



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

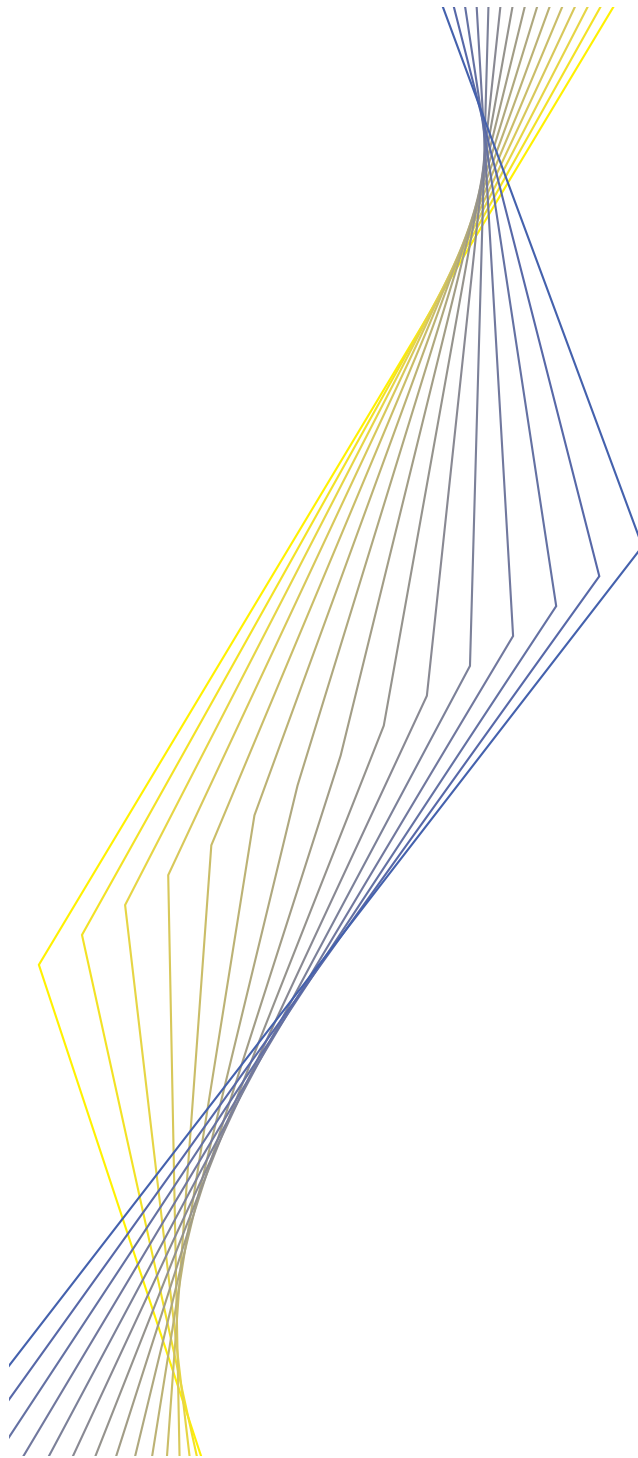
ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

März 1999



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**März 1999**

© Europäische Zentralbank, 1999

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

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 nicht kommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.*

*Der Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 4. März 1999.*

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	37*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	39*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	41*

## 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

ACEA/A.A.A.	European Automobile Manufacturers' Association
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 1995	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen
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
MFIs	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.**

Das Eurosystem hat die Verantwortung für die einheitliche Geldpolitik in einer Zeit übernommen, in der die Inflationsraten mit Preisstabilität vereinbar und die Aussichten für die Gewährleistung der Preisstabilität günstig sind. In den ersten beiden Monaten des Jahres 1999 blieb dieses Bild weitgehend unverändert und spiegelte das Fehlen eines deutlichen Aufwärts- oder Abwärtsdrucks auf die Preise wider, der eine Änderung des geldpolitischen Kurses gerechtfertigt hätte.

Vor diesem Hintergrund hat das Eurosystem seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) seine gesamten Hauptrefinanzierungsgeschäfte als Mengentender zum Zinssatz von 3,0 % durchgeführt. Im Anschluß an seine Sitzung am 4. März 1999, der letzten vor Veröffentlichung dieser Ausgabe des Monatsberichts, gab der EZB-Rat bekannt, daß er den Hauptrefinanzierungssatz von 3,0 % auch für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die am 10. und 17. März 1999 abgewickelt werden sollen, beibehalten werde. Darüber hinaus beschloß der EZB-Rat, die für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität geltenden Zinssätze unverändert bei 2,0 % bzw. 4,5 % zu belassen.

Diese Beschlüsse wurden vor dem Hintergrund der stabilitätsorientierten geldpolitischen Strategie des Eurosystems gefaßt, die sich auf zwei Säulen stützt, nämlich einerseits auf eine herausragende Rolle der Geldmenge und andererseits auf eine breit fundierte Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung sowie der Risiken für die Preisstabilität auf Grundlage finanzieller und anderer wirtschaftlicher Indikatoren.

Hinsichtlich der ersten Säule gab der EZB-Rat im Dezember 1998 einen Referenzwert von 4½ % für das Wachstum des breiten Geldmengenaggregats M3 bekannt. Da die monatlichen Daten für monetäre Aggregate ziemlich volatil sein können, beschloß der EZB-Rat, in seiner Strategie das Hauptaugenmerk nicht auf die Monatswerte, sondern auf den gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der zwölfmonatigen Wachstumsrate dieses weit

gefaßten Geldmengenaggregats zu richten. Der letzte gleitende Dreimonatsdurchschnitt für das Wachstum von M3 (der den Zeitraum von November 1998 bis Januar 1999 abdeckt) betrug 4,9 % und liegt nach wie vor - auch wenn er sich gegenüber dem Wert von 4,6 % des vorhergehenden Dreimonatszeitraums erhöht hat - nahe beim Referenzwert von 4½ %.

Die Zahlen zur monetären Entwicklung für Januar 1999 zeigten einen Anstieg der Jahreswachstumsrate von M3 auf 5,7 %, gegenüber 4,5 % im Dezember 1998. Die stärkere Zunahme von M3 war vor allem einem deutlichen Anstieg der Wachstumsrate der täglich fälligen Einlagen zuzuschreiben. Dieser Anstieg war größtenteils zurückzuführen auf die niedrigen kurz- und langfristigen Zinsen und das Umfeld der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet sowie auf technische Faktoren im Zusammenhang mit dem Beginn der dritten Stufe der WWU und der Einführung des Euro. Vor diesem Hintergrund und angesichts der Unsicherheit aufgrund der mit dem Beginn der dritten Stufe zusammenhängenden Sonderfaktoren betrachtete der EZB-Rat die Beschleunigung des M3-Wachstums im Januar 1999 nicht als Zeichen eines aufkommenden Inflationsdrucks. Dennoch wird eine genaue Beobachtung der monetären Entwicklung in den nächsten Monaten erforderlich bleiben, um deutlichere Hinweise auf die zugrundeliegenden Ursachen des Anstiegs des M3-Wachstums zu erhalten und um besser beurteilen zu können, ob es sich bei diesem Anstieg um eine dauerhafte oder vorübergehende Erscheinung handelt.

Ein weiteres nennenswertes Merkmal der monetären Lage im ersten Monat der dritten Stufe ist die weitere Beschleunigung der Kreditvergabe an den privaten Sektor (die zwölfmonatige Wachstumsrate belief sich im Januar 1999 auf 10,5 %, verglichen mit 9,1 % im Dezember 1998). Zum Teil ist diese Entwicklung darauf zurückzuführen, daß die Kosten von Bankkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen und private Haushalte im Euro-Währungsgebiet derzeit so günstig sind wie selten zuvor.

Mit Blick auf die zweite Säule der geldpolitischen Strategie deuten die jüngsten, aus finanziellen und anderen wirtschaftlichen Indikatoren gewonnenen Erkenntnisse in verschiedene Richtungen. Der stetige Rückgang der langfristigen Nominalzinsen, der während des größten Teils des Jahres 1998 und im Januar 1999 zu verzeichnen war, kam im Februar 1999 zu einem Stillstand. Von Ende Januar bis zum 4. März 1999 erhöhten sich die Anleiherenditen vor allem aufgrund von globalen Faktoren. Infolgedessen verschob sich die Renditenstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet in allen Laufzeitbereichen - insbesondere am längeren Ende - nach oben, wobei sich der Spread zwischen den nominalen Renditen von Staatsanleihen und der vergleichbaren Rendite einer im Euro-Währungsgebiet begebenen, an einen Preisindex gebundenen Anleihe erhöhte.

Inländische Faktoren, die hinter diesen Entwicklungen an den Finanzmärkten stehen, sind möglicherweise die gestiegenen Unsicherheiten hinsichtlich der politischen Unterstützung einer stabilitätsorientierten Geldpolitik sowie bezüglich des künftigen fiskalpolitischen Kurses im Euro-Währungsgebiet. Im Hinblick auf die Finanzpolitik geht es insbesondere um die Frage, ob die Anforderungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts auf kürzere Sicht erfüllt werden oder ob die Gefahr besteht, daß die Defizitquoten den Referenzwert von 3 % erreichen bzw. überschreiten. In dem Kapitel „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ dieser vierteljährlichen Ausgabe des Monatsberichts wird die derzeitige Finanzlage der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet ausführlicher analysiert.

Die jüngsten Informationen zu Indikatoren der wirtschaftlichen Tätigkeit im Euro-Währungsgebiet lassen Anzeichen einer beträchtlichen Verlangsamung im vierten Quartal 1998 erkennen. Nach der ersten Schätzung von Eurostat belief sich das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal 1998 auf 0,2 % (im Quartalsvergleich), gegenüber 0,7 % im dritten Quartal 1998. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe ging im vierten

Quartal 1998 gegenüber dem vorhergehenden Quartal um fast 1 % zurück. Außerdem ergab die Auswertung der vorausschauenden oder gleichlaufenden Indikatoren, daß sich der Rückgang des Vertrauens der Industrie am Anfang des Jahres 1999 fortgesetzt hat. Gleichzeitig lag das Vertrauen der Verbraucher gemäß den von der Europäischen Kommission veröffentlichten Daten für Februar 1999 weiterhin unverändert auf dem zu Jahresbeginn beobachteten Höchststand.

Die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet ging im Januar 1999 leicht auf 10,6 % zurück, nachdem sie von Oktober bis Dezember 1998 unverändert 10,7 % betragen hatte. Allerdings gibt es hier branchenspezifische Unterschiede. Den Branchenbefragungen der Europäischen Kommission zufolge blieben die Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe und Einzelhandel bis Februar 1999 weitgehend günstig. Die jüngsten verfügbaren Daten zu den Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe hingegen zeigen, daß sich diese seit dem letzten Herbst verschlechtert haben.

In der jüngeren Vergangenheit haben die externen Entwicklungen Anzeichen einer Verbesserung erkennen lassen, auch wenn weiterhin Unsicherheiten hinsichtlich ihres Einflusses auf das Euro-Währungsgebiet bestehen. Insbesondere die neuesten verfügbaren Daten bestätigen den Eindruck, daß sich das starke Produktionswachstum in den Vereinigten Staaten fortsetzt, und deuten auf eine Verbesserung der realwirtschaftlichen Lage einiger asiatischer Länder hin. Die Entwicklungen in Brasilien hingegen gaben nach der Krise im Januar 1999 weiterhin Anlaß zur Besorgnis. In Japan blieben die wirtschaftlichen Aussichten getrübt.

Die jüngsten Preisentwicklungen im Euro-Währungsgebiet scheinen keine Risiken für die künftige Preisstabilität zu signalisieren. Im Januar 1999 belief sich die Preissteigerungsrate des HVPI für das Euro-Währungsgebiet - unverändert gegenüber dem im November und Dezember 1998 verzeichneten Stand - auf 0,8 %. Hierin spiegelte sich wider,

daß der Rückgang der Preissteigerungsrate für Dienstleistungen durch eine leichte Erhöhung der Teuerungsrate für Waren ausgeglichen wurde. Diese Erhöhung resultierte hauptsächlich aus einem langsameren Rückgang der Energiepreise im Januar 1999.

Bei Betrachtung aller relevanten Indikatoren zeigt sich, daß die Gesamtaussichten für die Preisstabilität weiterhin günstig sind. Angesichts der jüngsten Entwicklung der realwirtschaftlichen Indikatoren und unter Berücksichtigung des derzeitigen Stands der HVPI-Preissteigerungsrate scheint kein größeres Risiko zu bestehen, daß die am HVPI gemessene Inflationsrate die 2 %-Obergrenze in der nahen Zukunft überschreitet. Gleichzeitig haben sich die Risiken eines Auf- oder Abwärtsdrucks auf die Preise insgesamt gesehen kaum verändert. Einerseits ist im Euro-Währungsgebiet eine Konjunkturverlangsamung eingetreten. Außerdem besteht das Risiko, daß ein anhaltender Rückgang der industriellen Erzeugerpreise zu weiterem Abwärtsdruck auf die Preise für Konsumgüter führen könnte. Andererseits legen einige der jüngsten Lohnabschlüsse nahe, daß das ausgesprochen gedämpfte Wachstum bzw. der Rückgang der Lohnstückkosten im Jahr 1998 sich in nächster Zeit möglicherweise nicht fortsetzen wird. Darüber hinaus könnte die Abschwächung des Euro aufgrund ihrer Auswirkungen auf die Konjunktur und die Importkosten einen gewissen Aufwärtsdruck auf Industrie-

und Verbraucherpreise ausüben. Schließlich würde jegliche Lockerung der Fiskalpolitiken Anlaß zur Besorgnis geben, und die monetäre Entwicklung zeigt keine Abwärtsbewegung. Insgesamt gesehen sprechen all diese Faktoren für einen unveränderten geldpolitischen Kurs.

Der derzeitige Kurs der Geldpolitik eignet sich nicht nur zur Gewährleistung der Preisstabilität, sondern auch zur Unterstützung von Wirtschaftswachstum und Beschäftigung. Das niedrige Niveau der kurzfristigen Nominal- und Realzinsen stellt einen signifikanten Rückgang gegenüber dem Zinsniveau vor einem Jahr dar. Gleichzeitig befinden sich die langfristigen Nominal- und Realzinsen, auch nach ihrem Anstieg im Februar 1999, im internationalen und historischen Vergleich weiterhin auf relativ niedrigem Niveau. Darüber hinaus läßt die starke und sich beschleunigende Kreditvergabe an den privaten Sektor darauf schließen, daß die Finanzierungsbedingungen für private Haushalte und Unternehmen derzeit in der Tat sehr günstig sind. Um dieses günstige Umfeld jedoch in mehr Investitionen, größeres Produktionswachstum und niedrigere Arbeitslosenzahlen umzusetzen, muß das Vertrauen gefördert werden. Der Beseitigung der strukturellen Hindernisse, die einer Expansion der Wirtschaftstätigkeit im Euro-Währungsgebiet im Wege stehen, muß Vorrang eingeräumt werden.





# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

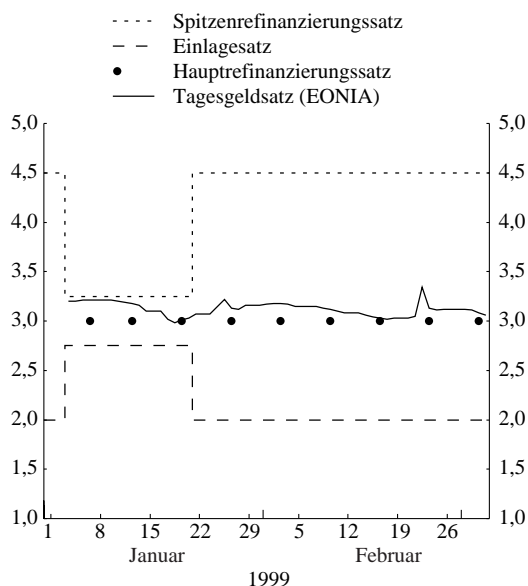
## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Entscheidungen des EZB-Rats

In den ersten beiden Monaten der dritten Stufe der WWU beschloß der EZB-Rat, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems als Mengentender zu einem Festsatz von 3,0 % durchzuführen. Dieser EZB-Zinssatz entsprach dem Niveau, auf das die nationalen Leitzinsen gegen Ende des Jahres 1998 gesenkt worden waren. Im Anschluß an seine Sitzung am 4. März 1999 gab der EZB-Rat bekannt, daß er den Hauptrefinanzierungssatz von 3,0 % für die am 10. und 17. März 1999 abzuwickelnden Geschäfte beibehalten werde. Gleichzeitig beschloß er, die Zinsen für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität unverändert bei 2,0 % bzw. 4,5 % zu belassen. Wie im Editorial dieses Monatsberichts ausführlicher dargelegt, wurden diese Beschlüsse angesichts der günstigen Gesamteinschätzung der mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet für angemessen gehalten.

### Abbildung I EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

### Geldmengenwachstum vom Übergang zur dritten Stufe der WWU beeinflußt

Im Januar 1999 erhöhte sich die 12-Monats-Wachstumsrate des weitgefaßten Geldmengenaggregats M3 auf 5,7 %, verglichen mit 4,5 % im Dezember 1998. Da monatliche Daten zu den monetären Aggregaten recht volatil sein können, beschloß der EZB-Rat im Dezember 1998, die monetäre Entwicklung gemessen am Referenzwert für M3 anhand eines gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der 12-Monats-Wachstumsraten zu beobachten. Der letzte gleitende Dreimonatsdurchschnitt des Wachstums von M3 (für den Zeitraum von November 1998 bis Januar 1999) betrug 4,9 %. Er lag damit um 0,3 Prozentpunkte über dem Wert für den Dreimonatszeitraum von Oktober bis Dezember 1998, befand sich aber immer noch nahe bei dem vom EZB-Rat für das Wachstum von M3 festgesetzten Referenzwert von 4 ½ %.

Das im Januar 1999 verzeichnete Wachstum gegenüber dem Vorjahr ist das höchste seit Juni 1996. Von Juni 1996 bis Januar 1999 ist M3 in stetigem Tempo mit einer Rate von 3,5 % bis 5,5 % gewachsen. Die stärkere Ausweitung der Geldmenge M3 im Januar 1999 war auf einen deutlich stärkeren Anstieg der täglich fälligen Einlagen (18,3 %, auf Zwölfmonatsbasis gerechnet, gegenüber 11,4 % im Dezember 1998) zurückzuführen. Im Gegensatz hierzu verlangsamte sich das Wachstum der übrigen in M3 enthaltenen Einlagen etwas, und die in M3 erfaßten marktfähigen Instrumente gingen weiter zurück.

Aufgrund der kräftigen Zunahme der täglich fälligen Einlagen wuchs M1 im Januar 1999 mit einer Jahresrate von 14,9 %. Diese Rate war deutlich höher als im Dezember 1998 (9,4 %). Wie schon 1998 war das starke Wachstum der täglich fälligen Einlagen im Januar 1999 hauptsächlich auf die historisch niedrigen nominalen und realen Zinssätze sowie die im Euro-Währungsgebiet herrschende Preisstabilität zurückzuführen. Beide Faktoren trugen dazu bei, daß die Opportunitätskosten der Haltung kurzfristiger Einlagen sanken und diese Einlagen so-

mit attraktiver wurden. In dem Anstieg der täglich fälligen Einlagen spiegelte sich jedoch möglicherweise auch die vorsichtige Haltung der Anleger im Euro-Währungsgebiet im Januar 1999 in einem Klima der Unsicherheit wider, das sich zum einen aus dem Lernprozeß angesichts des neuen Umfelds in der dritten Stufe der WWU und zum anderen aus der starken Volatilität an den internationalen Finanzmärkten aufgrund der Entwicklungen in Lateinamerika ergab. Außerdem haben zu der Beschleunigung des Wachstums der täglich fälligen Einlagen im Januar 1999 möglicherweise auch technische Faktoren im Zusammenhang mit dem Beginn der dritten Stufe und der Einführung des Euro beigetragen, die kurzfristig die Nachfrage nach liquiden Anlagen angeregt haben könnten.

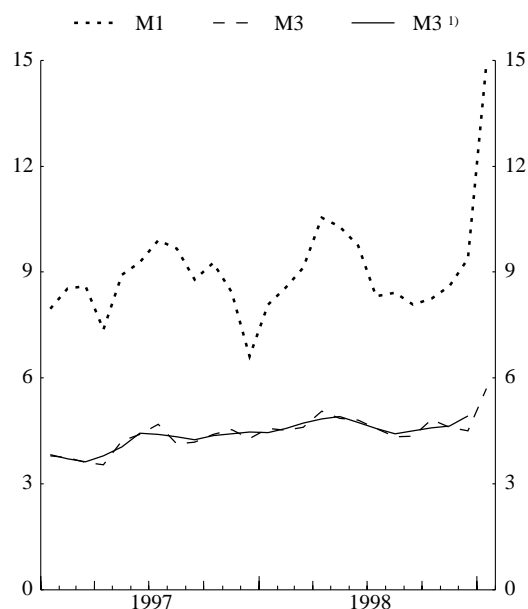
Angesichts der mit den besonderen Umständen zu Beginn der dritten Stufe verbundenen Unsicherheit wäre es nicht gerechtfertigt, das beschleunigte Wachstum der täglich fälligen Einlagen als Zeichen für einen aufkommenden Inflationsdruck im Euro-Währungsgebiet zu interpretieren. Die Entwicklung dieser Komponente von M3 muß aber im Zeitverlauf und mit dem Abklingen des Einflusses dieser Sonderfaktoren sorgfältig beobachtet werden.

Die 12-Monats-Wachstumsrate der übrigen in M3 enthaltenen Einlagen sank im Januar 1999 auf 2,2 %, verglichen mit 2,9 % im Dezember 1998. Ausschlaggebend hierfür waren eine weitere Abschwächung des Wachstums der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und ein unveränderter Anstieg der Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Aufgrund der kräftigen Zunahme der eingefassten Geldmenge stieg die 12-Monats-Wachstumsrate des mittleren monetären Aggregats M2, die im Dezember 1998 5,8 % betragen hatte, im Januar 1999 mit 7,6 % allerdings erheblich.

Bei den in M3 einbezogenen marktfähigen Instrumenten schließlich setzte sich die rückläufige Entwicklung im Januar 1999 fort. Diese Komponente unterschritt ihr Vorjahrsniveau im Januar 1999 um 5,8 %, gegenüber -3,5 % im Dezember 1998. Für diese Entwicklung waren entgegengesetzte Bewegungen der einzelnen Unterkomponenten verantwortlich. Einerseits

## Abbildung 2 Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt.

beschleunigte sich das Wachstum der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere (auf 8,2 % gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrsstand, verglichen mit 3,1 % im Dezember 1998); andererseits kam es zu einem weiteren Rückgang der Repogeschäfte (-20,0 %, verglichen mit -13,3 % im Dezember 1998) und der Schuldverschreibungen mit einer ursprünglichen Laufzeit von bis zu zwei Jahren (-22,5 %, verglichen mit -3,7 % im Vormonat).

### Weiterhin kräftiges Kreditwachstum

Bei den Gegenposten von M3 beschleunigte sich das Wachstum der gesamten Kreditgewährung an Ansässige des Euro-Währungsgebiets weiter; sie übertraf ihren Vorjahrsstand im Januar 1999 um 7,8 %, verglichen mit 7,0 % im Dezember 1998. Ausschlaggebend hierfür war die Jahreswachstumsrate der Kredite an den privaten Sektor, die im Januar 1999 10,5 % erreichte, verglichen mit 9,1 % im Vormonat.

Für das hohe und sich beschleunigende Wachstum der Kredite waren wie schon 1998 ver-

schiedene Faktoren maßgebend. Wichtig war vor allem, daß die Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet deutlich zurückgegangen sind. Die Konditionen bei Bankkrediten an nicht-finanzielle Unternehmen und private Haushalte waren im Euro-Währungsgebiet selten so günstig wie Anfang 1999. Hinzu kommt, daß die dynamische Konjunktur-entwicklung in einigen Teilen des Euro-Währungsgebiets im Jahr 1998 zu dem stärksten Wachstum der Kredite an den privaten Sektor beigetragen hat. Zudem wurde die Nachfrage nach Hypothekenkrediten durch kräftig steigende Grundstücks- und Häuserpreise in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets ange-regt.

Im Gegensatz hierzu blieb die Kreditvergabe an öffentliche Haushalte im Vorjahrsvergleich sehr gedämpft. Im Januar 1999 übertraf sie ihren Vorjahrsstand um 0,8 %, verglichen mit 1,5 % im Dezember 1998. Die Veränderung der Direktkredite an öffentliche Haushalte gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum betrug im Januar 1999 2,2 %, verglichen mit -0,1 % im Dezember 1998, während die MFI-Bestände an Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand im Januar 1999 ihren Vergleichsstand im Vorjahr um 0,1 % unterschritten, verglichen mit einem Anstieg gegenüber dem Vorjahr von 2,7 % im Dezember 1998.

Unter den übrigen Gegenposten von M3 nahmen die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors (die längerfristige Einlagen, von MFIs begebene Schuldverschreibungen und Kapital und Rücklagen der MFIs umfassen) im Januar 1999 um 5,1 % gegenüber ihrem vergleichbaren Stand im Vorjahr zu (gegenüber 2,4 % im Dezember 1998). Das stärkere Wachstum dieser Komponente war hauptsächlich auf einen stärkeren Anstieg des Kapitals und der Rücklagen der MFIs und der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren zurückzuführen. Das relativ starke Wachstum des letzteren Postens hängt möglicherweise damit zusammen, daß die in einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets bis Ende 1998 geltende Mindestreservepflicht für diese Instrumente mit Beginn der dritten Stufe aufgehoben wurde.

Schließlich sind sowohl die Aktiva als auch die Passiva des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Januar 1999 deutlich stärker gewachsen. Teilweise spielten hierbei vorübergehende Bruttosalden von Kreditinstituten des Euro-Währungsgebiets gegenüber Finanzinstituten außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Betrag von annähernd 75 Mrd € im Zusammenhang mit dem Betrieb des TARGET-Systems eine Rolle. Diese Bruttosalden, die keine wirtschaftliche Bedeutung haben, wurden im Februar 1999 aufgelöst. Per Saldo verschlechterte sich die nicht saisonbereinigte Netto-Position des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets im Januar 1999 um 35,6 Mrd € gegenüber dem Stand im Dezember 1998.

### **Tagesgeldsatz schwankte oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes**

Der Tagesgeldsatz lag, gemessen am EONIA („euro overnight index average“, d. h. dem gewogenen Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Übernachtkontrakte, die von einer Gruppe größerer Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden), in den ersten beiden Monaten der dritten Stufe meist etwas oberhalb des Satzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (siehe Abbildung 1). Wie aus Abbildung 3 ersichtlich, spiegelten diese Schwankungen mehr oder weniger die Entwicklung der laufenden Reserveposition der Kreditinstitute, gemessen an der Differenz zwischen den akkumulierten Reserveguthaben der Kreditinstitute beim Eurosystem und ihrem gesamten Reservesoll, wider. Die Bewegungen des Tagesgeldsatzes dagegen standen in keinem nennenswerten Zusammenhang zu den vorübergehenden täglichen Schwankungen der Reserveguthaben. Dies zeigt, daß die Kreditinstitute ab Beginn der ersten Erfüllungsperiode in der dritten Stufe, die den Zeitraum vom 1. Januar bis 23. Februar 1999 umfaßte, bereits wirksamen Gebrauch von der im Mindestreservesystem bestehenden Möglichkeit der Durchschnittserfüllung machten. So konnten sie die täglichen Schwankungen der Marktliquidität weitgehend ausgleichen (die beispielsweise aus Veränderun-

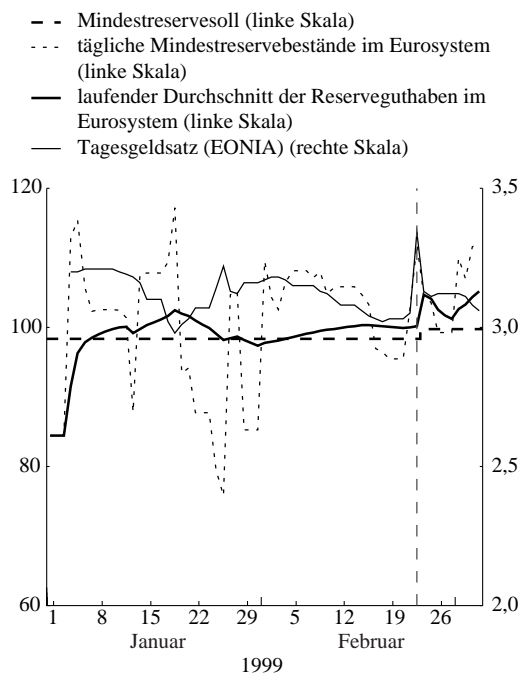
gen der Konten der Zentralregierungen bei den NZBen oder Schwankungen der Nachfrage nach Banknoten resultierten; siehe den oberen Teil der Abbildung 4).

Bei einem Mindestreservesystem mit der Möglichkeit der Durchschnittserfüllung ist die Volatilität des Tagesgeldsatzes in der Regel am letzten Tag der Erfüllungsperiode höher, da das Mindestreservesoll erst an diesem Tag erfüllt sein muß. Tatsächlich stieg der Tagesgeldsatz am 23. Februar 1999 gegenüber dem Stand vom Vortag um rund 30 Basispunkte auf 3,34 %. Die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazität überschritt an diesem Tag 23 Mrd € und zeigte damit, daß viele Kreditinstitute noch bis zum letzten Augenblick Mittel zur Erfüllung ihres Mindestreservesolls benötigten. Bemerkenswert ist aber der scharfe Anstieg des Tagesgeldsatzes und der Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazität vor dem Hintergrund, daß sich das Bankensystem insgesamt in einer Überschuß-Reserveposition befand. Über

die gesamte erste Erfüllungsperiode betrachtet beliefen sich die Guthaben auf Girokonten auf tagesdurchschnittlich 100,2 Mrd € (siehe Tabelle 1). Hiervon entfielen rund 0,9 Mrd € auf

**Abbildung 3**  
**Bankenliquidität und Tagesgeldsatz**

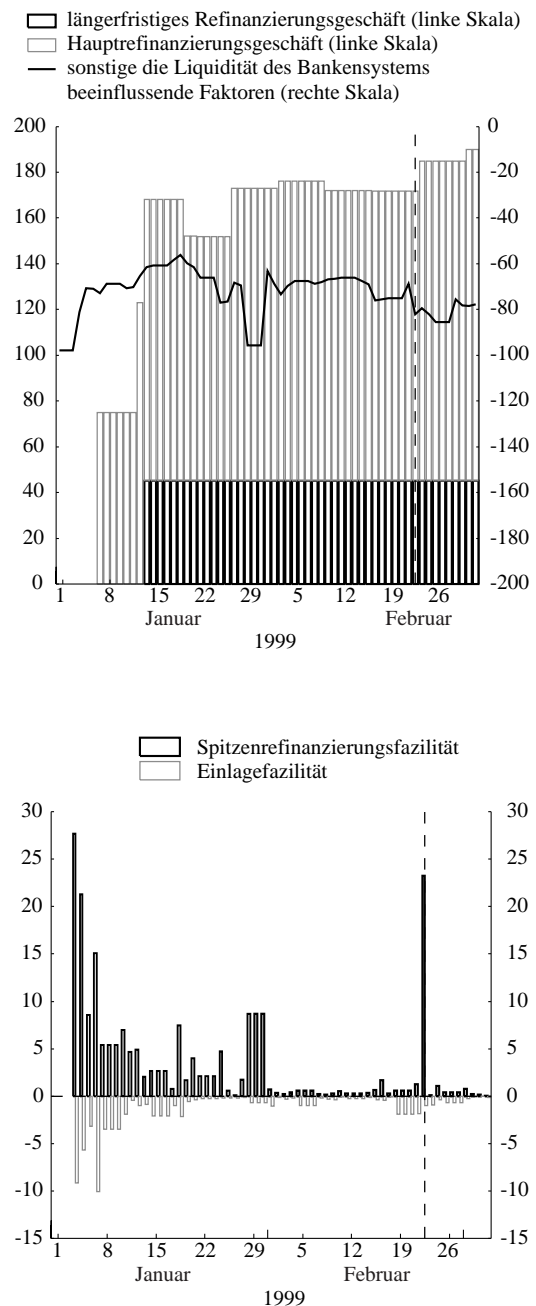
(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Tagesgeldsatz in % p.a. Die vertikale gestrichelte Linie bezeichnet das Ende der ersten Mindestreserveerfüllungsperiode.

**Abbildung 4**  
**Zur Liquidität des Bankensystems**  
**beitragende Faktoren**

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die vertikale gestrichelte Linie bezeichnet das Ende der ersten Mindestreserveerfüllungsperiode.

nicht zur Erfüllung des Reservesolls verwendbare Guthaben von Kreditinstituten, die hauptsächlich im Zusammenhang mit der Teilnahme an den Zahlungsverkehrssystemen standen. Bei den restlichen 99,3 Mrd € handelte es sich um Guthaben mindestreservepflichtiger Kreditinstitute auf Girokonten. Etwa 1,1 Mrd € hiervon waren Guthaben, die über das Mindestreservesoll hinausgingen. Grundsätzlich hätten diese Überschussreserven am Geldmarkt gehandelt oder unter Nutzung der Einlagefazilität des Eurosystems angelegt werden können. Die Höhe der Überschussreserven dürfte mit zunehmender Gewöhnung der Kreditinstitute an die Wirkungsweise des Handlungsrahmens des Eurosystems zurückgehen.

Tabelle 1, die im einzelnen auf Seite 12 f. des Monatsberichts von Februar 1999 erörtert wurde, gibt einen Überblick über die Faktoren, die zur Liquidität des Bankensystems in der gesam-

ten ersten Erfüllungsperiode der dritten Stufe beigetragen haben. Bei den Zahlen in Tabelle 1 handelt es sich um Tagesdurchschnitte. Wie aus der Tabelle ersichtlich ist, wurden während der ersten Erfüllungsperiode ungefähr zwei Drittel der durch die geldpolitischen Instrumente des Eurosystems bereitgestellten Liquidität über Hauptrefinanzierungsgeschäfte angeboten (104,6 Mrd €). Über das längerfristige Refinanzierungsgeschäft wurden 45 Mrd € zur Verfügung gestellt. Da dieses Geschäft aber erst am 14. Januar 1999 abgewickelt wurde, wurden damit im Tagesdurchschnitt nur 34,2 Mrd € bereitgestellt. Die durchschnittliche Netto-Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten, berechnet als Differenz zwischen den Inanspruchnahmen der Spitzenrefinanzierungsfazilität und der Einlagefazilität, belief sich auf 2,4 Mrd €. Wie der untere Teil der Abbildung 4 zeigt, hat der Rückgriff auf diese ständigen Fazilitäten im Zeitverlauf beträchtlich nachgelassen. Seit der Erweite-

**Tabelle 1**

**Beiträge zur Liquidität des Bankensystems**

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitte während der ersten Erfüllungsperiode (vom 1. Januar bis 23. Februar 1999)

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	104,6	-	+ 104,6
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	34,2	-	+ 34,2
Ständige Fazilitäten	3,8	1,3	+ 2,4
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
Aus der zweiten Stufe überhängende geldpolitische Geschäfte (netto) <sup>1)</sup>	30,6	0,0	+ 30,6
<b>INSGESAMT (a)</b>	<b>173,2</b>	<b>1,3</b>	<b>+ 171,8</b>
<b>Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>			
Banknotenumlauf	-	329,3	- 329,3
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	41,1	- 41,1
Netto-Währungsreserven (einschließlich Gold)	328,2	-	+ 328,2
Sonstige Faktoren (netto)	-	29,4	- 29,4
<b>INSGESAMT (b)</b>	<b>328,2</b>	<b>399,8</b>	<b>- 71,6</b>
<b>Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (c) = (a) + (b) 100,2</b>			
Darunter verwendbar zur Erfüllung der Mindestreservepflicht (d)			99,3
Reservesoll (e)			98,3
<b>Überschussreserven (f) = (d) - (e) 1,1</b>			

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Geldpolitische Geschäfte, die von den nationalen Zentralbanken in der zweiten Stufe eingeleitet wurden und zu Beginn der dritten Stufe noch ausstanden (ohne „Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen).

rung des von den ständigen Fazilitäten abgesteckten Zinskorridors des Eurosystems am 22. Januar 1999 sind lediglich im Zusammenhang mit einer Störung des TARGET-Systems am 29. Januar 1999 und am letzten Tag der ersten Erfüllungsperiode (23. Februar 1999) größere Beträge aufgenommen oder angelegt worden. Schließlich wurde dem Bankensystem über die von den NZBen 1998 eingeleiteten geldpolitischen Operationen, die in den ersten Januarwochen dieses Jahres nach und nach fällig wurden, in der ersten Erfüllungsperiode im Durchschnitt Liquidität in Höhe von 30,6 Mrd € zugeführt.

Wegen der notwendigen schrittweisen Umstellung auf den Handlungsrahmen des Eurosystems umfaßte die erste Mindestreserveerfüllungsperiode in der dritten Stufe - ausnahmsweise - 54 Tage. Die folgenden Erfüllungsperioden werden sich über einen vollen Monat vom 24. Tag des laufenden Monats bis zum 23. Tag des folgenden Monats erstrecken. Bei den ersten beiden Hauptrefinanzierungsgeschäften in der Erfüllungsperiode, die am 24. Februar 1999 begonnen hat, stellte das Eurosystem mehr Liquidität als bei vorherigen derartigen Operationen bereit, hielt aber die im Rahmen ihrer längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte ausstehenden Beträge konstant. Bei der umfangreicheren Liquiditätsbereitstellung wurde bis zu einem gewissen Grade der Tatsache Rechnung getragen, daß das Mindestreserve-Soll für die zweite Erfüllungsperiode den Schätzungen zufolge höher als in der ersten Erfüllungsperiode ausfallen wird; ausschlaggebend hierfür sind das Wachstum der täglich fälligen Einlagen im Januar 1999 sowie Prognosen für die übrigen Faktoren, die die Liquiditätsposition des Bankensystems beeinflussen.

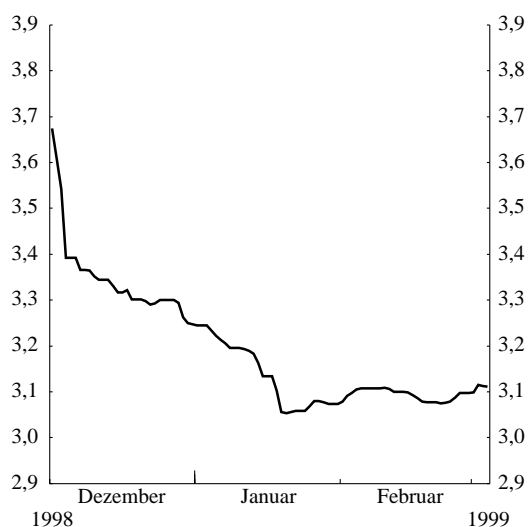
### Weitgehend unveränderter Dreimonatsgeldsatz

Der Dreimonatsgeldsatz ist im Jahr 1998 stetig zurückgegangen, stabilisierte sich dann aber in der zweiten Jahreshälfte dieses Jahres. Von dieser Zeit an bis zum 4. März 1999 bewegte sich dieser Satz - gemessen am EURIBOR - unter mäßigen Schwankungen innerhalb einer engen

Bandbreite um den Wert von 3,10 %. Am 4. März 1999, dem Redaktionsschluß für die in dieser Ausgabe des Monatsberichts enthaltenen Angaben, lag der Dreimonats-EURIBOR bei 3,11 %, d. h. geringfügig über dem Stand von Ende Januar, jedoch rund 13 Basispunkte unter seinem Niveau zu Jahresbeginn (siehe Abbildung 5). Die relative Stabilität des Dreimonatsgeldsatzes seit Mitte Januar zeigt, daß die kurzfristigen Schwankungen des Tagesgeldsatzes, insbesondere am Ende der Mindestreserveerfüllungsperiode (23. Februar 1999), sich nicht auf längere Laufzeiten übertrugen.

Beim zweiten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems, das als Zinstender ausgeschrieben und am 25. Februar mit dreimonatiger Laufzeit abgerechnet wurde, ergab sich ein Satz von 3,04 %. Da das Zuteilungsvolumen des längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts vom Eurosystem im voraus bekanntgegeben wurde, spiegelte dieser Satz die Marktbedingungen wider und sollte nicht als geldpolitisches Signal betrachtet werden. Die Tatsache, daß es zu einem leicht negativen Spread zwischen dem längerfristigen Refinanzierungssatz und dem Dreimonats-EURIBOR-Satz dieses Tages kam,

**Abbildung 5**  
Dreimonatssatz im Euro-Währungsgebiet  
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Durchschnitt der nationalen Dreimonats-Interbankensatzes im Euro-Währungsgebiet bis 29. Dezember 1998; Dreimonats-EURIBOR ab 30. Dezember 1998.

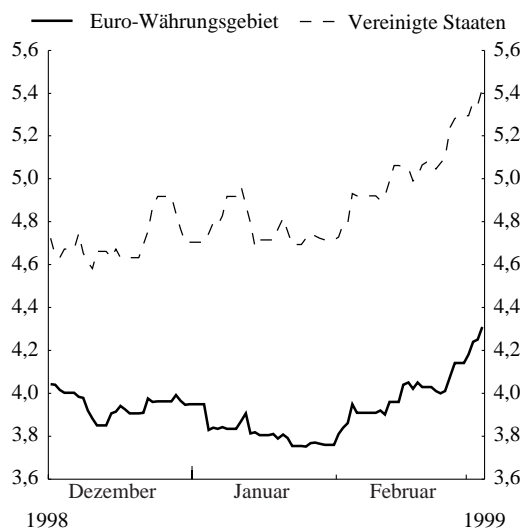


ist in diesem Zusammenhang nicht überraschend. Er ist teilweise der Tatsache zuzuschreiben, daß es sich bei den der Berechnung des EURIBOR zugrunde liegenden Transaktionen um unbesicherte Kontrakte handelt und der EURIBOR somit eine höhere Risikoprämie enthält.

Nachdem der Markt im Januar 1999 zunehmend mit einem Rückgang der kurzfristigen Zinsen für den Rest des Jahres 1999 gerechnet hatte, ließen diese Erwartungen im Februar 1999 wieder nach und verschwanden Anfang März 1999 fast völlig. Am 4. März 1999 lag der Dreimonats-Terminsatz für den Euro für die Liefertermine Juni und September 1999 bei 3,04 %, d. h. nur wenig unter dem Kassasatz dieses Tages. Dies entspricht einem Anstieg der Terminsätze für diese Kontrakte um etwa 20 - 25 Basispunkte seit Ende Januar 1999. Der Einmonats-Terminsatz für den EURIBOR vollzog eine ähnliche Aufwärtsbewegung.

**Abbildung 6**  
**Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB, BIZ und Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten. Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht.

### Trendumkehr bei den langfristigen Anleiherenditen aufgrund globaler Faktoren

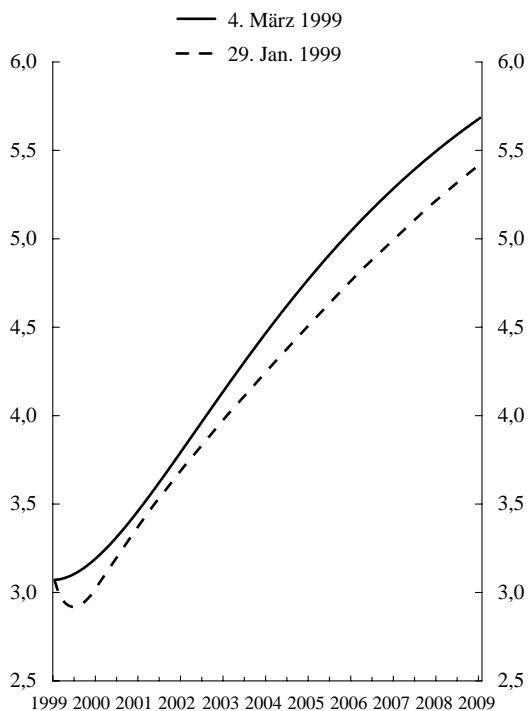
Nach der rückläufigen Entwicklung im gesamten Jahresverlauf 1998 und im Januar 1999 fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im gesamten Euro-Währungsgebiet auf das niedrigste Niveau seit Ende der vierziger Jahre. Diese rückläufige Tendenz kehrte sich allerdings im Februar 1999 um, als die langfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet deutlich anzogen. Am 4. März 1999, dem Redaktionsschluß für die Angaben in dieser Ausgabe des Monatsberichts, lag die durchschnittliche Rendite für zehnjährige Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet bei 4,31 %, und damit um mehr als 50 Basispunkte über dem Stand von Ende Januar 1999 (siehe Abbildung 6). Damit kehrten die langfristigen Zinsen im Euro-Währungsgebiet wieder auf ihren Stand vom Herbst 1998 zurück. Obgleich bei dieser scharfen Aufwärtsbewegung interne Faktoren eine gewisse Rolle gespielt haben dürften, war sie hauptsächlich dadurch bedingt, daß die deutliche Neueinschätzung der Konjunkturlage und -aussichten in den Vereinigten Staaten seitens der Finanzmärkte auf das Euro-Währungsgebiet ausstrahlten. Trotz dieser weltweiten Spillovereffekte blieb die Entwicklung am Anleihemarkt im Euro-Währungsgebiet teilweise von der Entwicklung in den Vereinigten Staaten abgekoppelt; der Abstand zwischen den Zehnjahresrenditen in den Vereinigten Staaten und vergleichbaren Renditen im Euro-Währungsgebiet hat sich von Ende Januar 1999 bis zum 4. März 1999 um rund 15 Basispunkte ausgeweitet und beträgt nunmehr rund 110 Basispunkte.

Katalysator für diesen Stimmungsumschwung an den Finanzmärkten in der Beurteilung der Vereinigten Staaten war die Veröffentlichung der BIP-Daten für das letzte Quartal 1998. Im Anschluß daran bestätigte ein Strom von Wirtschaftsindikatoren den Eindruck, daß das kräftige Wachstum der US-Wirtschaft anhalten werde. Dies führte zu einem deutlichen Anstieg der Renditenstrukturkurve in den Vereinigten Staaten. Abgesehen von diesen Entwicklungen in den Vereinigten Staaten wurden die Anleihemärkte im Euro-Währungsgebiet auch vom Ge-



**Abbildung 7**  
**Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld**  
**im Euro-Währungsgebiet**

(in % p.a.; Tageswerte; Stand am Ende des Berichtszeitraums)



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 erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten wurden von Swapkontrakten abgeleitet.

schehen in Japan beeinflusst, das von Sorgen der Finanzmärkte über Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage am Markt für japanische Staatsanleihen gekennzeichnet war. Die hiervon ausgehenden Effekte wirkten sich jedoch eher auf die Volatilität als auf die Höhe der Renditen im Euro-Währungsgebiet aus.

Neben diesen globalen Einflüssen kamen die Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet möglicherweise auch aufgrund anderer Faktoren unter Aufwärtsdruck. So könnte die Abschwächung des Euro gegenüber dem US-Dollar in den ersten beiden Monaten des Jahres 1999 eine Rolle gespielt haben. Von Bedeutung war vielleicht auch eine gewisse Kehrtwendung bei den vorangegangenen Kapitalbewegungen in „sichere Häfen“, die teilweise dazu beigetragen hatten, daß die langfristigen Anleiherenditen im

Euro-Währungsgebiet im Januar 1999 auf ein ungewöhnlich niedriges Niveau gesunken waren. Die relativ starke Emissionstätigkeit sowohl der öffentlichen Hand als auch des Unternehmenssektors bei Euro-denominierten Anleihen könnte diesen Aufwärtsdruck noch verstärkt haben. Außerdem ist nicht auszuschließen, daß eine größere Unsicherheit über die politische Unterstützung einer stabilitätsorientierten Geld- und Finanzpolitik zu dieser Entwicklung beigetragen hat. Gleichzeitig zeigt aber die Ausweitung des Spreads gegenüber Renditen für vergleichbare Laufzeiten in den Vereinigten Staaten, daß andere interne Faktoren in die entgegengesetzte Richtung wirkten. Insbesondere scheint der Rentenmarkt im Euro-Währungsgebiet durch eine erwartete Konjunkturabschwächung beeinflusst worden zu sein, wobei diese Erwartungen möglicherweise durch eine Reihe Ende Februar 1999 veröffentlichter realwirtschaftlicher Indikatoren ausgelöst worden sind, die auf eine schwache Binnenkonjunktur in einigen Ländern hindeuten.

Angesichts der vorgenannten Entwicklungen hat sich die Renditenstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet im Februar 1999 nach oben verschoben (siehe Abbildung 7). Gleichzeitig kam es zu einer leichten Vergrößerung des Abstands zwischen den Renditen von Anleihen mit fester nominaler Verzinsung und der realen Rendite von an den Inflationsindex gebundenen Anleihen in Frankreich mit einer vergleichbaren Laufzeit, die die Stabilität der realen Rendite im Februar 1999 widerspiegelte (siehe Kasten 1). Wie ausführlich in Kasten 2 auf Seite 16 f. des Monatsberichts vom Februar 1999 erläutert, kann eine Vergrößerung dieser Differenz als Zeichen dafür gewertet werden, daß die längerfristigen Inflationserwartungen der Finanzmarktteilnehmer gestiegen sind.

Spillovereffekte, die von den globalen Rentenmärkten auf die Rentenmärkte des Euro-Währungsgebiets ausgehen, unterstreichen die große Bedeutung der Entwicklung an den globalen Finanzmärkten für die Märkte mit fest verzinslichen Anleihen im Euro-Währungsgebiet, insbesondere am längeren Ende des Laufzeitenspektrums. Sie machen deutlich, daß bei der Interpretation in die Zukunft gerichteter

## Kasten I

### Wichtige Überlegungen zur Analyse der Realzinsen im Euro-Währungsgebiet

Ein realer Zinssatz ist definiert als ein Maß für den realen Ertrag einer Anlage, das den realen Zinssatz um das Maß der erwarteten Inflation korrigiert. Er zeigt folglich den zu erwartenden realen Ertrag einer Anlage an. In diesem Kasten wird auf einige der bei der Berechnung der Realzinsen auftretenden Fragestellungen eingegangen und die historische Entwicklung der Realzinsen im Euro-Währungsgebiet beschrieben.

Eine der Schwierigkeiten bei der Berechnung von Realzinsen ist die Bewertung der Inflationserwartungen, die nicht beobachtbar sind. Der einfachste Ansatz, der bei kurzfristigen Betrachtungen in Frage kommen kann, ist, davon auszugehen, daß die Inflationserwartungen lediglich die Entwicklung in der Vergangenheit widerspiegeln, so daß der jüngste Stand der Inflation die beste Inflationsprognose ist. Bei Prognosehorizonten von mehr als nur einigen Monaten kann jedoch der Unterschied zwischen der aktuellen und der zukünftigen Inflationsrate nicht vernachlässigbar sein. Bei der Berechnung langfristiger Realzinssätze ist es wahrscheinlich, daß diese Verzerrung beachtlich ist. Aus diesem Grund wird zur Schätzung längerfristiger Inflationserwartungen in der Regel ein zukunftsgerichteter Ansatz gewählt, z. B. mittels einfacher statistischer Inflationsmodelle oder umfassenderer ökonomischer Modelle, in denen auch gesamtwirtschaftliche Daten berücksichtigt werden. Umfragen zu Inflationserwartungen können ebenfalls verwendet werden. Bei vergangenheitsgerichteten historischen Analysen großer Zeitspannen wird zudem häufig ein Ansatz gewählt, bei dem die aktuelle Inflationsrate (anstelle von Schätzungen der erwarteten Inflation) von dem Nominalzins subtrahiert wird, in der Annahme, daß Ex-post-Erwartungen im Durchschnitt den tatsächlichen Werten entsprechen.

Sowohl bei Ex-ante- als auch bei Ex-post-Ansätzen hängt die Berechnung der Realzinsen auch von der Wahl des ihnen zugrunde gelegten Preisindex ab. Für die Berechnung der Realzinsen im Euro-Währungsgebiet bietet sich der HVPI an. Es wird jedoch gelegentlich argumentiert, daß die Berechnung der Inflationsrate auf der Grundlage eines HVPI unter Ausschluß einiger der volatilsten Komponenten, wie z. B. der Energiepreise, in diesem Zusammenhang vorzuziehen sei, da auf diese Weise Komponenten des HVPI eliminiert werden, die eine nur vorübergehende Auswirkung auf die Preisentwicklung haben könnten. Es hat zudem Forderungen gegeben, einen Erzeugerpreisindex (EPI) anstelle eines VPI zu verwenden.

Bei einem Vergleich des industriellen EPI (für das Euro-Währungsgebiet ist eine standardisierte Zeitreihe ab Januar 1991 verfügbar) mit der Entwicklung eines gewogenen Durchschnitts der nationalen Verbraucherpreisindizes des Euro-Währungsgebiets (der mit dem HVPI eng korreliert ist, für den jedoch eine längere Zeitreihe zur Verfügung steht als für den HVPI) ergibt sich, daß die an den Verbraucherpreisindizes gemessene durchschnittliche Inflationsrate seit 1991 bei 2,9 % liegt, während die am EPI gemessene Inflationsrate 1,3 % beträgt. Im Dezember 1998 zeigte der Erzeugerpreisindex einen Rückgang von 2,5 % gegenüber dem Vorjahr, der die sinkenden Rohstoff- und Energiepreise im Jahr 1998 widerspiegelte. Die am HVPI gemessene Inflationsrate betrug hingegen 0,8 %. Die auf der Grundlage des Erzeugerpreisindex errechneten durchschnittlichen Realzinsen sind folglich höher als die auf der Grundlage des HVPI. Dies gilt insbesondere für den aktuellen Stand, bis zu einem gewissen Grad jedoch auch für die Berechnung für die Zeit seit 1991.

Das Hauptargument für die Verwendung des EPI ist, daß dieser für Investitionsentscheidungen relevanter sein könnte, da er den Preis der produzierten Güter der Unternehmen anzeigt. Investitionen gelten oft als die am empfindlichsten auf den Zinssatz reagierende Komponente der Gesamtnachfrage und somit als wichtiges Element des Transmissionsmechanismus. Es sprechen jedoch einige Gründe dagegen, den EPI als Grundlage für die Messung des Realzinses zu verwenden. Erstens wird der EPI gewöhnlich stärker von dem Preis importierter Rohstoffe und den Energiepreisen beeinflusst als der HVPI. Diese Rohstoff- und Energieimporte sind oftmals wichtige Produktionsmittel. Die Rentabilität eines Investitionsprojekts hängt jedoch nicht nur von dem Preis der produzierten Güter des Unternehmens ab, sondern auch von dem Preis der eingesetzten Produktionsmittel. Zweitens erstreckt sich der EPI nur auf den Industriesektor, d. h. Dienstleistungen werden nicht berücksichtigt. Der Dienstleistungssektor ist ein großer (und wachsender) Bestandteil der Wirtschaft des

Euro-Währungsgebiets. Der EPI könnte daher für die Preisentwicklungen, die für Investitionen in der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets insgesamt relevant sind, nicht repräsentativ sein. Hinzu kommt schließlich, daß die Konsumgüternachfrage auch bis zu einem gewissen Grad vom Zinssatz abhängig ist. Ein auf der Grundlage des Verbraucherpreisindex berechneter Realzins ist bei der Untersuchung und Beurteilung der Konsum- und Sparscheidungen von Privatpersonen auf jeden Fall ein besserer Maßstab als ein anhand des Erzeugerpreisindex errechneter Realzins, da er den intertemporalen Preis von Konsumgütern widerspiegelt.

Der aktuelle Stand des *kurzfristigen Realzinses* (gemessen als Differenz zwischen dem durchschnittlichen Dreimonats-EURIBOR im Februar 1999 (3,1 %) und der jüngsten HVPI-Inflationsrate (0,8 % für Januar 1999)) liegt bei 2,3 % (siehe erste Tabelle unten). Bei Verwendung einer auf dem HVPI basierenden Inflationsrate unter Herausrechnung der Energiepreise ergibt sich ein Realzins von 1,8 %. Legt man ein verfeinertes Maß für die Inflationserwartungen zugrunde, nämlich die jüngsten IWF- und OECD-Inflationsprognosen für 1999 (Stand Dezember 1998), ergibt sich für 1999 ein kurzfristiger Realzins von 1,7 %.

### Messungen der aktuellen kurzfristigen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.)

Auf der Grundlage des jüngsten HVPI <sup>1)</sup>	2,3
Auf der Grundlage des jüngsten HVPI ohne Energiepreise <sup>1)</sup>	1,8
Auf der Grundlage von IWF/OECD-Schätzungen (Dezember 1998) <sup>2) 3)</sup>	1,7

1) Kurzfristiger Nominalzins im Februar 1999 abzüglich der Inflationsrate im Januar 1999.

2) Kurzfristiger Nominalzins im Februar 1999 abzüglich des durchschnittlichen Inflationsprognosewerts für 1999. IWF-Prognose aus dem World Economic Outlook (Weltwirtschaftsbericht). OECD-Prognosen aus dem OECD-Wirtschaftsausblick.

3) Deflator für den Privaten Verbrauch.

Die aktuelle Höhe der kurzfristigen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet kann mit ihrer historischen Entwicklung und mit dem Niveau in anderen wichtigen Industrieländern verglichen werden (siehe Tabelle unten). Der Durchschnitt im Euro-Währungsgebiet in den neunziger Jahren - ein Wert, der u. a. durch Wechselkursrisikoprämien und übermäßige Haushaltsdefizite beeinflusst wurde - ist mit 4,5 % fast doppelt so hoch wie der aktuelle Wert (2,3 %). Der aktuelle kurzfristige Realzins im Euro-Währungsgebiet ist auch niedriger als der deutsche Durchschnittswert sowohl für die neunziger Jahre (3,2 %) als auch für die gesamte Zeitspanne von 1960 bis 1998 (2,8 %). Zudem liegt er auch unter dem entsprechenden Wert in den Vereinigten Staaten, wo der durchschnittliche kurzfristige Realzins im Februar 1999 3,2 % betrug.

### Historische kurzfristige und langfristige Realzinsen <sup>1)</sup>

(in % p.a.)

Zeitraum	Kurzfristiger Realzins			Langfristiger Realzins		
	Euro-Währungsgebiet	Deutschland	Vereinigte Staaten	Euro-Währungsgebiet	Deutschland	Vereinigte Staaten
1960-69	.	2,2	2,8	.	4,2	2,4
1970-79	.	1,9	0,9	.	3,2	0,5
1980-89	.	3,9	5,0	.	4,8	5,5
1990-98	4,5	3,2	2,3	5,2	4,1	3,9
1960-98	.	2,8	2,8	.	4,1	3,1
Aktuelles Niveau <sup>2)</sup>	2,3	-	3,2	3,2	-	3,3

1) Die kurzfristigen Realzinsen werden durch Subtraktion der gegenwärtigen 12-Monats-Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex vom nominalen Dreimonatssatz errechnet. Die langfristigen Realzinsen werden durch Subtraktion der gegenwärtigen 12-Monats-Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex von den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen errechnet. Die aktuellen Daten zum Euro-Währungsgebiet basieren auf der HVPI-Inflationsrate.

2) Nominalzinssatz der Tagesdurchschnitte im Februar 1999 abzüglich der Inflationsrate im Januar 1999.

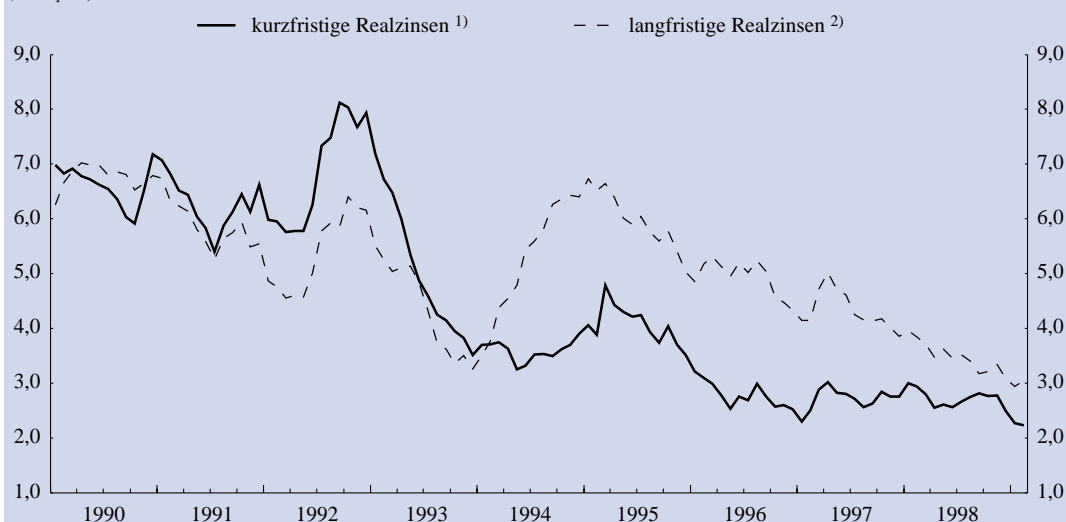
. nicht verfügbar - nicht zutreffend

Beim *langfristigen Realzins* im Euro-Währungsgebiet (gemessen an den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen) lag der Durchschnittswert im Februar 1999 bei 3,2 % (siehe Tabelle oben). Wie die reale Rendite einer VPI-indexierten zehnjährigen Anleihe des französischen Schatzamts belegt, deuten die Markterwartungen Anfang März 1999 auf einen realen Zinssatz von 3 % über die nächsten zehn Jahre (siehe Kasten 2 auf Seite 16 f. des Monatsberichts vom Februar 1999). Der durchschnittliche langfristige Realzins im Euro-Währungsgebiet lag im Februar 1999 etwa 200 Basispunkte unter dem Durchschnitt der neunziger Jahre (5,2 %) und auch deutlich unter dem Durchschnittswert der vergangenen dreißig Jahre in Deutschland (4,1 %). In den Vereinigten Staaten lag der langfristige Realzins im Februar 1999 mit im Durchschnitt 3,3 % etwas höher als der des Euro-Währungsgebiets. Der durchschnittliche Realzins preisindexierter Anleihen des amerikanischen Schatzamts mit einer Laufzeit von zehn Jahren betrug im Februar 1999 etwa 3,8 %. Dies alles bestätigt, daß die Realzinsen im Euro-Währungsgebiet als relativ niedrig angesehen werden können, sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich.

Die Abbildung unten zeigt die Entwicklung der kurzfristigen und langfristigen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet in den neunziger Jahren. Der Rückgang der Realzinsen in den letzten Jahren kann bis zu einem gewissen Grad mit der konjunkturellen Lage zusammenhängen. Es ist jedoch bemerkenswert, daß die Realzinsen sich momentan auf einem niedrigeren Niveau befinden als Mitte der neunziger Jahre, als die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe auf einem vergleichbaren Stand war wie heute. Dies läßt den Schluß zu, daß andere Faktoren, wie sinkende Inflation, zurückgehende Wechselkursrisikoprämien und niedrigere Haushaltsdefizite, den beträchtlichen Rückgang der durchschnittlichen Realzinsen im Euro-Währungsgebiet herbeigeführt haben. Dies ist eine klare Veranschaulichung der Vorteile des Konvergenzprozesses in Richtung Währungsunion und zeigt, daß die Fortschritte auf dem Weg zu niedriger Inflation, Wechselkursstabilität und einer verbesserten Haushaltslage zusammen zu niedrigeren Realzinsen geführt haben. Die Einführung einer glaubwürdigen einheitlichen Geldpolitik in diesem günstigen Umfeld hat die Zuversicht in die Preisstabilität verstärkt und dadurch zu einem Rückgang der Realzinsen und einer Förderung des Wirtschaftswachstums geführt.

### Kurzfristige und langfristige Realzinsen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage aggregierter Daten der einzelnen Länder; Monatsdurchschnitte.

Anmerkung: Nominalzinsen abzüglich der Veränderung des Verbraucherpreisindex gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum.

1) Durchschnitt der nationalen 3-Monats-Interbankenmarktsätze im Euro-Währungsgebiet bis 29. Dezember 1998; 3-Monats-EURIBOR ab 30. Dezember 1998.

2) Renditen langfristiger Staatsanleihen, zehnjähriger Anleihen bzw. der nächstliegenden Laufzeiten.

Informationen, die in den Finanzmarktpreisen im Euro-Währungsgebiet enthalten sind, gelegentlich Vorsicht angebracht ist.

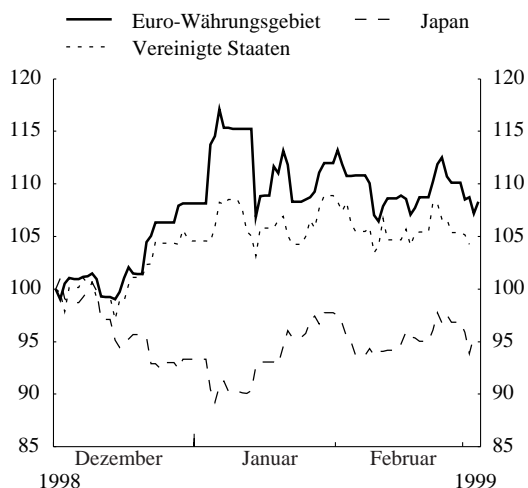
### Leichter Rückgang an den Aktienmärkten

Die jüngsten Entwicklungen auf den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets wurden stark von der Entwicklung an den globalen Finanzmärkten beeinflusst. In der ersten Hälfte des Februars setzten sich die relativ volatilen Tendenzen fort, die bereits im Januar 1999 zu beobachten waren, und die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, gemessen an dem breiten Dow-Jones-EURO-STOXX-Index, fielen um fast 5 %. Im Anschluß daran stiegen sie trotz einiger Volatilität wieder an, so daß sie am 4. März 1999 3 % unter ihrem Stand von Ende Januar 1999 lagen (siehe Abbildung 8). Ein vergleichbares Entwicklungsmuster mit anfänglichen Kursrückgängen und anschließenden Kursanstiegen war sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Japan zu beobachten. In den Vereinigten Staaten ist der Standard-and-Poor's-500-Index von Ende Januar bis zum 4. März 1999 um etwa 2,5 % gefallen, und der japanische Nikkei-225-Index verzeichnete in der gleichen Zeit einen Rückgang von über 2 %.

Die Entwicklung der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet im Februar 1999 wurde erheblich von der Übertragung eines hohen Maßes an Volatilität von dem Aktienmarkt der Vereinigten Staaten beeinflusst. Diese Volatilität spiegelte die Tatsache wider, daß sich der Konjunkturaufschwung offensichtlich über zwei gegenläufige Kanäle auf die Aktienkurse ausgewirkt hat. Einerseits kam es zu einer Aufwärtstendenz der Aktienkurse, da die positiven Nachrichten die Erwartungen zukünftiger Dividendenströme eher erhöhten. Andererseits hatte die verbesserte Konjunkturlage Auswirkungen auf die Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten. Dies könnte sich auf den Diskontierungsfaktor zukünftiger Dividendenzahlungen ausgewirkt und somit zu einem Rückgang der Aktienkurse geführt haben. Insgesamt lag der US-amerikanische Standard-and-Poor's-500-Index angesichts dieser Entwicklungen am 4. März 1999

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

(1. Dezember 1998 = 100; Tageswerte)



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

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

etwas mehr als 1 % über dem Stand von Ende 1998 und 5 % über den im Juli 1998 erreichten Höchstwerten.

Als Antwort auf die Auswirkungen dieser Aktienmarktentwicklungen in den Vereinigten Staaten und den Anstieg der langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet unterlagen die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet zeitweise einem Abwärtsdruck. In der Einschätzung der Märkte könnte die Abwertung des Euro im Februar auf kurze Sicht jedoch ein Anzeichen verbesserter Aussichten für Exporte und Unternehmensgewinne sein. Ein weiterer positiver Einfluß auf den Aktienmarkt des Euro-Währungsgebiets rührte von den Erwartungen verstärkter Fusionen in verschiedenen Wirtschaftsbereichen des Euro-Währungsgebiets.

Insgesamt lagen die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet angesichts dieser Entwicklungen am 4. März 1999 auf etwa demselben Stand wie Ende Dezember 1998, jedoch immer noch fast 11 % unter den Höchstständen Mitte Juli 1998.

## 2 Preisentwicklung

### Anstieg der Verbraucherpreise um die Jahreswende unverändert

Nach Redaktionsschluß der Februar-Ausgabe des Monatsberichts hat Eurostat Angaben zur Teuerungsrate nach dem HVPI für Januar 1999 veröffentlicht und Daten für den Zeitraum vor 1999 leicht revidiert. Den revidierten Angaben zufolge ist die Teuerungsrate nach dem HVPI im Trend von 1,4 % im Juni 1998 auf 0,8 % im November 1998 gesunken, während sie im Dezember 1998 und Januar 1999 bei 0,8 % verharrte (siehe Tabelle 2).

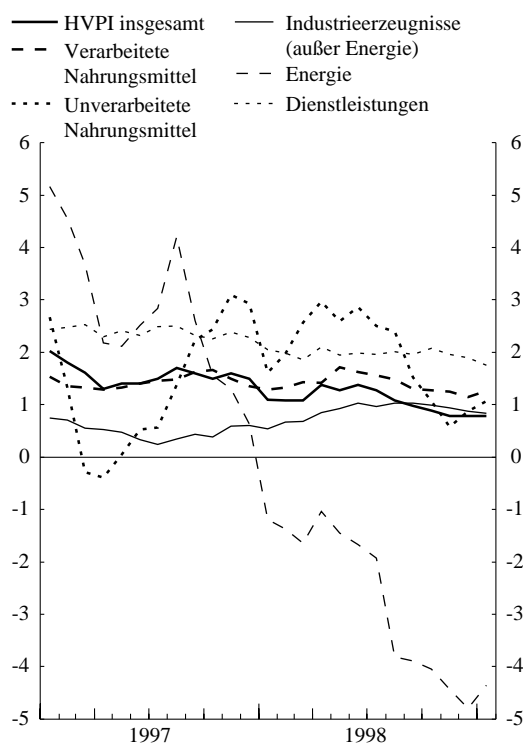
Wengleich sich um die Jahreswende dem Index insgesamt zufolge das Bild einer unveränderten Teuerungsrate ergab, zeigten die Teilkomponenten des HVPI eher uneinheitliche

Tendenzen an. Einerseits stiegen die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Januar 1999 im Vergleich zum Stand zwölf Monate zuvor um 1,1 % (nach 0,6 % im November 1998) (siehe Abbildung 9), und der Rückgang der Energiepreise fiel im Januar 1999 mit 4,4 % geringer aus als im Vormonat; dies entsprach aber der Rate im November 1998. Andererseits verlangsamten sich die Preissteigerungen für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und im Dienstleistungsbereich. Die Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) stiegen im Januar 1999 um 0,8 % gegenüber je 0,9 % im November und Dezember 1998 und 1,0 % im Oktober 1998; darin könnte sich der Rückgang der industriellen Erzeugerpreise im Konsumgütersektor zum Jahresende 1998 niedergeschlagen haben. Die Verlangsamung der Preissteigerung bei Dienstleistungen auf 1,8 % im Januar (von rund 2 % im gesamten Jahr 1998) war hauptsächlich auf den geringeren Preisanstieg bei Verkehrsleistungen und bei der Nachrichtenübermittlung zurückzuführen. Hierbei spielte die Deregulierung in diesen Sektoren eine Rolle. Im allgemeinen könnte sich allerdings sowohl bei den Industrieerzeugnissen (außer Energie) als auch bei den Dienstleistungen die Verringerung der Energiepreise im Verlauf des Jahres 1998 mit zeitlicher Verzögerung ausgewirkt haben.

**Abbildung 9**

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht.

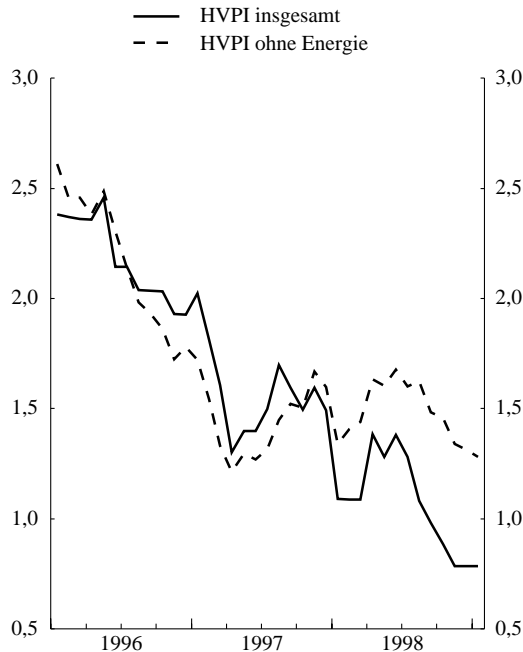
### Auswirkungen der Energiepreise auf die aktuelle und die weitere Entwicklung der Verbraucherpreise

Neben den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel, die im allgemeinen starken Schwankungen unterworfen sind, waren die Energiepreise der Hauptfaktor für die rückläufige Entwicklung der Preissteigerungsrate nach dem HVPI (gemessen an der Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum) in der zweiten Jahreshälfte 1998. Ein Vergleich der Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI insgesamt mit einem HVPI-Index ohne Energiepreise ergibt, daß sich letzterer seit Anfang des Jahres 1997 um einen Wert von 1 ½ % bewegte, während die Teuerungsrate nach dem HVPI insgesamt einem deutlichen Ab-



**Abbildung 10**  
**Indikatoren für die Teuerung im Euro-**  
**Währungsgebiet nach dem HVPI**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht.

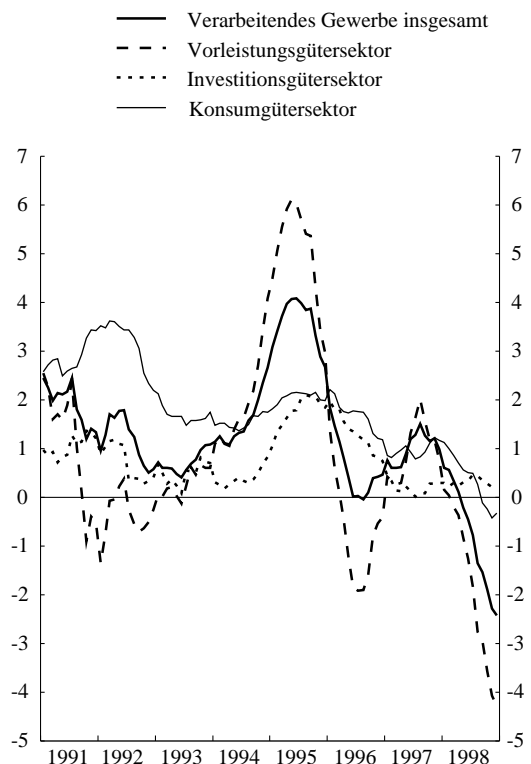
wärtstrend folgte (siehe Abbildung 10). Beides unterstreicht die Tatsache, daß im Euro-Währungsgebiet eindeutig Preisstabilität herrscht, auch wenn die Preise aufgrund der Entwicklung der Energiepreise im Jahr 1998 einem gewissen Abwärtsdruck ausgesetzt waren. Diese Entwicklung steht in engem Zusammenhang mit den Weltmarktpreisen für Öl. Neben den Auswirkungen der kürzlich erfolgten Deregulierung im Energieversorgungssektor, Änderungen bei der Besteuerung von Energie und Änderungen von Wechselkursen schlagen sich Änderungen der Ölpreise auf dem Weltmarkt in der Regel mit einer nur geringen zeitlichen Verzögerung in dem Teilindex des HVPI für Energie nieder. Bei einer Stabilisierung oder einem Anstieg der Ölpreise wäre daher zu erwarten, daß sich eine solche Entwicklung über die Energiepreiskomponente rasch auf die Verbraucherpreise auswirkt. Darüber hinaus werden sich Änderungen der Weltmarktpreise für Öl (wie auch für andere Rohstoffe) entsprechend ihrer

Auswirkungen auf die Produktionskosten in der gesamten Wirtschaft mit einer etwas größeren zeitlichen Verzögerung in anderen Komponenten des Verbraucherpreisindex niederschlagen. Dies könnte insbesondere bei den Industrieerzeugnissen (außer Energie) der Fall sein (siehe auch unten den Abschnitt über die Entwicklung der industriellen Erzeugerpreise).

Betrachtet man die Entwicklung in der Vergangenheit, so ist der Weltmarktpreis für Öl seit Anfang des Jahres 1997 im Trend deutlich gesunken; im Dezember 1998 erreichte er, real gerechnet, einen historischen Tiefstand (8,8 EUR je Barrel). Im Januar 1999 stieg er jedoch auf 9,5 EUR je Barrel und betrug im Februar 1999 noch 9,4 EUR (dies entspricht 10,6 USD) je Barrel. Somit hat sich die rückläufige Entwicklung der Preise Anfang des Jahres 1999 nicht fortge-

**Abbildung 11**  
**Industrielle Erzeugerpreise im Euro-**  
**Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht.





Jahresmitte 1998 deutlich nachgegeben; zeitweise gaben sie sogar Anlaß zu der Befürchtung, der Preisrückgang könnte anhalten und auf die Gesamtwirtschaft übergreifen. Zwar steht außer Zweifel, daß es keine Faktoren gibt, die auf die Gefahr eines unmittelbaren, besorgniserregenden Preisauftriebs schließen ließen, doch sind eine Reihe von Faktoren zu erkennen, die darauf hinweisen, daß sich die jüngste Abwärtsbewegung bei den Preisen auf einen Teilbereich (nämlich den Vorleistungsgütersektor) konzentriert und in den anderen Bereichen weit weniger ausgeprägt ist.

Abbildung 11 veranschaulicht, daß der jährliche Anstieg der industriellen Erzeugerpreise insgesamt im Euro-Währungsgebiet seit etwa 1996 verhalten und seit dem zweiten Quartal 1998 sogar negativ war. Im Dezember 1998 lagen die industriellen Erzeugerpreise um 2,4 % unter ihrem entsprechenden Vorjahrsstand. Doch die Preise im Vorleistungsgütersektor sanken weit aus stärker als in anderen Branchen wie z. B. im Investitionsgütersektor und im Konsumgütersektor.

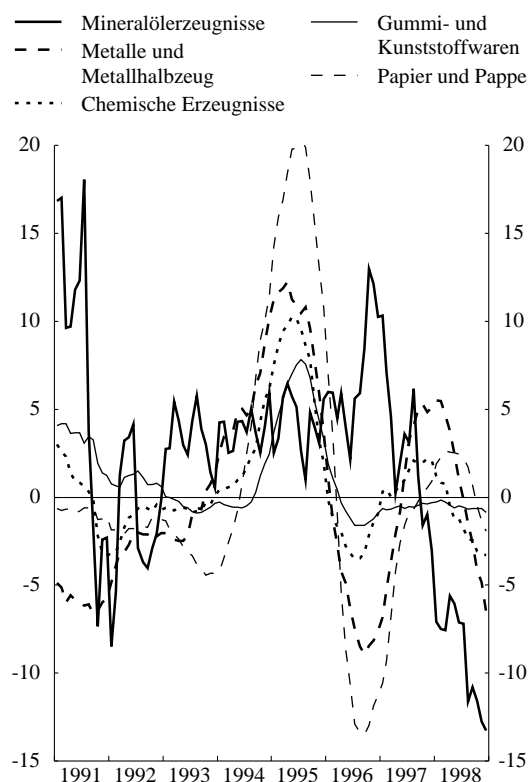
Abbildung 12 zeigt die Erzeugerpreise in den verschiedenen Teilbereichen des Vorleistungsgütersektors. Angesichts des Rückgangs der Weltmarktpreise (in Euro) für Öl, NE-Metalle und Eisenerz seit Mitte des Jahres 1997 ist es nicht überraschend, daß der stärkste Rückgang bei Preisen für Vorleistungsgüter bei den Preisen für Mineralölerzeugnisse verzeichnet wurde, gefolgt von den Preisen für Metalle und Metallhalbzeug. Die Preise für chemische Erzeugnisse und, in jüngster Zeit, auch für Papier und Pappe gingen ebenfalls zurück, wenngleich in einem geringeren Ausmaß als die Preise für Metalle und Metallhalbzeug. Demgegenüber sind die Preise für Gummi- und Kunststoffwaren im Lauf der letzten zweieinhalb Jahre langsam, aber stetig gesunken. Da die Waren in allen genannten Produktionszweigen in einem geringeren Umfang veredelt werden als im Konsumgüter- und im Investitionsgütersektor, ist der Anteil der Rohstoffe an den Produktionskosten höher. Daher hat die Entwicklung der Rohstoffpreise am Weltmarkt häufig einen großen Einfluß auf die Preise der Vorleistungsgüter.

Da die Vorleistungsgüterpreise darüber hinaus dem internationalen Wettbewerb stärker ausgesetzt sind als die Preise von vielen Fertigwaren, kann das jüngst zu verzeichnende Bild sinkender Preise auch mit einem stärkeren, von Herstellern außerhalb des Euro-Währungsgebiets ausgeübten Wettbewerbsdruck zusammenhängen.

Neben diesen außenwirtschaftlichen Faktoren kann die Tatsache, daß es in den letzten Jahren keinen nennenswerten, im Euro-Währungsgebiet entstandenen Aufwärtsdruck bei den Preisen gab, auf eine verhaltene Entwicklung bei den Lohnkosten zurückgeführt werden. Gemessen an den Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer waren die Lohnsteigerungen mit gut 1 % in den ersten drei Quartalen des Jahres 1998 gering, während die Arbeitsproduktivität etwas stärker zunahm und so zu einer Verringerung der Lohnstückkosten im selben

**Abbildung 12**  
**Industrielle Erzeugerpreise im Vorleistungsgütersektor**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Zeitraum führte. Derzeit sind keine aktuelleren Daten erhältlich, doch es gibt Anzeichen dafür, daß sich die Lohnsteigerungen im Verlauf des Jahres 1999 beschleunigen könnten.

Im ganzen gesehen läßt die jüngste Entwicklung der Verbraucherpreise insgesamt und der verschiedenen anderen Preis- und Kostenindikatoren und ihrer Hauptbestimmungsgründe darauf schließen, daß es in der näheren Zukunft keinen nennenswerten Aufwärtsdruck auf die Preise geben wird. Dennoch weisen diese Trends darauf hin, daß die jüngste Preisentwicklung von einer Reihe von Faktoren beeinflusst wurde, die außergewöhnlich waren und deren Wirkungen

auslaufen werden, insbesondere im Fall einer günstigeren weltwirtschaftlichen Entwicklung. Doch angesichts der Ungewißheit einer fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung bedeutender Volkswirtschaften und Handelspartner des Euro-Währungsgebiets läßt sich der Zeitpunkt einer Stabilisierung oder eines Anstiegs der Ölpreise und der anderen Rohstoffpreise kaum mit Genauigkeit voraussagen. Die jüngste Abwärtsbewegung bei einzelnen Preis- und Kostenindikatoren muß daher, unter Berücksichtigung der jüngsten Trends bei den Weltmarktpreisen und Wechselkursen des Euro, genau beobachtet werden. Darüber hinaus muß auch die Entwicklung der Lohnkosten im Auge behalten werden.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Deutliche Verlangsamung des Wachstums des realen BIP im vierten Quartal 1998

Nach einer vorläufigen Schätzung von Eurostat zum realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet, die weitgehend mit der Entwicklung übereinstimmt, die aufgrund der verfügbaren na-

tionalen Statistiken zu erwarten ist, hat sich das BIP-Wachstum im letzten Quartal 1998 im Vergleich zu den vorangegangenen Quartalen deutlich verlangsamt (siehe Tabelle 3). Während das Wachstum im Vorquartalsvergleich für das gesamte Euro-Währungsgebiet auf durchschnittlich jeweils rund 0,7 % in den ersten drei Quartalen des letzten Jahres geschätzt wird, geht

**Tabelle 3**  
**Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet**

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

	1996	1997	1998	1998 Q1	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1998	1998	1998	1998	1998	1999
								Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.	Jan.
Gleitender Dreimonatsdurchschnitt (zentriert)													
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,6	2,5	3,0	3,8	3,0	2,9	2,4	-	-	-	-	-	-
- Veränderung zur Vorperiode <sup>1)</sup>	-	-	-	0,9	0,6	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-
Industrieproduktion													
ohne Baugewerbe	0,0	4,1	4,1	6,3	4,4	4,0	1,9	4,0	3,6	3,1	1,9	.	.
- Veränderung zur Vorperiode <sup>2)</sup>	-	-	-	1,4	0,8	0,2	-0,3	0,2	0,1	0,2	-0,3	.	.
darunter:													
Verarbeitendes Gewerbe	-0,2	4,8	4,6	7,3	5,0	4,3	1,8	4,3	4,0	3,2	1,8	.	.
nach Hauptgruppen:													
Vorleistungen	-0,7	5,4	3,9	7,3	4,3	3,3	0,8	3,3	2,6	2,1	0,8	.	.
Investitionsgüter	1,7	4,2	6,8	9,1	6,6	6,9	4,9	6,9	7,0	6,2	4,9	.	.
Konsumgüter	-0,5	2,0	3,5	4,1	4,1	3,9	2,1	3,9	3,8	3,2	2,1	.	.
Baugewerbe	-2,6	-1,0	-1,1	2,8	-1,0	-2,1	-3,6	-2,1	-2,6	-3,2	-3,6	.	.
Kapazitätsauslastung (%) <sup>3)</sup>	80,3	81,6	83,1	83,1	83,6	83,3	82,4	-	-	-	-	-	-
Indikator für die konjunkturelle													
Einschätzung	-2,7	2,5	3,2	3,7	4,4	3,0	1,6	3,0	2,1	1,8	1,6	1,7	1,3
Vertrauensindikator													
für die Verbraucher <sup>4)</sup>	-9	-3	7	4	6	7	10	7	7	8	10	11	11
Vertrauensindikator													
für die Industrie <sup>4)</sup>	-8	3	7	10	10	7	0	7	5	3	0	-1	-2
Vertrauensindikator													
für das Baugewerbe <sup>4)</sup>	-13	-10	4	-2	1	10	8	10	9	9	8	11	12
Einzelhandelsumsätze													
zu konstanten Preisen	1,1	0,8	.	2,8	1,8	2,9	.	2,9	2,4	2,9	.	.	.
Pkw-Neuzulassungen	6,6	3,9	7,6	12,6	3,3	7,4	7,5	7,4	5,1	7,7	7,5	9,0	.
Beschäftigung													
(Gesamtwirtschaft)	0,2	0,3	.	1,0	1,1	1,4	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitslosigkeit (Veränderung													
gegen Vorjahr in Tsd.)	419	97	-862	-523	-828	-1020	-1071	-1020	-1065	-1108	-1072	-1000	.
Arbeitslosigkeit													
(in % der Erwerbspersonen)	11,6	11,6	11,0	11,2	11,0	10,9	10,7	10,9	10,8	10,7	10,7	10,7	.

Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission, ACEA/A.A.A., nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht. Alle Daten außer der Industrieproduktion (arbeitsmäßig bereinigt), den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind saisonbereinigt.

1) Saisonbereinigte Daten.

2) Saisonbereinigte Daten; Monatsangaben stellen den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor 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. Jüngste Angaben: 83,7% (Juli 1998); 82,8% (Okt. 1998); 81,9% (Jan. 1999).

4) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

man davon aus, daß sich das BIP-Wachstum im vierten Quartal auf nur noch 0,2 % verlangsamt hat (und damit + 2,4 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal betrug). Wie bereits im Monatsbericht vom Februar erläutert wurde, ist aufgrund der unterschiedlichen Verfahren zur arbeitstäglichen und saisonalen Bereinigung und vor allem wegen der vermutlich noch zu erwartenden Revisionen bei der Interpretation der vierteljährlichen Entwicklung des BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet auf Basis erster Schätzungen Vorsicht geboten. Ferner ist zu berücksichtigen, daß diese Schätzung lediglich auf den für einige größere Länder im Euro-Währungsgebiet (Deutschland, Frankreich, Spanien, Italien und die Niederlande) verfügbaren

Angaben beruht, auch wenn auf diese Länder zusammen mehr als 80 % des gesamten BIP im Euro-Währungsgebiet entfällt. Für die restlichen Länder enthält die Schätzung Prognosen von Eurostat. Gleichwohl bestätigen die Daten die zuvor gehegten Erwartungen, daß das Produktionswachstum um die Jahreswende erheblich nachgelassen hat. Insgesamt wird das reale BIP-Wachstum für 1998 auf 3,0 % geschätzt, was merklich über der Wachstumsrate von 1997 liegt. Das langsamere Wachstum im vierten Quartal bestätigt jedoch den generellen Eindruck, daß das BIP-Wachstum 1999, insbesondere zu Anfang des Jahres, geringer ausfallen wird (siehe auch Kasten 2).

## Kasten 2

### Überblick über die Aussichten für das Euro-Währungsgebiet im Jahr 1999

Das reale BIP-Wachstum für das Euro-Währungsgebiet fiel im Jahr 1998 mit 3,0 % trotz der Verschlechterung des außenwirtschaftlichen Umfelds deutlich kräftiger aus als im Jahr zuvor; dabei glich die Verstärkung der Inlandsnachfrage den verminderten Wachstumsbeitrag der Nettoexporte mehr als aus. Die 1998 erreichte Wachstumsrate war die höchste seit 1990 und ging mit einer Zunahme der Beschäftigung sowie - erstmals seit 1995 - einem Rückgang der Arbeitslosigkeit einher. Allerdings gab es im Verlauf des Jahres 1998 auch Anzeichen für eine Abschwächung des Wachstums im Euro-Währungsgebiet, und zwar zunächst bei der Industrieproduktion und gegen Jahresende beim BIP insgesamt. Im gesamten Jahr verlangsamte sich der Anstieg des HVPI auf 1,1 % gegenüber 1,6 % im Jahr 1997. Damit setzte sich der Abwärtstrend der letzten Jahre fort; Ende 1998 betrug die Jahresrate des HVPI 0,8 %.

Die Auswirkungen der Krise in den Schwellenländern auf das Euro-Währungsgebiet haben zu einer erheblichen Verunsicherung im Hinblick auf die Beurteilung der Aussichten geführt. Sowohl die Prognosen für das reale Produktionswachstum als auch für die Teuerung wurden im Verlauf des Jahres 1998 tendenziell nach unten korrigiert, da sich der negative Einfluß des außenwirtschaftlichen Umfelds als stärker und dauerhafter

### Prognosen zu Inflationsentwicklung und realem BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet für 1999 <sup>1)</sup>

	Jüngste Prognose	Inflation		Reales BIP	
		Prognose (in % p.a.)	Veränderung (in Prozentpunkten) <sup>2)</sup>	Prognose (in % p.a.)	Veränderung (in Prozentpunkten) <sup>2)</sup>
Europäische Kommission	Okt. 1998	1,4	-0,5	2,6	-0,6
IWF	Dez. 1998	1,4	-0,2	2,4	-0,4
NIESR <sup>3)</sup> 4)	Jan. 1999	1,0	-0,4	2,2	-0,2
OECD	Dez. 1998	1,4	-0,4	2,5	-0,4
Consensus Economics <sup>4)</sup>	Febr. 1999	1,1	-0,1	2,2	0,2

1) Differenzierende Prognosen aufgrund unterschiedlicher exogener Annahmen der einzelnen Institute sind möglich.

2) Differenz zwischen der jüngsten und der vorhergehenden Prognose in Prozentpunkten; halbjährlich (Europäische Kommission und OECD), vierteljährlich (NIESR) und monatlich (Consensus Economics); Aktualisierung des IWF vom Dezember 1998 verglichen mit der Prognose vom Oktober 1998.

3) National Institute of Economic and Social Research.

4) Die Angaben von NIESR und Consensus Economics enthalten keine Daten für Luxemburg.

herausstellte als ursprünglich erwartet. Die folgende Tabelle faßt die Erwartungen bezüglich des realen BIP-Wachstums und der Inflation im Jahr 1999 auf Grundlage der jüngsten Prognosen internationaler Organisationen sowie privater Institutionen zusammen. Dabei ist zu beachten, daß Differenzen zwischen den Prognosen teilweise darauf zurückzuführen sind, daß die Schätzungen von unterschiedlichen Annahmen ausgehen und zu unterschiedlichen Zeitpunkten veröffentlicht wurden. Darüber hinaus konnten in den Prognosen die Folgen des schwächer als erwartet ausgefallenen BIP-Wachstums im letzten Quartal 1998 nicht berücksichtigt werden. Gleichwohl können sie dazu dienen, die allgemein nach unten gerichteten Anpassungen der Prognosen zu veranschaulichen.

#### ***Allgemein Wachstumsabschwächung für 1999 erwartet***

Im allgemeinen wird für 1999 mit einer Fortsetzung des Wachstums des realen BIP im Euro-Währungsgebiet gerechnet, jedoch mit einem geringeren Tempo als 1998. Obwohl das Ausmaß der erwarteten Abschwächung unterschiedlich beurteilt wird, gehen die meisten Schätzungen für 1999 von einem realen BIP-Wachstum von 2 bis 2 ½ % aus. Dabei stehen die jüngsten Wachstumsprognosen am unteren Ende dieser Skala. Die Erwartung eines schwächeren Produktionswachstums im Jahr 1999 wird im allgemeinen mit einer schwächeren Nachfrage aus den wichtigsten Überseemärkten begründet. Die Inlandsnachfrage dürfte 1999 weiterhin vorwiegend durch den Privaten Verbrauch getragen werden. Eine Folge des geringeren Anstiegs der Verbraucherpreise war ein unerwarteter Anstieg der Realeinkommen der privaten Haushalte. Dies hat zusammen mit einer Beschleunigung des Beschäftigungswachstums seit Anfang 1997 einen deutlichen Anstieg der Zuversicht bei den Verbrauchern mit sich gebracht und läßt eine Fortsetzung des Wachstums des Privaten Verbrauchs im Jahr 1999 erwarten. Die meisten Prognosen gehen ferner davon aus, daß die Investitionen, unter anderem gestützt durch niedrige Zinsen, weiter wachsen werden.

Die Risiken einer Abschwächung des Produktionswachstums bleiben weiter bestehen. Insbesondere könnten rückläufige Gewinne im Unternehmenssektor aufgrund einer schwächeren Nachfrage nach Exporten aus dem Euro-Währungsgebiet zu einem Rückgang der Unternehmensinvestitionen, einem verstärkten Lagerabbau und einem schwächeren Beschäftigungswachstum führen. Darüber hinaus könnte ein gravierender Stimmungsumschwung bei den Verbrauchern, deren Zuversicht um die Jahreswende ungewöhnlich groß war, eine Fortsetzung des Wachstums des Privaten Verbrauchs gefährden. Die sich aus dem außenwirtschaftlichen Umfeld ergebenden Risiken und Chancen sind möglicherweise etwas besser ausgeglichen, bleiben jedoch ein erheblicher Unsicherheitsfaktor für die weiteren Aussichten (siehe auch Abschnitt 5).

#### ***Lage am Arbeitsmarkt dürfte sich verbessern, jedoch in geringerem Maße als 1998***

Die Lage am Arbeitsmarkt dürfte sich 1999 im Euro-Währungsgebiet im allgemeinen weiter verbessern, nachdem die Arbeitslosigkeit 1998 um etwa 0,8 Prozentpunkte zurückgegangen ist, wodurch sich die Arbeitslosenquote im Januar 1999 auf 10,6 % verringerte. Die Zunahme der Beschäftigung dürfte sich fortsetzen, jedoch mit einer geringeren Rate als im Jahr 1998. Für einen nachhaltigeren Abbau der Arbeitslosigkeit sind weit größere strukturelle Reformen in einer Reihe von Ländern erforderlich.

#### ***Geringe Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung***

In der Haushaltspolitik für das Jahr 1999, wie sie aus den ersten Haushaltsplänen der meisten Regierungen hervorgeht, wurde ein für das Euro-Währungsgebiet insgesamt weitgehend neutraler Kurs eingeschlagen. So dürfte die für 1999 angestrebte geringe Rückführung der Defizitquote im gewogenen Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets auf einen Rückgang der Zinsausgabenquote (bezogen auf das BIP) in ähnlicher Größenordnung zurückzuführen sein. Mit Ausnahme der Länder, die 1998 die nachlassende Wirkung der im Vorjahr eingeleiteten temporären Maßnahmen kompensieren müssen, beinhalten die Haushaltspläne der einzelnen Länder also keine durchgreifende Haushaltskonsolidierung. Vielmehr wurden die 1997 unternommenen Anstrengungen eher abgeschwächt. In jüngster Zeit haben einige Regierungen angesichts des unerwartet schwachen Wachstums einiger Nachfragekomponenten in Erwägung gezogen, automatische Stabilisatoren - zumindest auf der Einnahmenseite - uneingeschränkt wirken zu lassen. Dies könnte mit der Erreichung der angekündigten Haushaltsziele vereinbar sein, da die Auswirkungen des verlangsamten Produktionswachstums -

besonders bei den Ausfuhren - auf die öffentlichen Einnahmen nicht sehr groß sein dürften. Darüber hinaus hat jedoch die erwartete Abschwächung des Wachstums Forderungen nach einem expansiveren finanzpolitischen Kurs aufkommen lassen, um den Einfluß der schwächeren Nachfragekomponenten auszugleichen. Eine solche diskretionäre Lockerung der Finanzpolitik könnte jedoch die Unsicherheit über den zukünftigen finanzpolitischen Kurs und die Erreichung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt verankerten Ziele erhöhen sowie einen Anstieg der strukturellen Defizite verursachen.

#### ***Anstieg der Verbraucherpreise dürfte gedämpft bleiben***

Der erwartete Anstieg der Verbraucherpreise im Jahr 1999 wurde ebenfalls tendenziell nach unten korrigiert. Die veränderte Einschätzung der kurzfristigen Preisentwicklung ist zum Teil darauf zurückzuführen, daß die Energiepreise niedriger ausfielen als erwartet. Obwohl die Inflationsraten im Verlauf des Jahres 1999 insbesondere aufgrund des Einflusses stabilerer oder etwas höherer Energiepreise auf den Preisindex insgesamt wieder ansteigen könnten, dürften sie 1999 im Durchschnitt dennoch deutlich unter 2 % bleiben.

Im Hinblick auf die Teuerung auf der Verbraucherstufe zeichnet sich derzeit kein starker Aufwärts- oder Abwärtsdruck ab. Ein weiterer dämpfender Effekt auf die Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet könnte sich einstellen, wenn sich die Weltpreise erneut schwächer als erwartet entwickeln. Zudem könnten auch die Auswirkungen des Binnenmarktes sowie der Deregulierung von Versorgungsunternehmen auf den Wettbewerb in der Entwicklung der Verbraucherpreise insgesamt ein preissenkender Faktor sein. Risiken für die Preisstabilität gehen möglicherweise von jüngsten Tariflohnvereinbarungen und Wechselkursentwicklungen aus. Insgesamt sind die Aussichten für die Preisstabilität nach wie vor günstig, wobei der Anstieg der Verbraucherpreise mit der vom EZB-Rat beschlossenen quantitativen Definition von Preisstabilität vereinbar bleiben dürfte.

#### **Anhaltendes Wachstum der Inlandsnachfrage, geringerer Außenbeitrag**

Die Verlangsamung des BIP-Wachstums im letzten Quartal 1998 ist weitgehend auf den negativen Einfluß des Außenbeitrags zurückzuführen. Demgegenüber trug die Inlandsnachfrage im vierten Quartal im Vergleich zum Vorquartal 0,6 Prozentpunkte zum gesamten realen BIP-Wachstum bei, was etwas mehr als in den beiden Quartalen zuvor war. Unter den wichtigsten Verwendungskomponenten des BIP, zu denen auch die Inlandsnachfrage gehört, prägten vor allem die geringeren Bruttoanlageinvestitionen, die durch eine Zunahme der Vorratsinvestitionen ausgeglichen wurden, die Entwicklung im vierten Quartal (siehe Abbildung 13). Demgegenüber blieb der Anstieg des Privaten Verbrauchs robust, und der Staatsverbrauch lieferte, wie bereits in der jüngeren Vergangenheit, praktisch keinen Beitrag zum Wachstum.

Bei genauerer Betrachtung der Entwicklung des Privaten Verbrauchs zeigt sich, daß das Wachstum vom dritten zum vierten Quartal 1998 bei 0,9 % lag; damit setzte sich die Entwicklung der

vorhergehenden Quartale fort. Im Vergleich zum Stand ein Jahr zuvor betrug der Zuwachs beim Privaten Verbrauch im vierten Quartal 3,4 %. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der im Jahresverlauf 1998 und Anfang 1999 verzeichneten anhaltenden Zunahme der Zuversicht der Verbraucher. In der Februarausgabe der Verbraucherumfrage ist das Vertrauen der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet vorläufigen Angaben der Europäischen Kommission zufolge nicht weiter gestiegen. Die verfügbaren nationalen Angaben, die eine Beobachtung über einen längeren Zeitraum zulassen, zeigen jedoch, daß das Vertrauen der Verbraucher gegenwärtig nicht nur seinen höchsten Stand seit Einführung des Indikators für das Euro-Währungsgebiet im Jahr 1985 erreicht hat, sondern anscheinend auch mit den seit den frühen siebziger Jahren erreichten Spitzenwerten vergleichbar ist.

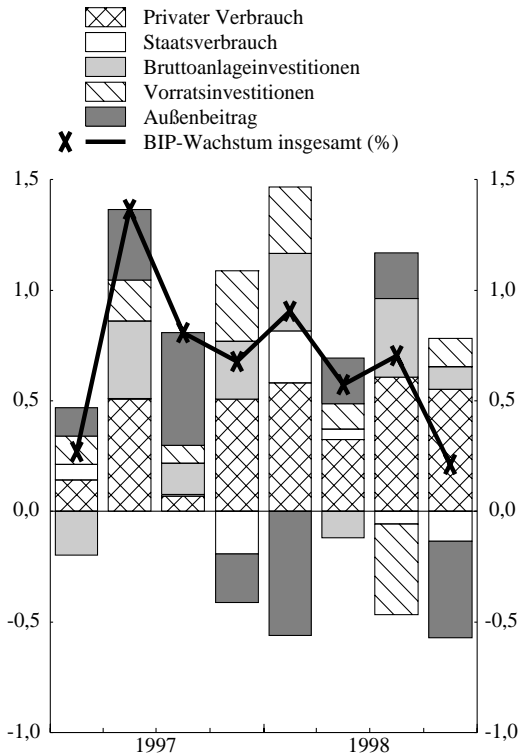
Die wichtigsten Gründe für die ungebrochene Zuversicht der Verbraucher sind der 1998 verzeichnete Nettozuwachs an Arbeitsplätzen sowie der weiterhin rückläufige Verbraucherpreisanstieg, der ein höheres Realeinkommenswachstum mit sich brachte. Auch die



### Abbildung 13

#### Beiträge der Komponenten zum realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>

(vierteljährlich, in Prozentpunkten)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht.

1) Fehlende oder nicht verfügbare Angaben werden durch Eurostat geschätzt.

Entwicklung an den Aktienmärkten und die niedrigeren Zinsen könnten zur Verbesserung der finanziellen Lage der privaten Haushalte im letzten Jahr beigetragen haben. Seit 1985 war der Zusammenhang zwischen dem Beschäftigungswachstum und der Zuversicht der Verbraucher stets sehr eng (siehe Abbildung 14). Die im letzten Jahr gestiegene Zuversicht der Verbraucher könnte also mit dem insgesamt kräftigen Nettozuwachs an Arbeitsplätzen zusammenhängen (siehe unten). Daher könnte ein nachhaltiges Beschäftigungswachstum eine wichtige Rolle bei der Aufrechterhaltung der zur Zeit großen Zuversicht der Verbraucher spielen.

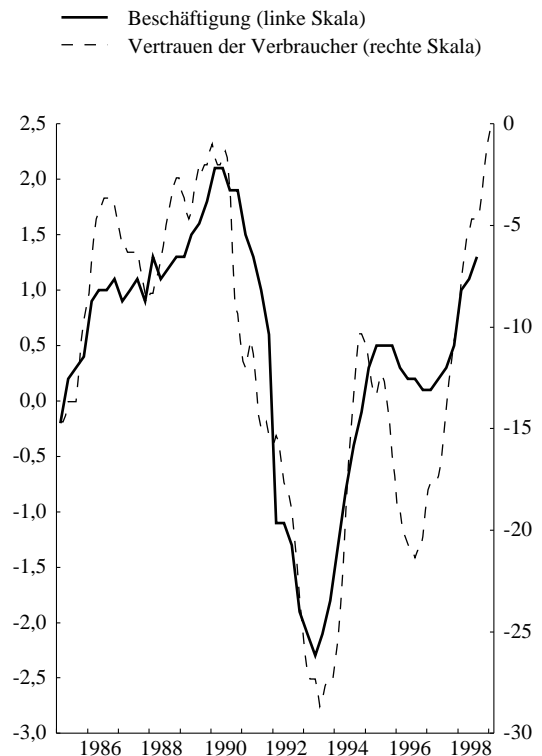
Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Bruttoanlageinvestitionen im vierten Quartal

1998 etwas schwächer. Der Beitrag der Vorratsinvestitionen zum BIP-Wachstum war dagegen positiv. Zusammengenommen stieg der Beitrag der Investitionen und des Lageraufbaus zum realen BIP-Wachstum im vierten Quartal auf 0,2 Prozentpunkte, nachdem er von 0,7 Prozentpunkten im ersten Quartal 1998 auf 0 Prozentpunkte im zweiten und dritten Quartal gesunken war. Der jüngste Rückgang des Investitionswachstums läßt sich auf eine Reihe von Faktoren zurückführen, zu denen auch die Auswirkungen der schwächeren Auslandsnachfrage zählen. Betrachtet man die jüngere konjunkturelle Entwicklung genauer, zeigt sich, daß

### Abbildung 14

#### Beschäftigung und Vertrauen der Verbraucher im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Vertrauen der Verbraucher: Salden in %, zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: EZB-Berechnungen anhand der verfügbaren nichtharmonisierten nationalen Statistiken sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht. Alle Angaben sind saisonbereinigt; die Angaben zur Beschäftigung beruhen auf Quartalszahlen; bei den Angaben bis 1992 wurden für Deutschland Daten für Westdeutschland berücksichtigt.

die gedämpfte Investitionstätigkeit mit dazu beigetragen, daß sowohl 1994/1995 als auch seit 1996 eine stärkere wirtschaftliche Belebung ausblieb. Diese Zurückhaltung bei den Investitionen ist ein beunruhigender Aspekt der aktuellen Nachfrageentwicklung, da sie für die Zukunft eine zögerliche Ausweitung des Wachstumspotentials erwarten läßt (Kasten 3 enthält eine detailliertere Darstellung der jüngsten Investitionsentwicklung im Euro-Währungsgebiet).

Die Entwicklung der Vorratsinvestitionen, wie sie sich aus den verfügbaren Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ergibt, hat insbesondere seit Mitte 1997 einen quantitativ bedeutsamen Einfluß auf die Inlandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet ausgeübt. Vor dem letzten Quartal 1998 hatte sich der Beitrag der Vorratsinvestitionen zum Wachstum (gemessen als Veränderung zum Vorquartal) verringert. Er fiel von 0,3 Prozentpunkten im ersten auf 0,1 Prozentpunkte im zweiten Quartal, und im dritten Quartal war der Beitrag der Vorratsinvestitionen zum realen BIP-Wachstum mit -0,4 Prozentpunkten negativ. Im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrszeitraum lag der Beitrag der Vorratsinvestitionen zum BIP in jedem Quartal von Mitte 1997 bis Mitte 1998 bei fast 1 Prozentpunkt; danach ging er zurück. Ein solch hoher Wachstumsbeitrag der Vorratsinvestitionen kann als etwas ungewöhnlich angesehen werden, insbesondere unter Berücksichtigung des langen Zeitraums, über den sich der Lageraufbau erstreckt. Es wäre daher nicht erstaunlich, wenn der Lageraufbau teilweise nach unten revidiert würde. Alles in allem gibt es im Euro-Währungsgebiet in den letzten Jahren Anzeichen für einen Lagerzyklus mit erheblichen Lagerinvestitionen bis Mitte 1998 und einem anschließenden Lagerabbau (siehe Abbildung 15).

Die Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ergeben ein ähnliches Bild wie die Ergebnisse der monatlich durchgeführten Branchenumfragen der Europäischen Kommission zur Beurteilung der Fertigwarenlager. Beide Quellen deuten darauf hin, daß die Lagerbestände etwa ab Mitte 1996 zu steigen begannen und wahrscheinlich zwischen Anfang und Mitte 1998 ihren Höchststand erreichten. Die beiden

Indikatoren widersprechen sich jedoch möglicherweise in einem Punkt: Die Umfrageergebnisse geben Hinweise darauf, daß die jüngst verzeichneten Lagerbestände noch unter ihrem vorherigen Höchststand von 1994/1995 lagen, während die Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sogar auf höhere Lagerbestände als 1990/1991 hindeuten. Wie oben bereits erwähnt, könnte sich dieser Widerspruch teilweise durch nachträgliche Revisionen der in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Daten für die Vorratsinvestitionen auflösen. Was die weitere Entwicklung betrifft, könnte zumindest für die ersten Monate des Jahres 1999 ein weiterhin negativer Wachstumsbeitrag der Vorratsinvestitionen zu erwarten sein. Angesichts der Unsicherheiten über den genauen Umfang der aktuellen Lagerbestände dürfte sich das Ausmaß dieser vorübergehenden Korrektur der Vorräte jedoch weit schwieriger abschätzen lassen.

Schließlich unterlag der Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags in den letzten Quartalen größeren Schwankungen. Der Beitrag des Außenbeitrags zum BIP-Wachstum (gemessen als Veränderung zum Vorquartal) war im vierten Quartal negativ, nachdem er in den beiden vorangegangenen Quartalen positiv war. Abschnitt 5 enthält eine genauere Analyse der Aus- und Einfuhren des Euro-Währungsgebiets.

### **Industrieproduktion im Dezember deutlich gesunken**

Die jüngsten Daten zur Industrieproduktion geben zusätzliche Hinweise auf eine konjunkturelle Abschwächung gegen Ende des Jahres 1998. Die von Eurostat veröffentlichten Angaben schließen jetzt auch den Dezember letzten Jahres ein. Außerdem wurden die Angaben zur Industrieproduktion insgesamt und für ihre Hauptgruppen für die früheren Monate des Jahres deutlich revidiert.

Die Zahlen für Dezember 1998 zeigen gegenüber November einen deutlichen Produktionsrückgang. Auf der Basis der jüngsten Daten wird geschätzt, daß die Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet im Dezember um 0,5 % gegen-



über dem Stand zwölf Monate zuvor gesunken ist; allein zwischen November und Dezember 1998 verringerte sie sich um 1 %. Das Wachstum der Industrieproduktion (gemessen an der Veränderung gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum) hat sich in den letzten Monaten verlangsamt, und im Dezember fiel die Jahresrate zum ersten Mal seit Dezember 1996 negativ aus. Im Vormonatsvergleich steht den Werten für Dezember eine weitgehend stabile Produktion in den Monaten April bis November 1998 gegenüber. In diesem Zeitraum lagen die monatlichen Veränderungen der Produktion zwischen -0,3 % und 0,4 %; der Durchschnitt lag

bei weniger als 0,1 %. Im Verarbeitenden Gewerbe war ein Rückgang der Produktion in ähnlicher Größenordnung wie bei der Industrieproduktion insgesamt zu verzeichnen.

Den jüngsten Schätzungen zufolge waren die Veränderungen der Produktion im Vormonatsvergleich bei Investitions-, Vorleistungs- und Konsumgütern in den letzten sechs Monaten (von Juli bis Dezember 1998) im Durchschnitt alle leicht negativ. Besonders deutlich wurden die Daten zum Vorleistungssektor nach unten revidiert. Es gibt Hinweise darauf, daß sich die Abschwächung der Vorleistungsgüterproduktion

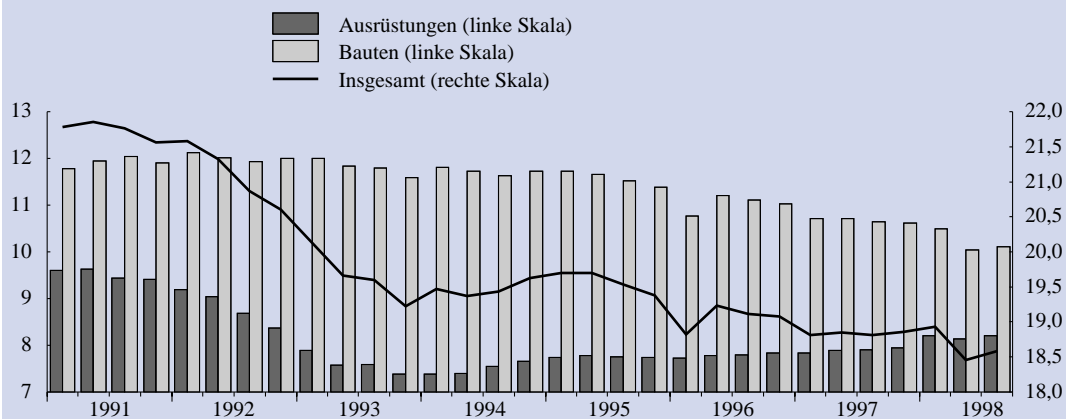
### Kasten 3 Investitionstätigkeit im Euro-Währungsgebiet

Im gesamten Euro-Währungsgebiet sind die inländischen Bruttoanlageinvestitionen 1998 um 4,2 % gestiegen, verglichen mit einer Zunahme um rund 2 % im Jahr zuvor. Der Beitrag der Investitionen zum realen BIP-Wachstum stieg 1998 auf 0,8 Prozentpunkte gegenüber 0,4 Prozentpunkten in 1997. Dies war der stärkste Wachstumsbeitrag seit 1990. Er stützte in Verbindung mit dem kräftigen Privaten Verbrauch die im vergangenen Jahr insgesamt zu verzeichnende Beschleunigung des Produktionswachstums. Mittelfristig betrachtet verläuft die Zunahme der Investitionen jedoch seit einigen Jahren eher gedämpft, und es überrascht ein wenig, daß die Investitionen im Zuge der seit Mitte 1995 in Gang gekommenen konjunkturellen Belebung nicht stärker gestiegen sind. Tatsächlich ist der Anteil der Investitionen am BIP seit seinem Höchststand von rund 22 % Anfang der neunziger Jahre deutlich auf rund 18,5 % im Jahr 1998 gesunken (siehe Abbildung unten). Der Anteil der Investitionen am BIP wurde zu den jeweiligen Preisen ermittelt. Da jedoch der relative Preis von Investitionsgütern tendenziell gesunken ist, stellt sich die Entwicklung der Investitionen in realer Betrachtung etwas günstiger dar. Der relative Preisrückgang geht zumindest teilweise auf den deutlich abwärtsgerichteten Preistrend bei vielen „High-tech“-Investitionsgütern, wie z. B. PCs und Computer-Software, zurück.

Investitionen stellen nicht nur einen bedeutenden Anteil am gesamten BIP dar, sondern spielen auch bei der Erhöhung des wirtschaftlichen Produktionspotentials eine wichtige Rolle, sofern die investierten Mittel effizient verwendet werden. Daher kann jeder länger andauernde Rückgang der Investitionen einen Grund zur Besorgnis darstellen.

#### Investitionen nach Komponenten

(in % des BIP; vierteljährlich)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

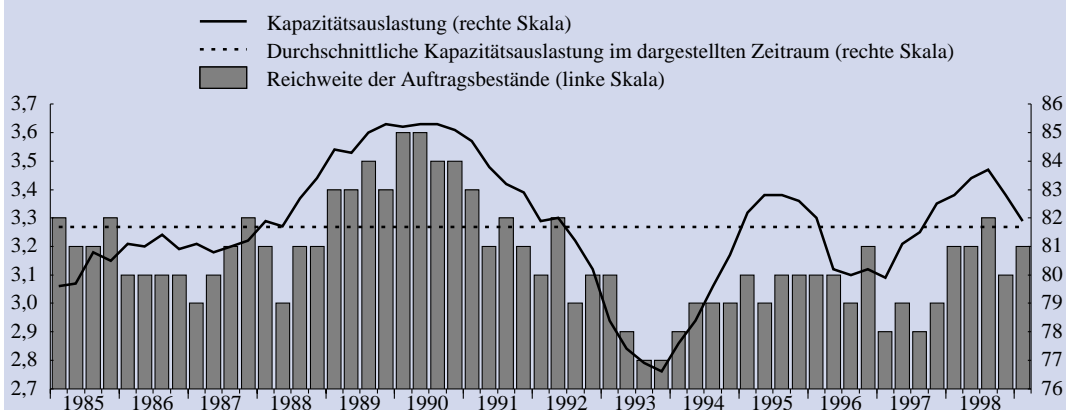
Eine Aufgliederung der Investitionen im Euro-Währungsgebiet nach zwei Komponenten - Ausrüstungen sowie Bauten - ist für den Zeitraum ab 1991 von Eurostat erhältlich. Die jährliche Wachstumsrate der Ausrüstungsinvestitionen (die normalerweise etwas stärkeren Schwankungen unterliegen als Investitionen in Bauten und etwa 40 % der gesamten Investitionen ausmachen) hat seit Mitte 1994 beschleunigt zugenommen, während sich die Bauinvestitionen kaum verändert haben (und im letzten Quartal 1998 sogar leicht gesunken sind). In den letzten Quartalen nahmen die Ausrüstungsinvestitionen mit einer Jahresrate von jeweils rund 8 % zu. Diesem Anstieg ging ein relativ drastischer Rückgang Anfang der neunziger Jahre voraus. Daneben ist der Anteil der öffentlichen Investitionen am BIP in den letzten Jahren etwas gesunken (die Aufgliederung nach privaten und öffentlichen Investitionen für das Euro-Währungsgebiet ist allerdings nicht ohne weiteres verfügbar). Zu einem großen Teil ist dieser Rückgang auf die Haushaltskonsolidierungsbemühungen zurückzuführen, die von Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets zu Lasten von Investitionsausgaben vorgenommen wurden. Auch dies hat zu niedrigeren Investitionsquoten beigetragen.

Es ist durchaus denkbar, daß die Krisen in den Schwellenländern die Investitionsvorhaben für 1999 negativ beeinflusst haben. Nach einer Umfrage im Auftrag der Europäischen Kommission im Oktober und November letzten Jahres wird für 1999 sowohl in nominaler wie in realer Rechnung im Vergleich zum Vorjahr eine gewisse Abschwächung des Investitionswachstums erwartet. Der weltweite Nachfragerückgang, der sich in den Angaben für die Industrieproduktion zeigt, sowie die für 1999 erwartete Verlangsamung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet legen die Vermutung nahe, daß die Notwendigkeit zur Kapazitätserweiterung nicht mehr so dringend ist. Den Schätzungen zufolge hat sich die Kapazitätsauslastung verringert und liegt nun in der Nähe ihres langfristigen Durchschnittswerts (siehe Abbildung unten). Außerdem könnte in einigen Ländern Zurückhaltung bei zusätzlichen Investitionen geübt werden, wenn die künftige Steuerpolitik ungewiß ist und die weitere Lohnentwicklung entweder unsicher ist oder die Rentabilität der Investitionen zu gefährden droht.

Es gibt jedoch auch einige positive Faktoren, die zu einer Fortsetzung der Investitionstätigkeit beitragen könnten. So lassen die Angaben zur Reichweite der Auftragsbestände noch nicht auf einen ungewöhnlich niedrigen Auftragsbestand, der auf einen starken Rückgang der Investitionen hindeuten könnte, schließen. Ferner sind die niedrigen nominalen und realen Zinsen und die gute Stimmung am Aktienmarkt ein Indiz für äußerst günstige Finanzierungsbedingungen für Investitionen.

### Kapazitätsauslastung und Reichweite der Auftragsbestände

(in % und Anzahl der Monate; Quartalszahlen)



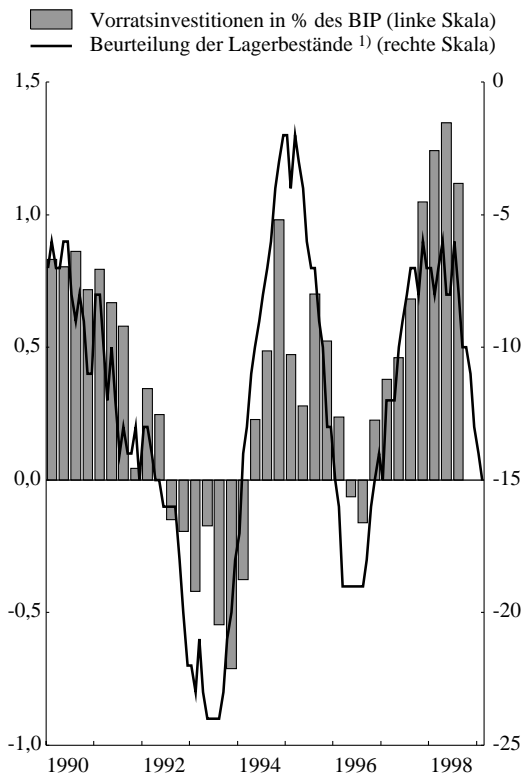
Quellen: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie EZB-Berechnungen.

bereits vor der entsprechenden Entwicklung in den beiden anderen Bereichen abzeichnete. Gemessen an der Veränderung gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrstand war die Wachs-

tumsrate der Gebrauchsgüterproduktion in den letzten Monaten nach wie vor die höchste. Im Dezember brach jedoch die Produktion in allen drei Hauptgruppen ein.

### Abbildung 15 Vorratsinvestitionen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP; Beurteilung der Lagerbestände: Salden in %)



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

Anmerkung: Alle Daten sind saisonbereinigt.

1) Mit umgekehrtem Vorzeichen.

### Weiter sinkende Zuversicht in der Industrie

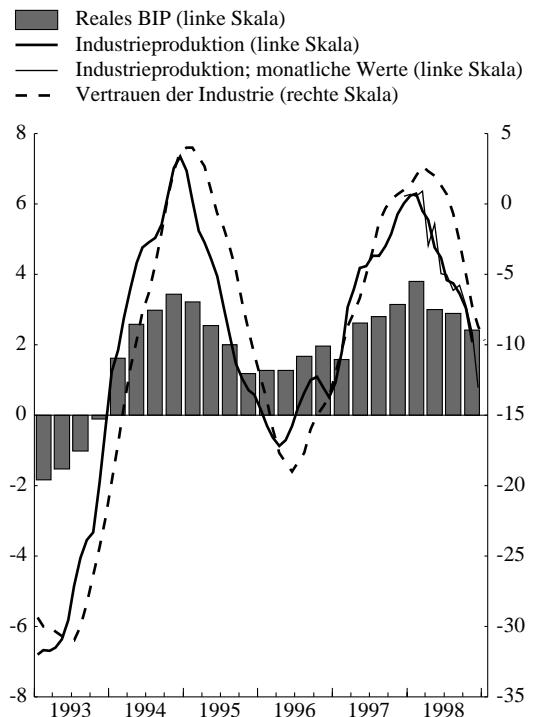
In der Februarausgabe der Branchenumfrage (die sich auf die Stimmungslage im Dezember 1998 und Januar 1999 bezieht) ist die Zuversicht der Industrie vorläufigen Angaben der Europäischen Kommission zufolge weiter gesunken, nachdem sie im Vormonat unverändert geblieben war. Das Vertrauen der Industrie hat bisher eine starke Korrelation mit der Produktion gezeigt (siehe Abbildung 16). Die Zuversicht in der Industrie liegt jedoch immer noch nahe ihres Durchschnittswerts von 1985 bis heute und damit deutlich über dem Tiefststand von 1992/1993, als die Industrieproduktion drastisch sank, und auch über ihrem relativen Tief 1995/1996. Die jüngsten Angaben deuten auf eine weitere Verschlechterung der Lage in der Industrie seit der Jahreswende hin. Diese Einschätzung wird

auch durch die Beurteilung der Auftragsbestände (einschließlich der Exportaufträge) gestützt, die sich nach den jüngsten Umfrageergebnissen verschlechtert hat. Sie liegt zur Zeit leicht unter ihrem langfristigen Durchschnitt.

In den letzten Monaten stieg der (zentrierte) gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Jahresrate des von der Europäischen Kommission veröffentlichten Indikators für die konjunkturelle Einschätzung, der Angaben zum Vertrauen in der Industrie, im Baugewerbe und bei den Verbrauchern sowie Aktienkursbewegungen zusammenfaßt. Der Anstieg vollzog sich allerdings langsamer als noch zu Jahresbeginn (in erster Linie wegen der Bewegungen der Aktienkurse). Obwohl der Indikator für die konjunkturelle Ein-

### Abbildung 16 Produktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Vertrauen der Industrie: Salden in %)



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

Anmerkung: Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht. Alle Daten sind saisonbereinigt; die Angaben zur Industrieproduktion (insgesamt, ohne Baugewerbe) und zum Vertrauen der Industrie sind zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte.

schätzung unter seinem Mitte 1998 verzeichneten Spitzenwert bleibt, liegt er dennoch deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt.

Wie bereits in den vorangegangenen Monaten verlief die Entwicklung im Einzelhandel anders als im Verarbeitenden Gewerbe. Die jüngsten Angaben zu den Einzelhandelsumsätzen lassen nur auf eine geringe Abschwächung der Wachstumsrate im Vergleich zu dem Zeitraum davor schließen. Insgesamt blieb die Zuwachsrate bei den Einzelhandelsumsätzen im Jahresverlauf weitgehend stabil. In den letzten drei Monaten (bis November 1998) fiel der Umsatz im Einzelhandel um 2,9 % höher aus als in den drei entsprechenden Monaten ein Jahr zuvor. Die Pkw-Neuzulassungen - ein weiterer Indikator für die Verbrauchernachfrage - nahmen Anfang 1999 ebenfalls weiter zu. In den drei Monaten bis Januar stiegen die Autoverkäufe um 9,0 % gegenüber dem vergleichbaren Zeitraum ein Jahr zuvor; damit setzte sich die 1998 verzeichnete hohe Wachstumsrate fort.

### **Bautätigkeit weiterhin gedämpft**

Trotz einiger Anzeichen für eine Wachstumsbelebung im ersten Quartal 1998, als die Produktion im Vergleich zum Stand zwölf Monate zuvor um 2,8 % gestiegen war, geht aus den Angaben zur Lage im Baugewerbe hervor, daß dieser Stand im weiteren Verlauf des Jahres nicht aufrechterhalten werden konnte. Für das Jahr 1998 insgesamt wird geschätzt, daß die Bautätigkeit um etwas mehr als 1 % zurückgegangen ist. Gleichzeitig stieg aber die Zuversicht im Baugewerbe gegenüber den 1996 und 1997 beobachteten Tiefständen.

### **Uneinheitliche Aussichten für die Beschäftigung insgesamt**

Die bis zum dritten Quartal 1998 vorliegenden Angaben deuten auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum in der Wirtschaft insgesamt hin (siehe Abbildung 14). Vor allem die im dritten Quartal 1998 für die Gesamtbeschäftigung verzeichnete Jahreswachstumsrate von 1,4 % war im historischen Vergleich hoch. Diese Rate wur-

de nur im Zeitraum vor der ersten Ölkrise im Jahr 1973 sowie Ende der achtziger Jahre und im Jahr 1990 übertroffen. Gleichzeitig lassen diese Daten jedoch darauf schließen, daß sich die Schaffung von Arbeitsplätzen in den Sektoren mit rückläufigem Produktionswachstum, insbesondere im Verarbeitenden Gewerbe, möglicherweise verlangsamt hat, während die Beschäftigung in anderen Wirtschaftssektoren weiter zunahm. Wie im Monatsbericht vom Februar angeführt, stieg die Beschäftigung im Verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal 1998 im Vergleich zum Vorquartal mit 0,3 % gegenüber 1,2 % bzw. 0,8 % im ersten bzw. zweiten Quartal deutlich langsamer an. Dagegen blieb der Zuwachs der Beschäftigung insgesamt im Vorquartalsvergleich mit 0,4 % im dritten Quartal 1998 gegenüber den in 1998 zuvor verzeichneten Raten unverändert. Den teilweise vorliegenden Angaben für die Monate um die Jahreswende zufolge dürfte sich diese Entwicklung möglicherweise in jüngster Zeit fortgesetzt haben und könnte auch in den ersten Monaten des Jahres 1999 anhalten.

### **Beschäftigungswachstum im Verarbeitenden Gewerbe vermutlich rückläufig**

Die Erwartungen einer Abschwächung des Beschäftigungswachstums im Verarbeitenden Gewerbe werden durch die Branchenumfragen der Europäischen Kommission gestützt. Danach sind die Erwartungen der Arbeitgeber zum Beschäftigungswachstum im Verarbeitenden Gewerbe (das etwa ein Fünftel der Gesamtbeschäftigung ausmacht) seit vergangenem Herbst gesunken, was den für das dritte Quartal 1998 gemeldeten Ist-Daten entspricht. Zudem deuten die Umfrageergebnisse auf eine Abschwächung gegen Ende des Jahres 1998 hin, was möglicherweise auch auf einen Rückgang der tatsächlichen Beschäftigung um die Jahreswende schließen läßt. Zwar sind solche Umfrageergebnisse mit Vorsicht zu interpretieren, jedoch wiesen sie in der Vergangenheit Vorlaufeigenschaften hinsichtlich der tatsächlichen Beschäftigungsentwicklung im Verarbeitenden Gewerbe auf (siehe Abbildung 17). Überdies vermitteln die Umfrageergebnisse ein ähnliches Bild wie die vorliegenden nationalen

Statistiken zur tatsächlichen Beschäftigungslage im Verarbeitenden Gewerbe und wie die jüngste Entwicklung einiger kurzfristiger Produktionsindikatoren.

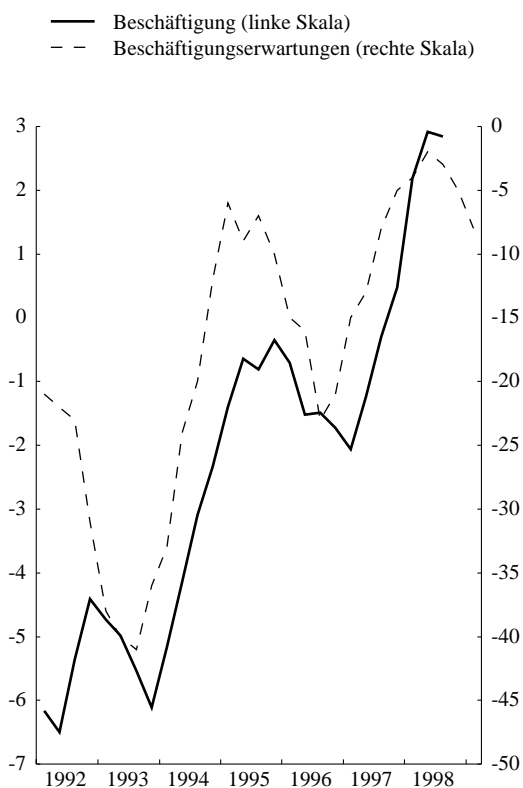
### Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe und Einzelhandel nach wie vor günstig

Ähnliche Umfragen im Baugewerbe und im Einzelhandel deuten dagegen auf optimistischere Beschäftigungserwartungen hin (siehe Abbildung 18). In diesen beiden Sektoren sind rund 8 % bzw. 10 % aller Beschäftigten tätig. In der

Bauwirtschaft steht der anhaltende Anstieg der Beschäftigungserwartungen im Einklang mit dem Optimismus der Arbeitgeber im Hinblick auf die Bautätigkeit. Jüngste Daten von Eurostat lassen darauf schließen, daß das tatsächliche Beschäftigungswachstum in diesem Sektor im Frühjahr 1998 die Talsohle verlassen und danach wieder zugenommen hat. Bei diesen Indikatoren ist jedoch auch besondere Vorsicht geboten, da der Zusammenhang zwischen den Erwartungen und der tatsächlichen Entwicklung in der Bauwirtschaft unter anderem aufgrund unkalkulierbarer Faktoren, wie z. B. Witterungseinflüssen, normalerweise weniger stark ausgeprägt ist. Im Einzelhandelssektor sind die Beschäftigungserwartungen seit Anfang 1997 zwar un stetig, aber dennoch deutlich gestiegen. Dies scheint mit der Entwicklung der Einzelhandelsumsätze und der großen Zuversicht der Verbraucher im Einklang zu stehen.

**Abbildung 17**  
**Beschäftigung und Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets**

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



Quellen: EZB-Berechnungen aufgrund verfügbarer nationaler nichtharmonisierter Statistiken sowie der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.  
 Anmerkung: Zu weiteren Informationen zu den verwendeten Daten siehe die entsprechenden Tabellen und Abbildungen im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht. Alle Angaben sind saisonbereinigt.

Über die Beschäftigungsentwicklung in anderen Wirtschaftssektoren liegen für das Euro-Währungsgebiet keine detaillierten Informationen vor. Das Beschäftigungswachstum in diesen anderen Sektoren könnte sich jedoch über das ganze Jahr 1998 entsprechend der kräftigen Binnennachfrage fortgesetzt haben. Insgesamt bleiben die Aussichten für die Zunahme der Gesamtbeschäftigung 1999 ungewiß und dürften insbesondere davon abhängen, ob das schwache Produktionswachstum im Verarbeitenden Gewerbe auf andere Sektoren übergreift.

### Nur allmählicher Rückgang der Arbeitslosigkeit

Nach Angaben von Eurostat lag die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet im Januar 1999 bei 10,6 % und war somit 0,1 Prozentpunkte niedriger als im Dezember 1998 (die Quote für Dezember wurde von 10,8 % auf 10,7 % nach unten revidiert). Die Arbeitslosenquote ist seit Juni 1997, als sie einen Höchststand von 11,7 % erreichte, um 1,1 Prozentpunkte gesunken. Die Fortschritte auf dem Weg zu dauerhaft niedrigen Arbeitslosenquoten waren nur sehr gering und dürften sich in jüngster Zeit möglicherweise sogar noch weiter verlangsamt haben. Die Arbeitslosen-

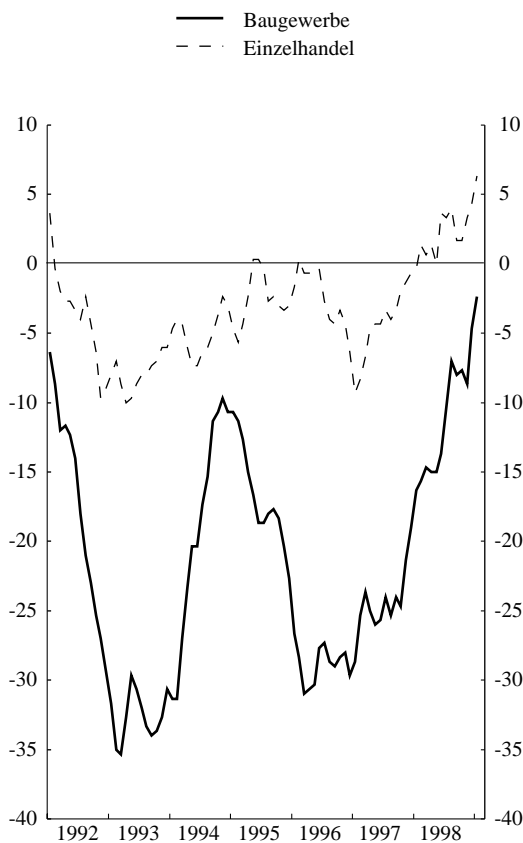
quote hat sich seit dem letzten Höchststand im Durchschnitt um deutlich weniger als 0,1 Prozentpunkte pro Monat verringert. Zudem gingen dem jüngsten Rückgang der Arbeitslosigkeit im Januar drei Monate voraus, in denen die Arbeitslosigkeit praktisch unverändert blieb. Überdies wurde die jüngste Entwicklung zum Teil möglicherweise durch relativ günstige Witterungsverhältnisse beeinflusst, die die Beschäftigung im Baugewerbe förderten (was allerdings umgekehrte Auswirkungen auf die Arbeitslosigkeit im Februar haben kann). Die Zahl der Arbeitslosen hat sich - absolut gesehen - von Juni 1997 bis Januar 1999 insgesamt um 1 416 200 verringert. Der Rückgang gegenüber dem jeweiligen Vormonat verlangsamte sich von durchschnittlich 100 900 in der ersten Jahreshälfte 1998 auf durchschnittlich 58 200 in der zweiten Jahreshälfte. Grund für diese Abschwächung war möglicherweise auch die steigende Zahl von Erwerbspersonen, da nicht erwerbstätige Personen aufgrund der verbesserten Beschäftigungsaussichten dazu ermutigt worden sein könnten, in den Arbeitsmarkt einzutreten oder dorthin zurückzukehren.

Nach Altersgruppen aufgegliedert wird deutlich, daß der Abbau der Arbeitslosigkeit insgesamt eng mit der Verringerung der Arbeitslosenzahlen bei den unter 25jährigen zusammenhängt. In dieser Altersgruppe, die nur ein Viertel aller Arbeitslosen stellt, sank die Zahl der Erwerbslosen um 464 700. Dies entspricht einem Drittel des gesamten Rückgangs. Obwohl der Abbau der Jugendarbeitslosigkeit ein wichtiges politisches Ziel darstellt, das durch speziell darauf zugeschnittene öffentliche Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen und Ausbildungsprogramme gefördert wird, weist diese Entwicklung darauf hin, daß ein deutlicher Trend hin zu niedrigeren Arbeitslosenzahlen nach wie vor nicht ersichtlich ist. Die Zahl der Arbeitslosen im Alter von über 25 Jahren lag im Januar 1998 8,5 % unter dem Höchststand vom Juni 1997. Dies entspricht zwei Drittel der Verringerung der Jugendarbeitslosigkeit im gleichen Zeitraum.

Der Abbau der Arbeitslosigkeit ist die wichtigste Herausforderung für das Euro-Währungsgebiet. Zwar wurden einige Fortschritte erzielt, aber insgesamt war die bisherige Verringerung

### Abbildung 18 Beschäftigungserwartungen für das Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Alle Angaben sind saisonbereinigt.

trotz der fast anhaltend kräftigen Konjunktur im Jahr 1998 nicht ausreichend, um die Arbeitslosigkeit auf ein erträglicheres Maß zurückzuführen. Dies läßt darauf schließen, daß auf den Arbeitsmärkten im Euro-Währungsgebiet nach wie vor erhebliche strukturelle Probleme bestehen, und unterstreicht die besondere Notwendigkeit entschlossenerer struktureller Maßnahmen zur Ankurbelung der Nachfrage nach Arbeitskräften. Dabei sollten sich die Regierungen und Sozialpartner den vorliegenden Erkenntnissen zufolge darauf konzentrieren, Arbeitsmarkttrigiditäten abzubauen und weiterhin Lohnzurückhaltung zu üben.



## 4 Finanzpolitische Entwicklung

### Entwicklung der öffentlichen Haushalte im Jahr 1998

Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte vollzog sich 1998 vergleichsweise langsam, und die öffentlichen Defizite verharrten auf einem hohen Stand, was eine rasche Rückführung der Schuldenquoten nicht zuläßt. Der Prognose der Europäischen Kommission vom Herbst 1998 zufolge, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieses Monatsberichts die aktuellste Quelle vergleichbarer statistischer Informationen zu fiskalpolitischen Variablen im Euro-Währungsgebiet darstellt, betrug das Haushaltsdefizit im Euro-Währungsgebiet im gewogenen Durchschnitt 1998 2,3 % des BIP, d. h. es lag nur 0,2 Prozentpunkte unter dem Wert für das Jahr 1997. Nach aktuelleren nationalen Statistiken, die allerdings nicht vollständig vergleichbar sind, lag die Defizitquote im Euro-Währungsgebiet möglicherweise leicht unter dem von der Europäischen Kommission im Herbst 1998 geschätzten Wert. Somit kam die durchschnittliche Defizitquote dem im Maastricht-Vertrag zur Feststellung eines übermäßigen Defizits festgelegten Referenzwert von 3 % viel näher als einem ausgeglichenen Haushalt (siehe Tabelle 4).

Das starke Wirtschaftswachstum trug zur Verbesserung der Haushaltslage bei. Doch wurden im Euro-Währungsgebiet im Durchschnitt die günstigen konjunkturellen Einflüsse nicht voll zur Verringerung der Defizitquote der öffentlichen Haushalte (bezogen auf das BIP) ausgeschöpft. Statt dessen wurde ein Teil der konjunkturbedingten Mehreinnahmen durch höhere strukturelle Haushaltsdefizite aufgezehrt. Daher war die sehr geringe Reduzierung des Defizits um 0,2 Prozentpunkte ausschließlich auf das kräftige Wirtschaftswachstum und nicht auf ernsthafte Anstrengungen zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zurückzuführen. Darüber hinaus kamen den Ländern des Euro-Währungsgebiets die niedrigen Zinsen zugute, die zu einer Reduzierung der Zinsausgaben im Euro-Währungsgebiet um durchschnittlich 0,4 Prozentpunkte beitrugen. Die Einsparungen bei den Zinsausgaben wurden von den Regierungen dazu verwendet, auf Steuereinnahmen zu verzichten,

während sich die Rückführung der Primärausgaben in Prozent des BIP in sehr engen Grenzen hielt. Infolgedessen verschlechterte sich die Primärüberschußquote im Euro-Währungsgebiet, nachdem sie sich über einige Jahre hinweg kontinuierlich verbessert hatte.

Die Entwicklung der Staatshaushalte im Jahr 1998 war teilweise auch durch das Auslaufen temporärer Maßnahmen zur Reduzierung der öffentlichen Defizite gekennzeichnet. Derartige Maßnahmen zeitigten ihre günstigen Auswirkungen lediglich in einem einzigen Jahr, verbessern die Haushaltssituation auf Kosten zukünftiger Haushalte oder haben eine rein kosmetische Wirkung. Es liegt daher in der Natur solcher Maßnahmen, daß sie nicht zu einer tragfähigen Finanzpolitik beitragen. Maßnahmen dieser Art haben die öffentlichen Defizitquoten in einer Reihe von Mitgliedstaaten im Jahr 1997 verringert. Daher mußten diese Länder 1998 weitere Korrekturen vornehmen, allein um die Haushaltspositionen auf dem 1997 erreichten Stand zu halten und erst recht, um ehrgeizigere Ziele erreichen zu können. Anders ausgedrückt wirkten sich die 1998 zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen unternommenen Anstrengungen - aufgrund des notwendigen Ausgleichs für die im Jahr 1997 ergriffenen Maßnahmen mit zeitlich begrenzter Wirkung - nicht voll zur Reduzierung der Defizite aus. Aus den vorliegenden Angaben läßt sich schließen, daß weitere temporäre Maßnahmen bei der Entwicklung der öffentlichen Haushalte im Jahr 1998 nur eine geringe Rolle spielten.

Was die Entwicklung einzelner Posten in den öffentlichen Haushalten betrifft, so wurde die geringe Reduzierung des gesamten Haushaltsdefizits um 0,2 Prozentpunkte des BIP im Jahr 1998 durch eine Verringerung der Staatsausgabenquote erzielt, die über den Rückgang der öffentlichen Einnahmen in Relation zum BIP hinausging. In den Jahren 1996 und 1997 beruhte die Reduzierung der Defizite zum Teil auf steigenden öffentlichen Einnahmen. In dieser Hinsicht kann die 1998 verfolgte fiskalpolitische Strategie einer Verringerung der Defizitquote ohne Erhöhung der Einnahmenquote als ange-

**Tabelle 4****Finanzlage der öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>***(in % des BIP)*

	1997 <sup>2)</sup>	1998 <sup>3)</sup>
<b>Laufende Einnahmen insgesamt</b>	<b>47,3</b>	<b>46,7</b>
darunter: Direkte Steuern	12,2	12,4
Indirekte Steuern	13,5	14,0
Sozialabgaben	18,2	17,0
<b>Ausgaben insgesamt</b>	<b>49,8</b>	<b>49,1</b>
darunter: Laufende Übertragungen	24,0	23,7
an private Haushalte	20,5	20,2
Tatsächliche Zinsausgaben	5,1	4,7
Staatsverbrauch	17,9	17,8
Nettokapitalausgaben <sup>4)</sup>	2,7	3,0
Öffentliche Investitionsausgaben	2,4	2,3
<b>Überschuß (+) bzw. Defizit (-)</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,3</b>
Primärüberschuß (+) bzw. -defizit (-)	2,6	2,4
Konjunkturbereinigter Haushaltssaldo	-1,9	-2,1
<b>Bruttoverschuldung</b>	<b>75,3</b>	<b>73,8</b>

Quellen: Europäische Kommission (DG II und Eurostat) (Angaben zu den Mitgliedsländern) und EZB (Aggregation für das Euro-Währungsgebiet).

1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Schätzung.

3) Prognose.

4) Entspricht Ausgaben insgesamt abzüglich der laufenden Übertragungen, der tatsächlichen Zinsausgaben und des Staatsverbrauchs.

messen betrachtet werden, wenngleich die Reduzierung der Defizite in einem zu bescheidenen Umfang erfolgte. Gleichzeitig blieben die Staatseinnahmenquoten, wenn auch leicht rückläufig, auf einem sehr hohen Niveau und waren deshalb ein erhebliches Hindernis für die wirtschaftliche Tätigkeit. Betrachtet man die Struktur der Staatseinnahmen, so erhöhten sich im Jahr 1998 die Steuern in Prozent des BIP, während der Anteil der Sozialabgaben am BIP sank. Alle größeren Posten auf der Ausgabenseite der Staatshaushalte (d. h. laufende Übertragungen an private Haushalte, Staatsverbrauch und Zinsausgaben) trugen zur Verringerung des Anteils der Staatsausgaben am BIP bei, während der Anteil der öffentlichen Investitionen am BIP auf einem vergleichsweise niedrigen Stand relativ stabil blieb. Gleichzeitig lagen die öffentlichen Investitionsausgaben geringfügig über den öffentlichen Haushaltsdefiziten insgesamt (siehe Tabelle 4).

### Entwicklung der Staatsverschuldung im Jahr 1998

Die Staatsverschuldung im Euro-Währungsgebiet lag Ende 1998 durchschnittlich bei 73,8 %

des BIP und damit um 1,5 Prozentpunkte unter dem entsprechenden Vorjahrsstand. In bezug auf die Entwicklung der Staatsverschuldung spielten sogenannte defizitbereinigte Schuldenstandsänderungen, wie bereits im Jahr 1997, bei der Rückführung der Schuldenquoten im Euro-Währungsgebiet eine nicht zu vernachlässigende Rolle. Solche Änderungen sind auf verschiedene Finanztransaktionen zurückzuführen, die keine Auswirkung auf die Defizitquote haben, sich aber in den öffentlichen Schuldenständen niederschlagen. Sie treten insbesondere im Fall von Privatisierungen auf - eine Maßnahme, die in den letzten Jahren von den meisten Regierungen im Euro-Währungsgebiet ergriffen wurde. Defizitbereinigte Schuldenstandsänderungen allein tragen nicht zu einer nachhaltigen Verbesserung der öffentlichen Finanzen bei, da sie nur zu einer einmaligen Verringerung des Schuldenstands führen, ohne dabei einen kontinuierlichen Abwärtstrend bei der Staatsverschuldung zu bewirken. Sie können jedoch eine andauernde Verringerung der Zinsausgaben zum Ergebnis haben. In der jüngsten Vergangenheit hat sich die Zusammensetzung der Staatsverschuldung mehr in Richtung mittel- bis langfristiger Finanzierungsinstrumente bewegt.



## Die mittelfristige Ausrichtung der Finanzpolitik

Die Finanzplanungen für 1999, wie sie sich in den öffentlichen Haushalten wiederfinden, scheinen eher auf eine kurzfristige Belebung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und Erhöhung der Beschäftigung als auf eine weitere Konsolidierung der öffentlichen Finanzen ausgerichtet zu sein. Die mittelfristigen finanzpolitischen Strategien der Regierungen sind in den der Europäischen Kommission gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgelegten Stabilitätsprogrammen der Mitgliedstaaten dargelegt (siehe Kasten 4). Die meisten Länder sind noch weit davon entfernt, das im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegte mittelfristige Ziel eines „nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden“ Haushalts zu erreichen. Gleichzeitig gehen die meisten Regierungen davon aus, daß sie bei ihren Bemühungen, dieses Ziel in den nächsten Jahren zu erreichen, nur sehr geringe Fortschritte machen werden. Vielmehr scheinen sich die Regierungen bei ihren Planungen stark auf die Annahme fortgesetzten Wirtschaftswachstums und niedriger Zinsen sowie der günstigen Auswirkungen dieser Entwicklungen auf die öffentlichen Haushalte zu verlassen.

Sollte es zu einer ernsthaften oder länger anhaltenden Wachstumsschwäche kommen, könn-

ten die öffentlichen Defizite leicht die Defizitobergrenze von 3 % erreichen, da die aktuellen Finanzpläne keine ausreichenden Sicherheitsmargen enthalten, um automatische Stabilisatoren voll wirken zu lassen, ohne Gefahr zu laufen, daß es zu übermäßigen Haushaltsfehlbeträgen kommt. Darüber hinaus sind die Schuldenstände nach wie vor viel zu hoch, und die Schuldenquoten sind erst seit kurzem rückläufig, ohne daß sich Anzeichen einer raschen Abwärtsbewegung erkennen ließen. Somit setzen die Schuldenquoten die öffentlichen Haushalte weiterhin stark unter Druck, da die Zinsausgaben einen bedeutenden Teil der öffentlichen Einnahmen in Anspruch nehmen. Außerdem werden die Staatshaushalte und insbesondere die umlagefinanzierten Renten- und Krankenversicherungen mit den ernsthaften finanziellen Konsequenzen konfrontiert werden, die sich mittelfristig in fast allen Staaten des Euro-Währungsgebiets aus der Alterung der Gesellschaft ergeben werden. Aus diesen Gründen sollten die Haushaltsplanungen nicht nur darauf ausgerichtet werden, die öffentlichen Finanzen gegen die finanziellen Folgen möglicher zukünftiger Rezessionen zu wappnen, sondern auch Rücklagen zu bilden, mit deren Hilfe die impliziten zukünftigen finanziellen Verpflichtungen, die sich im Staatssektor aufgestaut haben, verringert werden können.

### Kasten 4

#### Finanzpolitische Verpflichtungen der Länder des Euro-Währungsgebiets gemäß dem Maastricht-Vertrag und dem Stabilitäts- und Wachstumspakt

Im Maastricht-Vertrag haben sich die Mitgliedstaaten verpflichtet, ihre Wirtschaftspolitik so auszurichten, daß sie zur Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft beiträgt. Darüber hinaus betrachten die Mitgliedstaaten ihre Wirtschaftspolitik als eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse und koordinieren sie im Rat. Der Rat gibt Grundzüge der Wirtschaftspolitik der Mitgliedstaaten vor und überwacht die wirtschaftliche Entwicklung im Rahmen eines multilateralen Überwachungsverfahrens. Zu diesem Zweck übermitteln die Mitgliedstaaten unter anderem Angaben zu wichtigen Maßnahmen auf dem Gebiet ihrer Wirtschaftspolitik. Sollte die Wirtschaftspolitik eines Mitgliedstaats nicht mit den Grundzügen vereinbar sein oder das ordnungsgemäße Funktionieren der Wirtschafts- und Währungsunion zu gefährden drohen, kann der Rat eine Empfehlung an den betreffenden Mitgliedstaat richten und beschließen, diese Empfehlung zu veröffentlichen.

Was die Finanzpolitik im besonderen angeht, vermeiden die Mitgliedstaaten übermäßige öffentliche Defizite. Die Einhaltung der Haushaltsdisziplin wird anhand der Referenzwerte für das öffentliche Defizit und den öffentlichen Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt überprüft, wobei eine Reihe von Ausnahmeregelungen zu berücksichtigen sind. Insbesondere kann, wenn das Defizit den Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend überschreitet, davon abgesehen werden, das Defizit als übermäßig zu bewerten, sofern es in der Nähe des Referenzwerts bleibt. Zur Beurteilung der Haushaltslage können auch weitere

Informationen berücksichtigt werden, z. B. der Stand der öffentlichen Investitionen in Relation zum öffentlichen Defizit. Die Entscheidung, ob ein Mitgliedstaat ein übermäßiges Defizit aufweist, wird vom Rat auf Empfehlung der Europäischen Kommission getroffen. Die Vermeidung übermäßiger Defizite ist ein Kriterium für den Eintritt in die Wirtschafts- und Währungsunion; die derzeitigen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets weisen keine übermäßigen Defizite auf.

Im Jahr 1997 verabschiedete der Rat zur Klärung der finanzpolitischen Vorgaben des Maastricht-Vertrags den Stabilitäts- und Wachstumspakt. Ziel dieses Pakts ist a) die dauerhafte Übereinstimmung der Finanzpolitik mit den Anforderungen eines soliden Haushalts und b) die Überwachung der finanzpolitischen Entwicklungen, um im Falle finanzpolitischer Fehlentwicklungen frühzeitig Warnsignale zu erhalten. In diesem Zusammenhang unterstreicht der Rat die Bedeutung der Gewährleistung gesunder Staatsfinanzen als Mittel zur Verbesserung der Voraussetzungen für Preisstabilität und für ein starkes, nachhaltiges und der Schaffung von Arbeitsplätzen förderliches Wachstum.

Die wichtigste Bestimmung zur Gewährleistung einer dauerhaft soliden Finanzpolitik im Stabilitäts- und Wachstumspakt ist die Verpflichtung der Mitgliedstaaten, das mittelfristige Ziel eines nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuß aufweisenden Haushalts einzuhalten. Die Erreichung dieses Ziels würde es allen Mitgliedstaaten erlauben, normale Konjunkturschwankungen zu bewältigen und dabei das öffentliche Defizit auf dem Stand des Referenzwerts von 3 % des BIP oder unterhalb dieses Werts zu halten. Defizite oberhalb von 3 % des BIP werden als übermäßig betrachtet, es sei denn, sie sind nur vorübergehender Natur und auf außergewöhnliche Umstände zurückzuführen, wobei vorausgesetzt wird, daß die Defizite in der Nähe des Referenzwerts bleiben. Solche Ausnahmefälle und vorübergehenden Umstände werden entweder definiert als ein ungewöhnliches Ereignis, das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaats entzieht und einen erheblichen Einfluß auf die Finanzlage der öffentlichen Haushalte hat, oder als eine schwere Rezession. Ein Überschreiten des Referenzwerts aufgrund eines schwerwiegenden Wirtschaftsrückgangs wird in der Regel nur dann als Ausnahmefall betrachtet, wenn der jährliche Rückgang des realen BIP mindestens 2 % beträgt. Ein geringerer Rückgang des realen BIP kann nur dann als Ausnahmefall betrachtet werden, wenn dies durch Belege gestützt wird, insbesondere das plötzliche Eintreten des Wirtschaftsrückgangs oder kumulierte Produktionsverluste (im Vergleich zum bisherigen Trend der Produktion). Allerdings haben sich die Mitgliedstaaten verpflichtet, diese Möglichkeit nicht in Anspruch zu nehmen, wenn sie sich nicht in einer schweren Rezession befinden. Bei der Beurteilung, ob ein Wirtschaftsrückgang schwerwiegend ist, legen die Mitgliedstaaten in der Regel einen Rückgang des realen BIP um mindestens 0,75 % auf Jahresbasis als Referenzpunkt zugrunde. Daß das Defizit den Wert von 3 % nur vorübergehend überschreitet, ergibt sich aus Prognosen zur Finanzlage der öffentlichen Haushalte, wie sie von der Europäischen Kommission zur Verfügung gestellt werden und aus denen hervorgeht, daß das Defizit nach dem Ende des ungewöhnlichen Ereignisses oder des schwerwiegenden Wirtschaftsrückgangs wieder unter den Referenzwert sinken wird.

Wenn das öffentliche Defizit eines Mitgliedstaats als übermäßig angesehen wird, formuliert der Rat Empfehlungen für die Korrektur des Haushaltsungleichgewichts. Der betreffende Mitgliedstaat muß zu diesem Zweck innerhalb von vier Monaten wirksame Maßnahmen treffen. Werden nach Auffassung des Rates keine solchen wirksamen Maßnahmen ergriffen, kann der Rat Sanktionen verhängen. Dabei handelt es sich zunächst um unverzinsliche Einlagen, deren Höhe sich nach dem BIP des Mitgliedstaats richtet; diese können in eine Geldbuße umgewandelt werden, wenn das übermäßige Defizit länger als zwei Jahre andauert.

Um die Haushaltsentwicklung überwachen und Anzeichen möglicher haushaltspolitischer Fehlentwicklungen erkennen zu können, aber auch um die Koordinierung der Wirtschaftspolitik zu erleichtern, wurde im Zusammenhang mit dem Stabilitäts- und Wachstumspakt auch ein Frühwarnsystem eingerichtet. Zu diesem Zweck legen die teilnehmenden Mitgliedstaaten dem Rat und der Kommission jährlich Stabilitätsprogramme vor, in denen die mittelfristigen haushaltspolitischen Ziele dargelegt werden. Inhalt und Form der Stabilitätsprogramme richten sich nach einem vereinbarten Schema. Der Rat gibt eine Stellungnahme zu den Stabilitätsprogrammen ab und verlangt Anpassungen, wenn er es für notwendig hält, daß Ziele und Inhalte des Programms anspruchsvoller formuliert werden. Außerdem wird die Umsetzung der Programme vom Rat überwacht; der betreffende Mitgliedstaat erhält eine Empfehlung, wenn der Rat eine erhebliche Abweichung der Haushaltspositionen von den im Programm festgelegten mittelfristigen haushaltspolitischen Zielen feststellt.

## 5 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

### Internationales Umfeld

#### Anzeichen einer leichten Verbesserung im internationalen Umfeld

Nach einer mit großen Unsicherheiten behafteten Phase im zweiten Halbjahr 1998 haben sich die Turbulenzen an den Finanzmärkten in letzter Zeit gelegt, und die weltwirtschaftliche Lage hat sich leicht verbessert. Allerdings sind die Signale, die von den Weltfinanzmärkten und Wirtschaftsindikatoren ausgehen, angesichts der unterschiedlichen Wirtschaftsleistung wichtiger Regionen und der anhaltenden Unsicherheiten in einigen Schwellenländern nach wie vor recht uneinheitlich.

Unter den positiven Faktoren ist festzuhalten, daß das Wachstum in den Vereinigten Staaten im Jahr 1999 kräftiger ausfallen dürfte als ursprünglich erwartet und dadurch das weltweite Wirtschaftswachstum gefördert und die schwache Leistung anderer Regionen kompensiert werden dürfte. Einige Schwellenländer Asiens weisen erste Anzeichen einer Konjunkturerholung auf. Darüber hinaus reagierten die internationalen Finanzmärkte bislang relativ verhalten auf die Brasilienkrise, und die sich unmittelbar über die Finanzmärkte verbreitenden Ansteckungseffekte hielten sich in Grenzen.

Als negatives Bild ergibt sich, daß in Japan noch keine Zeichen eines Umschwungs erkennbar sind. Außerdem ist Brasilien im Gefolge der Währungskrise - die dazu führte, daß der brasilianische Real seit seiner Freigabe im Januar 1999 bis Anfang März rund 40 % an Wert verlor - in eine Rezession geraten, die auch die Wirtschaftsleistung anderer lateinamerikanischer Volkswirtschaften negativ beeinflussen könnte. Da das Risikobewußtsein zudem erheblich zugenommen hat, ist im laufenden Jahr mit einer weiteren Abnahme der privaten Kapitalströme in die Schwellenländer zu rechnen, wodurch die Wachstumsaussichten in diesen Ländern beeinträchtigt werden. Auch die niedrigen Rohstoffpreise und die schwache Nachfrage nach Rohstoffen dürften sich zunehmend auf einige die-

ser Schwellenländer auswirken. Schließlich dürfte im Laufe des Jahres mit einer Ausweitung der außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte zwischen wichtigen Regionen und folglich mit einer erhöhten Gefahr protektionistischer Maßnahmen zu rechnen sein.

Aufgrund dieser divergierenden Kräfte im weltwirtschaftlichen Gefüge bleiben große Unsicherheiten in bezug auf das weltweite Wachstum und den Welthandel auch 1999 bestehen. Das Fehlen einer klaren Perspektive sowie die zunehmenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte wichtiger Regionen könnten sich negativ auf das globale Umfeld auswirken und damit die Risikoaversion der Investoren noch weiter verstärken sowie eine größere Volatilität an den Finanzmärkten herbeiführen.

Was die wichtigsten Volkswirtschaften der Welt angeht, so wiesen die Vereinigten Staaten 1998 im siebten Jahr in Folge ein kräftiges Wirtschaftswachstum auf, so daß die gegenwärtige wirtschaftliche Expansion die nachhaltigste in der Nachkriegsphase ist. Insbesondere die lebhaftere Inlandsnachfrage trug maßgeblich dazu bei, daß das reale BIP im vierten Quartal 1998 auf Jahresrate umgerechnet um schätzungsweise 6,1 % gestiegen ist; für das gesamte Jahr bedeutet dies eine Wachstumsrate von 3,9 %. Bei Betrachtung der zukünftigen Entwicklung deuten fast alle vor- und gleichlaufenden Konjunkturindikatoren darauf hin, daß sich die Inlandsnachfrage auch im weiteren Verlauf des Jahres 1999 lebhaft entwickeln wird. Die Zuversicht der Verbraucher - gemessen am Index für das Verbrauchervertrauen, der von 95,7 Punkten im Januar 1999 auf 102,4 Punkte im Februar 1999 anstieg - hat sich merklich verbessert. Auch beim Wohnungsneubau war im Januar ein Anstieg zu verzeichnen; aufgrund der gestiegenen Zahl der Baugenehmigungsanträge wird mit einem weiterem Wachstum in diesem Bereich gerechnet. Die Industrieproduktion verzeichnete dagegen im Januar nahezu unveränderte Werte, und die gesamte Kapazitätsauslastung ging sogar leicht zurück. Das relativ schwache Ergebnis des Verarbeitenden Gewerbes ist vor allem der verhal-

tenen Auslandsnachfrage zuzuschreiben. Dies hat in Verbindung mit dem gleichzeitigen Anstieg der Importe infolge der anhaltend lebhaften Inlandsnachfrage dazu geführt, daß die Leistungsbilanz im dritten Quartal 1998 ein Defizit von 61 Mrd USD aufwies.

Infolge der historisch niedrigen Rohstoff- und Energiepreise und beträchtlicher Produktivitätsgewinne, durch die die höheren Lohnkosten weitgehend ausgeglichen werden konnten, blieb der Preisauftrieb in den Vereinigten Staaten trotz der lebhaften Konjunktorentwicklung bislang recht gedämpft. Der Anstieg der Verbraucherpreise betrug 1998 1,6 % und entwickelte sich zum Jahresbeginn weiterhin moderat; im Januar 1999 lagen die Verbraucherpreise 1,7 % über dem entsprechenden Vorjahrsstand. Dennoch könnte sich bei einer anhaltend niedrigen Arbeitslosenquote (im Januar erreichte sie mit 4,3 % ihren tiefsten Stand seit 30 Jahren) im späteren Verlauf des Jahres ein Anstieg der Teuerungsrate ergeben, falls sich die Anspannungen am Arbeitsmarkt in einen Auftrieb der Lohnkosten übertragen.

Die Aussichten für eine nachhaltige Erholung der japanischen Wirtschaft bleiben gedämpft, auch wenn von dem im April 1998 eingeführten fiskalpolitischen Konjunkturprogramm im vierten Quartal des letzten Jahres positive Wirkungen auf die Investitionstätigkeit der öffentlichen Hand ausgegangen sein dürften. Der Anstieg der öffentlichen Aufträge war im Januar 1999 im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrsmonat gleich Null; dies deutet darauf hin, daß das Programm vom April 1998 an Wirkung verloren hat und daß die im November 1998 eingeführten steuerlichen Förderungsmaßnahmen noch nicht zu greifen begonnen haben. Außerdem sind vorläufigen Angaben zufolge die Konsumausgaben der privaten Haushalte im Dezember 1998 aufgrund der niedrigeren „Jahres-schluß-Sondergratifikationen“ gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum real um 0,6 % zurückgegangen. Schließlich blieb auch die private Investitionstätigkeit weiterhin gedämpft, wobei im November 1998 bei den Ausrüstungsgütern ein Auftragsrückgang um 12,2 % gegenüber dem Stand ein Jahr zuvor zu verzeichnen war. Betrachtet man die zukünftige Entwick-

lung, so könnte sich das Wirtschaftswachstum infolge des jüngsten fiskalpolitischen Konjunkturprogramms in der ersten Jahreshälfte 1999 etwas beschleunigen. Allerdings gibt es keine klaren Anzeichen dafür, daß sich diese Maßnahmen auch auf die Nachfrage des privaten Sektors auswirken und eine nachhaltige Erholung der Konjunkturlage mit sich bringen. Vor diesem Hintergrund stieg der Leistungsbilanzüberschuß im dritten Quartal 1998 auf 4,6 Billionen JPY (bzw. 0,9 % des jährlichen BIP).

In bezug auf die Preisentwicklung war bei den Großhandelspreisen insgesamt in Japan im dritten und vierten Quartal ein Rückgang um 0,6 % bzw. 3,6 % und im Januar 1999 um 4,9 % zu verzeichnen. Die Verbraucherpreise blieben stabiler; sie lagen im dritten Quartal 1998 um 0,2 % unter dem Niveau zwölf Monate zuvor und im vierten Quartal 1998 um 0,5 % höher als vor Jahresfrist. Schließt man dagegen leicht verderbliche Waren bei der Berechnung aus, gingen die Verbraucherpreise im dritten und im vierten Quartal des vorigen Jahres um 0,2 % bzw. 0,3 % zurück.

Am 12. Februar 1999 senkte die Bank von Japan ihre Zielgröße für den Tagesgeldsatz von 0,25 % auf rund 0,15 %. Darüber hinaus beschloß sie, den Satz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung vom 22. Februar 1999 auf 0,25 % zu halbieren und das Wachstum der Geldmenge durch eine weitere Mittelzufuhr am Geldmarkt zu fördern.

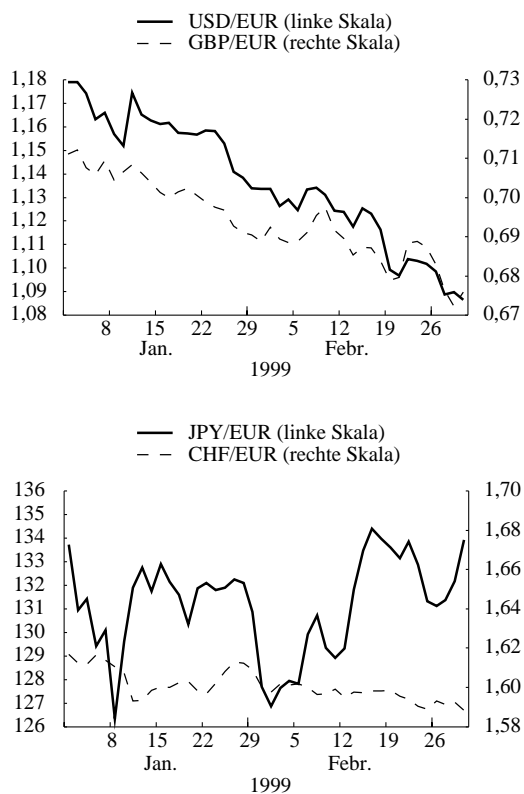
## **Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung**

### **Abschwächung des Euro gegenüber wichtigen Währungen**

Die Haupttendenzen, die das Geschehen an den Devisenmärkten im Januar geprägt hatten, setzten sich im Februar weitgehend fort, als sich der Euro gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets, insbesondere dem US-Dollar, weiter abschwächte. Darüber hinaus blieb die Volatilität des japanischen Yen sowohl gegenüber dem Dollar als auch gegenüber dem Euro nach wie vor hoch.

## Abbildung 19 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Der Euro schwächte sich im Verlauf des Februar gegenüber dem US-Dollar weiter ab (siehe Abbildung 19). Er notierte am Ende des Monats bei 1,10 USD und damit 2,8 % niedriger als zum Monatsbeginn und 6,5 % unter seinem Anfangsstand vom 4. Januar 1999. Die Abschwächung des Euro gegenüber dem US-Dollar war vor allem auf eine fortlaufende Bekanntgabe von Daten zurückzuführen, die für die US-Wirtschaft ein höheres Produktionswachstum als ursprünglich erwartet auswies. Überdies verschoben sich die Erwartungen bezüglich der geldpolitischen Veränderungen in den Vereinigten Staaten von einer weiteren Lockerung hin zu der Möglichkeit einer leichten Straffung der Geldpolitik. Am 4. März 1999 notierte der Euro bei 1,09 USD.

Der japanische Yen wies im Februar erhebliche Kursausschläge gegenüber dem Euro auf. Dennoch notierte der Euro am Monatsende mit

131 JPY nahezu unverändert gegenüber seinem Stand Anfang Februar und um 1,8 % unterhalb seines Ausgangsniveaus. Ausschlaggebend für die Volatilität des Yen gegenüber dem Euro und dem US-Dollar waren die zum Teil widersprüchlichen Signale in bezug auf die Grundrichtung der japanischen Politik. Im Zusammenhang mit diesen Signalen standen unter anderem die Diskussionen um die Absorption von Staatsanleihen durch das Amt für Treuhandfonds, einer Behörde, die schon in der Vergangenheit Staatsanleihen in großem Umfang übernommen hatte. Bis Mitte Februar, als das japanische Finanzministerium die Wiederaufnahme des Ankaufs von Anleihen durch das Amt für Treuhandfonds bekanntgab, führte die Aussicht auf eine Plazierung der Anleihen am Markt zu einem kräftigen Anstieg der Anleiherenditen und einer Erholung des Yen. Andererseits haben die jüngsten geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen der Bank von Japan einen gewissen Spielraum für eine Abschwächung des Yen geschaffen. Am 4. März 1999 notierte der Euro bei 134 JPY.

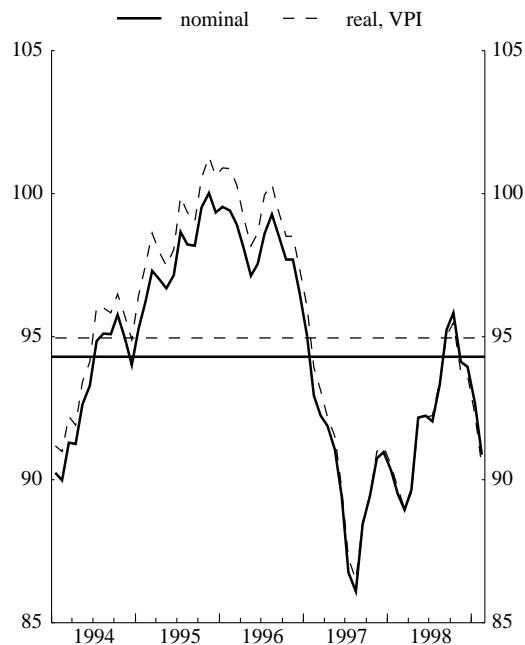
Gegenüber dem Pfund Sterling notierte der Euro am 4. März 1999 bei 0,68 GBP und damit rund 5 % unterhalb seines Ausgangsniveaus. Während das Pfund Sterling einerseits durch die erwartete Konjunkturabschwächung der britischen Wirtschaft möglicherweise negativ beeinflusst worden ist, dürfte es andererseits aber auch von der Stärke des US-Dollar - mit dessen Entwicklung die britische Währung traditionell in Zusammenhang steht - profitiert haben. Der Beschluß der Bank von England vom 4. Februar 1999, die Zinsen um 50 Basispunkte zu senken, hatte nur geringe Auswirkungen auf den Wechselkurs des Pfund. Mangels wichtiger Informationen, die sich auf die bilateralen Wechselkurse hätten auswirken können, blieb der Euro gegenüber dem Schweizer Franken weitgehend stabil. Am 4. März 1999 notierte er bei 1,59 CHF.

### Handelsgewichteter Wechselkurs des Euro hat etwas nachgegeben

Betrachtet man den nominalen Außenwert, d. h. berechnet auf Basis des mit den Außenhandelsanteilen gewogenen Index der Bank für Interna-

## Abbildung 20 Effektive Wechselkurse des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(monatliche Durchschnittswerte; Index 1990 = 100)



Quelle: BIZ.

1) Angaben nach Berechnungen der BIZ; zu den Berechnungsmethoden siehe Tabelle 10 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht. Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung für das Euro-Währungsgebiet. Die horizontalen Linien geben die Durchschnittswerte für den dargestellten Zeitraum dar.

tionalen Zahlungsausgleich (BIZ), schwächte sich der Euro im Februar um rund 1 % ab. Seit Jahresbeginn ging der Index des nominalen Außenwerts - vor allem infolge der Abschwächung des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem

Pfund Sterling - bis Ende Februar um 3,8 % zurück. Auch die Abschwächung des Euro gegenüber dem japanischen Yen und der schwedischen Krone in diesem Zweimonatszeitraum hat zu dieser Entwicklung beigetragen. Bei mittelfristiger Betrachtung des zurückliegenden Zeitraums der letzten Jahre deuten die jüngsten Entwicklungen darauf hin, daß der effektive Wechselkurs des Euro (ermittelt durch Deflationierung mit dem Verbraucherpreisindex) gegenwärtig sowohl real als auch nominal leicht unter seinem längerfristigen Durchschnittswert liegt (siehe Abbildung 20).

### Außenhandelsüberschuß ist weiter zurückgegangen

In der Januar- und Februar-Ausgabe dieses Monatsberichts wurde bereits darauf hingewiesen, daß noch keine Angaben über die Gesamtzahlungsbilanz für das Euro-Währungsgebiet zur Verfügung stehen. Die folgenden Ausführungen beruhen auf von Eurostat erstellten Zahlen und beziehen sich auf die Ein- und Ausfuhr von Waren zwischen dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt, ausschließlich des Binnenhandels im Euro-Währungsgebiet.

Im November 1998 (dem letzten Monat, für den Daten verfügbar sind) belief sich der Außenhandelsüberschuß für das Euro-Währungsgebiet auf 6,5 Mrd ECU (siehe Tabelle 5), d. h. 1,8 Mrd ECU weniger als im entsprechenden Monat des Jahres 1997. Der Rückgang des Außenhandelsüberschusses ist auf niedrigere Ex-

## Tabelle 5 Außenhandel des Euro-Währungsgebiets

	1996	1997	1997	1997	1997	1997	1998	1998	1998	1998	1998
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Okt.	Nov.
<b>Ausfuhren</b>											
Mrd ECU	669,7	761,8	170,2	191,6	193,5	206,5	194,0	203,9	194,3	68,7	66,0
Veränderung gegen Vorjahr in %	7,6	13,8	7,2	15,3	19,0	13,4	13,9	6,4	0,4	-6,2	-0,4
<b>Einfuhren</b>											
Mrd ECU	593,9	672,5	158,1	167,6	166,6	180,2	180,5	178,7	169,1	61,4	59,5
Veränderung gegen Vorjahr in %	5,5	13,2	7,0	13,7	18,2	14,1	14,2	6,6	1,5	-3,3	2,7
<b>Außenhandelsaldo</b>											
Mrd ECU	75,8	89,3	12,1	24,0	26,9	26,3	13,4	25,2	25,2	7,2	6,5
Mrd ECU, kumuliert <sup>1)</sup>	75,8	89,3	12,1	36,2	63,1	89,3	13,4	38,6	63,8	71,1	77,6

Quelle: Eurostat.

1) Vom Jahresanfang bis zum angegebenen Zeitpunkt. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.



porte und steigende Importe zurückzuführen. Die Exporte sanken im November 1998 im dritten Monat in Folge, worin sich sowohl die Auswirkungen der internationalen Wirtschaftslage als auch die im zweiten und dritten Quartal 1998 verzeichnete Aufwertung der Währungen des heutigen Euro-Währungsgebiets widerspiegeln. Im Dreimonatszeitraum von September bis November 1998 gingen die Exporte gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 3,7 % zurück. Die Importe nahmen im November 1998 gegenüber dem entsprechenden Monat des Vorjahrs um 2,7 % zu. Faßt man die drei Monate bis November 1998 zusammen, so blieben die Importe gegenüber dem vergleichbaren Vorjahrszeitraum weitgehend unverändert. Seit Beginn des Jahres erreichte der kumulierte Außenhandelsüberschuß einen Wert von 77,6 Mrd ECU und lag damit 3,5 Mrd ECU unter dem entsprechenden Ergebnis des Jahres 1997. In Anlehnung an die oben genannten Tendenzen

dürfte der Außenhandelsüberschuß gemessen am BIP im Jahr 1998 leicht zurückgegangen sein, womit sich der in den letzten Jahren verzeichnete kontinuierliche Anstieg umgekehrt haben dürfte.

Wie aus der Warengliederung für die Außenhandelszahlen (SITC; siehe Tabellen 9.1 bis 9.3 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht) hervorgeht, waren von dem Exportrückgang vor allem die Bereiche „Sonstige gewerbliche Erzeugnisse“ und „Maschinen und Fahrzeuge“ betroffen. Die rückläufigen Ölpreise, die von Oktober 1997 bis Oktober 1998 (in US-Dollar-Preisen) um 34 % sanken, haben dazu beigetragen, daß der Rückgang beim kumulierten Außenhandelsüberschuß, der sich - ohne Energieträger - im selben Zeitraum auf 14,3 Mrd ECU belief, begrenzt blieb (siehe Tabelle 6).

**Tabelle 6**

**Kumulierter Außenhandelssaldo**

(Differenz zur entsprechenden Vorjahrsperiode; Mrd ECU)

	1998 Jan.	1998 Febr.	1998 März	1998 April	1998 Mai	1998 Juni	1998 Juli	1998 Aug.	1998 Sept.	1998 Okt.
Insgesamt	0,72	0,78	1,31	2,77	4,11	2,44	2,92	3,04	0,79	-1,65
Ohne Energieträger	-0,69	-1,45	-1,85	-1,11	-0,38	-3,16	-4,23	-6,02	-9,68	-14,33
Nahrungsmittel, Getränke und Tabakwaren	-0,06	-0,09	-0,14	-0,04	0,41	0,53	0,64	0,61	0,23	0,03
Rohstoffe	-0,13	-0,51	-0,92	-0,91	-0,89	-1,21	-1,36	-1,34	-1,11	-0,96
Energieträger	1,40	2,23	3,16	3,87	4,49	5,60	7,15	9,06	10,47	12,75
Chemische Erzeugnisse	0,38	0,70	0,93	1,19	1,47	1,50	1,17	0,71	0,57	-0,11
Sonstige gewerbliche Erzeugnisse	-0,42	-0,76	-1,14	-1,17	-1,39	-2,60	-3,24	-3,93	-4,95	-6,47
Maschinen und Fahrzeuge	-0,62	-0,72	-0,26	-0,04	0,33	-0,44	-0,42	-0,93	-2,74	-5,50
Sonstige	0,17	-0,07	-0,33	-0,13	-0,31	-0,95	-1,03	-1,14	-1,68	-1,38

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen; Warengliederung nach SITC Rev. 3.