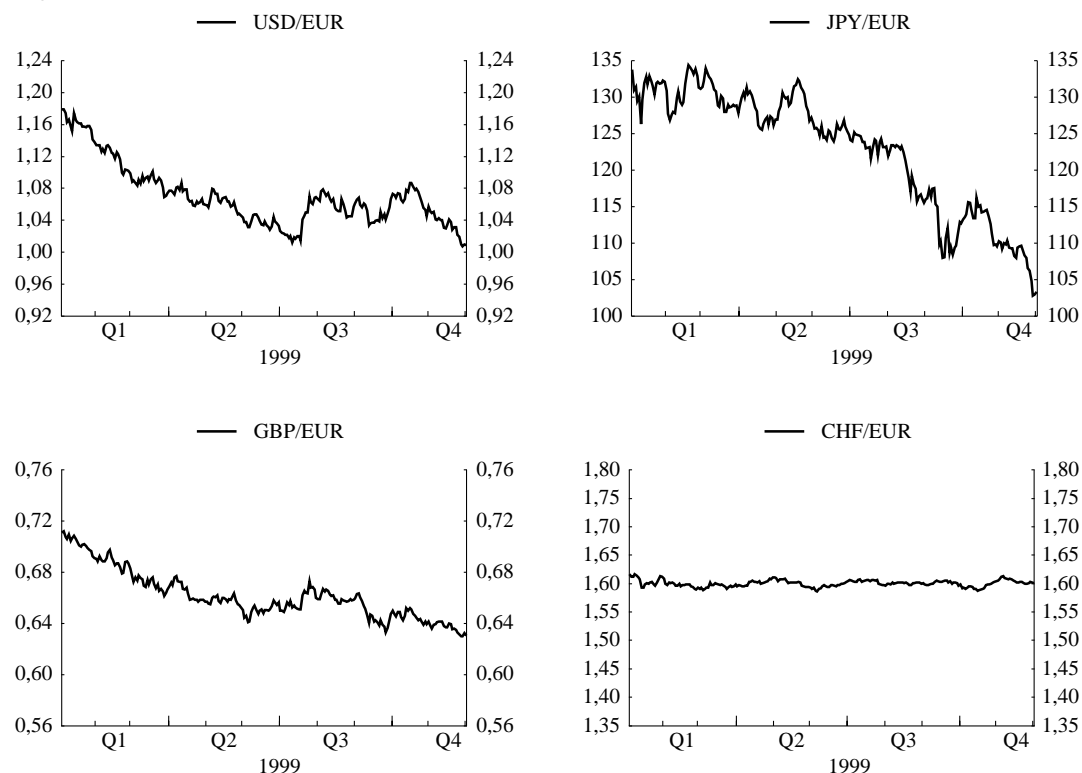
Nach einer Periode relativer Stabilität fiel der Euro gegenüber dem US-Dollar, dem japanischen Yen und dem Pfund Sterling gegen Ende November auf neue Tiefstände. Anfang des Monats hatten die wichtigsten Wechselkurse

kaum auf die im November im Vereinigten Königreich, in den Vereinigten Staaten und im Euro-Währungsgebiet getroffenen geldpolitischen Entscheidungen reagiert, da diese Entscheidungen zum großen Teil von den Märkten erwartet worden waren.

Im November fiel der Euro gegenüber dem US-Dollar (siehe Abbildung 20); dies geschah vor dem Hintergrund, daß sich der Renditeabstand zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euro-Währungsgebiet vergrößerte und das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten neuen Meldungen zufolge weiterhin stark war. Dabei spielten die Veröffentlichung von Daten in den Vereinigten Staaten, die ein starkes Wachstum des realen BIP für das dritte Quartal aufzeigten, die weiteren bedeutenden Produktivitätsverbesserungen und der relativ moderate Anstieg der Arbeitskosten die wichtigste Rolle. Die Entscheidung des EZB-Rats, die EZB-Zinsen am 4. November um 50 Basispunkte anzuheben, scheint zum

Abbildung 20
Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Sinken der langfristigen Zinsen beigetragen zu haben, was einen Rückgang der Inflationserwartungen bzw. der Inflationsunsicherheit im Euroraum widerspiegelte. Im Gegensatz zu der Entwicklung im Euro-Währungsgebiet zogen in den Vereinigten Staaten die Anleiherenditen an; dies dürfte zur Stärkung des Dollar gegenüber dem Euro seit Mitte November beigetragen haben. Am 1. Dezember lag der Euro bei 1,01 USD, d. h. etwa 14 % niedriger als zu Beginn des Jahres 1999.

Im Vergleich zu den Vormonaten blieb der japanische Yen im November über weite Strecken gegenüber dem US-Dollar relativ stabil, während er gegenüber dem Euro aufwertete. Gegen Ende November erreichte der Yen gegenüber dem Dollar und dem Euro allerdings neue Jahreshöchststände, was Interventionen der Bank von Japan auslöste. Zwar dürfte diese Erholung hauptsächlich auf technische Faktoren wie Stop-Loss-Strategien zurückzuführen sein, doch hat sich auch eine

Reihe von Meldungen aus der jüngsten Zeit positiv auf den Yen ausgewirkt. So haben mehrere Prognostiker ihre Schätzungen für Japan deutlich nach oben korrigiert. Dies hat erheblich zur Stärkung des Yen in den letzten Monaten beigetragen. Der Euro fiel im Berichtszeitraum gegenüber dem Yen um rund 6,2 % und lag am 1. Dezember bei 103,35 JPY, d. h. etwa 23 % niedriger als zu Beginn des Jahres.

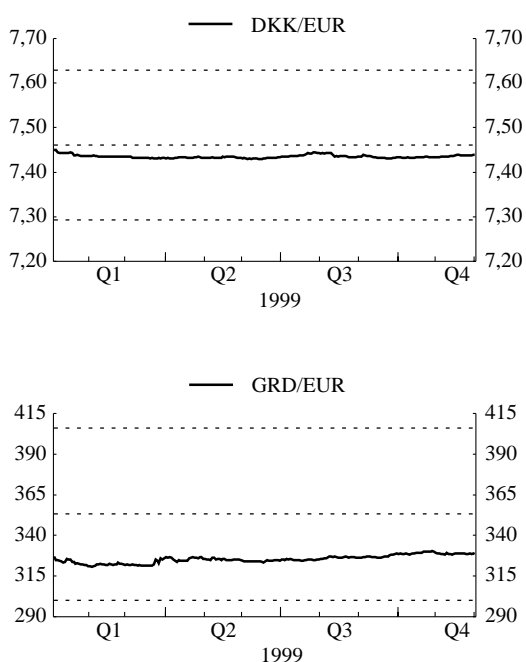
Das Pfund Sterling zog im Zeitraum 1. November bis 1. Dezember 1999 gegenüber dem Euro um 1,7 % an. Am 4. November beschloß der geldpolitische Ausschuß der Bank of England als Reaktion auf die anhaltende Belegung der Binnenkonjunktur, die angespannte Arbeitsmarktsituation und einen weniger günstigen außenwirtschaftlichen Einfluß auf die Inflation, die Zinsen um 25 Basispunkte zu erhöhen. Am 1. Dezember lag der Euro bei 0,630 GBP.

Die Wechselkurse innerhalb des WKM II waren im November sehr stabil (siehe Abbildung 21), wobei die täglichen Schwankungen der dänischen Krone um den Durchschnittswert von 7,44 DKK weniger als 0,04 % betragen. Auch die griechische Drachme blieb stabil und lag rund 7,4 % über ihrem Leitkurs. Dies war hauptsächlich auf die straffe Geldpolitik in Griechenland zurückzuführen, als deren Ergebnis sich die Dreimonatszinsen weiterhin um die 10 %-Marke bewegen. Der Schweizer Franken blieb wie in den vorangegangenen Monaten sehr nahe bei einem Stand von 1,60 CHF gegenüber dem Euro und tendierte nur einige Tage nach der Zinserhöhung des Eurosystems schwächer. Die schwedische Krone blieb im November gegenüber dem Euro mehr oder weniger stabil, und die Wirtschaftsindikatoren bestätigten das anhaltend starke Wachstum der schwedischen Wirtschaft.

An den Devisenmärkten in den Schwellenländern herrschte relative Ruhe. Nennenswerte Bewegungen waren in Korea zu verzeichnen, das einen Anteil von 4,8 % am effektiven Wechselkurs des Euro ausmacht (siehe Kasten 5 in der Oktoberausgabe des Monatsberichts). Der

Abbildung 21
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

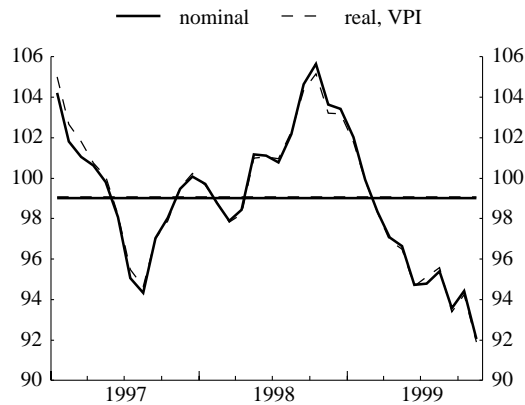


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben die Leitkurse (DKK 7,46, GRD 353,1) und die jeweilige Bandbreite ($\pm 2,25\%$ für die dänische Krone und $\pm 15\%$ für die griechische Drachme) an.

Abbildung 22
Nominale und reale effektive Wechsel-
kurse¹⁾

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe Kasten 5 im Monatsbericht Oktober 1999). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die horizontalen Linien geben die Durchschnittswerte für den dargestellten Zeitraum an (Januar 1997 bis November 1999).

koreanische Won notierte gegenüber dem Euro weiterhin fest und stieg allein im November um rund 7 %. Ähnlich stiegen im Berichtszeitraum auch die Währungen von Singapur und Taiwan gegenüber dem Euro.

Der nominale effektive (d. h. mit Außenhandelsgewichten gewogene) Wechselkurs des Euro ging im November um rund 3,3 % zurück und lag am 1. Dezember rund 9,8 % unter dem Stand, der im ersten Quartal des laufenden Jahres verzeichnet wurde. Der reale effektive Wechselkurs (ermittelt unter Verwendung von Verbraucherpreisindizes als Deflatoren) ging ungefähr in der gleichen Größenordnung zurück (siehe Abbildung 22).

Ausfuhren weiter erhöht

Mit einem Zuwachs von fast 5 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat hat sich der Wert der Ausfuhren im September weiter erhöht. Dies war sowohl auf die Belebung der Auslandsnachfrage als auch auf die deutliche Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit seit Beginn des Jahres zurückzuführen (siehe Tabelle 12). Trotz dieses Anstiegs, der im Einklang mit der jüngsten

Entwicklung steht, nahm der Handelsbilanzüberschuß im Vergleich zum September 1998 ab. Dies könnte mit den Auswirkungen gesteigerter Ölpreise auf die Einfuhren sowie mit den Anzeichen einer konjunkturellen Belebung im Euroraum in den vorangegangenen Monaten zusammenhängen.

Auch die saisonbereinigten Zahlen zum Handelsvolumen für das erste Halbjahr 1999 geben weiteren Aufschluß über die jüngste außenwirtschaftliche Entwicklung. Auf der Exportseite scheint das Ausfuhrvolumen des Euroraums seit Anfang 1999 wieder gestiegen zu sein; der zuvor verzeichnete Rückgang war auf eine gedämpfte Auslandsnachfrage, hauptsächlich infolge der Asienkrise, sowie auf Einbußen bei der Wettbewerbsfähigkeit aufgrund der Aufwertung der europäischen Währungen zurückzuführen. Der Umschwung beim Exportvolumen in diesem Jahr hängt mit der Erholung der Nachfrage in Japan und den übrigen asiatischen Ländern sowie dem kräftigen Importwachstum in den Vereinigten Staaten zusammen. Auf diese Märkte entfallen zusammen etwa 30 % der Ausfuhren des Eurogebiets (siehe Kasten 8). Das Importvolumen des Euroraums ging nach einem kräftigen Anstieg 1998 im ersten Halbjahr 1999 hingegen zurück, was sowohl auf das abgeschwächte Wachstum im Eurogebiet als auch auf die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit zurückzuführen war. Wertmäßig haben die Einfuhren allerdings weiter zugenommen. Dies war in erster Linie durch den starken Anstieg der Importpreise seit Beginn des Jahres 1999 infolge des Kursrückgangs des Euro und der deutlichen Erhöhung der Ölpreise bedingt.

Die Verringerung des Warenhandelsüberschusses um 14,6 Mrd € in den ersten drei Quartalen dieses Jahres gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum ist der Hauptgrund für den im selben Zeitraum verzeichneten Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses um 11,6 Mrd €. Geringere Defizite bei den Laufenden Übertragungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen trugen hingegen dazu bei, die Abnahme des Leistungsbilanzüberschusses zu begrenzen.

Tabelle 12**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets¹⁾***(Mrd EUR, Veränderungen gegenüber Mrd ECU im Jahr 1998, nicht saisonbereinigt)*

	1998 Jan. - Sept.	1998 Sept.	1999 Jan. - Sept.	1999 Juli	1999 Aug.	1999 Sept.
Saldo der Leistungsbilanz	46,1	0,7	34,5	8,2	1,5	-1,9
Einnahmen	947,4	103,6	938,3	111,9	96,0	106,8
Ausgaben	901,2	102,9	903,8	103,7	94,5	108,7
Saldo des Warenhandels	87,8	7,9	73,2	13,3	7,0	6,5
Ausfuhr	576,7	63,6	566,0	69,4	57,3	66,6
Einfuhr	488,9	55,7	492,9	56,0	50,3	60,2
Saldo der Dienstleistungen	0,3	-0,8	-4,7	0,8	-1,1	-1,3
Einnahmen	173,8	19,6	172,3	22,7	19,9	19,8
Ausgaben	173,5	20,4	177,0	21,9	21,0	21,1
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-9,6	-1,6	-5,4	-1,5	0,4	-2,5
Saldo der Laufenden Übertragungen	-32,4	-4,9	-28,6	-4,4	-4,8	-4,6
Saldo der Vermögensübertragungen	9,0	0,5	7,9	0,7	0,6	0,4
Saldo der Kapitalbilanz	-32,9	-37,2	-64,8	-3,4	32,9	-32,8
Direktinvestitionen	-46,1	-6,5	-86,7	-5,7	-5,9	-7,0
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-113,0	-19,2	-133,0	0,1	-9,4	-10,5
Im Euro-Währungsgebiet	66,9	12,7	46,3	-5,8	3,5	3,5
Wertpapieranlagen	-45,6	-12,6	-36,7	3,0	1,8	20,2
Forderungen	-240,7	-19,5	-207,9	-19,0	-20,7	-17,2
Verbindlichkeiten	195,1	6,9	171,2	22,1	22,5	37,5
Finanzderivate	-2,9	0,3	0,5	1,8	1,5	-0,7
Übriger Kapitalverkehr	59,8	-22,9	44,5	-1,8	34,9	-47,0
Währungsreserven ²⁾	1,8	4,5	13,6	-0,7	0,5	1,7
Restposten	-22,2	36,0	22,4	-5,5	-35,0	34,3

*Quelle: EZB.**Anmerkung: In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluß und ein negatives Vorzeichen einen Abfluß an. Detailliertere Tabellen finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts „Statistik des Euro-Währungsgebiets“, Abschnitt 8.**1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.**2) Zunahme der Währungsreserven (-); Abnahme der Währungsreserven (+).***Deutlich höhere Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen im September**

Die Netto-Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen erhöhten sich im September erheblich auf 20,2 Mrd € (verglichen mit 1,8 Mrd € im August und 3 Mrd € im Juli). Dies ist der bislang höchste für das Eurogebiet verzeichnete Zufluß. Hierzu trug vor allem der Erwerb von im Euroraum begebenen Wertpapieren, insbesondere Schuldverschreibungen, durch Anleger außerhalb des Euro-Währungsgebiets bei. Gleichzeitig sanken die Käufe von in Drittländern begebenen Schuldverschreibungen durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet auf ihren bislang niedrigsten Stand in diesem Jahr.

Während in den ersten fünf Monaten dieses Jahres beträchtliche Netto-Kapitalabflüsse bei den Wertpapieranlagen in Höhe von 69,6 Mrd € zu beobachten waren, wurden im Zeitraum von Juni bis September erhebliche Netto-Kapitalzuflüsse verzeichnet, die sich auf 32,9 Mrd € beliefen. Letztere dürften mit der verbesserten Stimmungslage bei den Anlegern hinsichtlich der Kapitalanlage in Wertpapieren aus dem Euro-Währungsgebiet während der Sommermonate zusammenhängen. Diese ging einher mit einer Verringerung des Renditegefälles zwischen langfristigen Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten und im Euroraum im Zeitraum von Juni bis September und einer Erholung des Euro von seinem Tiefstand gegenüber dem US-Dollar von Mitte Juli bis Ende September.

Kasten 8

Der außenwirtschaftliche Öffnungsgrad des Euro-Währungsgebiets

Der Öffnungsgrad eines Wirtschaftsgebiets wird normalerweise anhand der Exporte und Importe in Relation zum BIP bemessen. Im Gegensatz zu den einzelnen Teilnehmerländern, die früher als kleine oder mittlere Volkswirtschaften galten, ist das Euro-Währungsgebiet mit seinem großen, durch eine gemeinsame Währung verbundenen Binnenmarkt eine der größten Volkswirtschaften der Welt, die in bezug auf ihre Größe mit den Vereinigten Staaten oder Japan vergleichbar ist, und bei der es sich ebenso wie bei diesen um eine relativ geschlossene Volkswirtschaft handelt (siehe erste Tabelle). Allerdings bestehen hinsichtlich des relativen Öffnungsgrads dieser drei großen Volkswirtschaften und hinsichtlich der Länder, mit denen außenwirtschaftliche Verflechtungen bestehen, gewisse Unterschiede.

Sowohl im Hinblick auf die Ausfuhr als auch auf die Einfuhr handelt es sich beim Eurogebiet um eine etwas weniger geschlossene Volkswirtschaft als bei den Vereinigten Staaten oder Japan. Die Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen beläuft sich im Euroraum auf etwa 17 % des BIP, verglichen mit gut 11 % in den Vereinigten Staaten und Japan, und auf die Einfuhr an Waren und Dienstleistungen entfallen ungefähr 15 % des BIP, während sie in den Vereinigten Staaten rund 13 % und in Japan etwa 10 % ausmacht.

Prozentualer Anteil von Ausfuhr und Einfuhr am BIP (Zahlungsbilanzwerte)

	Euro-Währungsgebiet ¹⁾				Vereinigte Staaten				Japan			
	Warenhandel		Warenhandel u. Dienstleistungen		Warenhandel		Warenhandel u. Dienstleistungen		Warenhandel		Warenhandel u. Dienstleistungen	
	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998	1997	1998
Ausfuhr	12,9	13,2	16,8	17,1	8,4	7,9	11,6	11,0	9,8	9,8	11,4	11,5
Einfuhr	11,3	11,1	15,2	15,1	10,8	10,8	12,9	12,9	7,3	6,6	10,3	9,6

Quellen: Eurostat und EZB für das Euro-Währungsgebiet, IFS für die Vereinigten Staaten und Japan.

¹⁾ Die Angaben für das Euro-Währungsgebiet für 1997 basieren auf Statistiken von Eurostat und sind nicht vollständig mit den Angaben für 1998 vergleichbar, da diese auf der Zahlungsbilanzstatistik der EZB beruhen. Die hier angegebenen Zahlen weichen von den in Tabelle 1 des Monatsberichts vom Januar 1999 veröffentlichten Angaben ab, da diese auf Eurostat-Zahlen beruhen, weil für das Euro-Währungsgebiet noch keine Zahlungsbilanzstatistik vorlag.

Solche aggregierten Kennziffern zeigen zwar den Umfang der außenwirtschaftlichen Verflechtung, doch über weitere wichtige Aspekte, etwa den Öffnungsgrad gegenüber Handelspartnern aus unterschiedlichen Teilen der Welt oder den Entwicklungsstand dieser Handelspartner, sagen sie wenig aus. Insbesondere könnten

Prozentualer Anteil des Warenhandels am BIP nach Ländergruppen (Durchschnitt der Jahre 1995–1998)

	Euro-Währungsgebiet		Japan		Vereinigte Staaten	
	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr	Ausfuhr	Einfuhr
Industrieländer	6,7%	6,0%	4,7%	3,4%	4,6%	5,8%
Euro-Währungsgebiet	-	-	1,2%	0,8%	1,2%	1,5%
Japan	0,5%	0,8%	-	-	0,8%	1,6%
Vereinigte Staaten	1,7%	1,6%	2,7%	1,7%	-	-
Sonstige Industrieländer	4,6%	3,7%	0,8%	0,9%	2,6%	2,8%
Schwellenländer	6,0%	5,3%	4,8%	4,0%	3,6%	5,0%
Asien (außer Japan)	1,3%	1,6%	3,9%	2,8%	1,5%	2,7%
Reformländer	1,7%	1,3%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Lateinamerika	0,7%	0,5%	0,4%	0,2%	1,5%	1,7%
Sonstige Schwellenländer	2,3%	1,9%	0,4%	0,9%	0,4%	0,5%

Quellen: Eurostat und IWF.

solche unterschiedlichen Öffnungsgrade gegenüber bestimmten Ländergruppen Aufschluß darüber geben, warum die großen Volkswirtschaften auf die über die Handelsbeziehungen übertragenen exogenen Schocks unterschiedlich reagieren. Zur Erklärung dessen enthält die Tabelle auf S. 58 nähere Angaben darüber, welcher prozentuale Anteil des Außenhandels der drei größten Volkswirtschaften am jeweiligen BIP auf welche Ländergruppen entfällt.

Betrachtet man den Umfang des Handels zwischen den drei größten Volkswirtschaften, so geht aus der zweiten Tabelle hervor, daß sowohl Japan als auch das Euro-Währungsgebiet in ähnlichem Maße Waren aus den jeweils anderen beiden großen Volkswirtschaften importieren (etwa 2,5 % ihres jeweiligen BIP), wengleich es sich bei Japan relativ gesehen um eine geschlosseneren Volkswirtschaft handelt. Dies ist darauf zurückzuführen, daß sich die Außenwirtschaftsbeziehungen Japans mit den Industrieländern auf den Euroraum und die Vereinigten Staaten konzentrieren. Hingegen unterhalten die Vereinigten Staaten und der Euroraum auch umfangreiche Handelsbeziehungen zu anderen Industrieländern – das Eurogebiet zum Beispiel zum Vereinigten Königreich und die Vereinigten Staaten zu Kanada. Außerdem ist festzustellen, daß bei jeder dieser drei großen Volkswirtschaften etwa die Hälfte des gesamten Außenhandels auf Schwellenländer entfällt, wobei jedoch beträchtliche Unterschiede hinsichtlich der geographischen Untergliederung bestehen. Alle drei großen Volkswirtschaften sind offensichtlich mit ganz unterschiedlichen Handelsblöcken aus der Gruppe der Schwellenländer verflochten. Der Öffnungsgrad Japans gegenüber den übrigen asiatischen Ländern ist, was die Ausfuhr angeht, dreimal so groß wie der der Vereinigten Staaten und des Euroraums, wohingegen die anhand der Importe aus dieser Region ermittelten Handelsbeziehungen für die Vereinigten Staaten und Japan etwa gleich sind. Ein Großteil des Außenhandels des Eurogebiets mit Schwellenländern entfällt hingegen auf die osteuropäischen Beitritts- und Reformländer, während der Handel zwischen diesen Ländern und den Vereinigten Staaten und Japan fast gleich Null ist. Ebenso unterhalten Japan und das Eurogebiet nur begrenzt Handelsbeziehungen zu den lateinamerikanischen Ländern, während ein relativ großer Teil des US-Außenhandels auf diese Länder entfällt.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß die drei größten Volkswirtschaften relativ geschlossen sind, wengleich es sich beim Euro-Währungsgebiet um eine etwas offeneren Volkswirtschaft handelt als bei den Vereinigten Staaten und Japan. Außerdem bestehen beträchtliche Unterschiede hinsichtlich ihres relativen Öffnungsgrads gegenüber anderen Ländergruppen. Deshalb sind der Euroraum, die Vereinigten Staaten und Japan in unterschiedlicher Weise den über Handelsbeziehungen übertragenen exogenen Schocks ausgesetzt.

Infolge der erheblichen Netto-Kapitalimporte in den Sommermonaten, vor allem im September, verringerten sich die Netto-Kapitalexporte bei den Wertpapieranlagen in den ersten neun Monaten dieses Jahres gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum von 45,6 Mrd ECU auf 36,7 Mrd €. Diese Entwicklung hängt in erster Linie mit einem Umschwung bei den Schuldverschreibungen zusammen, bei denen in den ersten neun Monaten 1998 Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 23,7 Mrd ECU zu verzeichnen waren, wohingegen im selben Zeitraum dieses Jahres Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 3,8 Mrd € anfielen. Was die Zusammensetzung der Kapitalzuflüsse bei den Wertpapieranlagen angeht, fällt auf, daß Anleger aus Drittländern ab Juli, als die Unsicherheit über die künftigen Zins-

sätze im Euroraum zunahm, deutlich mehr kurzfristige Geldmarktpapiere aus dem Euroraum kauften.

Die Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen betragen im September 7,0 Mrd €; dies ist ein ähnlicher Kapitalabfluß wie im August und Juli. In den Monaten Januar bis September 1999 beliefen sich die Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen auf insgesamt 86,7 Mrd €; damit haben sie sich gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum fast verdoppelt. Dies hängt sowohl mit höheren Direktinvestitionen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets in Drittländern als auch mit niedrigeren Direktinvestitionen gebietsfremder Anleger im Euroraum zusammen.

Tabelle 13**Netto-Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets¹⁾***(Mrd ECU, Forderungen abzüglich Verbindlichkeiten; Stand am Ende des Berichtszeitraums)*

	1997	1998
Insgesamt	42,2	-132,4
Direktinvestitionen	114,4	164,6
Beteiligungen (einschließlich reinvestierter Gewinne)	129,9	175,4
Sonstige Beteiligungen	-15,5	-10,8
Wertpapieranlagen	-599,6	-609,1
Dividendenwerte	-361,8	-475,5
Schuldverschreibungen ²⁾	-237,8	-133,6
Anleihen	-210,7	-125,5
Geldmarktpapiere	-27,0	-8,2
Finanzderivate²⁾	-5,7	-3,6
Übriger Kapitalverkehr	169,8	-13,8
Handelskredite	80,0	86,5
Finanzkredite und Bankguthaben ²⁾	0,4	-172,2
Sonstige Aktiva/Passiva	89,3	71,9
Währungsreserven²⁾	363,3	329,4

*Quelle: EZB.**1) Ermittelt durch Aggregation der nationalen Zahlen. Die Angaben für 1997 sind nicht vollständig mit den Angaben für 1998 vergleichbar. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.**2) Die Angaben für Ende 1997 sind nicht vollständig mit den Angaben für Ende 1998 vergleichbar.***Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets Ende 1998 niedriger als Ende 1997**

Der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt, der von der EZB erstmals ermittelt wurde (siehe die methodischen Erläuterungen im untenstehenden Kasten 9), weist für das Jahr 1998 Netto-Verbindlichkeiten in Höhe von 132,4 Mrd ECU (2 % des BIP) aus (siehe Tabelle 13). Dies ist hauptsächlich auf eine negative Nettoposition bei den Wertpapieranlagen von insgesamt 609,1 Mrd ECU zurückzuführen, die sowohl bei den Dividendenwerten als auch bei den Schuldverschreibungen zu verzeichnen ist, wie auch auf eine geringfügig negative Nettoposition bei den Finanzderivaten und dem übrigen Kapitalverkehr. Einen positiven Saldo für das Eurogebiet weisen hingegen die Direktinvestitionen (164,6 Mrd ECU) und die Währungsreserven (329,4 Mrd ECU) auf.

Gegenüber dem Jahresendstand von 1997 hat sich der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets 1998 um etwa 175 Mrd ECU verschlechtert. Dies hängt hauptsächlich mit

der Bilanz des übrigen Kapitalverkehrs zusammen, bei der ein Umschwung von einer Netto-Vermögensposition gegenüber dem Ausland von 169,8 Mrd ECU im Jahr 1997 zu einer Netto-Schuldnerposition gegenüber dem Ausland in Höhe von 13,8 Mrd ECU im Jahr 1998 zu verzeichnen war, sowie mit einem geringfügigen Anstieg der Netto-Verbindlichkeiten bei den Wertpapieranlagen. Die übrigen Bilanzen innerhalb des Auslandsvermögensstatus sind hingegen fast unverändert geblieben, mit Ausnahme der Direktinvestitionen, bei denen die Netto-Forderungsbestände gegenüber dem Ausland um 50,2 Mrd ECU zugenommen haben.

Die Passivierung der Netto-Auslandsposition des Euroraums zwischen 1997 und 1998 läßt sich nicht direkt aus der Zahlungsbilanzstatistik für 1998 ableiten, die einen Abfluß in der Kapitalbilanz von 69,1 Mrd ECU ausweist, was einer Zunahme der Netto-Auslandsposition des Euroraums entsprechen würde. Um die Zahlungsbilanz und den Auslandsvermögensstatus abzugleichen, müssen daher bewertungsbedingte Faktoren berücksichtigt werden. Die Neubewertung war insbesondere bei den Dividendenwerten von Bedeutung.

Kasten 9

Methodische Erläuterungen zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets

Der erstmals von der EZB auf Jahresbasis erstellte Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets beinhaltet die Netto-Auslandsposition des Eurogebiets für die Jahre 1997 und 1998 (siehe Tabelle 8.6 in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht). Der Auslandsvermögensstatus weist die Netto-Auslandsposition der Bestände an Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen, Finanzderivaten, des übrigen Kapitalverkehrs und der Währungsreserven aus. Er ergänzt die Zahlungsbilanz, in der die Veränderungen der Forderungen und Verbindlichkeiten erfaßt werden, um Angaben zu den Bestandswerten. Die Veränderung des Jahresendstands des Auslandsvermögensstatus läßt sich nur teilweise mit der Stromrechnung der Zahlungsbilanz des dazwischenliegenden Jahres erklären, da sich im Auslandsvermögensstatus auch bewertungsbedingte Effekte infolge von Veränderungen bei den Vermögenspreisen, den Wechselkursen und anderen, nicht in der Zahlungsbilanz erfaßten Veränderungen niederschlagen (siehe Haupttext).

Die Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets sind im derzeitigen Stadium noch unvollständig und werden wohl künftig – nach Verbesserung der Methodik – zu revidieren sein. Zudem sind die Angaben für 1998 nicht vollkommen mit den Angaben für 1997 vergleichbar. Daher sollten die Aussagen der vorliegenden Analyse als nur grob richtungsweisend betrachtet werden. Dennoch dürften die vorliegenden Zahlen eine erste Einschätzung des Auslandsvermögensstatus des Eurogebiets ermöglichen.

Der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets basiert auf der Aggregation der Auslandsvermögenspositionen der einzelnen Mitgliedsstaaten des Eurogebiets. Allerdings enthalten die Auslandsvermögenspositionen der EWU-Länder zur Zeit keine Aufgliederung nach grenzüberschreitenden Positionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets bzw. nach Positionen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Deshalb kann aus den einzelnen Positionen des Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets lediglich die Netto-Auslandsposition des Euro-Währungsgebiets ersehen werden, und die Auslandsaktiva und -passiva stehen – anders als beim Auslandsvermögensstatus der Mitgliedsstaaten – nicht in getrennter Aufstellung zur Verfügung. Zudem müssen die nationalen Erfassungsmethoden noch vollständig harmonisiert werden. Darüber hinaus ist nur eine Aufgliederung nach Instrumenten möglich.

Die Zuordnung der einzelnen Positionen des Auslandsvermögensstatus erfolgt nach den in der 5. Ausgabe des Balance of Payments Manual des IWF für die Kapitalbilanz der Zahlungsbilanz festgelegten Standardkomponenten, d. h. in einer Gliederung nach Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivaten, übrigen Kapitalverkehr und Währungsreserven, und sie ist mit dem Posten der Erwerbs- und Vermögenseinkommen innerhalb der Leistungsbilanz vereinbar. Der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets wird mit Ausnahme der Bestände an Direktinvestitionen, für die zu einem großen Teil Buchwerte angesetzt werden, zu Marktpreisen bewertet.

Die Direktinvestitionen unterteilen sich in Beteiligungen (zuzüglich reinvestierter Gewinne) und sonstige Beteiligungen (Forderungen an/Verbindlichkeiten gegen verbundene Unternehmen). Die Wertpapieranlagen sind nach Instrumenten, d. h. nach Dividendenwerten und Schuldverschreibungen erfaßt, wobei letztere weiter in Anleihen und Geldmarktpapiere unterteilt sind. Der übrige Kapitalverkehr untergliedert sich in Handelskredite, Finanzkredite und Bankguthaben sowie Sonstige Aktiva und Passiva.

Weitere Informationen zur Statistik des Auslandsvermögensstatus sind auf der Internet-Seite der EZB abrufbar.

So weist der Auslandsvermögensstatus bei den Wertpapieranlagen in Dividendenwerten einen Rückgang der Netto-Forderungen gegenüber dem Ausland von 113,7 Mrd ECU aus, während sich die Netto-Kapitalexporte bei den Dividendenwerten in der Zahlungsbilanz auf 0,4 Mrd ECU belaufen.

Hierfür sind hauptsächlich zwei Gründe zu nennen: der relativ kräftige Anstieg der Aktienkurse im Euroraum und die Aufwertung der ECU von Ende 1997 bis Ende 1998. Was die Aktienmärkte angeht, so sind die Aktienkurse im Eurogebiet im Zeitraum von Ende 1997 bis Ende 1998 um etwa 32 % gestiegen, also kräftiger als die Kurse an den Aktienmärkten in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich (die ein Wachstum von 27 % bzw. 15 % verzeichneten), wie auch im Vergleich zu Japan, wo die Aktienkurse um 9 % gefallen sind. Da das Euro-Währungsgebiet im Bereich der Dividendenwerte, einem Unterposten der Wertpapieranlagen, 1997 bereits Netto-Schuldner war, dürfte der kräftige Anstieg an den Aktienmärkten im Euroraum (an denen Gebietsfremde ihre Bestände an im Euroraum begebenen Dividendenwerten angelegt haben) im Vergleich zu den Aktienmärkten außerhalb des Eurogebiets (an denen Ansässige des Euroraums ihre Bestände an in Drittländern begebenen Dividendenwerten angelegt haben) zu einem weiteren Rückgang der Netto-Auslandsposition im Bereich der Dividendenwerte beigetragen

haben, wenn man davon ausgeht, daß die Allokation von Investitionen im großen und ganzen der Zusammensetzung der Aktienindizes in diesen Ländern entspricht. Außerdem wertete die ECU 1998 gegenüber den meisten internationalen Anlagewährungen auf. So stieg sie zum Beispiel gegenüber dem US-Dollar und dem Pfund Sterling um 5 % an. Unter sonst gleichbleibenden Bedingungen sind die auf diese Währungen lautenden Aktiva der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gegenüber Drittländern aufgrund der Aufwertung der ECU wertmäßig gesunken.

In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, daß der Auslandsvermögensstatus nicht als Maß für tatsächliche oder mögliche finanzielle Verpflichtungen der Schuldner verstanden werden sollte. So ändert die Neubewertung von Wertpapieren zu Marktkursen an sich nichts an den Verpflichtungen eines Schuldners. Insbesondere stellt der kräftige Wertzuwachs der im Euroraum begebenen Dividendenwerte im Besitz von Gebietsfremden, hauptsächlich infolge der Höherbewertung zu Marktkursen, keine Verpflichtung für die Emittenten dar. Dennoch ist die Bewertung zu Marktkursen im Rahmen des Auslandsvermögensstatus in wirtschaftlicher Hinsicht sinnvoll, da sie einen internationalen Vergleich der Netto-Auslandspositionen erleichtert und hilfreich für die Erklärung von Veränderungen in der Struktur des Nettovermögens ist.