

# Die Wirtschaftslage in Deutschland im Sommer 1999

# Internationales und europäisches Umfeld

## Weltwirtschaftliche Entwicklung

---

Die Lage der Weltwirtschaft zeigte sich im ersten Halbjahr 1999 in einem deutlich günstigeren Licht als noch zur Jahreswende 1998/99. In einer Reihe von Ländern hat die Konjunktur wieder Tritt gefaßt, in anderen Volkswirtschaften verstärkten sich die Aufschwungsignale, und bei einer dritten Gruppe haben sich zumindest wichtige Bedingungen für eine Wiederbelebung der Wirtschaft verbessert. In den USA setzte sich der kräftige Expansionsprozeß fort; und in Japan, das sich aus einer hartnäckigen Rezession zu lösen versucht, kam es nach der Jahreswende 1998/99 ganz überwiegend aufgrund massiver fiskalischer Impulse zu einer unerwartet starken Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Zudem haben sich die Volkswirtschaften der ostasiatischen „emerging markets“ weiter stabilisiert. Sie sind zum Teil auf einen recht steilen Wachstumspfad eingeschwenkt. Nach wie vor gibt es allerdings erhebliche „Altlasten“, die noch abzutragen sind. Insbesondere bergen die Anfälligkeit des Finanzsektors und die hohe Unternehmensverschuldung in diesen Ländern beachtliche Rückschlagsrisiken in sich.

*Weltwirtschaft  
wieder auf  
Expansionskurs*

In einigen lateinamerikanischen Ländern, die durch die Finanzkrise zum Jahresbeginn und den bis Ende des ersten Quartals 1999 anhaltenden Verfall der Rohstoffpreise stark in Mitleidenschaft gezogen worden waren, hat sich die Lage in den letzten Monaten entspannt. Dies gilt insbesondere für Brasilien. Angesichts der inzwischen verbesserten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen und der wieder nach oben tendierenden Rohstoff-

*Günstigere  
Perspektiven in  
Lateinamerika  
sowie in Mittel-  
und Osteuropa*

preise könnte dort die wirtschaftliche Schwäche rascher überwunden werden, als im Frühjahr allgemein prognostiziert worden war. Der Anstieg der Rohöl- und Rohstoffpreise kommt nicht zuletzt der russischen Wirtschaft zugute. Aufgrund der weiterhin bestehenden großen strukturellen Verwerfungen ist hier allerdings nicht mit einer baldigen nachhaltigen Erholung zu rechnen. In den meisten mittel- und osteuropäischen Reformländern (einschließlich der baltischen Staaten) hat sich zwar das Expansionstempo im ersten Halbjahr weiter verlangsamt, zuletzt scheinen sich aber die Wachstumsperspektiven im Gefolge der konjunkturellen Belebung in den Industrieländern, insbesondere in Westeuropa, wieder aufgehellt zu haben. Die wirtschaftlichen Einbußen durch den Kosovo-Konflikt in den Anrainerstaaten Jugoslawiens belaufen sich nach Schätzungen des IWF im (ungegewichteten) Durchschnitt auf 3 % bis 4 % des realen Bruttoinlandsprodukts, wobei jedoch große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern bestehen. Allerdings ist die wirtschaftliche Bedeutung dieser Länder für die gesamteuropäische Entwicklung gering.

USA

In der amerikanischen Wirtschaft hat sich das außergewöhnliche Expansionstempo des Winterhalbjahres 1998/99, das auf längere Sicht gewiß zu starken Überhitzungserscheinungen geführt hätte, im Frühjahr merklich abgeschwächt; es blieb aber immer noch recht hoch. Das reale Bruttoinlandsprodukt war nach ersten vorläufigen Angaben saisonbereinigt um ½ % höher als in der Vorperiode, als es noch um 1 % zugenommen hatte; es lag damit um 4 % über dem Stand vor Jahresfrist. Zur „Normalisierung“ des

Wachstums hat maßgeblich beigetragen, daß die Nachfrage der privaten Haushalte nach Konsumgütern im Frühjahr mit saisonbereinigt + 1% nicht mehr ganz so stürmisch expandierte wie in den Wintermonaten. Allerdings konnte dieser Zuwachs nur durch einen verstärkten Rückgriff auf Ersparnisse realisiert werden; die private Sparquote fiel im zweiten Quartal mit einer Rate von – 1,1 % auf einen neuen historischen Tiefstand. Zudem hat sich der Aufschwung im Wohnungsbau etwas beruhigt, der – ähnlich wie die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern – durch den Anstieg der Zinsen gebremst worden sein dürfte.

Der nicht mehr ganz so schwungvollen Inlandsnachfrage stand eine deutliche Erholung der Exporte gegenüber, die im Vorquartal noch saisonbereinigt spürbar gesunken waren. Gleichzeitig hat sich die Expansion der Importe etwas abgeflacht, so daß sich der reale Außenbeitrag weniger stark als zu Jahresbeginn verschlechterte. Vor allem aufgrund des deutlichen Anstiegs der Notierungen für Rohöl und Rohstoffe hat sich die Teuerung auf der Verbraucherstufe beschleunigt, und zwar – gemessen an der Vorjahrsrate – von 1,5 % im Herbst 1998 auf 2,1 % im Zeitraum April/Juli 1999. Im Frühjahr zogen bei einer nach wie vor angespannten Arbeitsmarktsituation auch die Löhne und Gehälter merklich an, was zu einem wachsenden hausgemachten Preisdruck führen könnte.

In Japan ist nach der Jahreswende 1998/99 mit Hilfe massiver staatlicher Nachfrageimpulse der seit Herbst 1997 andauernde Produktionsrückgang zumindest vorläufig ge-

Japan

stoppt worden. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm im ersten Quartal saisonbereinigt um 2 % zu und erreichte damit wieder den Stand vor Jahresfrist. Unsicher ist allerdings, ob dieses Niveau im Frühjahr gehalten werden konnte; jedenfalls fiel die Industrieproduktion nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse im Zeitraum April/Juni um 1 % niedriger aus als in den Wintermonaten. Auch andere aktuelle Indikatoren deuten überwiegend noch nicht auf eine nachhaltige Erholung hin: Die realen Exporte tendierten im Frühjahr wieder nach unten, die gewerbliche Wirtschaft hat angesichts der starken Unterlastung der Produktionskapazitäten ihre Investitionen weiter eingeschränkt, und die Käufe beim Einzelhandel waren im zweiten Quartal nur wenig höher als am Jahresanfang. Die Konsumbereitschaft der privaten Haushalte dürfte unter anderem durch die zunehmende Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt, die sich in dem starken Anstieg der Arbeitslosenquote von saisonbereinigt 4,4 % im Januar auf 4,9 % im Juni widerspiegelt, und durch das allgemein höhere Arbeitsplatzrisiko belastet worden sein. In einem gewissen Kontrast dazu stehen jüngste Umfrageergebnisse, die eine spürbare Stimulierungsverbesserung bei den japanischen Unternehmen signalisieren. Diese könnte sich auf die fortschreitende wirtschaftliche Erholung im ostasiatischen Raum sowie auf das gewachsene Vertrauen gründen, daß die Regierung weiterhin die Konjunktur stützen wird.

#### Großbritannien

Die britische Wirtschaft hat die Wachstumsdelle des Winterhalbjahres 1998/99 im Frühjahr offensichtlich überwunden. Das reale

Bruttoinlandsprodukt stieg nach vorläufigen Berechnungen saisonbereinigt um ½ % gegenüber dem ersten Quartal und um gut 1 % gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit. Erstmals seit dem Sommer vergangenen Jahres lieferte auch die Industrie wieder einen positiven Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum. Treibende Kraft auf der Nachfrageseite war der Private Verbrauch, der von den niedrigeren Zinsen und einer insgesamt robusten Arbeitsmarktsituation profitierte. Vom Außenhandel dürften zwar nochmals negative Impulse auf die britische Konjunktur ausgegangen sein, der Rückgang der Exporte scheint sich jedoch verlangsamt zu haben. Nicht zuletzt unter dem Einfluß der vorangegangenen zyklischen Abkühlung hat sich der Preisauftrieb im Frühjahr weiter abgeschwächt. Ohne Hypothekenzinsen gerechnet, war die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe im Mai/Juli mit 2,2 % so niedrig wie schon seit Herbst 1994 nicht mehr.

#### Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

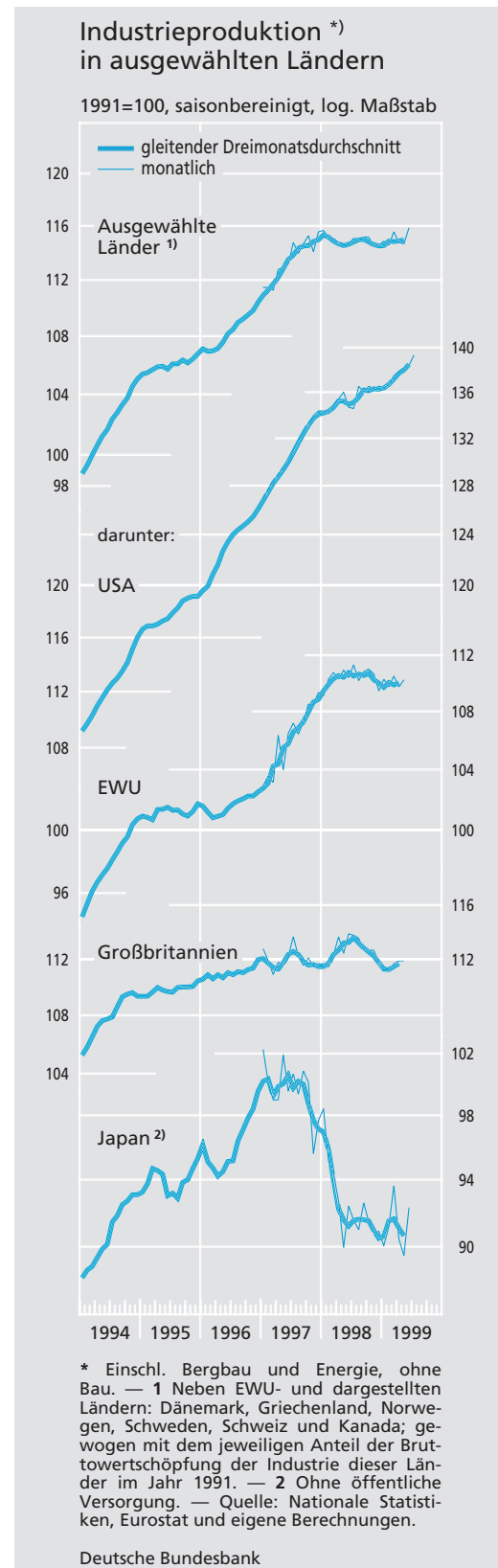
Das Expansionstempo in der EWU, das im Laufe des vergangenen Jahres deutlich zurückgegangen war, hat sich nach der Jahreswende 1998/99 wieder etwas erhöht. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wuchs im ersten Quartal 1999 nach den erstmals auf dem ESVG '95 basierenden Berechnungen saisonbereinigt um ½ % gegenüber der Vorperiode und lag damit um knapp 2 % über dem Stand vor Jahresfrist. Getragen wurde das Wachstum im Euro-Raum von der Endnachfrage im Inland, wohingegen von der

*Höheres  
Wachstum  
nach der  
Jahreswende  
1998/99*

Anpassung der Lagerhaltung sowie vom Außenhandel kontraktive Wirkungen auf die Konjunktur ausgingen. Im Frühjahr scheint sich – nach den bisher noch sehr lückenhaften Informationen – die Aufwärtstendenz fortgesetzt zu haben. So ist die Stimmung in der Industrie seit dem letzten Tiefpunkt im März wieder spürbar besser geworden, was auf eine positivere Einschätzung der Exportperspektiven und – damit zusammenhängend – auf eine Aufhellung der Produktions-erwartungen zurückzuführen ist. Das günstigere Geschäftsklima hat sich allerdings noch nicht in der industriellen Erzeugung niedergeschlagen, die im April/Mai das Niveau des ersten Jahresviertels saisonbereinigt leicht unterschritt. Auch die Kapazitätsauslastung ist zur Jahresmitte etwas niedriger gewesen als zum Frühjahrsbeginn. In dieses Bild paßt, daß sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit in der EWU in jüngerer Zeit nicht mehr fortgesetzt hat; die Quote liegt seit März unverändert bei 10,3 %.

*Wachstums-  
divergenzen in  
der EWU*

Die Wachstumsunterschiede zwischen den einzelnen EWU-Ländern sind nach wie vor beträchtlich. Vor allem die kleineren Mitgliedstaaten (ausgenommen Belgien) zeichnen sich trotz einer gewissen konjunkturellen Abkühlung im Verlauf des vergangenen Jahres durch deutlich höhere Expansionsraten aus als die größeren Länder, insbesondere Italien und Deutschland. Soweit die Differenzen darauf zurückzuführen sind, daß die Exporte der beiden genannten Länder von den Krisen in Ostasien, Lateinamerika und Rußland vergleichsweise stark in Mitleidenschaft gezogen wurden oder etwa die Länder in der EWU in unterschiedlicher Weise vom vorausgegan-



nen Zinskonvergenzprozeß profitiert haben, dürfte die zyklisch bedingte Wachstumsdivergenz mit fortschreitender Zeit wieder kleiner werden. Zum Teil spiegelt das Wachstumsgefälle jedoch Abweichungen beim Potentialpfad wider, die in der Regel längerfristiger Natur sind. Solche Unterschiede stellen eine notwendige Voraussetzung für den wirtschaftlichen Aufholprozeß jener Volkswirtschaften dar, deren Wohlstandsniveau noch deutlich unter dem EWU-Durchschnitt liegt.

*Kleinere  
Mitgliedsländer  
mit hoher  
Wachstums-  
dynamik*

Spitzenreiter beim Wirtschaftswachstum ist nach wie vor Irland. Hier lag die Industrieproduktion – unterjährige VGR-Angaben sind nicht verfügbar – im Frühjahr um 10 % über dem Stand vor Jahresfrist. Dies bedeutet gleichwohl eine Verlangsamung gegenüber 1997 und 1998, als die industrielle Erzeugung jeweils um mehr als 15 % zugenommen hatte. In Spanien wuchs das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal saisonbereinigt um 1 % gegenüber der Vorperiode und um 3 ½ % gegenüber der entsprechenden Vorjahrszeit. Beflügelt wurde die spanische Konjunktur bis zuletzt von dem starken Rückgang der Zinsen im Vorfeld der Währungsunion, wodurch es inzwischen zu einem ausgeprägten Boom auf dem Immobilienmarkt gekommen ist. Zudem hat die Verschuldungsbereitschaft der privaten Haushalte wegen der relativ niedrigen Zinsen spürbar zugenommen, was die Konsumnachfrage zusätzlich stimulierte. In der Mehrzahl der übrigen kleineren Mitgliedsländer lief die Konjunktur ebenfalls auf hohen Touren.

*Frankreich*

Unter den drei großen Teilnehmerstaaten, auf die fast drei Viertel der gesamtwirtschaft-

lichen Produktion der EWU entfallen, konnte die französische Wirtschaft ihren Wachstumsvorsprung im ersten Halbjahr 1999 halten. Saisonbereinigt betrachtet hat sich die Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts zu Beginn des Jahres zwar auf knapp ½ % abgeschwächt und war damit nicht mehr stärker als hierzulande. Aufgrund des relativ hohen Überhangs vom Herbst 1998 wurde das entsprechende Vorjahrsergebnis jedoch um fast 2 ½ % übertroffen, verglichen mit einem Zuwachs von jeweils weniger als 1% in Deutschland und Italien. Expansive Impulse gingen vor allem von den Anlageinvestitionen aus, wobei die realen Investitionen des Sektors „Private Haushalte“ (in der Abgrenzung nach dem ESVG '95), die sich auf neue Wohnbauten konzentrieren, nicht zuletzt wegen staatlicher Fördermaßnahmen um saisonbereinigt 3 ½ % gegenüber dem Vorquartal wuchsen. Die privaten Konsumausgaben nahmen dagegen saison- und preisbereinigt nur wenig zu. Bei gleichermaßen sinkenden Aus- und Einfuhren stagnierte der reale Außenbeitrag auf dem Stand der Vorperiode.

Im Frühjahr könnte das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts nach amtlichen Schätzungen – genaue Angaben liegen noch nicht vor – etwas stärker geworden sein. Zudem mehren sich die Anzeichen für eine Belebung der Industriekonjunktur. So ist der Geschäftsklimaindex im Verarbeitenden Gewerbe im Juli kräftig gestiegen, was vor allem auf eine deutlich günstigere Beurteilung des Auslandsgeschäfts zurückzuführen ist. Für das Jahr 1999 insgesamt erwartet das Statistische Amt

in Frankreich ein Wirtschaftswachstum von 2 ¼ %.

*Italien*

Ein vergleichsweise niedriges Wachstumstempo verzeichnet derzeit Italien. Im ersten Jahresviertel wurde mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung um saisonbereinigt ¼ % gerade der Rückgang vom Herbst 1998 ausgeglichen und der Stand vor Jahresfrist nur um knapp 1 % übertroffen. Dabei zog die reale Inlandsnachfrage gegenüber dem Vorquartal um knapp 1 % an. Insbesondere die Bruttoanlageinvestitionen wurden beträchtlich ausgeweitet. Erstmals seit dem Herbst 1997 lieferte auch der Export wieder einen positiven Wachstumsbeitrag, der jedoch durch eine sehr kräftige Ausweitung der Einfuhr überkompensiert wurde. Die nach der Jahreswende 1998/99 aufgekommene Hoffnungen auf eine durchgreifende konjunkturelle Belebung haben sich im Frühjahr noch nicht erfüllt. So fiel die Industrieproduktion saisonbereinigt um ¾ % unter den bereits gedrückten Stand des ersten Jahresviertels und lag damit um 3 % niedriger als ein Jahr zuvor. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe ging ebenfalls zurück. Gleichwohl zeichnet sich für die zweite Jahreshälfte eine Besserung der wirtschaftlichen Lage ab: So hat sich im Juni/Juli das Geschäftsklima ausgehend von günstigeren Produktionserwartungen deutlich aufgehellt. Dazu paßt, daß der Auftragseingang um die Jahresmitte den Umfragen zufolge wieder so kräftig war wie letztmals zum Frühjahrsbeginn 1998.

*Arbeitsmarkt*

Die Lage am Arbeitsmarkt im EWU-Raum hat sich in den letzten Monaten kaum noch verbessert. So beläuft sich die standardisierte

Quote der Arbeitslosigkeit seit März unverändert auf 10,3 %, was aber im Vergleich zum Vorjahr, als noch nahezu 11 % gemessen wurden, eine deutliche Entlastung bedeutet. Insbesondere in Spanien konnte die Erwerbslosigkeit binnen Jahresfrist verringert werden, doch blieb die Zahl der Arbeitslosen bis zuletzt mit reichlich 16 % der Erwerbspersonen weit über dem EWU-Durchschnitt. Auch Frankreich wies mit gut 11 % eine vergleichsweise hohe Arbeitslosigkeit auf, deren Verringerung überdies nur langsam vorankommt. Ähnliches gilt für Deutschland, wo die Arbeitslosigkeit etwas unter dem EWU-Mittel liegt. Weitaus günstiger war die Situation in einigen kleineren Ländern, namentlich in den Niederlanden, Österreich und Portugal. Hier blieben die Quoten teilweise merklich unter 5 %.

Die Preisentwicklung in der EWU verlief, insgesamt betrachtet, bis zuletzt in ruhigen Bahnen. Im Juli lag die Teuerungsrate, gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex, mit 1,1 % jedoch etwas höher als am Jahresanfang. Dies ist primär auf die seit März deutlich gestiegenen Rohölpreise zurückzuführen. Deren Auftrieb war so kräftig, daß Verringerungen der Jahresteuern bei anderen Gütern mehr als kompensiert wurden. Die Streuung der nationalen Preissteigerungsraten ist in den Frühjahrsmonaten relativ groß geblieben; es haben sich zwei Gruppen von Ländern mit unterschiedlicher Teuerungstendenz herausgebildet. In den zyklisch weiter fortgeschrittenen Volkswirtschaften Irland, Niederlande, Portugal und Spanien betrug der Vorjahrsabstand bei den Verbraucherpreisen im Juli im Durchschnitt etwa + 2 %, gegenüber

*Verbraucherpreise*

+ 0,6 % in Deutschland, + 0,4 % in Frankreich sowie + 0,3 % in Österreich.

### EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

#### *Außenhandel des Euro-Raums mit Drittländern*

Die einsetzende Erholung des weltwirtschaftlichen Wachstums hat den Handelsbeziehungen der EWU zu Drittländern neue Impulse gegeben. Von der Wechselkursseite wurde dies durch die Abschwächung des Euro im Berichtszeitraum unterstützt, durch die sich die Wettbewerbsposition der Anbieter aus dem Euro-Währungsgebiet tendenziell verbesserte. Zwar erreichten die Ausfuhren im April/Mai noch nicht wieder den hohen Stand des Vorjahres. In den beiden Monaten verringerte sich der Vorjahrsabstand aber auf 5 %, nachdem im ersten Vierteljahr 1999 die Lieferungen aus dem Euro-Raum in Drittländer das entsprechende Vorjahrsniveau dem Wert nach um gut 6 ½ % unterschritten hatten.

Gleichzeitig sind aber auch die wertmäßigen Einfuhren des Euro-Gebiets wieder gestiegen. Während die Importe im ersten Quartal noch um 5 ½ % niedriger waren als vor Jahresfrist, verringerte sich der Vorjahrsabstand im April/Mai auf knapp 1%. Allerdings haben dazu nicht zuletzt die seit Beginn des Frühjahrs wieder merklich gestiegenen Preise für Erdöl und Mineralölprodukte beigetragen. Per saldo verzeichnete die EWU während der letzten beiden Monate (April/Mai) einen nominalen Exportüberschuß von 15 Mrd Euro, verglichen mit 20 ½ Mrd ECU im entsprechenden Vorjahrszeitraum.

Da parallel dazu das Defizit im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen aber deutlich niedriger als im Vorjahr ausfiel (5 ½ Mrd Euro gegenüber fast 9 Mrd ECU im April/Mai 1998), schloß die gesamte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets mit einem Plus von 9 ½ Mrd Euro nur wenig niedriger als im Vorjahr ab (12 Mrd ECU).

*Leistungsbilanz*

Der Euro hat an den Devisenmärkten seit Jahresbeginn zunächst an Wert verloren. Dazu haben vor allem das größere Wachstumsgefälle des Euro-Raums gegenüber der US-Wirtschaft und die daraus abgeleiteten Zinserwartungen beigetragen. Zeitweilig haben darüber hinaus aber auch Zweifel an der Entschlossenheit der Teilnehmerländer im Bereich der dringenden strukturellen Reformen und hinsichtlich der zuvor selbst gesteckten finanzpolitischen Konsolidierungsziele dabei eine Rolle gespielt. In letzter Zeit hat sich die gemeinsame europäische Währung jedoch befestigt. Sie machte einen Teil der zuvor eingetretenen Kursverluste wieder wett.

*Wechselkursentwicklung*

Diese Entwicklung war maßgeblich von der Einschätzung der Märkte gegenüber dem US-Dollar geprägt. Unter dem Eindruck der robusten US-Konjunktur und den damit einhergehenden Zinserwartungen wertete sich die amerikanische Währung mit nur wenigen Unterbrechungen bis Mitte Juli auf, als der Euro bei 1,01 US-\$ seinen bisher tiefsten Stand erreichte und damit um 14 % unter seinem Wert zu Jahresbeginn lag. Aus deutscher Sicht war der Dollar damit so teuer wie zuletzt Ende der achtziger Jahre, als für ihn mehr als 1,90 DM gezahlt werden mußten. In

*Dollar*



der zweiten Julihälfte konnte der Euro im Zusammenhang mit der Veröffentlichung günstiger Daten zur Wirtschaftslage in Deutschland und Frankreich jedoch wieder spürbar an Boden gewinnen. Nach einer vorübergehenden Gegenbewegung Mitte August notierte der Euro bei Abschluß dieses Berichts mit 1,07 US-\$ etwa auf dem Stand vom Mai dieses Jahres und damit aber immer noch um 9 ½ % unter dem Vergleichskurs vom Jahresanfang.

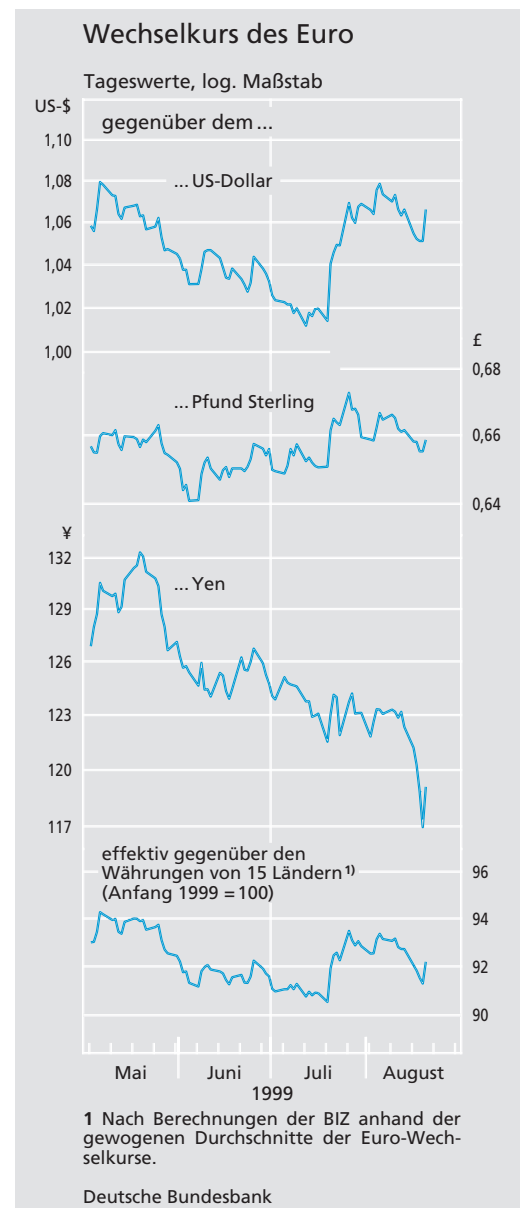
*Yen und ...*

Die Aufhellung des eingetrübten Konjunkturbildes in Japan durch überraschend günstige Wachstumszahlen für das erste Quartal und eine etwas optimistischere Sicht der weiteren Entwicklungsperspektiven führten auch zu einer Befestigung des Yen. Dies galt insbesondere gegenüber dem Dollar, in etwas abgeschwächter Form aber auch gegenüber dem Euro. Trotz wiederholter Interventionen, mit denen die japanische Zentralbank der ihrer Ansicht nach übertriebenen Aufwertungsstendenz entgegentrat, wertete sich die japanische Währung deutlich auf und notierte in den letzten Tagen gegenüber dem Euro auf ihrem höchsten Stand seit Jahresbeginn. Gegenüber dem Pfund Sterling bewegte sich der Euro dagegen von Mitte April bis Mitte Juli in einem recht engen Band zwischen 0,64 £ und 0,66 £. Seitdem verlor die britische Währung jedoch zeitweilig wieder etwas an Boden; bei Abschluß des Berichts lag sie bei 0,66 £.

*... Pfund  
Sterling*

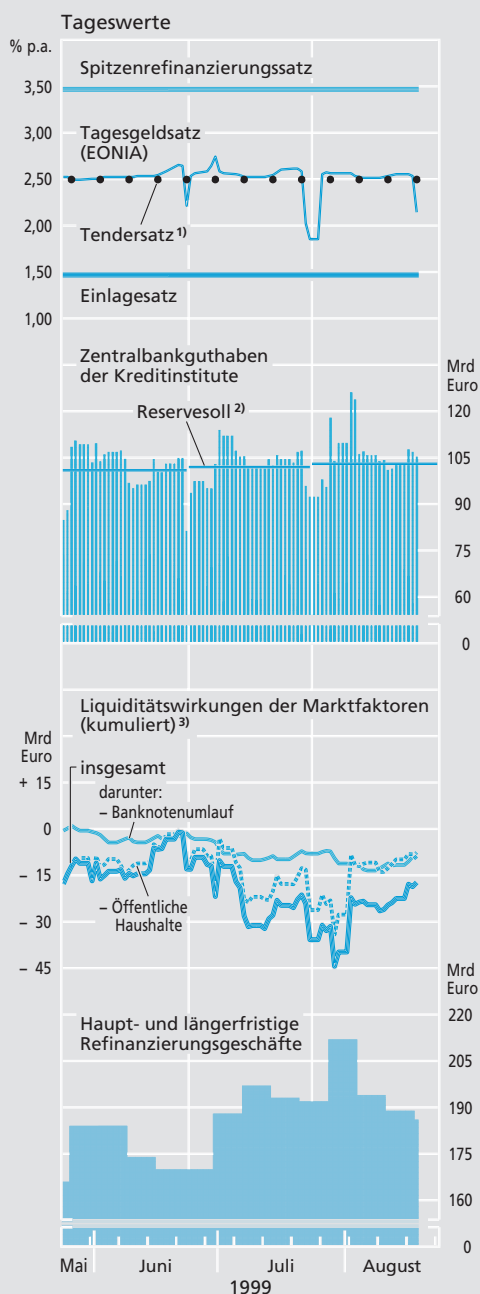
*Effektiver  
Euro-Kurs*

Im gewogenen Durchschnitt notierte der Euro zuletzt aber immer noch um knapp 8 % niedriger als zu Jahresbeginn. Angesichts des relativ geringen Inflationsgefälles zwischen



den großen Industrieländern bleiben die Wettbewerbsbedingungen für die Exportwirtschaft der Euro-Teilnehmerländer auf den Weltmärkten trotz der mittlerweile eingetretenen Wechselkurskorrekturen günstig. Von einer weiter fortschreitenden weltwirtschaftlichen Erholung dürften daher auch in nächster Zeit positive Anstöße auf das Auslandsgeschäft der Industrie in den EWU-Ländern ausgehen.

## Zinsentwicklung und Liquiditätssteuerung im Eurosystem



1 Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. — 2 Erfüllungsperioden: 24.5. bis 23.6., 24.6. bis 23.7. und 24.7. bis 23.8. 1999. — 3 Banknotenumlauf, Nettoposition öffentlicher Haushalte gegenüber dem Eurosystem, Nettowährungsreserven des Eurosystems und sonstige Faktoren; Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben.

Deutsche Bundesbank

## Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

Nach der Zinssenkung am 8. April ließ der EZB-Rat die Zinssätze des Eurosystems unverändert. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems werden seither als Mengentender mit einem – vorangekündigten – Festsatz von 2,5 % abgeschlossen; die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen 3,5 % beziehungsweise 1,5 %. Für eine Geradeausfahrt in der Zinspolitik sprachen sowohl die monetäre als auch die gesamtwirtschaftliche Lage.

*Zinssätze des Eurosystems unverändert*

Während Tagesgeld (gemessen am EONIA) insgesamt wenig verändert etwas oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes notierte, haben die Termingeldzinsen seit Ende Mai insbesondere im längeren Laufzeitenbereich angezogen. Hierin dürfte in erster Linie zum Ausdruck kommen, daß die Marktteilnehmer angesichts der sich abzeichnenden Konjunkturbelebung auf mittlere Sicht leicht steigende Notenbankzinsen erwarten. Darüber hinaus enthalten nunmehr auch die Notierungen im mittleren Laufzeitenspektrum eine Prämie für die Jahreswende 1999/2000. Insgesamt betrachtet verläuft die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt deutlich steiler. Nachdem der Abstand zwischen Einmonats- und Jahresgeld im Mai nur zehn Basispunkte betragen hatte, stieg er bis Mitte August auf knapp drei Viertel Prozentpunkte.

*Termingeldsätze höher*

Bei der laufenden Geldmarktsteuerung hatte das Eurosystem weiterhin ausgeprägte Schwankungen bei den Zentralbankeinlagen der zentralen öffentlichen Haushalte zu be-

*Reichliche Liquiditätsbereitstellung*

rücksichtigen. Zwar führte die Anfang Mai in Kraft getretene, veränderte Verzinsungsregelung für öffentliche Einlagen bei der französischen Notenbank zu der angestrebten deutlichen Verringerung der Volatilität dieses Marktfaktors. Am Ende und zu Beginn der Reserveperioden entzog der italienische Steuertermin den Kreditinstituten aber regelmäßig in größerem Umfang Liquidität, die anschließend nur schrittweise in den Markt zurückfloß. Zum Ausgleich dieses noch ungewohnten Liquiditätsprofils hat das Eurosystem die am Anfang der Reserveperioden abgeschlossenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte jeweils kräftig aufgestockt. Auch wurden die letzten Tender der Perioden reichlich bemessen, was zu einem vorübergehenden Satzverfall am Tagesgeldmarkt führte. Trotz der großzügigen Liquiditätsbereitstellung verstärkte sich der Bieterwettbewerb in den Haupttendern; die Repartierungsquoten sind im Berichtszeitraum weiter gesunken.

*Refinanzierungsgeschäfte*

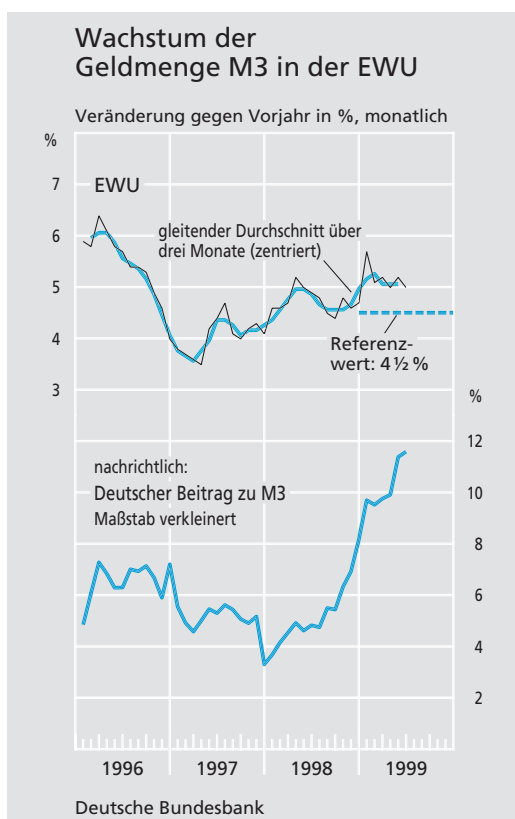
Die im Berichtszeitraum fällig gewordenen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurden, wie im April vom EZB-Rat beschlossen, jeweils vollständig ersetzt. Bei den Geboten in diesen nach dem amerikanischen Verfahren abgeschlossenen Tendern mit dreimonatiger Laufzeit spiegelten sich ebenfalls die festeren Termsätze am Geldmarkt wider; die Zuteilungssätze stiegen leicht an. Das Gesamtvolumen der Geschäfte betrug konstant 45 Mrd Euro. Insgesamt betrachtet erhöhten sich die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems um 21,5 Mrd Euro auf 188,1 Mrd Euro (vgl. nebenstehende Tabelle). Hiermit wurden marktmäßige Liquiditätsentzüge von 19,2 Mrd Euro ausgeglichen; im wesentlichen trugen hierzu

**Liquiditätsbestimmende Faktoren \*)**

Mrd Euro;  
berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten  
der Reserveerfüllungsperioden

Position	1999		
	24. Mai bis 23. Juni	24. Juni bis 23. Juli	24. Mai bis 23. Juli
<b>I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch</b>			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 3,2	- 5,1	- 8,3
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem	- 4,1	- 5,3	- 9,4
3. Veränderung der Nettowährungsreserven 1)	- 2,7	+ 2,6	- 0,1
4. Sonstige Faktoren	+ 0,9	- 2,3	- 1,4
<b>Insgesamt</b>	<b>- 9,1</b>	<b>- 10,1</b>	<b>- 19,2</b>
<b>II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 10,4	+ 11,1	+ 21,5
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,0	+ 0,0	- 0,0
c) Sonstige Geschäfte 2)	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,5	+ 0,1	- 0,4
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,2	+ 0,0	- 0,2
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 9,7</b>	<b>+ 11,2</b>	<b>+ 20,9</b>
<b>III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)</b>	<b>+ 0,6</b>	<b>+ 1,1</b>	<b>+ 1,7</b>
<b>IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 1,0</b>	<b>- 1,7</b>
<b>Nachrichtlich: 3)</b>			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	132,0	143,1	143,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	45,0	45,0
Sonstige Geschäfte 2)	-	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,3	0,4	0,4
Einlagefazilität	0,6	0,6	0,6

\* Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14\*/15\* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 1 Einschließlich liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 2 Einschließlich in Stufe 2 abgeschlossener und zu Beginn der Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte; ohne „Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen (in Pos. I.4. enthalten). — 3 Bestände im Durchschnitt der betrachteten bzw. letzten Erfüllungsperiode.



die Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem und der steigende Bargeldumlauf bei. Darüber hinaus nahm das Mindestreservesoll kräftig zu. Kurzfristige Feinsteuerungsoperationen hat das Eurosystem weiterhin nicht durchgeführt. Die ständigen Fazilitäten des Eurosystems nahmen die Kreditinstitute mit Ausnahme der letzten Tage der Erfüllungsperioden überwiegend nur wenig in Anspruch.

*Geldmenge M3 weiterhin etwas oberhalb des Referenzwertes*

Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet übertraf ihren Stand vom Vorjahr im Juni um 5,0 %, verglichen mit 5,2 % im Mai und 5,0 % im April. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten betrug zuletzt 5,1%. Er lag damit weiterhin etwas oberhalb des Referenzwertes von 4 ½ %. In den letzten Monaten hat sich die monetäre Dynamik allerdings etwas abgeschwächt; ins-

besondere im April und im Juni hat die Geldmenge M3 nur mäßig zugenommen.<sup>1)</sup> Bei der Interpretation des M3-Wachstums ist zur Zeit aber eine gewisse Vorsicht angebracht. Die Beurteilung wird zum einen durch die äußerst heterogene Entwicklung in den einzelnen Ländern erschwert. So stehen beispielsweise einem kräftigen Anstieg des deutschen Beitrags zu M3 (vgl. S. 17) eine schwache Zunahme des französischen und des spanischen Beitrags sowie ein Rückgang in Italien gegenüber. Zum anderen scheinen in einigen Ländern teils temporäre Sonderfaktoren, teils strukturelle Einflüsse auf die Geldmenge M3 zu wirken. Gleichwohl läßt die monetäre Gesamtsituation den Schluß zu, daß die Liquiditätssituation im Euroraum zur Zeit als eher reichlich anzusehen ist. Gerade wenn von einer nachhaltigen Konjunkturbelebung ausgegangen wird, ist es in besonderer Weise angezeigt, auf die Bedeutung der M3-Entwicklung – aber auch auf die des engeren Aggregats M1 und der Kredite an den privaten Sektor – für die Geldwertstabilität zu achten.

Die einzelnen GeldmengenkompONENTEN entwickelten sich auch im zweiten Quartal 1999 recht unterschiedlich. Besonders kräftig expandierten erneut die täglich fälligen Gelder. Im Juni übertrafen sie ihren Stand vom Vorjahr um 13,1%. Die Zunahme der Sichteinlagen im Berichtszeitraum dürfte unter anderem auf den relativ kräftigen Rückgang der Zinsen für kürzerlaufende Termineinlagen im Anschluß an die Zinssenkung des EZB-Rates

*Komponenten der Geldmenge*

<sup>1</sup> Saisonbereinigte Zahlen für die Geldmengenaggregate und die Komponentengruppen M2 – M1 sowie M3 – M2 werden von der EZB neuerdings im Internet und in ihrem Monatsbericht veröffentlicht.

zurückzuführen sein. Ferner hat die gestiegene Volatilität an den Finanzmärkten die Liquiditätsneigung der Anleger weiter gefördert. Der Bargeldumlauf ist zuletzt ebenfalls recht stark gewachsen. Insgesamt hat sich die Geldmenge M1, die mit dem Bargeldumlauf und den Sichteinlagen die beiden liquidesten Komponenten umfaßt, von April bis Juni mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 10 ½ % ausgedehnt. Von den übrigen Geldmengenkomponenten sind die Geldmarktfonds und Geldmarktpapiere sowie die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist bis zu drei Monaten weiter deutlich gestiegen, während die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren abgebaut wurden.

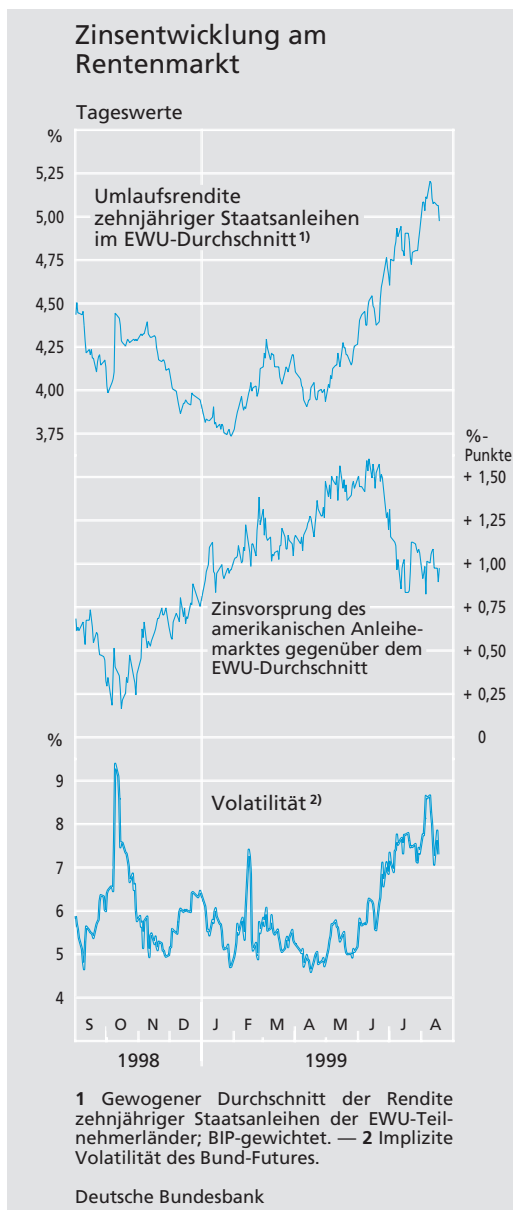
*Bilanzgegen-  
posten*

Unter den Bilanzgegenposten war die Kreditgewährung an den privaten Sektor auch im zweiten Quartal dieses Jahres kräftig. Die Ausleihungen der MFIs an den privaten Sektor erhöhten sich von April bis Juni um 167,9 Mrd Euro, verglichen mit 118,5 Mrd Euro vor Jahresfrist. Sowohl die Bestände an Aktien und Dividendenwerten als auch die Buchkredite der MFIs an Unternehmen und Private haben merklich zugenommen. Die anhaltend dynamische Expansion der Kredite an den privaten Sektor ist wohl nicht zuletzt auf die weiterhin sehr niedrigen Zinsen für Bankkredite zurückzuführen. Auch dürfte der jüngste Anstieg der längerfristigen Zinsen manche Schuldner zu einer vorgezogenen Kreditaufnahme veranlaßt haben. Darüber hinaus könnten sich in der Kreditentwicklung die sehr regen Übernahmeaktivitäten und die umfangreichen Direkt- und Portfolioinvestitionen außerhalb des Euroraums widerspie-

geln. Insofern dürften die von Privaten aufgenommenen Kredite nur teilweise an den Gütermärkten im Euro-Währungsgebiet nachfragewirksam werden. Die Kredite der MFIs an die öffentlichen Hände haben im zweiten Quartal dagegen um 14,0 Mrd Euro abgenommen. Auch die Geldkapitalbildung hat das Geldmengenwachstum zuletzt wieder etwas stärker gebremst. Im Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit Geschäftspartnern außerhalb des Euro-Währungsgebiets sind im zweiten Quartal aufgrund hoher Direktinvestitionen und Portfoliotransaktionen erneut umfangreiche Mittel abgeflossen. Die Netto-Forderungen der MFIs gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet, in deren Abnahme dies seinen Niederschlag findet, verminderten sich um 61,5 Mrd Euro, verglichen mit einem Rückgang um 70,2 Mrd Euro im ersten Quartal.

Der deutsche Beitrag zum M3-Wachstum im Euro-Währungsgebiet nimmt weiterhin merklich schneller zu als das EWU-Aggregat. Im Juni übertraf er seinen Vorjahrsstand um 11,6 %. Allerdings dürfte diese Rate die Liquiditätslage in Deutschland derzeit merklich überzeichnen. Hierfür spricht zum einen der steuerinduzierte Kredit- und Geldmengensprung zur Jahreswende, der sich erst im Laufe des Jahres auswachsen wird. Zum anderen sind anhaltende Mittelrückflüsse vom Euromarkt zu beobachten (vgl. S. 25 f.). Schließlich dürfte der deutsche Beitrag dadurch aufgebläht sein, daß die zu M3 zählenden Geldmarktpapiere und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren offenbar zu einem recht großen Teil durch Anleger aus Ländern außerhalb des

*Deutscher  
Beitrag*



Währungsgebiets erworben wurden. Da bei diesen Papieren der Umlauf abzüglich der von MFIs im Euroraum gehaltenen Bestände ausgewiesen und – infolge statistischer Schwierigkeiten – bisher nicht zusätzlich zwischen Erwerbern aus dem Währungsgebiet und aus Drittländern unterschieden wird, gehen solche Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber Gläubigern außerhalb des Euroraums in die Geldmenge M3 ein. Der deutsche Beitrag zu

den Krediten der MFIs an den privaten Sektor expandiert weiterhin langsamer als in der EWU insgesamt. Die Buchkredite übertrafen ihren Vorjahrsstand zuletzt um 8,1%. Ausschlaggebend für das schwächere Kreditwachstum dürfte insbesondere die unterdurchschnittliche Konjunktorentwicklung in Deutschland sein.<sup>2)</sup>

Die Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet sind im Sommer – ausgehend von einem historisch niedrigen Niveau – kräftig gestiegen. Die durchschnittliche Rendite zehnjähriger Staatsanleihen der EWU-Länder zog von Ende März bis Anfang August um einen Prozentpunkt auf 5 % an. Triebkräfte des Zinsanstiegs waren eine Neueinschätzung der weltwirtschaftlichen Lage und zunehmend auch der Wachstumsperspektiven für Europa. Mit dem Abklingen der Krisen in Ostasien und anderen Regionen sowie der allmählichen Beruhigung an den internationalen Finanzmärkten verloren die Anleihemärkte der Industrieländer als „sichere Häfen“ an Bedeutung. Dies wirkte in den Vereinigten Staaten und Europa auf eine Korrektur des krisenbedingten „Unterschießens“ der Kapitalmarktzinsen hin. Gleichzeitig rückte in den USA bei anhaltend robustem Wachstum die Gefahr inflationärer Spannungen wieder stärker ins Blickfeld. Vor diesem Hintergrund zogen die US-Kapitalmarktzinsen deutlich an; im Juni überschritt die Rendite zehnjähriger Treasuries erstmals seit Ende 1997 wieder die Marke von 6 %. Dies strahlte auch auf die langfristigen Zinsen in der EWU aus; angesichts der weiter verhaltenen Wirtschaftsentwicklung in

*Kräftiger Anstieg der Kapitalmarktzinsen aufgrund internationaler Einflüsse ...*

2 Zum Kredit- und Einlagengeschäft in Deutschland vgl. S. 25 ff.

großen Mitgliedsländern erhöhten sich diese in Europa allerdings bis Ende Juni weit weniger stark. Der Zinsvorsprung des amerikanischen Rentenmarkts bei zehnjährigen Papieren weitete sich deshalb bis zur Jahresmitte auf anderthalb Prozentpunkte aus.

... und binnen-  
wirtschaftlicher  
Faktoren

Ab Anfang Juli kam es erneut zu markanten Verschiebungen im Zinsgefüge zwischen den USA und dem Euro-Währungsgebiet. Während die US-Renditen nach der Zinserhöhung der amerikanischen Notenbank Ende Juni zunächst bei etwa 6 % verharren, setzte sich der Zinsanstieg in Europa fort; der Zinsvorsprung der USA schmolz binnen einiger Wochen auf weniger als einen Prozentpunkt zusammen. Zugleich weitete sich das Zinsgefälle zwischen dem Geld- und dem Kapitalmarkt deutlich aus. Mitte Juli waren die zehnjährigen Renditen rund zwei Prozentpunkte höher als der Dreimonats-EURIBOR, verglichen mit lediglich 1¼ Prozentpunkten Ende März. Während anfangs wohl auch Unsicherheiten über die Entwicklung des Euro-Wechselkurses und über den wirtschaftspolitischen Reformwillen in einigen EWU-Ländern zum Zinsanstieg beigetragen haben, wurden im Verlauf des Sommers mehr und mehr die optimistischeren Konjunkturerwartungen für Europa zur treibenden Kraft. In diese Richtung deutet auch die kräftige Befestigung des Euro-Wechselkurses Ende Juli. Mitte August lagen die zehnjährigen Renditen im

Euro-Währungsgebiet bei 5 % und damit einen Prozentpunkt niedriger als die vergleichbarer amerikanischer Titel. Deutlich höher als im Frühjahr war bis zuletzt die Volatilität und damit die Zinsunsicherheit am europäischen Rentenmarkt. Dies ist ein Indiz dafür, daß der „Erwartungsumbruch“ am Kapitalmarkt aus Sicht der Marktteilnehmer noch anhält.

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet markierten im Juli ein neues Allzeithoch, verloren danach aber wieder an Boden. Vor dem Hintergrund anziehender Kurse an wichtigen internationalen Börsenplätzen legten die Notierungen in Europa – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex – bis in den Juli um 9 % zu. Unterstützend wirkte darüber hinaus die Befestigung des US-Dollar. Einen überproportionalen Kursanstieg konnten Aktien aus den Branchen Ausrüstungsgüter für das Verarbeitende Gewerbe (+ 21 %) sowie Chemie (+ 16 %) verzeichnen. Ab Mitte Juli gerieten nach kräftigen Kursverlusten an der Wall Street auch die Aktiennotierungen im Euro-Währungsgebiet unter Druck. Bis Anfang August fiel der Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex um rund 10 % unter seinen zuvor erreichten Höchststand zurück; die Kursunsicherheit nahm dabei wieder erheblich zu. Danach erholten sich die Notierungen wieder etwas. Bei Abschluß dieses Berichts lagen sie um 6 % unter dem Höchststand vom Juli und 2 % über dem Niveau von Ende März.

*Kursverluste am  
Aktienmarkt  
nach neuem  
Rekordhoch*