

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT Juli 1999



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

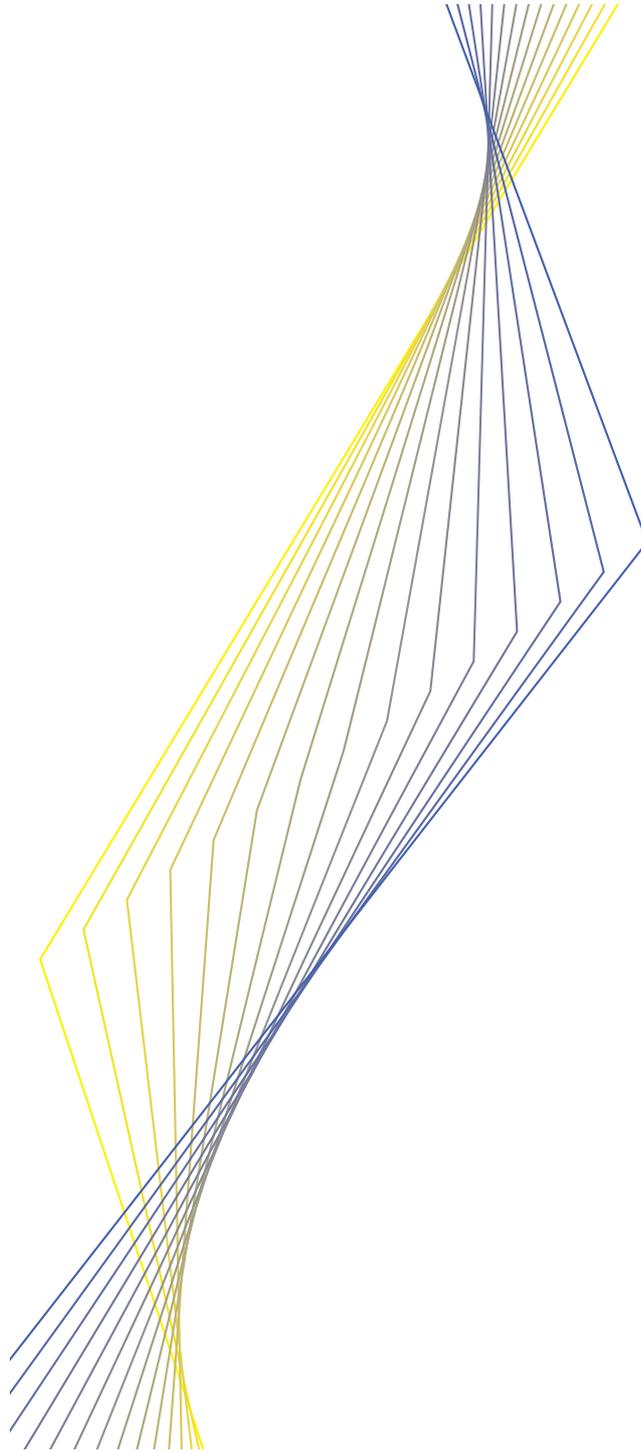
ECB EZB EKT BCE EKP

# MONATSBERICHT

Juli 1999



**EUROPÄISCHE ZENTRALBANK**



**MONATSBERICHT**

**Juli 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 nichtkommerzielle Zwecke ist gestattet, vorausgesetzt, die Quelle wird angegeben.*

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

ISSN 1561-0292

# Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	21
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	23
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	29
Längerfristige Entwicklungen und konjunkturelle Schwankungen der wichtigen volkswirtschaftlichen Indikatoren der Länder des Euro-Währungsgebiets	35
Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken	59
Statistik des Euro-Währungsgebiets	I*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	45*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	51*

## Abkürzungen

### Länder

BE	Belgien
DK	Dänemark
DE	Deutschland
GR	Griechenland
ES	Spanien
FR	Frankreich
IE	Irland
IT	Italien
LU	Luxemburg
NL	Niederlande
AT	Österreich
PT	Portugal
FI	Finnland
SE	Schweden
UK	Vereinigtes Königreich
JP	Japan
US	Vereinigte Staaten

### Sonstige

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM4	Balance of Payments Manual des IWF (4. Auflage)
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
ECU	Europäische Währungseinheit
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EZB	Europäische Zentralbank
FOB	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
MFI	Monetäre Finanzinstitute
NZBen	Nationale Zentralbanken
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex

**Entsprechend der in der Gemeinschaft angewendeten Praxis werden die EU-Länder im Bericht in der alphabetischen Reihenfolge der Bezeichnung der Länder in den jeweiligen Nationalsprachen aufgeführt.**

Aus den neuen Daten, die nach Redaktionsschluß der Juni-Ausgabe des Monatsberichts der EZB veröffentlicht wurden, ergeben sich Hinweise auf eine Stabilisierung des gesamten Produktionswachstums in den ersten Monaten 1999 sowie auf eine in der zweiten Jahreshälfte 1999 beginnende und bis ins Jahr 2000 anhaltende Konjunkturerholung. Angesichts dieser neuen Zahlen scheinen die Finanzmarktteilnehmer nun ein rascheres Tempo des Wirtschaftswachstums im Euro-Währungsgebiet zu erwarten. Diese Daten sowie die jüngste Geldmengen- und Kreditentwicklung deuten darauf hin, daß die Abwärtsrisiken für die fortgesetzte Preisstabilität im Vergleich zum Vormonat weiter zurückgegangen sind. Somit lassen alle vorliegenden Informationen darauf schließen, daß sowohl kurz- als auch mittelfristig die Preisentwicklung weiterhin mit der vom Eurosystem festgelegten Definition der Preisstabilität vereinbar bleibt, d. h., daß der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das gesamte Euro-Währungsgebiet weiterhin unter 2 % liegt. Vor diesem Hintergrund und in Einklang mit der geldpolitischen Strategie des Eurosystems beschloß der EZB-Rat auf seinen Sitzungen am 17. Juni und 1. Juli 1999, die Zinssätze des geldpolitischen Instrumentariums des Eurosystems unverändert zu lassen. Der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte beträgt weiterhin 2,5 %, während die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität bei 3,5 % bzw. 1,5 % belassen wurden.

Was die monetäre Entwicklung betrifft, erhöhte sich der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 für den Zeitraum März bis Mai 1999 auf 5,2 %, nachdem sich der Wert für den Zeitraum Februar bis April 1999 auf 5,1 % belaufen hatte. Folglich lag das Wachstum von M3 weiterhin über dem vom EZB-Rat festgesetzten Referenzwert von 4 ½ %. Die Jahreswachstumsrate des weit gefaßten Geldmengenaggregats M3 stieg im Mai auf 5,3 % und fiel damit 0,3 Prozentpunkte höher aus als im April. Die Zunahme des Wachstums von M3 ist vor allem auf eine höhere Nachfrage nach täglich fälligen Einlagen zurückzuführen.

Die Kreditgewährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet nahm weiterhin kräftig zu, so daß sich die Jahreswachstumsrate von 7,3 % im April auf 7,9 % im Mai erhöhte. Diese allgemeine Beschleunigung war sowohl bei den Buch- als auch bei den Wertpapierkrediten zu beobachten und betraf Kredite an den privaten Sektor ebenso wie Kredite an die öffentlichen Haushalte. Die Wachstumsrate der Kredite an private Haushalte und Unternehmen belief sich auf rund 10 %, was den Schluß nahelegt, daß Verbraucher und Anleger das geringe Zinsniveau im Euro-Währungsgebiet nutzen. In Zusammenhang mit der Entwicklung des Wachstums von M3 deutet dies darauf hin, daß der private Sektor hinsichtlich der Finanzierung seiner Ausgaben keinen Liquiditätsbeschränkungen unterliegt. Dies wird zum gegenwärtigen Zeitpunkt nicht als Zeichen von Inflationsdruck gesehen, eine Neubewertung könnte aber angemessen sein, wenn sich das Wirtschaftswachstum im Eurogebiet zu beschleunigen beginnt.

Was die Finanzmarktindikatoren angeht, wurden die langfristigen Zinssätze für auf Euro lautende Finanztitel durch den ausgeprägten Anstieg der Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten in den jüngsten Monaten beeinflusst. In der zweiten Junihälfte dagegen spielten inländische Faktoren wahrscheinlich eine wichtigere Rolle bei den Entwicklungen an den Rentenmärkten im Eurogebiet. Insbesondere schienen die Marktteilnehmer für den weiteren Verlauf des Jahres 1999 eine Konjunkturbelebung sowie, nach den in den letzten Monaten verzeichneten niedrigen Werten, einen mäßigen Anstieg der Inflation im Euroraum zu erwarten.

Der Wechselkurs des Euro folgte im Juni keinem eindeutigen Trend. Eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich der Entwicklung der Geldpolitik der amerikanischen Zentralbank vor dem am 30. Juni gefaßten Beschluß, den Ziel-Zinssatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte anzuheben, trug zu der volatilen Entwicklung des Wechselkurses des Euro gegenüber dem US-Dollar im Laufe des Monats bei. Der gesamte durchschnittliche Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses betrug im

zweiten Quartal 1999 im Vergleich zum ersten Quartal 1999 etwa 3 ½ %. Die Überwälzung auf die Verbraucherpreise im Eurogebiet durch Nettoauslandsnachfrage und Einfuhrpreise dürfte angesichts der begrenzten Bedeutung des Außenhandels im Euroraum jedoch nur moderat ausfallen. Darüber hinaus würden sich diese Effekte umkehren, wenn der Wechselkurs des Euro zunehmend von Erwartungen eines stärkeren Wachstums bei gleichzeitiger Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet profitieren würde.

Die Perspektiven für das externe Umfeld des Eurogebiets verbesserten sich im Juni weiter, so daß sich die Aussichten für eine anhaltende Erholung der Weltwirtschaft verfestigten. Während das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten allen verfügbaren Informationen zufolge robust bleiben dürfte, setzte sich der Prozeß der Konjunkturerholung und der steigenden Zuversicht in Ostasien und - allerdings in geringerem Maße - in Lateinamerika fort. Die Wirtschaftsaussichten in Japan bleiben jedoch ungewiß, da positive Zahlen zum realen BIP-Wachstum im ersten Quartal 1999 weniger positiven Daten hinsichtlich anderer Indikatoren gegenüberstanden.

Was die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum betrifft, veröffentlichte Eurostat die ersten Schätzungen zum realen BIP-Wachstum für das erste Quartal 1999 sowie Revisionen der Daten für 1998. Diese Daten sollten mit Vorsicht interpretiert werden, da sich die aggregierten Zahlen für das Eurogebiet aus mehreren Angaben zusammensetzen, nämlich aus Daten, die in einigen Ländern gemäß der neuen Methodik des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) erstellt und in anderen Ländern noch auf Grundlage des alten Systems ermittelt wurden, sowie in einzelnen Fällen aus Schätzungen. Aus diesen Angaben können jedoch im wesentlichen zwei Schlußfolgerungen gezogen werden. Erstens lassen die revidierten Zahlen eine Entwicklung erkennen, bei der sich die Verlangsamung des realen BIP-Wachstums eher gleichmäßig über das Jahr 1998 verteilte, während die früheren BIP-

Daten auf einen ziemlich drastischen Rückgang im letzten Quartal 1998 hingedeutet hatten. Zweitens kam die Abschwächung des Produktionswachstums im ersten Quartal 1999 zu einem Stillstand. Die Angaben zur Industrieproduktion für April 1999 bestätigten diesen Eindruck. Obwohl es bislang keine deutlichen Anzeichen einer Erholung im Industriesektor gibt, scheint sich die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) in den ersten Monaten 1999 stabilisiert zu haben. Auch aus den jüngsten Branchen- und Verbraucherumfragen, die in mehreren Ländern des Euro-Währungsgebiets durchgeführt wurden, ergeben sich positive Anzeichen hinsichtlich der Wirtschaftstätigkeit im Euroraum. Die Arbeitslosenquote im Eurogebiet ging in den ersten Monaten des Jahres nur leicht zurück. Diese Entwicklungen stehen weitgehend in Einklang mit den jüngsten Prognosen internationaler Institutionen (wie in der Juni-Ausgabe des Monatsberichts der EZB beschrieben), die eine Erholung für den weiteren Verlauf des Jahres vorhersagen. Die Risiken für die wirtschaftlichen Aussichten dürften ausgewogener geworden sein, da die Wahrscheinlichkeit eines weiteren Abwärtsdrucks auf die Konjunktur im Vergleich zu den vorhergehenden Monaten wohl zurückgegangen ist.

Die jährliche Steigerungsrate des HVPI im Euroraum ging trotz des ausgeprägten Anstiegs der Ölpreise seit März 1999 von 1,1 % im April auf 1,0 % im Mai 1999 zurück. Tatsächlich wurde der Anstieg der Veränderungsrate der Energiepreiskomponente des HVPI durch eine weitere Verlangsamung der Preissteigerungsrate für die meisten anderen Komponenten des HVPI, insbesondere Nahrungsmittel und Dienstleistungen, im Mai mehr als ausgeglichen. In den letzten Monaten verringerten sich die Preissteigerungen für Dienstleistungen kontinuierlich. Die Preise für Dienstleistungen dürften durch den intensiveren Wettbewerb, insbesondere im Telekommunikationsbereich, beeinflußt worden sein. Außerdem trugen Änderungen der indirekten Steuern zu einer niedrigeren zwölfmonatigen Preissteigerungsrate bei. Folglich ging auch die jährliche Teuerungsrate des HVPI ohne die schwankungsanfälligeren Kom-

ponenten (saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie) im Mai 1999 von 1,0 % auf 0,9 % zurück.

Unter Berücksichtigung aller Informationen zu den jüngsten monetären, finanziellen und sonstigen wirtschaftlichen Entwicklungen sind die Aussichten für die Beibehaltung der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet weiterhin günstig. Angesichts der Geldmengen- und Kreditentwicklung und der jüngsten Anzeichen für ein Ende der wirtschaftlichen Abschwächung in den ersten Monaten des Jahres 1999 scheinen die Abwärtsrisiken für die Preisstabilität zurückgegangen zu sein. Es ist nach wie vor wahrscheinlich, daß sich kurzfristig ein mäßiger Aufwärtsdruck auf den HVPI ergeben wird, da die Auswirkungen der vorangegangenen Ölpreissteigerungen und die Abschwächung des Wechselkurses des Euro noch nicht in vollem Umfang an die Verbraucherpreise weitergegeben wurden. Der Aufwärtsdruck könnte jedoch durch den intensi-

veren Wettbewerb auf den Waren- und Dienstleistungsmärkten im Euro-Währungsgebiet, von dem möglicherweise noch für einige Zeit ein gewisser Abwärtsdruck auf die Preise ausgehen wird, gedämpft werden. Dennoch muß, was die weitere Entwicklung betrifft, jeglicher Aufwärtsdruck auf die Preise sehr sorgfältig beobachtet werden.

In dieser Ausgabe des Monatsberichts wird in dem Artikel „Längerfristige Entwicklungen und konjunkturelle Schwankungen der wichtigsten volkswirtschaftlichen Indikatoren der Länder des Euro-Währungsgebiets“ die Frage der Divergenzen und Ähnlichkeiten in der Wirtschaftsentwicklung in den Ländern, die derzeit das Euro-Währungsgebiet bilden, vor dem Übergang zur dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion untersucht. Ein zweiter Artikel vermittelt einen Überblick über den institutionellen Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken.



# Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

## I Monetäre und finanzielle Entwicklung

### Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

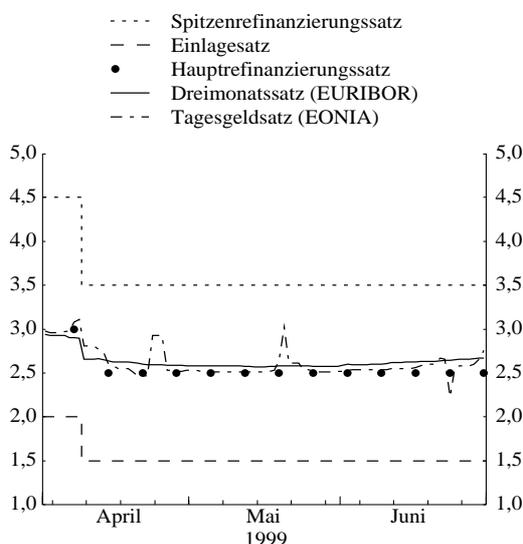
In seinen Sitzungen am 17. Juni und 1. Juli 1999 erörterte der EZB-Rat die Aussichten für die Preisentwicklung im Euroraum. Wie im Editorial dieser Ausgabe des EZB-Monatsberichts erläutert wird, stehen die Aussichten für die Inflation nach Ansicht des EZB-Rats weiterhin mit dem vorrangigen Ziel des Eurosystems, der Gewährleistung der Preisstabilität, in Einklang. Er sah deshalb keinen Anlaß, die geltenden EZB-Zinsen zu ändern. Der Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems blieb daher bei 2,5 %, und die Zinsen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden bei 3,5 % bzw. 1,5 % belassen (siehe Abbildung 1).

### Anstieg des M3-Wachstums im Mai

Die jährliche Wachstumsrate von M3 beschleunigte sich im Mai auf 5,3 %, gegenüber 5,0 % im April 1999. (Die Zahl für April wurde von 4,9 % nach oben revidiert.) Der glei-

### Abbildung 1 EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

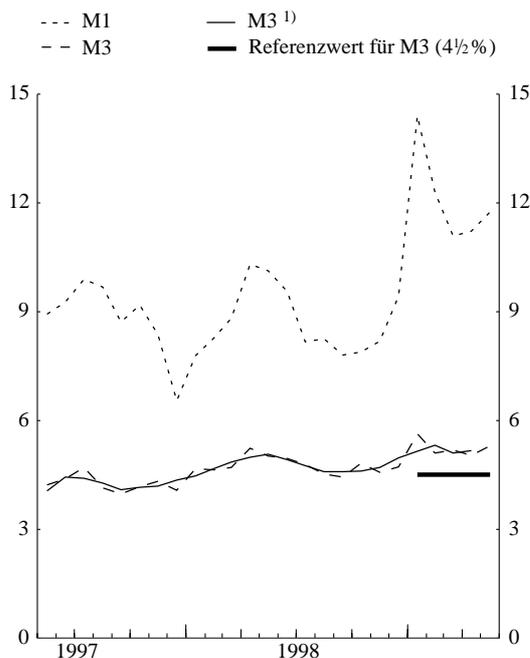
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

### Abbildung 2 Geldmengenaggregate im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

1) Zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt.

tende Dreimonatsdurchschnitt der jährlichen Wachstumsraten von M3 für den Zeitraum März bis Mai 1999 erhöhte sich leicht auf 5,2 %, nachdem er im Zeitraum Februar bis April 1999 5,1 % betragen hatte (dieser Wert wurde von zuvor 5,0 % nach oben revidiert). Das M3-Wachstum lag damit weiter über dem vom EZB-Rat festgesetzten Referenzwert von 4½ % (siehe Abbildung 2).

Ende Juni 1999 veröffentlichte die EZB erstmals Angaben über die saisonbereinigten monatlichen Veränderungen der Geldmenge M3 und ihrer wichtigsten Komponenten, nämlich des Bargeldumlaufs plus der täglich fälligen Einlagen (also des eng gefaßten Geldmengenaggregats M1), des Gesamtbetrags der sonstigen kurzfristigen Einlagen (d. h. der Differenz zwischen den Geldmengenaggregaten M2 und M1) und der in M3 enthaltenen marktfähigen Instrumente (d. h. der Differenz zwischen den Geldmengenaggregaten M3 und

## Tabelle I

### M3 und seine Hauptkomponenten

(saisonbereinigte Veränderungen gegen Vormonat)

	März 1999		April 1999		Mai 1999		Durchschnitt März bis Mai 1999	
	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%	Mrd EUR	%
<b>M3</b>	33,4	0,7	11,0	0,2	24,8	0,5	23,1	0,5
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	8,8	0,5	17,6	1,0	15,7	0,9	14,0	0,8
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	27,9	1,3	-15,0	-0,7	3,8	0,2	5,6	0,3
Marktfähige Instrumente (= M3 - M2)	-3,3	-0,6	8,5	1,4	5,4	0,9	3,5	0,6

Quelle: EZB.

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

M2). Die entsprechenden Zahlen finden sich in Tabelle 2.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts.

Auf der Basis nicht saisonbereinigter Zahlen wuchs M3 im Mai 1999 um 36 Mrd €. Rund ein Drittel dieser Veränderung ging auf saisonale Einflüsse zurück. Saisonbereinigt nahm M3 gegenüber dem Vormonat um 25 Mrd € (bzw. rund 0,5 %) zu (siehe Tabelle I). Ausschlaggebend für diesen Anstieg von M3 war ein kräftiges Wachstum der M1-Komponenten (in Höhe von 16 Mrd €). Ferner war eine geringfügige Zunahme bei den sonstigen kurzfristigen Einlagen (4 Mrd €) und den marktfähigen Instrumenten (5 Mrd €) zu verzeichnen.

Für den Anstieg der jährlichen Wachstumsrate von M3 im Mai war vor allem die stärkere Zunahme der täglich fälligen Einlagen verantwortlich; das kräftigere Wachstum der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapire sowie der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren trug aber ebenfalls dazu bei. Bei den täglich fälligen Einlagen - die etwa ein Drittel von M3 ausmachen - erhöhte sich der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr auf 14,2 % (13,5 % im April). Der Bargeldumlauf lag im Mai nur noch um 1,6 % über dem entsprechenden Vorjahrswert, verglichen mit 1,9 % im April. Dennoch stieg die Jahreswachstumsrate des eng gefaßten Geldmengenaggregats M1 auf-

grund des stärkeren Wachstums der täglich fälligen Einlagen von 11,2 % im Vormonat auf 11,7 % im Mai an.

Fast die Hälfte der Geldmenge M3 entfällt auf die kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen). Insgesamt ging ihre Jahresrate von 2,1 % im April auf 1,7 % im Mai zurück, womit sich das verhaltene Wachstum der beiden letzten Jahre fortsetzte. Der leichte Rückgang im Mai betraf vor allem die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr. Wie schon im April dürfte die schwächere Nachfrage nach diesen Finanzierungsinstrumenten damit zusammenhängen, daß die Anleger ihre Portfolios zugunsten von täglich fälligen Einlagen umschichteten, nachdem sich der Unterschied in der Verzinsung dieser beiden Arten von Privatkundeneinlagen bei den Banken verringert hatte.

Bei den Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten waren derartige Substitutionseffekte hingegen nicht zu beobachten; sie wurden im Mai wiederum um 5,7 % aufgestockt. Hier mag eine Rolle spielen, daß diese Einlagen eher den täglich fälligen Einlagen als den sonstigen kurzfristigen Einlagen ähneln. Sie profitierten außerdem von den in den letzten Monaten gesunkenen Opportunitätskosten, da bei den Banken die Zinssätze für Privatkundeneinlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten deutlich weniger zurückgenommen wurden als die Zinsen für Einlagen mit einer vereinbarten Lauf-

zeit von bis zu zwei Jahren. Aufgrund der erwähnten gegenläufigen Entwicklungen beim Bargeldumlauf, den täglich fälligen Einlagen und den sonstigen kurzfristigen Einlagen betrug die Ausweitung des Geldmengenaggregats M2 im Vorjahresvergleich abermals 6,1 %.

Bei den in M3 erfaßten marktfähigen Wertpapieren wurde die rückläufige Entwicklung im Mai unterbrochen. Diese Finanzierungsinstrumente übertrafen ihren Vorjahrsstand um 0,4 %, während sie ihn im Vormonat noch um

1,1 % unterschritten hatten. Zu dieser Erholung trugen sowohl eine höhere Jahresrate der Geldmarktfondsanteile und Geldmarktpapiere (14,7 % verglichen mit 12,6 % im April) als auch der gegenüber dem Vorjahr geringere Rückgang bei den Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren bei (von -20,5 % im Vormonat auf nunmehr -15,9 %). Die Repogeschäfte verringerten sich dagegen im Mai um 14,6 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsstand, verglichen mit 14,3 % im April.

## Kasten I

### Die Währungsstruktur ausgewählter Aktiva und Passiva der MFIs im Eurogebiet

Das Eurosystem erhebt vierteljährlich umfangreiche Daten zur Währungsstruktur ausgewählter Aktiva und Passiva der Monetären Finanzinstitute (MFIs) im Euro-Währungsgebiet. Die ersten Daten dieser Art stehen seit kurzem für Dezember 1998 und März 1999 zur Verfügung. Sie finden sich in Tabelle 2.6 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts.

Aus diesen Daten ergibt sich, daß die MFI-Positionen gegenüber *Nicht-MFIs im Eurogebiet* (siehe Posten 1(a) in der Tabelle unten) fast ausschließlich auf Euro lauten (einschließlich seiner nationalen Währungseinheiten). Der Anteil der auf Euro lautenden Einlagen von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet lag bei 97,0 %. Bei den Krediten an Nicht-MFIs im Eurogebiet und den MFI-Beständen an Wertpapieren ohne Aktien war der Anteil des Euro ähnlich hoch. Was die anderen Währungen anbelangt, so lauteten 1,8 % der Einlagen, 1,6 % der Kredite und 1,3 % der MFI-Bestände an Wertpapieren ohne Aktien auf US-Dollar. Auf die übrigen Fremdwährungen entfiel weniger als 1 % dieser Positionen.

Bei der Währungsstruktur der Aktiva und Passiva der MFIs *gegenüber Nichtbanken außerhalb des Euro-Währungsgebiets* (siehe Posten 2(a) in der Tabelle unten) kommt Fremdwährungen, insbesondere dem US-Dollar, ein größeres Gewicht zu. Im März 1999 lauteten 42,0 % der Einlagen von Nichtbanken außerhalb des Eurogebiets auf Euro und 35,7 % auf US-Dollar. Etwa 9 % der Einlagen von Gebietsfremden entfielen auf die nicht am Euro teilnehmenden EU-Währungen. Der Anteil des japanischen Yen lag bei 6,9 %. Bei den ausstehenden Krediten an Nichtbanken außerhalb des Euro-Währungsgebiets lauteten 48,9 % auf US-Dollar und 35,9 % auf Euro. Auf die übrigen EU-Währungen entfielen 7,9 % der Kredite an Gebietsfremde. Der Anteil des Schweizer Franken lag bei 3,8 % und war damit fast doppelt so hoch wie der des japanischen Yen. Schließlich lauteten im März 1999 bei den MFI-Beständen an Wertpapieren, die von Nichtbanken außerhalb des Eurogebiets begeben worden waren, 63,3 % auf US-Dollar und nur 13,0 % auf Euro. Auf die übrigen EU-Währungen entfielen 8,5 % dieser Wertpapiere, auf den Yen 7,7 %.

Bei den Positionen der MFIs im Eurogebiet gegenüber anderen gebietsansässigen MFIs (siehe Posten 1(b) in der Tabelle unten) und gegenüber gebietsfremden Banken (siehe Posten 2(b) in der Tabelle) ist die Situation ähnlich. Bei den Positionen der MFIs im Euro-Währungsgebiet untereinander entfällt ein sehr hoher Anteil auf den Euro, wogegen bei den Positionen gegenüber Banken außerhalb des Euroraums auch andere Währungen eine wichtige Rolle spielen.

Für die ausstehenden Schuldverschreibungen und Geldmarktpapiere, die von MFIs aus dem Euro-Währungsgebiet begeben wurden, steht keine Aufgliederung nach Beständen von Gebietsansässigen und

Gebietsfremden zur Verfügung (siehe Posten 3 in der Tabelle unten). 90,8 % dieser Finanzinstrumente lauteten auf Euro, 5,0 % auf US-Dollar und jeweils 1,2 % auf japanische Yen und Schweizer Franken.

Tabelle 2.6 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieses Monatsberichts enthält außerdem eine Aufgliederung der Währungsstruktur für Dezember 1998. Beim Vergleich der Daten für Dezember 1998 und März 1999 ist jedoch besondere Vorsicht geboten, da die Differenzen zwischen diesen beiden Monaten auch auf andere Ursachen, insbesondere auf die Auswirkungen von Wechselkursschwankungen und andere nicht transaktionsbedingte Änderungen, zurückzuführen sein können.

### Währungsstruktur ausgewählter Aktiva und Passiva der MFIs im Euro-Währungsgebiet

(in % der Gesamtsumme; März 1999)

	Euro <sup>1)</sup>	Übrige EU-Wäh- rungen	Andere Wäh- rungen	USD	JPY	CHF	Sonstige
<b>1. MFI-Positionen gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>							
<b>(a) Nicht-MFIs</b>							
Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	97,0	0,5	2,6	1,8	0,3	0,3	0,2
Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet	96,6	0,5	2,9	1,6	0,3	0,9	0,1
Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	97,0	0,7	2,3	1,3	0,8	0,2	0,1
<b>(b) MFIs</b>							
Einlagen von MFIs im Euro-Währungsgebiet	87,8	1,3	10,9	7,7	0,8	1,4	1,0
Wertpapiere ohne Aktien von MFIs im Euro-Währungsgebiet	95,7	0,8	3,4	2,5	0,5	0,2	0,3
<b>2. MFI-Positionen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>							
<b>(a) Nichtbanken</b>							
Einlagen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	42,0	9,0	49,0	35,7	6,9	3,0	3,4
Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	35,9	7,9	56,2	48,9	2,0	3,8	1,4
Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	13,0	8,5	78,6	63,3	7,7	1,1	6,5
<b>(b) Banken <sup>2)</sup></b>							
Einlagen von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets	43,1	10,5	46,3	36,0	3,7	4,2	2,4
Kredite an Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets	44,2	8,9	46,8	33,7	6,2	2,7	4,2
Wertpapiere ohne Aktien von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets	23,4	18,8	57,7	40,8	6,2	1,1	9,7
<b>3. Nicht aufgliederbare MFI-Positionen</b>							
Schuldverschreibungen und Geldmarktpapiere von MFIs	90,8	1,1	8,0	5,0	1,2	1,2	0,6

1) Einschließlich in den nationalen Währungseinheiten des Euro angegebener Positionen.

2) Der Begriff „Bank“ umfaßt MFIs, die in Nicht-EWU-Ländern des Europäischen Wirtschaftsraums ansässig sind, sowie in der übrigen Welt ansässige im Einlagengeschäft tätige Kapitalgesellschaften, wie sie im System of National Accounts 1993 der Vereinten Nationen (SNA 93) definiert sind.

## **Stärkeres Kreditwachstum im Mai**

Die Jahresrate der gesamten Kreditgewährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich von 7,3 % im April auf 7,9 % im Mai 1999. Zu diesem Anstieg haben alle Formen der Ausleihungen des MFI-Sektors (Buch- sowie Wertpapierkredite) sowohl an den privaten Sektor als auch an die öffentlichen Haushalte beigetragen. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor war im Mai um 10,5 % höher als ein Jahr zuvor, verglichen mit 10,0 % im Vormonat. Bei den Ausleihungen an den privaten Sektor erhöhte sich die jährliche Wachstumsrate der Buchkredite (die etwa 90 % der gesamten Kreditgewährung an den privaten Sektor ausmachen) von 9,7 % auf 10,0 %. Die starke Ausweitung der Kredite an private Haushalte und Unternehmen dürfte wohl in erster Linie mit den niedrigen Kreditzinsen der Banken im Euroraum zusammenhängen, deren weiterer Rückgang im Mai eine verzögerte Anpassung an die am 8. April 1999 bekanntgegebene Senkung der EZB-Zinsen reflektiert. Die Kredite an öffentliche Haushalte nahmen dagegen im Mai mit 1,2 % im Vorjahresvergleich weiterhin nur geringfügig zu (0,4 % im April).

Die Nettoposition der Monetären Finanzinstitute (MFIs) des Eurogebiets gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets verringerte sich im Mai 1999 weiter, und zwar um 41 Mrd €. Im Vergleich zum Vorjahr hat sich die Nettoposition des MFI-Sektors gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet damit um 203 Mrd € verschlechtert. Diese Veränderung der Nettoposition des MFI-Sektors gegenüber dem Nicht-Euro-Währungsgebiet deckt sich teilweise mit dem starken Kreditwachstum im Eurogebiet und spiegelt hauptsächlich die in der Zahlungsbilanz des Euro-raums ausgewiesenen Nettokapitalabflüsse von Nicht-MFIs wider.

Auf der Passivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors war die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten nach wie vor höher als Ende 1998 und Anfang 1999, wenngleich sie sich leicht von 5,2 % im April auf 5,0 % im Mai abschwächte.

Der Zuwachs bei den Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren blieb insgesamt unverändert hoch (8,1 % im Mai). Bei den längerfristigen Einlagen setzte sich dagegen das schwache Wachstum fort. Bis zu einem gewissen Grad dürfte dies damit zu erklären sein, daß die Zinsen der Banken für längerfristige Privatkundeinlagen in den letzten Monaten weiter zurückgegangen sind, während gleichzeitig die langfristigen Anleiherenditen anzogen.

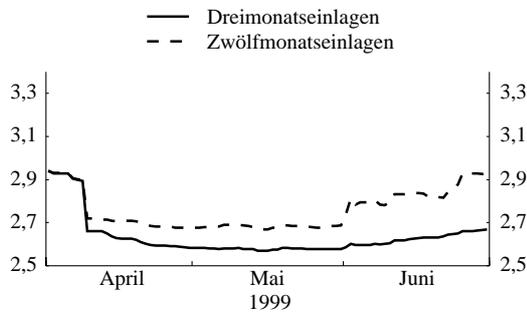
## **Leichter Anstieg der kurzfristigen Marktzinsen im Juni**

Im Juni sind die kurzfristigen Marktzinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum gestiegen. Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA („euro overnight index average“), erhöhte sich im Verlauf der fünften Mindestreserveerfüllungsperiode (die am 24. Mai begann und am 23. Juni 1999 endete) allmählich von etwa 2,52 % auf gut 2,6 %. Zu diesem Anstieg des EONIA-Satzes kam es trotz der reichlichen Liquiditätsversorgung des gesamten Bankensystems (siehe Kasten 2). Erst am letzten Tag der Mindestreserveerfüllungsperiode sank der EONIA auf 2,23 %, was darauf zurückzuführen war, daß die Liquidität im Bankensystem über den zur Erfüllung des Mindestreservesolls des Eurosystems benötigten Betrag hinausging. In den ersten Tagen der neuen Mindestreserveerfüllungsperiode pendelte sich der Tagesgeldsatz wieder auf einem Niveau von rund 2,6 % ein, kletterte aber am 30. Juni 1999 vorübergehend auf 2,76 %, was mit von Finanzmarktteilnehmern angestrebten Anpassungen in deren Bilanzen zum Halbjahresende zusammenhängen dürfte.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt stieg der Einmonats-EURIBOR bis Ende Juni um 7 Basispunkte auf 2,64 %, während sich der Dreimonats-EURIBOR im gleichen Zeitraum um 9 Basispunkte auf 2,67 % erhöhte. Der Satz für Zwölfmonatsgeld zog um 25 Basispunkte auf 2,94 % an. Infolgedessen vergrößerte sich Ende Juni der Zinsabstand zwischen dem Zwölfmonats- und dem Dreimonats-EURIBOR von 11 Basispunkten

### Abbildung 3 Kurzfristzinsen im Euro- Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Dreimonats- und Zwölfmonats-EURIBOR.

Ende Mai auf 27 Basispunkte (siehe Abbildung 3).

Der steilere Verlauf der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt zeigte sich auch in den impliziten EURIBOR-Zinssätzen für Termingeschäfte; für Ende 1999 und im Jahr 2000 fällige Kontrakte stiegen diese stärker an als für frühere Liefertermine. Ende Juni lagen die Dreimonatssätze für im September 1999 fälli-

ge Terminkontrakte bei 2,75 % und für im Dezember 1999 bzw. März 2000 fällige Terminkontrakte bei jeweils 3,07 %; sie hatten sich damit im Vergleich zum Vormonat um 13 bzw. jeweils 25 Basispunkte erhöht. Diese Entwicklung der derzeitigen und erwarteten künftigen Kurzfristzinsen dürfte als Zeichen dafür zu werten sein, daß die Marktteilnehmer die künftigen Konjunkturaussichten im Euro-Währungsgebiet inzwischen positiver einschätzen.

Die vorgenannte Entwicklung am Geldmarkt schlug sich auch in den Ergebnissen des regulären monatlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts des Eurosystems, das am 1. Juli abgeschlossen wurde, nieder. Bei diesem längerfristigen Geschäft, das wie üblich eine Laufzeit von drei Monaten hatte und nach dem amerikanischen Zuteilungsverfahren durchgeführt wurde, ergaben sich ein gewichteter durchschnittlicher und ein marginaler Zuteilungssatz von 2,64 % bzw. 2,63 % und damit - wie schon bei den vorangegangenen Geschäften - etwas niedrigere Sätze als der am Tag der Geschäftsabwicklung geltende Dreimonats-EURIBOR.

### Kasten 2

#### Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der fünften Mindestreserveerfüllungsperiode

##### Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der fünften Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Mai bis 23. Juni 1999 führte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch. Sämtliche Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden zu einem festen Zinssatz von 2,5 % abgewickelt. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 96,0 Mrd € und 39,0 Mrd €. Nach einem leichten Rückgang des Bietungsaufkommens von 784,4 Mrd € im ersten Hauptrefinanzierungsgeschäft auf 698,4 Mrd € im zweiten stieg der Bietungsbetrag in den folgenden drei Geschäften - vor allem aufgrund des zunehmenden Gefälles zwischen dem Tagesgeldsatz und dem Tendersatz - kontinuierlich auf 1 165,5 Mrd € an. Im Durchschnitt belief sich das Bietungsaufkommen auf 895,5 Mrd € und lag somit deutlich höher als in der vierten Mindestreserveerfüllungsperiode, in der es bei 689,5 Mrd € gelegen hatte. Die Zahl der teilnehmenden Geschäftspartner entwickelte sich ähnlich wie das Bietungsaufkommen und lag im Durchschnitt bei 759. Der Anstieg des Bietungsbetrags spiegelt sich auch in der Entwicklung der Repartierungssätze wider. Während sich der Repartierungssatz in der vierten Mindestreserveerfüllungsperiode aufgrund des unterschiedlichen Volumens der zwei ausstehenden Tenderschäfte zwischen 12 % und 6 % bewegte, schwankte er in der fünften Erfüllungsperiode zwischen 9,5 % und 4,2 %.

## Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd EUR)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserveerfüllungsperiode vom 24. Mai bis 23. Juni 1999

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
<b>(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>	<b>177,3</b>	<b>0,6</b>	<b>+176,7</b>
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	132,0	-	+132,0
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+45,0
Ständige Fazilitäten	0,3	0,6	-0,3
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
<b>(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren</b>	<b>339,8</b>	<b>414,6</b>	<b>-74,8</b>
Banknotenumlauf	-	337,0	-337,0
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	40,4	-40,4
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	339,8	-	+339,8
Sonstige Faktoren (netto)	-	37,2	-37,2
<b>(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) - (b)</b>			<b>101,9</b>
<b>(d) Mindestreservesoll</b>			<b>101,0</b>

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

### Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten

Im Vergleich zur vorangegangenen Mindestreserveerfüllungsperiode ging die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von tagesdurchschnittlich 0,8 Mrd € auf 0,3 Mrd € zurück. Die Inanspruchnahme der Einlagefazilität stieg leicht von tagesdurchschnittlich 0,4 Mrd € auf 0,6 Mrd € an. Allerdings entfielen mehr als zwei Drittel (13,5 Mrd €) der gesamten Inanspruchnahme der Einlagefazilität auf den letzten Tag der Erfüllungsperiode, an dem ein Hauptrefinanzierungsgeschäft durchgeführt wurde. Bei der Zuteilungsentscheidung mußte berücksichtigt werden, daß sich das Geschäft weniger auf die Liquidität in der fünften als vielmehr in der sechsten Erfüllungsperiode auswirken würde, für die aufgrund von Änderungen bei den autonomen Faktoren mit einer Mittelentnahme gerechnet wurde. Zudem war das von der EZB festgelegte Zuteilungsvolumen eine Reaktion auf das hohe Niveau der Tagesgeldsätze vor Ende der fünften Erfüllungsperiode.

### Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

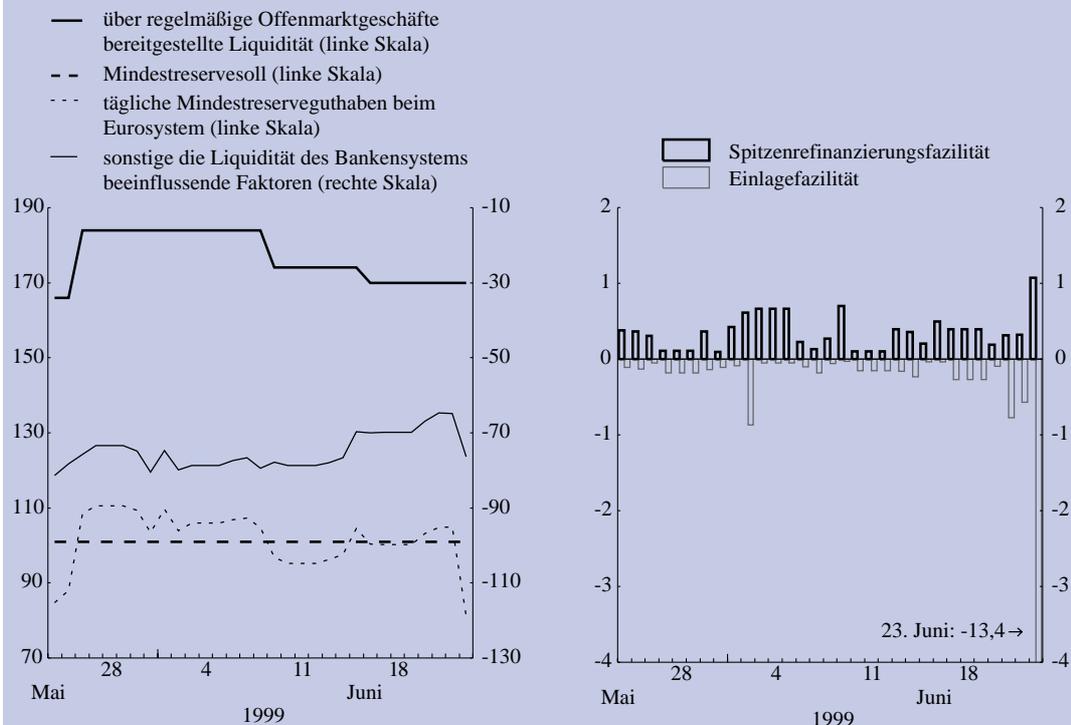
Die autonomen Faktoren (Posten (b) in der Tabelle oben) entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 74,8 Mrd € und damit 9,0 Mrd € mehr als in der vorherigen Erfüllungsperiode. Die Hauptgründe für diesen beachtlichen Anstieg lagen in der Zunahme der Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem um 4,0 Mrd € und im Anstieg des Banknotenumlaufs um 3,2 Mrd €. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 64,4 Mrd € und 81,3 Mrd €, wobei die Schwankungen zum größten Teil auf die Einlagen der öffentlichen Haushalte zurückzuführen waren (siehe Kasten 3).

### Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten beim Eurosystem entsprechen der Differenz aus der durch geldpolitische Geschäfte bereitgestellten Liquidität (einschließlich des Nettobetrags aus der Inanspruchnahme ständiger Fazilitäten) und der Nettowirkung der autonomen Faktoren. In der fünften Mindestreserveerfüllungsperiode belief sich das durchschnittliche Guthaben auf Girokonten auf 101,9 Mrd € und das Mindestreservesoll auf 101,0 Mrd €. Die Differenz zwischen diesen beiden Variablen verringerte

## Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren für die fünfte Erfüllungsperiode

(Mrd EUR; Tageswerte)



Quelle: EZB.

sich gegenüber der vierten Erfüllungsperiode geringfügig von 1,0 Mrd € auf 0,9 Mrd €. Dieser Rückgang ist auf die weitere Abnahme der Guthaben auf Girokonten, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, (von 0,3 Mrd € auf 0,2 Mrd €) zurückzuführen. Die Überschussreserven von Geschäftspartnern, die einer Mindestreservepflicht unterliegen, scheinen sich hingegen stabilisiert zu haben. Sie liegen seit nunmehr drei Erfüllungsperioden weitgehend unverändert bei etwa 0,7 Mrd €.

### Kasten 3

#### Einlagen der öffentlichen Hand und ihre Auswirkungen auf die Liquiditätslage im Eurogebiet

In einigen Ländern des Euro-Währungsgebiets sind die Einlagen der öffentlichen Hand bei der Zentralbank beträchtlich und zudem der schwankungsanfälligste Posten bei den autonomen Faktoren, d. h. den Veränderungen in der Bilanz der Zentralbanken, die nicht auf geldpolitische Beschlüsse zurückzuführen sind. Die Standardabweichung der täglichen Veränderungen liegt bei den Einlagen der öffentlichen Haushalte seit dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion bei 5 507 Mio €, während sie bei Banknoten 963 Mio € und bei der Nettosition in Fremdwährung 506 Mio € beträgt.

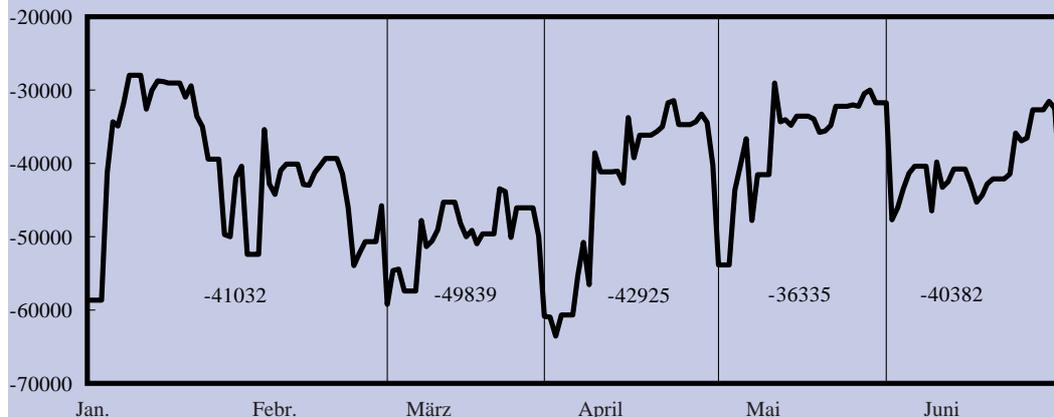
Die öffentlichen Einlagen werden durch sämtliche vom Zentralstaat und den sonstigen öffentlichen Gebietskörperschaften durchgeführten Transaktionen beeinflusst, wie beispielsweise die Emission von Schuldtiteln sowie Tilgungen und Kuponzahlungen, der Einzug von Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen, der Erwerb von Waren und Dienstleistungen sowie die Zahlung von Gehältern, Pensionen und anderen Sozialversicherungsleistungen. In der Regel erfolgen solche Vorgänge nach einem festgelegten Kalender, der die Struktur der Zu- und Abflüsse auf dem Konto der öffentlichen Hand bestimmt. Jedoch führen diese Zahlungsströme nur zu Liquiditätseffekten, wenn die öffentlichen Haushalte alle oder einen Großteil ihrer

Konten bei der Zentralbank unterhalten. Ob öffentliche Haushalte ihre Konten bei der Zentralbank oder bei Geschäftsbanken unterhalten, hängt im Prinzip von zwei Faktoren ab: von den jeweiligen Regelungen, zuweilen in Form eines Gesetzes oder einer Vereinbarung mit der Zentralbank, und von der Verzinsung der bei der Zentralbank unterhaltenen Einlagen. In Ländern, in denen die Konten der öffentlichen Haushalte nur begrenzte Liquiditätswirkungen haben, gibt es entweder Beschränkungen der Höhe der öffentlichen Einlagen bei der Zentralbank, oder diese Einlagen werden (zumindest oberhalb eines bestimmten, relativ niedrigen Schwellenwerts) nicht oder nur zu einem Satz unterhalb des Marktzinseszinses verzinst, so daß es für die öffentlichen Haushalte attraktiv ist, die Gelder am Ende des Tages am Markt unterzubringen.

Die Länder des Eurogebiets können in bezug auf Volatilität und Umfang der durch die Finanztransaktionen der öffentlichen Hand ausgelösten Liquiditätseffekte in drei Gruppen unterteilt werden. Die erste Gruppe, bei der die Schwankungen der öffentlichen Einlagen zu vernachlässigen sind, umfaßt Belgien, Deutschland, Luxemburg, die Niederlande, Österreich und Finnland. In diesen Ländern sind die Salden, die bis zum nächsten Geschäftstag auf den Konten der öffentlichen Haushalte belassen werden, niedrig oder nahe Null und beeinflussen damit nicht die Liquidität. Bei der zweiten Gruppe (Irland und Portugal) treten auf den Konten der öffentlichen Hand bei der Zentralbank zwar gewisse Schwankungen auf, deren Ausmaß jedoch begrenzt ist. Schließlich sind bei der dritten Ländergruppe, nämlich Spanien, Italien und - in geringerem Maße - Frankreich, die Liquiditätseffekte aus Einlagen der öffentlichen Hand beträchtlich. Die wichtigsten öffentlichen Informationsquellen über die Finanztransaktionen der öffentlichen Hand sind auf der Internetseite der EZB abrufbar (<http://www.ecb.int>).

### Durch Einlagen der öffentlichen Haushalte ausgelöste Liquiditätseffekte

(Mio EUR)



Anmerkung: Die vertikalen Linien kennzeichnen den 23. des jeweiligen Monats, d. h. den letzten Tag der Mindestreserveverfüllungsperiode. Die in der Abbildung genannten Zahlen geben den Tagesdurchschnitt für die gesamten Einlagen der öffentlichen Haushalte in der entsprechenden Mindestreserveverfüllungsperiode an.

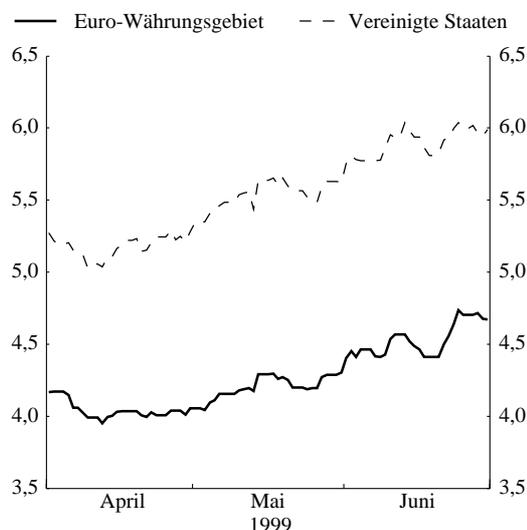
Die obige Abbildung zeigt die Entwicklung der gesamten Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem seit Beginn der Währungsunion, d. h. Passivposten 4.1 des Konsolidierten Wochenausweises des Eurosystems. Es sollte darauf hingewiesen werden, daß in der Bilanz des Eurosystems die Forderungen an öffentliche Haushalte relativ konstant bei rund 60 Mrd € liegen und deswegen hier nicht darauf eingegangen zu werden braucht. Die größte Veränderung, der die öffentlichen Einlagen im Laufe einer Mindestreserveverfüllungsperiode unterliegen, ist auf den italienischen Steuereinzugstermin zurückzuführen, der allgemein liquiditätsabschöpfend wirkt und auf den 23. eines jeden Monats (oder den darauffolgenden Geschäftstag) fällt, also den letzten Tag einer jeden Erfüllungsperiode. Diese Veränderung wirkt sich in der Regel auf die Einlagen der italienischen Zentralregierung über den Beginn der folgenden Erfüllungsperiode hinaus aus. Bei der Bewertung der Entwicklung der öffentlichen Einlagen sollte ebenfalls berücksichtigt werden, daß es Anfang Mai 1999 in Frankreich eine institutionelle Veränderung gegeben hat. Seit diesem Zeitpunkt werden die Guthaben der französischen Zentralregierung bei der Banque de France, soweit sie einen gewissen Schwellenwert überschreiten, zu einem unter dem Marktzins liegenden Satz verzinst. Damit ist es für das französische Finanzministerium attraktiv, diese Gelder am Markt anzulegen. Die Standardabweichung der täglichen Veränderungen bei den gesamten öffentlichen Einlagen ist seit Mai auf 4 020 Mio € zurückgegangen.

## Weiterer Anstieg der langfristigen Anleiherenditen im Juni

Nach dem Anstieg im Mai 1999 zogen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet im Laufe des Juni weiter an, und zwar um nahezu 40 Basispunkte (siehe Abbildung 4). Am 30. Juni 1999 lagen die Renditen zehnjähriger Anleihen im Euroraum im Durchschnitt bei knapp unter 4,7 % und damit mehr als 70 Basispunkte über dem Ende 1998 erreichten Niveau, jedoch erheblich unter den Ständen, die fast durchgehend in den neunziger Jahren zu beobachten waren. Der Anstieg der Anleiherenditen im Juni war wohl wie bereits größtenteils im bisherigen Jahresverlauf - auf den fortwährenden Aufwärtssdruck auf die inländischen Anleiherenditen zurückzuführen, der von den Renditensteigerungen in den Vereinigten Staaten ausging. Gleichzeitig haben Erwartungen am Markt bezüglich einer konjunkturellen Erholung im Eurogebiet bei der Entwicklung der langfristigen Anleiherenditen offensichtlich eine wichtigere Rolle als in den Vormonaten gespielt.

**Abbildung 4**  
**Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: EZB, nationale Statistiken und Reuters.

Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten.

Infolgedessen hat sich der Zinsvorsprung langfristiger US-Anleihen gegenüber vergleichbaren Papieren im Euro-Währungsgebiet, der sich seit Oktober 1998 tendenziell vergrößert hatte, im Juni verringert und betrug am 30. Juni rund 120 Basispunkte.

Betrachtet man die internationalen Einflußfaktoren auf die Entwicklung an den heimischen Rentenmärkten, so wiesen die langfristigen Anleiherenditen in den Vereinigten Staaten im Juni nach dem kräftigen Anstieg im Mai 1999 einen volatilen Verlauf auf. Die Renditen zehnjähriger Anleihen zogen dabei um mehr als 20 Basispunkte an und erreichten zum 30. Juni rund 5,9 %. Die Volatilität am US-Anleihemarkt fand in einem Umfeld statt, in dem die Marktteilnehmer vor dem Hintergrund des anscheinend nach wie vor robusten und breit gefächerten Wirtschaftswachstums zunehmend unsicherer über die möglichen Auswirkungen auf die künftige Preisentwicklung und die geldpolitischen Entscheidungen wurden. Als erste Reaktion am Rentenmarkt auf den Beschluß der US-amerikanischen Zentralbank, den Ziel-Zinssatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte anzuheben, jedoch die „Grundhaltung in Richtung einer restriktiveren Politik“ (*tightening bias*) im Anschluß an die Sitzung des Offenmarktausschusses am 30. Juni aufzugeben, fand in den Vereinigten Staaten bei den langfristigen Zinsen eine Korrektur nach unten statt. In Japan war zwischen Ende Mai und dem 30. Juni ebenfalls ein Anstieg der langfristigen Anleiherenditen von fast 30 Basispunkten auf rund 1,8 % zu verzeichnen, was in erster Linie auf den außergewöhnlich kräftigen Zuwachs des realen BIP im ersten Quartal 1999 zurückzuführen war.

Neben den Entwicklungen an den internationalen Anleihemärkten dürften außerdem inländische Einflußfaktoren zu dem Aufwärtssdruck auf die Anleiherenditen im Euroraum beigetragen haben, da sie wohl zu Erwartungen am Markt bezüglich einer konjunkturellen Erholung im Eurogebiet geführt haben. Zwar gehen von den Konjunkturdaten, einschließlich eines höheren Wachstums des realen BIP und einer verbesserten Zuversicht in

der Industrie sowie sinkenden Vertrauens der Verbraucher, weiterhin widersprüchliche Signale bezüglich der zukünftigen Konjunkturaussichten aus. Im Ergebnis scheinen jedoch die Finanzmarktteilnehmer eher Anzeichen für eine Erholung der Wirtschaftsdynamik zu sehen. Die Erwartungen an den Finanzmärkten bezüglich einer Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet dürften auch zu einer leichten Anhebung der Inflationserwartungen geführt haben.

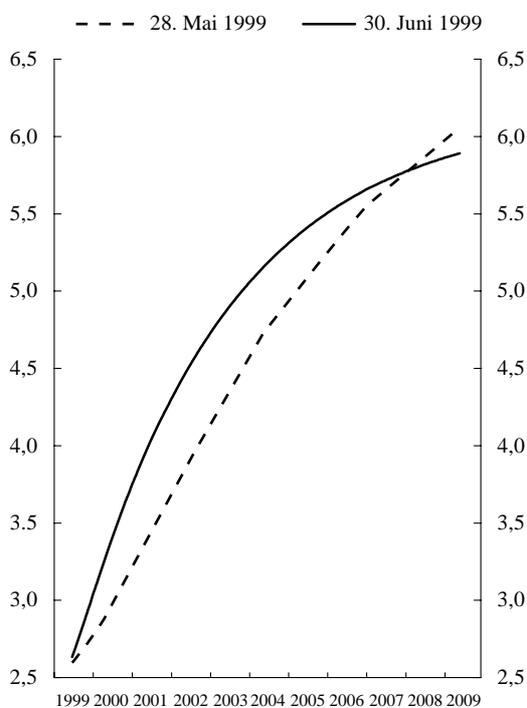
Vor dem Hintergrund der geschilderten Entwicklungen an den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets ist die Renditenstrukturkurve im Eurogebiet im Juni steiler geworden. Gemessen als Abstand zwischen den Zinssätzen für Dreimonatsgeld und den Renditen für zehnjährige Anleihen betrug die Steigung der

Renditenstrukturkurve am 30. Juni rund 200 Basispunkte. Das waren nahezu 130 Basispunkte mehr als das am Ende des Jahres 1998 beobachtete Niveau und ist der höchste Stand seit Ende 1996. Zieht man die Entwicklung der Termin-Zinsstrukturkurve (Abbildung 5), die - sieht man von möglichen Risikoprämien ab - die Erwartungen am Markt bezüglich der zukünftigen kurzfristigen Zinsen widerspiegelt, in Anbetracht, dann ist ein Großteil des steileren Verlaufs der Zinsstrukturkurve im Juni auf Erwartungen steigender Zinsen für den Bereich kürzerer und mittlerer Restlaufzeiten zurückzuführen. Dies ist wohl ein Zeichen dafür, daß die Marktteilnehmer ihre Erwartungen bezüglich des Wirtschaftswachstums und der Inflationsaussichten auf kurze bis mittlere Sicht geändert haben.

### Abbildung 5

#### Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



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

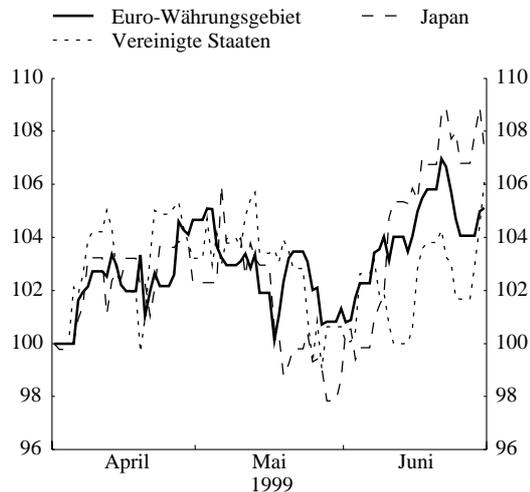
Außerdem dürfte der leichte Anstieg zehnjähriger Realrenditen von in Frankreich begebenen indexgebundenen Anleihen Erwartungen am Markt bezüglich einer Beschleunigung der zukünftigen Konjunkturdynamik anzeigen. Gleichzeitig haben sich die „Break-even-Inflationsraten“ gemessen an der Differenz zwischen zehnjährigen Nominalrenditen und den Realrenditen von in Frankreich begebenen indexgebundenen Anleihen im Juni ebenfalls leicht erhöht.

#### Kurserholung an den Aktienmärkten im Juni

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet, gemessen am Dow Jones EURO STOXX Gesamtindex, haben während des Zeitraums von Ende Mai bis 30. Juni 1999 um nahezu 4 % zugelegt (siehe Abbildung 6). Nach diesem Anstieg lagen die Aktienkurse im Euroraum im Durchschnitt rund 9 % über dem Stand von Ende 1998. Die Kurssteigerungen an den Börsen im Eurogebiet im Juni 1999 dürften sowohl auf ein freundliches Umfeld infolge der Aufwärtstendenz an den internationalen Aktienmärkten als auch auf günstige inländische Einflußfaktoren zurückzuführen sein.

**Abbildung 6**  
**Aktienkursindizes im Euro-**  
**Währungsgebiet, den Vereinigten**  
**Staaten und Japan**

(1. April 1999 = 100; Tageswerte)



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

In den Vereinigten Staaten ist der Standard & Poor's 500-Index im Zeitraum von Ende Mai bis 30. Juni um etwas mehr als 5 % gestiegen. Die Entwicklung der US-Aktienkurse im Juni dürfte teilweise den positiven Einfluß, der von weiteren Anzeichen für ein robustes Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten ausging, widerspiegeln. Außerdem wirkte sich der Beschluß der US-amerikanischen Zentralbank, nach der Erhöhung des Ziel-Zinssatzes für Tagesgeld am 30. Juni 1999 die „Grundhaltung in Richtung einer restriktiveren Geldpolitik“ (*tightening bias*) nicht weiter beizubehalten, positiv auf die amerikanischen Aktienkurse aus. In Japan haben die Aktiennotierungen, gemessen am Nikkei 225-Index, nach dem Anstieg von über 16 % in den ersten fünf Monaten des Jahres 1999 im Zeitraum von Ende Mai bis 30. Juni 1999 um na-

hezu 9 % zugelegt. Verantwortlich für diese Entwicklung dürfte unter anderem die wachsende Zuversicht der Marktteilnehmer bezüglich der Konjunkturaussichten aufgrund der hohen BIP-Wachstumszahl für das erste Quartal 1999 gewesen sein.

An den Aktienmärkten des Euro-Währungsgebiets hat neben dem günstigen Umfeld steigender Kurse an den internationalen Börsen wohl auch die am Markt herrschende Ansicht, daß sich das reale außenwirtschaftliche Umfeld des Eurogebiets verbessern dürfte, zu dem Aufwärtstrend beigetragen. In diesem Zusammenhang dürften Markterwartungen bezüglich einer Konjunkturerholung im Euroraum ebenfalls eine wichtige Rolle bei den Aktienkursgewinnen im Juni gespielt haben. Diese Kurssteigerungen an den Aktienmärkten waren angesichts des zuvor erwähnten starken Anstiegs der langfristigen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet bemerkenswert und dürften auch ein Zeichen dafür sein, daß sich die Einschätzung an den Finanzmärkten bezüglich der Aussichten für die Unternehmensgewinne im Euroraum verbessert hat.

Trotz der Erholung an den Aktienmärkten im Eurogebiet im Juni war die Kursentwicklung in den einzelnen Branchen nach wie vor recht unterschiedlich, wobei einige Branchen, die wohl stärker von der außenwirtschaftlichen Entwicklung beeinflußt werden, wie beispielsweise die Industrie- und Technologiebranchen, erhebliche Kursgewinne von rund 30 % gegenüber dem Stand von Ende 1998 verzeichneten. Außerdem haben die Konsumbereiche, die als konjunktur reagibel gelten, seit Ende 1998 mit der allgemeinen Marktentwicklung Schritt halten können, während Sektoren, die als weniger konjunktur empfindlich angesehen werden, wie die Versorger und die nicht-konjunktur reagiblen Konsumbereiche, weiterhin eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung aufwiesen.

## 2 Preisentwicklung

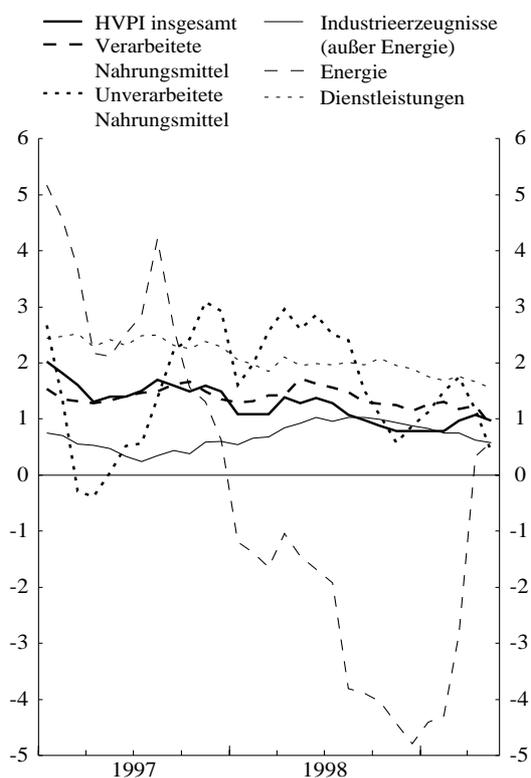
### Schwächerer Anstieg der Verbraucherpreise aufgrund der Nahrungsmittel- und Dienstleistungspreise

Wie in der Juni-Ausgabe des EZB-Monatsberichts dargestellt wurde, ist bei der Preisentwicklung in den kommenden Monaten mit einem Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise infolge des Anstiegs der Öl- und Rohstoffpreise in den ersten Monaten dieses Jahres zu rechnen. Doch obwohl die Ölpreise im Mai tatsächlich zu einem weiteren Anstieg der Energiekomponente des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) führten (siehe Abbildung 7 und Tabelle 2), fiel die jährliche Preissteigerungsrate nach dem HVPI im Euro-Währungsgebiet im Mai um 0,1 Prozentpunkte auf 1,0 %.

#### Abbildung 7

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

Die jüngste Verlangsamung hat mehrere Gründe. Zum einen hängt sie teilweise mit der deutlichen Abschwächung der Preissteigerung bei den unverarbeiteten Nahrungsmitteln von 1,2 % im April auf 0,4 % im Mai zusammen. Die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel unterliegen normalerweise sehr großen Schwankungen und hängen in starkem Maße von Saisonfaktoren und den Witterungsbedingungen ab.

Allerdings spielten auch andere Einflüsse eine Rolle, da sich auch der Anstieg des HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie von 1,0 % im April auf 0,9 % im Mai verlangsamte. Dies war teilweise durch einen Basiseffekt im Zusammenhang mit der Erhöhung der Mehrwertsteuer in Deutschland im vergangenen Jahr bedingt, die zu einem Anstieg der jährlichen Preissteigerungsrate im Mai 1998 führte und sich nun retardierend auswirkt. Hinzu kam, daß sich die jährliche Preissteigerungsrate für verarbeitete Nahrungsmittel von 1,2 % im April auf 0,9 % im Mai weiter verlangsamte und somit die seit dem zweiten Quartal 1998 zu beobachtende Tendenz bestätigte. Schließlich begann auch die jährliche Preissteigerungsrate für Dienstleistungen, die im gesamten Jahr 1998 relativ konstant bei etwa 2 % verharrt hatte, Anfang 1999 zu fallen und betrug im Mai 1,5 %. Diese Entwicklung hängt teilweise mit der Deregulierung in bestimmten Branchen wie etwa dem Telekommunikationsmarkt zusammen.

Im Hinblick auf die unmittelbare Zukunft ist von Bedeutung, daß die Ölpreise im Juni weiter gestiegen sind und mit 15,6 € pro Barrel fast 5 % über ihrem Stand vom Mai lagen. Selbst wenn die Ölpreise auf diesem Niveau verharrten, ist daher infolge von Basiseffekten im Zusammenhang mit dem Rückgang der Energiepreise im zweiten Halbjahr 1998 eine weitere gewisse Aufwärtsbewegung bei der Jahreswachstumsrate der Energiekomponente des HVPI in den Sommermonaten zu erwarten. Außerdem scheinen sich die industriellen Erzeugerpreise in den Monaten bis April erholen zu haben. Zwar war die Zwölfmonats-

**Tabelle 2****Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1996	1997	1998	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Jan.	1999 Febr.	1999 März	1999 April	1999 Mai	1999 Juni
<b>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten</b>													
Gesamtindex	2,2	1,6	1,1	1,1	0,8	0,8	.	0,8	0,8	1,0	1,1	1,0	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,8	1,1	0,6	0,7	0,2	0,3	.	0,2	0,2	0,5	0,8	0,6	.
Nahrungsmittel	1,9	1,4	1,6	1,7	1,1	1,3	.	1,2	1,4	1,4	1,2	0,7	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,9	1,4	1,4	1,2	1,4	1,2	.	1,3	1,3	1,2	1,2	0,9	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,8	1,4	2,0	2,1	0,8	1,4	.	1,1	1,5	1,7	1,2	0,4	.
Industrieerzeugnisse	1,8	1,0	0,1	0,1	-0,2	-0,2	.	-0,3	-0,4	0,0	0,6	0,6	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	1,6	0,5	0,9	1,0	0,9	0,8	.	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	.
Energie	2,6	2,8	-2,6	-3,2	-4,4	-3,8	.	-4,4	-4,3	-2,8	0,3	0,6	.
Dienstleistungen	2,9	2,4	2,0	2,0	2,0	1,7	.	1,8	1,7	1,8	1,7	1,5	.
<b>Weitere Preis- und Kostenindikatoren</b>													
Industrielle Erzeugerpreise <sup>1)</sup>	0,4	1,1	-0,8	-1,3	-2,3	-2,5	.	-2,7	-2,7	-2,3	-1,6	.	.
Lohnstückkosten <sup>2)</sup>	2,0	0,6	.	-0,4	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität <sup>2)</sup>	1,3	1,9	.	1,4	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Einkommen aus unselbständiger Arbeit je Arbeitnehmer <sup>2)</sup>	3,3	2,5	.	1,1	.	.	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitskosten je Stunde insgesamt <sup>3)</sup>	2,8	2,4	1,6	1,7	1,5	.	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (EUR je Barrel) <sup>4)</sup>	15,9	17,1	12,0	11,7	10,0	10,3	14,9	9,5	9,4	11,8	14,4	14,9	15,6
Rohstoffpreise <sup>5)</sup>	-6,9	13,0	-12,5	-18,2	-20,5	-16,0	-8,3	-17,2	-16,1	-14,7	-12,6	-7,7	-4,2

*Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, HWWA - Institut für Wirtschaftsforschung (Hamburg) und Berechnungen der EZB.**1) Außer Baugewerbe.**2) Gesamtwirtschaft.**3) Gesamtwirtschaft (außer Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Bildungssektor, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen).**4) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). In ECU bis Ende Dezember 1998.**5) Ohne Energie. Angaben in Euro; in ECU bis Ende Dezember 1998.*

rate im April mit -1,6 % nach wie vor negativ, doch fiel sie gegenüber dem vorangegangenen Monat (-2,3 %) dem Betrag nach geringer aus (siehe Tabelle 2). In den Folgemonaten könnte die Entwicklung in diese Richtung infolge des Preisauftriebs durch die Entwicklung der Preise für Öl und sonstige Rohstoffe (ohne Energie), die sich in den Monaten bis Juni vollzogen hat, anhalten. Hingegen läßt die rückläufige jährliche Preissteigerungsrate

bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln und vor allem bei den Dienstleistungen darauf schließen, daß Deregulierung und verstärkter Wettbewerb weiterhin einen gewissen Abwärtsdruck auf die Preise ausüben dürften. Dies deutet darauf hin, daß die Verbraucherpreise in der unmittelbaren Zukunft nur langsam steigen dürften, zumal die Lohnsteigerungen im Eurogebiet nach wie vor moderat zu bleiben scheinen.

### 3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

#### Stabilisierung des Produktionswachstums im ersten Quartal 1999

Nach einer vorläufigen, Mitte Juni bekanntgegebenen Eurostat-Schätzung stabilisierte sich das Produktionswachstum insgesamt im ersten Quartal dieses Jahres. Das reale BIP stieg in diesem Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,4 %, nachdem sich das BIP-Wachstum im Laufe des Jahres 1998 schrittweise von 0,7 % auf 0,3 % verlangsamt hatte (siehe Tabelle 3). Die Ausfuhren waren Anfang des Jahres weiter rückläufig und die Lagerbestände wurden deutlich nach un-

ten korrigiert. Die negativen Auswirkungen dieser Entwicklungen auf das Wachstum wurden jedoch durch den höheren Beitrag der Anlageinvestitionen und des Konsums mehr als ausgeglichen. Obwohl diese vorläufigen Zahlen zum BIP zu einem ungewöhnlich großen Teil auf eigenen Schätzungen von Eurostat beruhen, haben die später veröffentlichten nationalen Statistiken diesen Eindruck weitgehend bestätigt. Die revidierten Schätzungen von Eurostat, die sich an den neuen Vorgaben des ESVG 95 orientieren, sollten erst nach Redaktionsschluß dieses Monatsberichts bekanntgegeben werden. Die Auswir-

#### Kasten 4

##### Verspätete Umstellung auf das ESVG 95

Die Europäische Kommission (Eurostat) veröffentlichte am 14. Juni 1999 erste Schätzungen zu den wichtigsten Indikatoren der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Euro-Währungsgebiets für das erste Quartal 1999. Diese Veröffentlichung, die Schätzungen für das BIP und dessen Hauptverwendungskomponenten in konstanten Preisen enthält, stützt sich teilweise auf Daten, die gemäß dem neuen Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) erstellt und von den Mitgliedstaaten an Eurostat übermittelt wurden (zu weiteren Einzelheiten über das ESVG 95 siehe Seite 26 f. der Juni-Ausgabe des Monatsberichts). Da bis zu diesem Zeitpunkt nicht alle Mitgliedstaaten ihre Daten gemäß ESVG 95 übermittelt hatten, beruht die Schätzung für das Euro-Währungsgebiet insgesamt teilweise immer noch auf nationalen Statistiken, die nach der alten Methodik erstellt wurden, und, wie üblich, auf eigenen Schätzungen von Eurostat für diejenigen Länder, die keine Schätzungen für das erste Quartal 1999 bekanntgegeben hatten.

Die nächste Veröffentlichung von Eurostat zu den vierteljährlichen Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Eurogebiet gemäß ESVG 95 - die im Juli 1999, jedoch nach Redaktionsschluß dieses Monatsberichts erfolgen soll - dürfte weitere Angaben in konstanten Preisen und erstmals auch auf den aktuellen Preisen beruhende Zahlen enthalten. Die komplette Sammlung der gemäß der ESVG 95-Verordnung von den einzelnen Mitgliedstaaten an Eurostat zu übermittelnden vierteljährlichen Indikatoren wird jedoch zu einem späteren Zeitpunkt von Eurostat für das Euro-Währungsgebiet veröffentlicht. Durch die verspätete Umstellung der Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet auf das ESVG 95 wird eine umfassende Analyse der wirtschaftlichen Entwicklung im Eurogebiet erschwert. Die Verzögerung ist nur teilweise darauf zurückzuführen, daß für einige Mitgliedstaaten gemäß der Verordnung zum ESVG 95 hinsichtlich des Programms für die Übermittlung Ausnahmeregelungen gelten.

Die von den Mitgliedstaaten rechtzeitig für die erste Schätzung von Eurostat veröffentlichten Daten gemäß ESVG 95 zeigen Veränderungen bei den Wachstumsraten des realen BIP, die allgemein größer sind als erwartet. Deutschland, das ein Drittel des BIP im Euro-Währungsgebiet stellt, revidierte die Jahreswachstumsrate des realen BIP für die Jahre 1996 bis 1998 um durchschnittlich fast 0,5 Prozentpunkte nach unten, wohingegen das entsprechende Ergebnis für das Jahr 1995 nach oben korrigiert wurde. Frankreich revidierte ebenfalls sein reales BIP-Wachstum für die Jahre 1995 bis 1997 - wenngleich in geringerem Maße - nach unten, während das Ergebnis für 1998 unverändert blieb. Die Revisionen in diesen beiden Ländern, auf die mehr als 50 % des BIP im Euro-Währungsgebiet entfallen, sind die Hauptursache für die Korrekturen im Zusammenhang mit der ersten Schätzung von Eurostat. Für Italien deuten die ersten Daten, die gemäß dem ESVG 95 erstellt wurden, auf nur geringfügige Revisionen des realen BIP-Wachstums für die zurückliegenden Jahre hin.

**Tabelle 3****Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung in %; saisonbereinigt)*

	Jahresraten <sup>1)</sup>								Quartalsraten <sup>2)</sup>				
	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1998	1999
				Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
Reales Bruttoinlandsprodukt	1,4	2,4	2,6	3,4	2,7	2,5	2,0	1,8	0,7	0,6	0,5	0,3	0,4
<i>darunter:</i>													
Inlandsnachfrage	1,0	2,1	3,1	3,8	2,8	3,2	2,8	2,3	1,2	0,4	0,4	0,7	0,7
Privater Verbrauch	1,4	1,7	2,3	2,2	1,9	2,6	2,4	2,9	0,8	0,3	0,6	0,7	1,2
Staatsverbrauch	1,2	0,3	1,6	1,9	2,2	1,4	0,8	0,4	1,3	0,3	-0,3	-0,5	0,9
Bruttoanlageinvestitionen	1,3	2,9	4,0	5,8	3,0	4,1	3,0	3,9	1,3	-0,5	1,8	0,4	2,1
Vorratsinvestitionen <sup>3)</sup>	-0,3	0,4	0,6	0,9	0,6	0,5	0,6	-0,3	0,2	0,3	-0,2	0,3	-0,6
Außenbeitrag <sup>3)</sup>	0,4	0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,6	-0,7	-0,5	-0,5	0,2	0,0	-0,4	-0,3
Ausfuhren <sup>4)</sup>	4,7	9,4	6,0	10,3	8,7	4,4	1,2	-0,9	0,6	2,2	0,3	-2,0	-1,4
Einfuhren <sup>4)</sup>	3,5	8,8	8,0	12,1	9,8	6,9	3,6	0,5	2,4	1,7	0,2	-0,7	-0,6

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**1) Jahresraten: Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.**2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.**3) Als Beitrag zum realen BIP-Wachstum; in Prozentpunkten.**4) Ausfuhren und Einfuhren umfassen Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Angaben zu den Ein- und Ausfuhren in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind nicht bereinigt um den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Diese Angaben sind daher nicht vollständig vergleichbar mit den Zahlungsbilanzdaten.*

kungen der neuen Daten nach dem ESVG 95 auf die Entwicklung im Euro-Währungsgebiet werden separat in einem der nächsten Monatsberichte erörtert (siehe auch Kasten 4 zur verspäteten Umstellung auf das ESVG 95).

Die Stabilisierung des Produktionswachstums insgesamt im ersten Quartal dieses Jahres ist

vor allem auf die Entwicklung in der Industrie zurückzuführen. Der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) blieb im Dreimonatszeitraum bis einschließlich März 1999 weitgehend unverändert gegenüber dem Dreimonatszeitraum bis einschließlich Dezember 1998 (siehe Tabelle 4). Der leichte

**Tabelle 4****Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1997	1998	1999	1999	1999	1999	1999	1999	1998	1998	1999	1999	1999
			Febr.	März	April	Febr.	März	April	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt				
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	4,4	4,0	-0,6	-0,1	-0,7	-0,5	0,6	-0,7	-0,5	-0,6	-1,1	-0,2	-0,1
Verarbeitendes Gewerbe	5,0	4,5	-1,4	-0,4	-0,8	-1,0	0,8	-0,6	-1,2	-1,0	-0,9	0,0	-0,1
<i>nach Hauptgruppen:</i>													
Vorleistungen	5,4	3,9	-1,5	-0,4	-1,6	-0,2	0,2	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-0,4	-0,3
Investitionsgüter	4,8	6,6	0,2	-1,2	1,0	-0,3	-0,2	0,3	0,3	0,0	-0,1	-0,2	-0,3
Konsumgüter	2,7	3,0	0,0	0,6	-0,6	-0,5	0,6	-1,0	-1,0	-0,9	-0,7	0,2	0,1
Gebrauchsgüter	2,8	6,3	0,8	-0,5	-1,5	-0,4	-0,1	-0,5	-0,1	-0,8	-0,9	-0,3	-0,2
Verbrauchsgüter	2,6	1,4	-0,4	1,5	-0,3	0,0	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**Anmerkung: Die Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % wird auf der Grundlage arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet; die prozentuale Veränderung gegenüber dem jeweiligen Vormonat und der zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor werden auf der Grundlage saisonbereinigter und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.*

Rückgang um 0,2 % stellt eine deutliche Verbesserung im Vergleich zu den Anfang des Jahres verzeichneten Einbrüchen von bis zu 1,1 % dar. Im Dreimonatszeitraum bis einschließlich April 1999 war keine weitere nennenswerte Verbesserung zu beobachten. In den einzelnen Hauptgruppen verlief die Entwicklung in jüngster Zeit weiterhin unterschiedlich und läßt noch nicht auf einen allgemeinen Aufschwung über alle Hauptgruppen der Industrieerzeugnisse hinweg schließen. Während die jüngste Stabilisierung den Vorleistungs- und Konsumgüterindustrien zuzurechnen ist, beschleunigte sich der Rückgang der Investitionsgüterproduktion im Dreimonatszeitraum bis einschließlich April 1999 wieder geringfügig.

Die in Tabelle 5.1 des Statistikeils dieses Monatsberichts angegebenen Einzelhandelsumsätze lassen weiterhin auf ein insgesamt stabiles Wachstum des realen Verbrauchs schließen. Die April-Zahlen weisen zwar nur eine Zunahme von 1,6 % im Vorjahrsvergleich aus, nachdem im März ein Wachstum von 5,6 % verzeichnet wurde; diese rückläufige Entwicklung dürfte jedoch weitgehend darauf zurückzuführen sein, daß die Osterfeiertage auf Anfang April fielen. Im Schnitt lag die

Jahreswachstumsrate zwischen Februar und April bei rund 3 %, das heißt, sie war gegenüber der entsprechenden Rate der letzten drei Monate des Jahres 1998 weitgehend unverändert.

### Anzeichen wachsender Zuversicht in der Industrie

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfrage der Europäischen Kommission vom Juni lagen zwar bis zum Redaktionsschluß dieses Monatsberichts noch nicht vor, doch die Entwicklung im Mai bestätigt weitgehend die früheren Einschätzungen (siehe Tabelle 5). Im einzelnen war im Euro-Währungsgebiet eine weitere leichte Zunahme des Vertrauens der Industrie und ein weiterer geringfügiger Rückgang der Zuversicht bei den Verbrauchern zu verzeichnen. Die Tatsache, daß das Vertrauen der Industrie sich von seinem unterdurchschnittlichen Stand erholt und die Zuversicht der Verbraucher ihren historischen Höchststand nur geringfügig unterschritten hat, kann insgesamt als positive Entwicklung gewertet werden. Die jüngsten Zahlen deuten insbesondere darauf hin, daß die Gefahr einer verspäteten Erholung der Zuversicht in der Industrie nun etwas geringer geworden ist.

**Tabelle 5**

### Ergebnis der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet

(saisonbereinigte Daten)

	1996	1997	1998	1998 Q2	1998 Q3	1998 Q4	1999 Q1	1999 Dez.	1999 Jan.	1999 Febr.	1999 März	1999 April	1999 Mai
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>1)</sup>	-2,7	2,4	3,1	0,9	0,0	-0,7	0,5	0,1	0,6	-0,3	-0,2	0,2	-0,3
Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>2)</sup>	-8	-3	7	7	7	10	12	11	12	12	11	9	8
Vertrauensindikator für die Industrie <sup>2)</sup>	-8	4	7	10	7	1	-3	-1	-1	-3	-4	-3	-2
Vertrauensindikator für das Baugewerbe <sup>2)</sup>	-13	-10	4	1	10	8	14	9	14	14	14	16	15
Vertrauensindikator für den Einzelhandel <sup>2)</sup>	-5	-3	4	2	5	3	3	2	6	2	0	5	3
Kapazitätsauslastung (%) <sup>3)</sup>	80,3	81,5	82,6	82,8	83,3	82,4	81,9	-	81,9	-	-	81,9	-

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

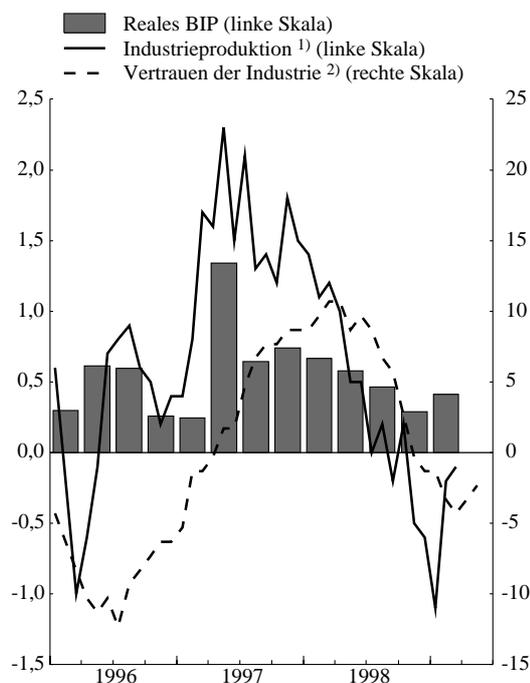
1) Veränderung gegenüber Vorperiode in %; Indikator 1985 = 100.

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

3) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinanderfolgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauffolgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.

Die positive Bewertung der jüngsten Angaben zur Zuversicht der Industrie und der Verbraucher dürfte sich auch mit den Entwicklungen bei den einzelnen Umfragekomponenten decken. Die größere Zuversicht der Industrie ist vor allem auf eine Verbesserung der Produktionserwartungen sowie eine positivere Einschätzung der Auftragslage im Export zurückzuführen. Diese beiden Punkte zählen zu den eher zukunftsorientierten Umfragekomponenten. Ferner erklärt sich die Abnahme der Zuversicht bei den Verbrauchern in erster Linie durch eine weniger günstige Einschätzung der allgemeinen Wirtschaftslage seitens der privaten Haushalte und nicht durch eine negativere Beurteilung ihrer eigenen Finanzlage oder eine geringere Bereitschaft zu größeren Käufen. Die Beurteilung der allgemeinen Wirtschaftslage ist in der Regel weit schwankungsfälliger als die anderen Komponenten, die das Vertrauen der Verbraucher bestimmen.

**Abbildung 8**  
**Produktion und Vertrauen der Industrie im Euro-Währungsgebiet**  
 (Veränderung gegenüber Vorperiode in %; Vertrauen der Industrie: Salden in % (saisonbereinigt))



Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.  
 1) Zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt.  
 2) Die Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.

### Aktuelle Zahlen bestätigen letzte Prognosen

Insgesamt stimmen die Daten der kurzfristigen Indikatoren, die bis Redaktionsschluß dieses Monatsberichts vorlagen, weitgehend mit der von privaten und internationalen Organisationen prognostizierten und im Monatsbericht vom Juni dargestellten Wachstumsentwicklung für Anfang 1999 überein. Diese Prognosen beruhten auf der Erwartung, daß der 1998 verzeichnete Rückgang des Produktionswachstums in den ersten Monaten des Jahres 1999 zum Stillstand kommen und sich die Produktion gegen Ende des Jahres erholen würde. Trotz der nach wie vor schwachen Konjunktur zeigt die Produktionsentwicklung in der konjunkturrempfindlichen Industrie Anzeichen einer leichten Besserung (siehe Abbildung 8). Gleichzeitig dürfte die Produktion in den anderen Wirtschaftsbereichen nach den vorläufigen Schätzungen zum gesamten BIP-Wachstum im ersten Quartal 1999 mit relativ stabilen Wachstumsraten zugenommen haben.

### Begrenzter Rückgang des Beschäftigungswachstums

Die Daten zur Gesamtbeschäftigung im Euro-Währungsgebiet für 1998 wurden revidiert und deuten nunmehr darauf hin, daß die Abschwächung des Beschäftigungswachstums insgesamt im vierten Quartal etwas weniger ausgeprägt war, als frühere Angaben vermuten ließen. Die Veränderung gegenüber dem Vorquartal wurde von 0,2 % auf 0,4 % (verglichen mit 0,5 % im dritten Quartal 1998) nach oben korrigiert. Gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal ist die Gesamtbeschäftigung nach der aktuellen Datenlage schätzungsweise um 1,6 % gestiegen (siehe Tabelle 6).

Angaben zur Beschäftigung im gesamten Euro-Währungsgebiet für das Jahr 1999 dürften erst in einigen Monaten vorliegen. Grund hierfür ist die verspätete Veröffentlichung der Daten für Deutschland, wo die Methodik zur Berechnung der Beschäftigungsstatistik gegenwärtig überarbeitet wird. Allerdings lassen sich auf der Grundlage der verfügbaren na-

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

	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1998	1999	1999	1999	
			Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Jan.	Febr.	März
	Quartalsraten <sup>1)</sup>												
Gesamtwirtschaft <sup>2)</sup>	0,5	1,3	1,2	1,4	1,6	.	0,4	0,5	0,4	.	-	-	-
Industrie insgesamt	-1,4	0,1	0,0	0,2	0,2	.	0,0	0,0	0,0	.	.	.	.
Baugewerbe	-0,5	-0,1	-1,4	-0,4	1,5	.	-0,5	0,6	1,5	.	.	.	.
Industrie insgesamt ohne Baugewerbe	-1,4	0,4	0,6	0,6	0,1	-0,3	0,2	0,0	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6
Verarbeitendes Gewerbe	-1,0	0,7	1,0	0,9	0,4	0,1	0,3	0,0	-0,2	-0,1	0,3	0,2	-0,2

Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat.

1) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.

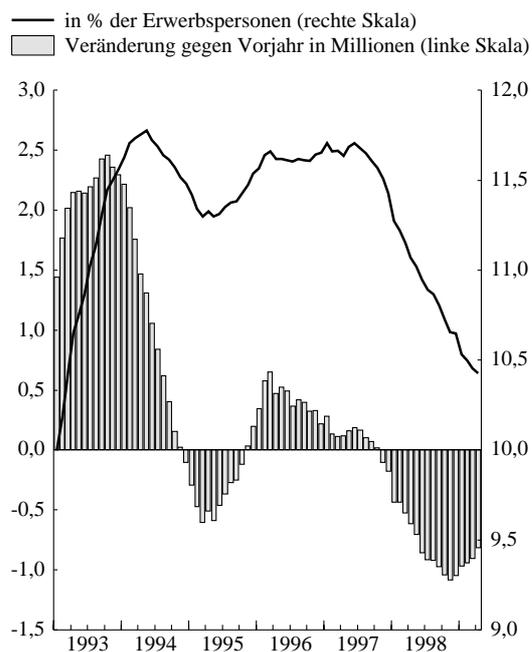
2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.

tionalen Statistiken und der teilweise vorliegenden Angaben zu Deutschland vorläufige Schätzungen durchführen. Diese zeigen, daß das Wachstum der Gesamtbeschäftigung im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal 1999 ähnlich wie im vierten Quartal 1998 verlaufen sein dürfte. Die unerwartet hohen Schätzwerte spiegeln unterschiedliche branchenspezifische Entwicklungen wider. Im Dienstleistungssektor war ein anhaltender Nettowachstum an Arbeitsplätzen zu verzeichnen. Obwohl sich der Nettoabbau von Arbeitsplätzen in der Industrie den revidierten Angaben von Eurostat zufolge etwas weiter fortsetzte, fiel er schwächer aus als ursprünglich erwartet. Insbesondere für das Verarbeitende Gewerbe korrigierte Eurostat die Änderungsrate der Beschäftigung im Vierteljahresvergleich für das erste Quartal 1999 von -0,3 % auf -0,1 % nach oben (verglichen mit -0,2 % im vorherigen Quartal). Dieser etwas günstigere Eindruck von der Beschäftigungsentwicklung im Verarbeitenden Gewerbe scheint sich mit den bereits angesprochenen jüngsten Angaben zur Produktion zu decken.

**Leichter Rückgang der Arbeitslosigkeit im April**

Im April 1999 sank die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet auf 10,4 % und war damit um 0,1 Prozentpunkte niedriger als in den vorangegangenen drei Mo-

naten, in denen die Arbeitslosenquote praktisch unverändert geblieben war (siehe Abbildung 9 und Tabelle 7). Bemerkenswert ist, daß der Rückgang im April auf einen Abbau der Jugendarbeitslosigkeit zurückzuführen ist, während die Quote bei den Arbeitslosen über 25 Jahre in den vergangenen vier Monaten unverändert ge-

**Abbildung 9  
Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(Monatswerte; saisonbereinigt)*

Quelle: Eurostat.

**Tabelle 7****Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)*

	1996	1997	1998	1998	1998	1998	1999	1998	1998	1999	1999	1999	1999
				Q2	Q3	Q4	Q1	Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März	April
Insgesamt	11,6	11,6	10,9	11,0	10,9	10,7	10,5	10,7	10,6	10,5	10,5	10,5	10,4
Unter 25 Jahren <sup>1)</sup>	23,9	23,2	21,1	21,3	20,9	20,6	20,2	20,6	20,4	20,4	20,2	20,1	19,9
25 Jahre und älter <sup>2)</sup>	9,8	10,0	9,5	9,5	9,4	9,2	9,1	9,2	9,2	9,1	9,1	9,1	9,1

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.**1) 1998 entfielen auf diese Gruppe 24,4 % der Arbeitslosen insgesamt.**2) 1998 entfielen auf diese Gruppe 75,6 % der Arbeitslosen insgesamt.*

blieben ist. Die Trends auf Länderebene zeigen, daß diese uneinheitliche Entwicklung beim Abbau der Arbeitslosigkeit im Jahresverlauf 1999 weitgehend in allen Ländern zu beobachten ist. Die verfügbaren nationalen Statistiken für Mai 1999 lassen darauf schließen, daß die standardisierte Arbeitslosenquote im Eurogebiet, die von Eurostat nach Redaktionsschluß dieser Ausgabe des Monatsberichts veröffentlicht werden sollte, nur geringfügig niedriger ausfallen dürfte als im April.

Insgesamt gesehen scheint die allmähliche Konjunkturabschwächung im Jahresverlauf 1998 bislang nur geringe Auswirkungen auf die Gesamtbeschäftigung gehabt zu haben. Trotz dieser relativ günstigen Beschäftigungsentwicklung sank die Arbeitslosenquote im ersten Quartal dieses Jahres jedoch nur geringfügig.

## 4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

### Euro-Wechselkurs im Juni weitgehend stabil

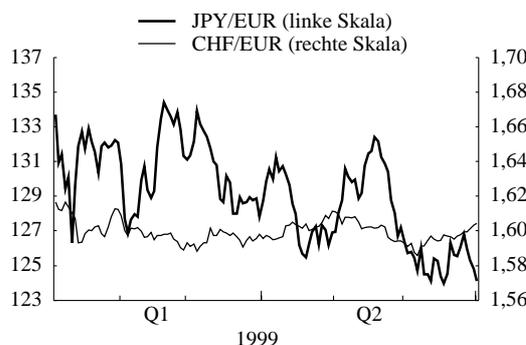
Der Wechselkurs des Euro verhielt sich im Juni den wichtigsten Währungen gegenüber volatil, wenngleich sich die in den Vormonaten verzeichnete Abschwächung nicht im gleichen Ausmaß fortsetzte. Bemerkenswerte Veränderungen ergaben sich lediglich gegenüber dem Pfund Sterling - das gegenüber den meisten wichtigen Währungen an Wert verlor - und im Verhältnis zu einer Reihe von Währungen, deren Bedeutung für den Außenhandel des Euro-Währungsgebiets eher begrenzt ist. Allerdings schwächte sich der Euro am 1. Juli nach der Zinserhöhung in den USA noch etwas weiter ab.

Die im Juni zu beobachtenden Schwankungen des Euro-Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar spiegelten in erster Linie die Ungewißheit über eine mögliche Straffung der geldpolitischen Zügel in den USA wider. Diese trat am 30. Juni ein, als die amerikanische Zentralbank ihren Ziel-Zinssatz für Tagesgeld um 25 Basispunkte auf 5,0 % an hob. Ferner wurde die Entwicklung des Euro-Kurses gegenüber dem Dollar weiterhin von der divergierenden Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet und in den USA beeinflusst. So

**Abbildung 10**

### Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

verstärkten die im Laufe des Monats bekanntgewordenen neuen Zahlen mehrheitlich den Eindruck eines anhaltenden Wirtschaftswachstums in den USA und eines nur allmäh-

### Kasten 5

#### Von der EZB im Auftrag der Bank von Japan durchgeführte Devisenmarktgeschäfte

Die Nachfrage nach japanischen Yen am Devisenmarkt stieg nach der Veröffentlichung der unerwartet hohen BIP-Wachstumswahlen für das erste Quartal in Japan am 10. Juni 1999 rapide an.

Um diese erhöhte Nachfrage befriedigen zu können, bat die Bank von Japan am 18. Juni 1999 die EZB, in ihrem Namen japanische Yen gegen Euro zu verkaufen. Die Geschäfte wurden von der EZB und drei nationalen Zentralbanken durchgeführt. Am Tag der Durchführung dieser Devisenmarktgeschäfte eröffnete der Euro-Yen-Wechselkurs bei 123,55 JPY und schloß bei 125,15 JPY.

Diese Geschäfte wurden gemäß einer Vereinbarung über eine Agententätigkeit durchgeführt, die die Bank von Japan als Bevollmächtigte des japanischen Finanzministeriums mit der EZB über die Durchführung von Devisenmarktgeschäften geschlossen hatte. Da die Geschäfte zwischen der Bank von Japan und den beteiligten Geschäftsbanken abgewickelt wurden, war zu ihrer Durchführung kein Einsatz von Währungsreserven der EZB notwendig.

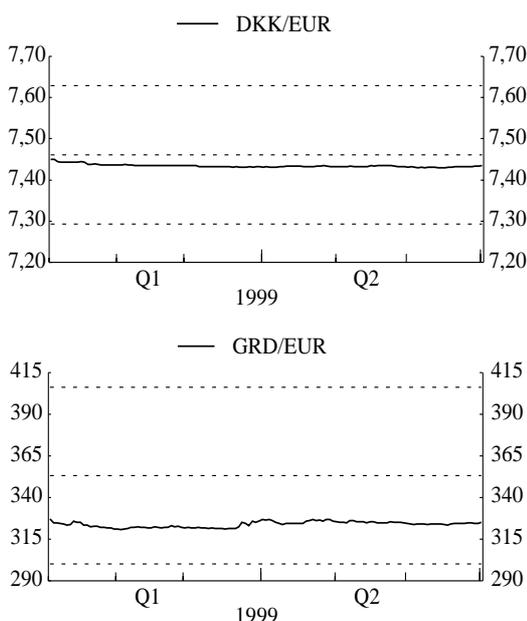
lichen Aufschwungs im Eurogebiet. Dementsprechend fluktuierte der Wechselkurs des Euro im Juni über weite Strecken um einen Durchschnittswert von 1,04 USD und lag bei Abschluß dieses Teils des Monatsberichts am 1. Juli 1999 auf einem Stand von 1,03 USD (siehe Abbildung 10), womit er 1,6 % niedriger notierte als noch zu Beginn des Monats Juni.

Gegenüber dem japanischen Yen fluktuierte der Euro in einer relativ engen Bandbreite zwischen 124 JPY und 127 JPY, nachdem er sich Ende Mai und Anfang Juni hauptsächlich nach der Veröffentlichung von Zahlen, die ein starkes BIP-Wachstum im ersten Quartal 1999 in Japan anzeigten, abgeschwächt hatte. Der Kursanstieg des Yen gegenüber dem Euro auf rund 124 JPY löste Devisenmarktinterventionen der Bank von Japan am 18. und 21. Juni aus, die zum Teil in ihrem Auftrag von der EZB und einer Reihe von nationalen Zentralbanken in Euro durchgeführt wurden (siehe Kasten 5). Im Anschluß an die Interventio-

nen zeigte die Wechselkursentwicklung keinen klaren Trend, da weitere wirtschaftliche Eckdaten zur Stützung der verbesserten Zahlen zum BIP ausblieben. Am 1. Juli notierte der Euro bei 124 JPY und damit 1,8 % niedriger als zu Beginn des Monats Juni.

Die Senkung des Wertpapierpensionssatzes um 25 Basispunkte durch die Bank von England - sowie möglicherweise die Erwartung der Marktteilnehmer, daß sich die Konjunktur im Eurogebiet erholen würde - trugen zu einer leichten Aufwertung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling im Juni bei. Das Pfund Sterling koppelte sich dabei etwas von der zuvor beobachteten engen Korrelation mit der Entwicklung des US-Dollar ab. Am 1. Juli schwächte sich der Euro entsprechend seiner Entwicklung gegenüber dem US-Dollar auch im Verhältnis zum Pfund Sterling ab und lag mit 0,65 GBP auf demselben Stand wie zu Beginn des Monats Juni. Die schwedische Krone hingegen gewann aufgrund der verbesserten Aussichten für die schwedische Wirtschaft gegenüber dem Euro an Wert.

**Abbildung 11**  
Wechselkursentwicklungen im WKM II  
(Tageswerte)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die horizontalen Linien geben den Leitkurs und die jeweilige Bandbreite ( $\pm 2,25\%$  für die dänische Krone und  $\pm 15\%$  für die griechische Drachme) an.

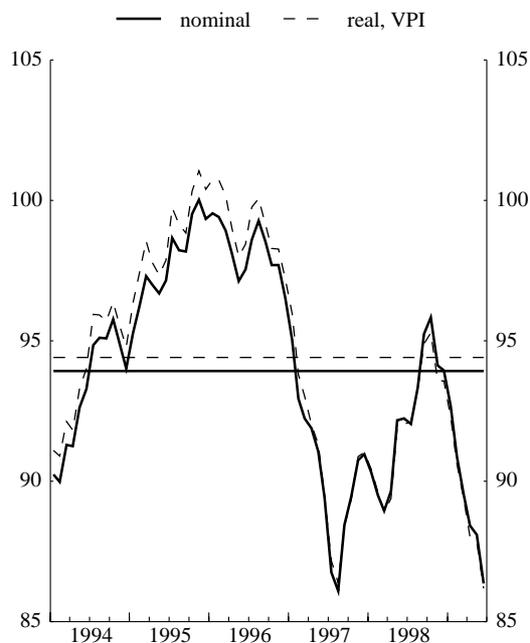
Die beiden am WKM II teilnehmenden Währungen waren im Juni gegenüber dem Euro weiterhin stabil (siehe Abbildung 11). Vor allem blieb die dänische Krone im Juni in der Nähe ihres Leitkurses. Mit der nachlassenden Besorgnis über die Kosovo-Krise schwächte sich der Druck auf die griechische Drachme ab, so daß sie weiterhin 9 % über ihrem Leitkurs notierte.

Was die Entwicklung der Währungen der übrigen Handelspartner des Eurogebiets im Juni angeht, so notierte die norwegische Krone gegenüber dem Euro etwas stärker. Der kanadische, australische und der Neuseeland-Dollar gewannen gegenüber dem Euro ebenfalls alle an Wert, nachdem sich die Preise für verschiedene Rohstoffe in jüngster Zeit erholt hatten und die Wachstumsaussichten nicht nur für diese Volkswirtschaften, sondern auch für ihre jeweiligen Handelspartner in Asien gestiegen waren.

Der von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich berechnete nominale effektive

## Abbildung 12 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 an (Januar 1994 bis Juni 1999).

Wechselkurs des Euro blieb Ende Juni 1999 gegenüber seinem entsprechenden Stand vom Vormonat nahezu unverändert. Somit lag er

rund 8 % unter seinem Stand zum Zeitpunkt der Einführung des Euro (siehe Abbildung 12). Im zweiten Quartal 1999 war der effektive Wechselkurs des Euro 3,7 % niedriger als im ersten Quartal und lag rund 5 % unter dem 1998 erreichten durchschnittlichen Stand der gewogenen Währungen des Eurogebiets. Berücksichtigt man die Tatsache, daß der Anteil der Einfuhren am BIP des Euro-Währungsgebiets nur etwa 16 % beträgt, dürften sich die durch den gesunkenen Außenwert des Euro höheren Importpreise nur begrenzt auf die Aussichten für die Verbraucherpreise auswirken.

### Höherer Überschuß in der Leistungsbilanz

In den ersten vier Monaten des Jahres 1999 erhöhte sich der kumulierte Leistungsbilanzüberschuß gegenüber dem entsprechenden Zeitraum 1998 um 3 Mrd € auf 16 Mrd €. Dazu hat neben der Verbesserung im Bereich der Erwerbs- und Vermögenseinkommen vor allem ein geringeres Defizit bei den Laufenden Übertragungen beigetragen; beide Entwicklungen haben den Rückgang des kumulierten Überschusses in der Handels- und Dienstleistungsbilanz um rund 21 % - gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum - mehr als ausgeglichen.

## Kasten 6

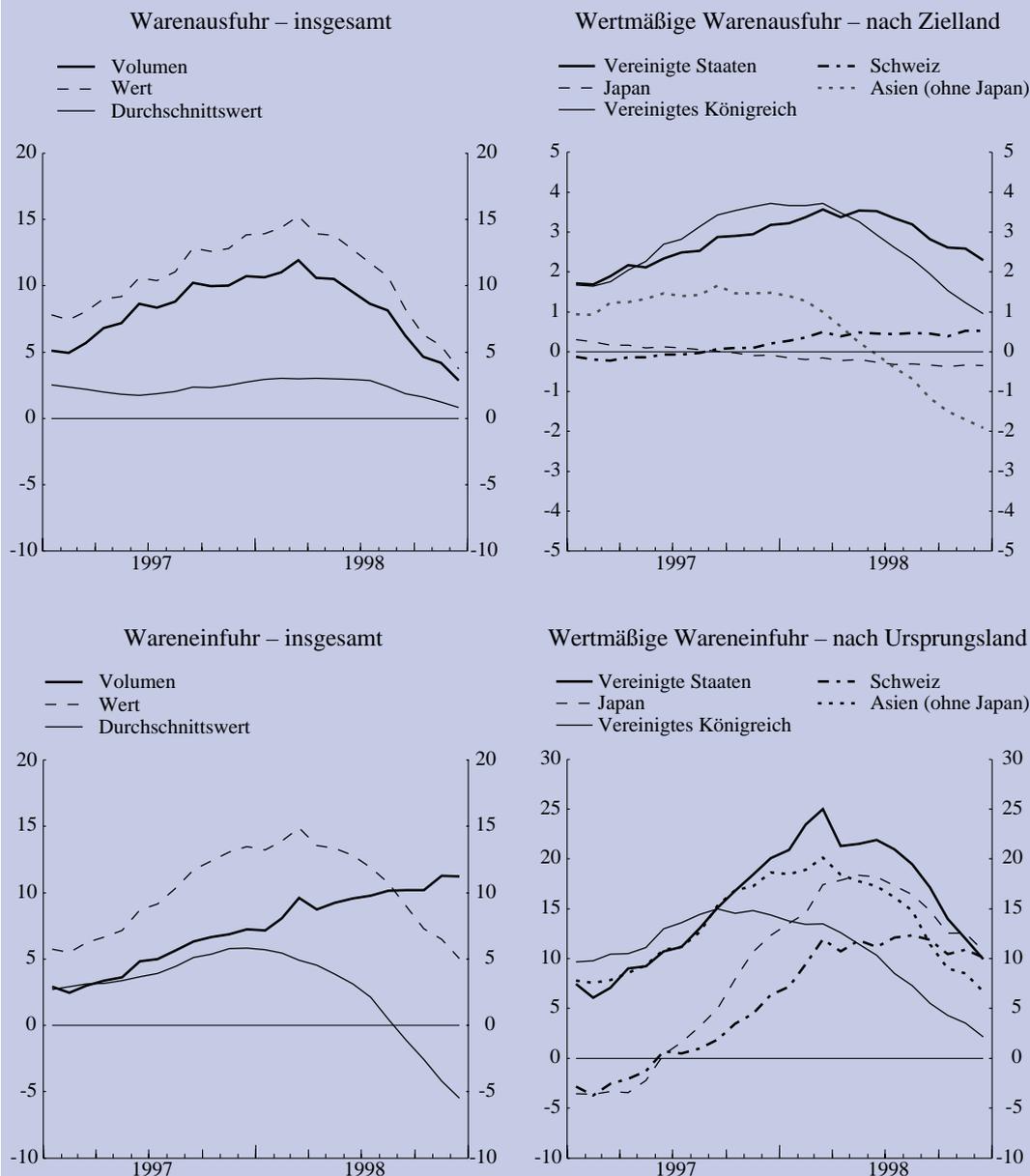
### Entwicklung des Außenhandels in den Jahren 1997 und 1998

Mit Hilfe der von Eurostat erstellten und kürzlich veröffentlichten Statistiken, die eine Aufgliederung der Außenhandelszahlen nach Volumen und Durchschnittswert enthalten, lassen sich die Ursachen für den für 1998 ausgewiesenen Rückgang des Überschusses in der Handelsbilanz des Euro-Währungsgebiets erklären. Nach diesen Statistiken - die mit den von der EZB seit April 1999 in ihren Monatsberichten veröffentlichten Zahlungsbilanzdaten übereinstimmen - war die Verringerung des Überschusses hauptsächlich auf eine erhebliche Abnahme des Exportvolumens zurückzuführen, das den verlangsamten Anstieg bzw. Rückgang der Importpreise mehr als ausglich.

Wendet man gleitende Zwölfmonatsdurchschnitte zur Glättung der monatlichen Schwankungen an, läßt sich die Wachstumsverlangsamung bei den wertmäßigen Ausfuhren fast gänzlich durch die Entwicklung der Exportvolumina erklären, da die Durchschnittswerte weitgehend konstant blieben. Wie aus der Abbildung zur Warenausfuhr insgesamt ersichtlich ist, ist der Anstieg der Exportvolumina seit März 1998 rückläufig. Im Jahr 1998 insgesamt stiegen die Exportvolumina nur um 2,8 %, verglichen mit 10,7 % im Vorjahr.

## Warenausfuhr und -einfuhr des Euro-Währungsgebietes

(gleitender Zwölfmonatsdurchschnitt; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Hinter der insgesamt zu beobachtenden Wachstumsverlangsamung der wertmäßigen Ausfuhr verbergen sich jedoch interessante Unterschiede in der geographischen Verteilung. Im einzelnen heißt dies, daß diese Entwicklung hauptsächlich auf die sinkenden Ausfuhr in asiatische Länder - außer Japan - und auf eine drastische Wachstumsabschwächung der Ausfuhr in das Vereinigte Königreich zurückzuführen ist (siehe die Abbildung über die Aufgliederung der Warenausfuhr nach Zielland).

Bei den Einfuhr belebte sich zwar die Nachfrage in realer Rechnung im Jahresverlauf 1998 im Einklang mit der starken Binnennachfrage im Eurogebiet, doch gleichzeitig sanken die Importpreise erheblich, was eine Wachstumsverlangsamung der wertmäßigen Einfuhr im Verlauf des Jahres 1998 zur Folge hatte. Die Einfuhr des Euro-Währungsgebietes stiegen 1998 dem Wert nach nur um 5,0 %, verglichen mit 13,6 % im Jahr 1997. Diese Wachstumsverlangsamung der wertmäßigen Einfuhr betraf alle Handelspartner außer der Schweiz.

Zum Anstieg des kumulierten Leistungsbilanzüberschusses haben vor allem die Ergebnisse des Monats April 1999 beigetragen. Am bemerkenswertesten war der Umschwung vom Passiv- zum Aktivsaldo bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie das geringere Defizit im Bereich der Laufenden Übertragungen, die den Minussaldo in der Dienstleistungsbilanz (0,4 Mrd € gegenüber einem Überschuß von 0,2 Mrd € im April 1998) und den Rückgang des Überschusses in der Handelsbilanz um 1,3 Mrd € mehr als kompensierten. Der geringere Handelsbilanzüber-

schuß (im April 1999 wies er einen Betrag von 8,6 Mrd € auf) war darauf zurückzuführen, daß der Wert der Ausfuhren und Einfuhren gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat um 4,5 % bzw. 2,8 % gesunken ist. Was die restlichen Teilbilanzen der Leistungsbilanz angeht, so ergab sich im Bereich der Erwerbs- und Vermögenseinkommen ein Überschuß von 1,4 Mrd € (gegenüber einem Defizit von 0,7 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum), während die Laufenden Übertragungen an Gebietsfremde - einschließlich EU-Institutionen - einen Passivsaldo von

**Tabelle 8**

**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>**

(Mrd EUR, Veränderungen gegenüber Mrd ECU im Jahr 1998, nicht saisonbereinigt)

	1999	1999	1999	1999
	April	Jan. - April	April	Jan. - April
	Absolute Veränderung gegenüber Vorjahrszeitraum			
<b>Leistungsbilanz (a)</b>	6,8	16,0	1,3	3,0
Einnahmen	103,8	396,5	-2,7	-27,6
Ausgaben	97,0	380,5	-4,0	-30,5
Warenhandel	8,6	27,6	-1,3	-5,1
Ausfuhr	63,5	241,5	-3,0	-15,8
Einfuhr	55,0	213,8	-1,7	-10,7
Dienstleistungen	-0,4	-3,6	-0,6	-1,1
Einnahmen	17,9	65,8	-2,3	-10,7
Ausgaben	18,3	69,3	-1,7	-9,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	1,4	0,3	2,1	3,1
Einnahmen	17,5	62,0	1,3	-1,2
Ausgaben	16,1	61,7	-0,8	-4,3
Laufende Übertragungen	-2,8	-8,4	1,1	6,1
Einnahmen	4,8	27,2	1,3	0,2
Ausgaben	7,6	35,6	0,2	-5,9
<b>Vermögensübertragungen (b)</b>	0,6	3,1	0,0	-2,3
Einnahmen	1,5	5,9	0,5	-1,0
Ausgaben	0,9	2,9	0,5	1,3
<b>Nettoforderungen gegenüber der übrigen Welt (a) + (b)</b>	7,5	19,1	1,4	0,7
<b>Kapitalbilanz</b>	17,3	-4,3	46,3	26,3
Direktinvestitionen	-13,8	-23,7	-5,6	-4,3
Forderungen	-22,4	-50,5	-1,6	16,6
Verbindlichkeiten	8,6	26,8	-4,0	-20,9
Wertpapieranlagen	2,4	-39,5	24,3	37,1
Forderungen	-14,4	-79,0	19,6	69,1
Verbindlichkeiten	16,8	39,5	4,7	-32,0
Finanzderivate	2,7	1,1	3,6	1,8
Übriger Kapitalverkehr	24,5	52,2	21,6	-15,9
Forderungen	17,9	-34,9	11,2	-10,4
Verbindlichkeiten	6,6	87,1	10,4	-5,5
Währungsreserven	1,5	5,5	2,4	7,6
<b>Restposten</b>	-24,7	-14,7	-47,6	-27,0

Quelle: EZB.

1) Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2,8 Mrd € aufwiesen, der somit um 1,1 Mrd € geringer ausfiel als im April 1998.

Die Bilanz der Vermögensübertragungen schloß im April mit einem Überschuß von 0,6 Mrd € ab. In den ersten vier Monaten des Jahres 1999 belief sich der Überschuß auf 3,1 Mrd €.

### **Wertpapieranlagen verzeichnen Nettozuflüsse im April**

In den ersten vier Monaten 1999 verzeichnete die Kapitalbilanz Abflüsse in Höhe von 4,3 Mrd €. Dagegen kam es im April zu Nettokapitalimporten in Höhe von 17,3 Mrd €. Der Mittelzustrom im April ging vorwiegend auf die Verringerung der kurzfristigen Auslandsforderungen des MFI-Sektors zurück, die die Mittelabflüsse durch Direktinvestitionen im Ausland per saldo überwogen. Außerdem ergaben sich Mittelzuflüsse im Bereich der Wertpapieranlagen, Finanzderivate und Währungsreserven.

Durch Direktinvestitionen flossen in den ersten vier Monaten des laufenden Jahres per saldo 23,7 Mrd € ins Ausland ab, davon allein 13,8 Mrd € im Monat April. Ausschlaggebend für den Anstieg des Mittelabflusses im April gegenüber den Vormonaten waren höhere Netto-Direktinvestitionen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets im Ausland.

Die Bilanz der Wertpapieranlagen wies im Zeitraum von Januar bis April 1999 Nettokapitalexporte in Höhe von 39,5 Mrd € aus. Allerdings verzeichnete sie im April Zuflüsse in Höhe von 2,4 Mrd €, verglichen mit Abflüssen im März und Februar in Höhe von 33,2 Mrd € bzw. 16,8 Mrd €. Die Zuflüsse

im April resultierten vor allem daraus, daß Geldmarktpapiere gebietsfremder Emittenten von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets per saldo eingelöst und verkauft worden sind. Ein weiterer Faktor für den Mittelzufluß im Bereich der Wertpapieranlagen waren - wie schon im Januar und Februar - die Käufe von Dividendenwerten des Eurogebiets durch Gebietsfremde. Dagegen waren im März kräftige Mittelabflüsse (22,3 Mrd €) zu verzeichnen, die aber offensichtlich mit einigen größeren Einzeltransaktionen in Zusammenhang standen. Der Erwerb ausländischer Dividendenwerte durch Ansässige des Euro-Währungsgebiets führte hingegen nur zu mäßigen Kapitalexporten im April, was die in den vorhergehenden Monaten beobachtete Entwicklung zu bestätigen scheint. Moderate Zuflüsse ergaben sich schließlich auch aus dem Absatz von Schuldtiteln, wobei der größte Teil auf Transaktionen mit festverzinslichen Wertpapieren entfiel. Die Nachfrage der Ansässigen des Euro-Währungsgebiets nach ausländischen festverzinslichen Wertpapieren war im April geringer als im Februar und im März.

Beim übrigen Kapitalverkehr belief sich der Mittelzufluß in den ersten vier Monaten des Jahres 1999 auf 52,2 Mrd €. Im April wurden hier Nettokapitalimporte in Höhe von 24,5 Mrd € ausgewiesen, vorwiegend in Form einer Reduzierung der kurzfristigen Auslandsforderungen des MFI-Sektors.

Im Bereich der Finanzderivate flossen im April per saldo Mittel in Höhe von 2,7 Mrd € zu (1,1 Mrd € zwischen Januar und April). Die Währungsreserven schließlich sind um 1,5 Mrd € zurückgegangen. In den ersten vier Monaten des Jahres sind sie um 5,5 Mrd € gesunken.

# Längerfristige Entwicklungen und konjunkturelle Schwankungen der wichtigen volkswirtschaftlichen Indikatoren der Länder des Euro-Währungsgebiets

*Die Einführung des Euro zu Beginn dieses Jahres stellte einen Meilenstein im Prozeß der wirtschaftlichen Integration Europas dar. Sie bedeutete auch eine Veränderung der Beurteilung der Wirtschaftsentwicklung, da nunmehr die Entwicklung im Euro-Währungsgebiet insgesamt in den Vordergrund gerückt ist. Ferner wird die Wirtschaftsentwicklung in den einzelnen Ländern des Eurogebiets zunehmend anhand des Grades ihrer Gleichförmigkeit zur Wirtschaftsentwicklung in den anderen EWU-Staaten und im Euro-Währungsgebiet insgesamt analysiert. So gab es beispielsweise in bezug auf die jüngste Entwicklung bei der Produktion und den Preisen besorgte Stimmen über divergierende Bewegungen. Das Entstehen solcher Differenzen muß in Zukunft sorgsam beobachtet werden, und gegebenenfalls wird man sich eingehend damit befassen müssen. Der vorliegende Artikel stellt einen ersten Schritt dabei dar, die Frage der Divergenzen und Ähnlichkeiten in der Wirtschaftsentwicklung in den Ländern des Eurogebiets zu untersuchen und analysiert die vergangenen Verlaufsmuster von den frühen siebziger Jahren bis 1998.*

*Die Analyse erstreckt sich auf die längerfristige Entwicklung und die konjunkturellen Schwankungen der folgenden Indikatoren: reales BIP, Gesamtbeschäftigung, Industrieproduktion und Verbraucherpreise. In der breiten Palette an Indikatoren, die für die Beurteilung der Wirtschaftslage herangezogen werden, spielen diese vier Kenngrößen eine wichtige Rolle. Berücksichtigt man die Wirkung der Faktoren, scheint die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Ländern insgesamt zu einem recht hohen Grade gleichförmig verlaufen zu sein. Den Erwartungen und der Erfahrung der jüngsten Vergangenheit entsprechend fielen die nationalen Unterschiede in der Entwicklung der Produktion und der Preise am 1. Januar 1999 nicht etwa weg, sondern blieben auch nach Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion bestehen. Die in diesem Artikel vorgestellte Analyse zeigt, daß die jüngsten Divergenzen keineswegs ungewöhnlich sind.*

*Da die Einführung des Euro und die besonderen Umstände der Währungsunion eine einschneidende Veränderung gegenüber der Vergangenheit darstellen, haben die Ergebnisse dieser Analyse nur einen begrenzten Aussagewert für zukünftige Entwicklungen; sie können sich jedoch als hilfreich erweisen, diese jeweils richtig einzuordnen. Genauer gesagt ist es zu früh, endgültige Schlußfolgerungen darüber zu ziehen, welche Auswirkungen die Währungsunion auf die Divergenz der Wirtschaftsentwicklung in den EWU-Ländern haben wird und wie solche Verlaufsmuster wiederum den einheitlichen geldpolitischen Handlungsrahmen beeinflussen könnten.*

## I Die Wirtschaftsentwicklung spiegelt sowohl längerfristige Trends als auch konjunkturelle Entwicklungen wider

Das komplexe Thema der Divergenzen und Gemeinsamkeiten in der Wirtschaftsentwicklung der Länder des Euro-Währungsgebiets kann am besten anhand des Verbraucherpreisanstiegs und des Wachstums des realen BIP zum Jahresende 1998 einführend dargestellt werden. Im Hinblick auf den relevanten Referenzwert für die einheitliche Geldpolitik hatten bis zu diesem Zeitpunkt fast alle EWU-Länder während der vorangegangenen zwei Jahre einen Verbraucherpreisanstieg von unter 2 % erreicht oder aufrechterhalten; eini-

ge Länder verzeichneten allerdings etwas höhere Preissteigerungsraten. Trotz dieses hohen Grades an Übereinstimmung bei dem allgemeinen Inflationsniveau tragen temporäre länderspezifische Faktoren weiterhin dazu bei, daß es in den einzelnen Ländern auch bei diesen stabilen Teuerungsraten Unterschiede in den kurz- bis mittelfristigen konjunkturellen Schwankungen gibt. Ferner sind nach einer zweijährigen Erholungsphase, die in nahezu allen Mitgliedstaaten zu beobachten war, im Laufe des vergangenen Jahres kurz- bis

mittelfristige Unterschiede in den Wachstumsraten der EWU-Länder aufgetreten (die jüngste Entwicklung des realen BIP und der Verbraucherpreise in den Ländern des Eurogebiets wird in Kasten I erörtert). Die jüngst aufgetretenen Unterschiede beim Wachstum und der Inflation der EWU-Staaten gaben verschiedentlich Anlaß zur Besorgnis. Die nachfolgende Analyse zielt darauf ab, vor dem Hintergrund der Erfahrungen der Vergangenheit einen Rahmen für die Beurteilung dieser jüngsten Entwicklung zu stecken, wenngleich sie aufgrund der Änderungen, die sich im Ge-

folge der Einführung des Euro ergeben haben, keinen eindeutigen Indikator für zu erwartende zukünftige Ergebnisse liefern kann. Insgesamt scheint das hohe Maß an Übereinstimmung bei der längerfristigen Preisentwicklung in den einzelnen Ländern bei allgemein niedrigen Inflationsraten ein herausragendes Merkmal der letzten Jahre zu sein. Gleichzeitig ist das in der jüngsten Vergangenheit verzeichnete Ausmaß der kurz- bis mittelfristigen Unterschiede in der Produktionsentwicklung der einzelnen Länder mitnichten ungewöhnlich.

### **Kasten I**

#### **In jüngster Zeit aufgetretene Unterschiede beim Wachstum des realen BIP und bei der Teuerungsrate nach dem HVPI in den Ländern des Euro-Währungsgebiets**

Wie im Hauptteil dieses Artikels dargestellt, können einige Unterschiede beim Produktionswachstum und bei der Steigerungsrate der Verbraucherpreise in den verschiedenen Ländern des Eurogebiets ein Standardelement der Wirtschaftsentwicklung sein. Mit der Einführung des Euro sind diese Unterschiede zunehmend ins Zentrum der Aufmerksamkeit gerückt. Insbesondere die in jüngster Zeit aufgetretene Divergenz bei den Wachstumsraten der größeren Mitgliedstaaten gab Anlaß zu Diskussionen darüber, ob die jüngsten Daten als Anzeichen einer anhaltenden Auseinanderentwicklung der Wachstumsverläufe der EWU-Länder oder als ein normaler Unterschied vorläufiger Natur zwischen den Produktionszuwächsen gedeutet werden sollten.

#### **Einige Unterschiede im realen BIP-Wachstum sind in jüngster Zeit aufgetreten**

Den Daten für das vierte Quartal 1998 zufolge sind in jüngster Zeit Unterschiede im BIP-Wachstum der einzelnen EWU-Staaten aufgetreten.<sup>1</sup> So war das Wachstum des realen BIP in Deutschland und Italien im Quartalsvergleich negativ, während in Spanien lediglich eine leichte Verlangsamung zu beobachten war. Frankreich hingegen verzeichnete einen Wiederanstieg des Produktionswachstums. Im Vergleich zum vierten Quartal 1997 sind die Unterschiede zwar verhältnismäßig gering, aber dennoch vorhanden.

Zu der in jüngster Zeit aufgetretenen Divergenz beim gesamtwirtschaftlichen BIP-Wachstum trugen verschiedene Faktoren bei. Während in den meisten EWU-Ländern die Binnennachfrage, und hier insbesondere der Private Verbrauch, stark genug war, um das gesamtwirtschaftliche Wachstum trotz des negativen Einflusses der außenwirtschaftlichen Faktoren zu tragen, war dies in Italien und bis zu einem gewissen Grad auch in Deutschland nicht der Fall. In Italien war der Wachstumsbeitrag des Privaten Verbrauchs auf Vierteljahresbasis im vierten Quartal 1998 niedriger als in den vorangegangenen zwei Jahren.

Was den Beitrag der Ausfuhren zum Wachstum angeht, so hatte Italien im vierten Quartal des vergangenen Jahres eine Abwärtsbewegung zu verzeichnen, während im Großteil der anderen EWU-Staaten lediglich eine leichte Verlangsamung zu beobachten war. Dies scheint mit der Struktur der Ausfuhren Italiens zusammenzuhängen, die jener von Schwellenländern stärker gleicht. Die Ausfuhren Italiens verloren im Gefolge der Abwertung der Währungen in Südostasien an Wettbewerbsfähigkeit, was bereits im Verlauf des vergangenen Jahres zu beobachten war. Ein beträchtlicher Rückgang der Einfuhren federte den negativen

*1 Da die jüngsten, nach dem neuen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 95) veröffentlichten Daten vorläufig und unvollständig sind, basieren die in diesem Kasten getroffenen Aussagen - mit Ausnahme der Analyse der Entwicklung im ersten Quartal 1999 - auf dem alten System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 79).*

Einfluß der sinkenden Ausfuhren auf das Wachstum jedoch erheblich ab. Auch in Deutschland und Frankreich war im vierten Quartal 1998 eine merkliche Abschwächung des Beitrags der Ausfuhren zum Wachstum zu beobachten, wengleich diese weniger stark ausfiel als in Italien. Da die Einfuhren in beiden Fällen nur einen begrenzten Ausgleich darstellten, ging der Beitrag der Nettoausfuhren zum Wachstum recht stark zurück.

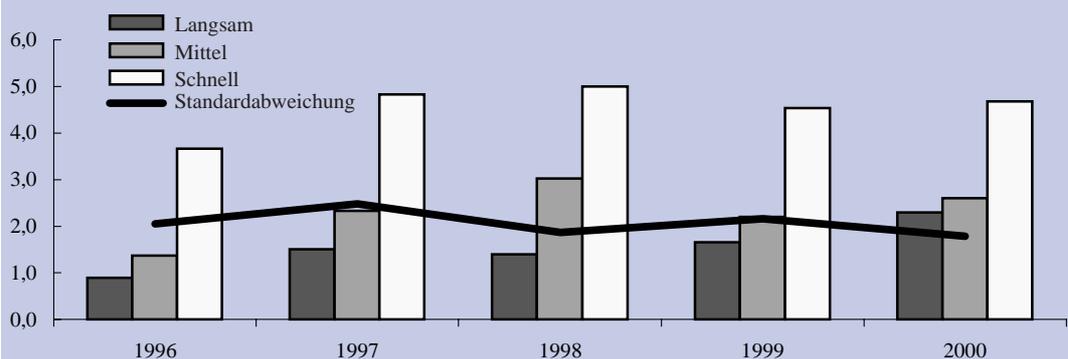
Der Wachstumsbeitrag der Veränderungen der Lagerhaltung ging in Deutschland und Italien im letzten Quartal 1998 erheblich zurück, während er in den meisten anderen Ländern des Eurogebiets weitgehend unverändert blieb. Im allgemeinen läßt sich dieser Rückgang jedoch nur schwer durch rein konjunkturelle Entwicklungen erklären, da Bestandsänderungen in den meisten Ländern auch auf statistische Unsicherheiten zurückzuführen sind. Insgesamt läßt sich die jüngste Wachstumsschwäche in Deutschland hauptsächlich durch die eher volatilen Komponenten der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage, nämlich die Ausfuhren und Bestandsänderungen, erklären, während die Verlangsamung in Italien breiter angelegt zu sein scheint.

Wie im Haupttext des vorliegenden Artikels erläutert wird, hat die jüngste Ausweitung der Unterschiede zwischen den realen BIP-Wachstumsraten einzelner Länder gemessen an den Erfahrungen der Vergangenheit keineswegs Ausnahmecharakter. Was die zukünftige Entwicklung angeht, so deutet die Prognose der Europäischen Kommission vom Frühjahr 1999 darauf hin, daß sich die Differenz zwischen den realen BIP-Wachstumsraten in den Ländern, die in jüngster Zeit ein langsames Wachstum verzeichneten (Deutschland und Italien), einerseits und dem gesamten Euro-Währungsgebiet andererseits beträchtlich verringern wird. Eine gewisse Verringerung wird im übrigen auch für die Unterschiede zwischen den Wachstumsraten des realen BIP der Länder, die ein rasches Wachstum verzeichnen (vor allem Spanien, Irland, Portugal und Finnland), und dem Euro-Währungsgebiet insgesamt prognostiziert.

In diesem Zusammenhang ist zu berücksichtigen, daß die Differenz zwischen den Wachstumsraten des realen BIP im Quartalsvergleich in Deutschland und Italien einerseits sowie Frankreich und Spanien andererseits den auf der Grundlage der neuen Abgrenzungen des ESVG 95 revidierten Daten zufolge im vierten Quartal 1998 erheblich geringer war als zuvor und im ersten Quartal 1999 weiter abnahm.

### Durchschnittliches Wachstum des realen BIP nach Ländergruppen

(Jahresangaben; Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, Prognosen der Europäischen Kommission für 1999 und 2000, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Zusammensetzung der Gruppen variiert von Jahr zu Jahr. Länder mit einer realen BIP-Wachstumsrate nahe beim EWU-Durchschnitt ( $\pm 0,3$  Prozentpunkte) sind in der Gruppe „Mittel“ zusammengefaßt. Länder mit einem rascheren BIP-Wachstum sind in der Gruppe „Schnell“, die übrigen Länder in der Gruppe „Langsam“ enthalten. Die verschiedenen Balken stellen den ungewogenen Durchschnitt der Wachstumsraten des realen BIP in jeder Gruppe dar. Die Linie zeigt die ungewogene Standardabweichung für die 11 EWU-Staaten an.

### Unterschiede bei der Entwicklung der Verbraucherpreise bleiben in einem vertretbaren Rahmen

In einem gewissen Ausmaß schlagen sich in den unterschiedlichen Steigerungsraten der Verbraucherpreise nach dem HVPI Differenzen zwischen den realen BIP-Wachstumsraten nieder, wengleich die Anstrengungen zur Einhaltung des Konvergenzkriteriums zur Preisstabilität, die gemäß dem Maastricht-Vertrag unternommen

worden waren, in den letzten Jahren eine bedeutende Rolle gespielt haben. In jüngster Zeit verzeichneten Spanien, Irland, Luxemburg, die Niederlande, Portugal und Finnland ein besonders starkes Wachstum. So führte in diesen Ländern (mit Ausnahme Luxemburgs und Finnlands) eine lebhaftere Inlandsnachfrage zu überdurchschnittlich hohen Preissteigerungsraten gemessen am HVPI und insbesondere bei den Preisen für Dienstleistungen. Gleichzeitig wirkten sich gemäßigte Tarifabschlüsse und starke Produktivitätszuwächse in Ländern wie Deutschland und Frankreich dämpfend auf den Preisauftrieb aus. Darüber hinaus trugen temporäre Faktoren, z. B. die divergierende Entwicklung der Preise für Nahrungsmittel - vor allem für saisonabhängige Nahrungsmittel - zu den Unterschieden zwischen den Teuerungsraten nach dem HVPI bei. Bei längerfristiger Betrachtung lassen sich Differenzen zwischen den am HVPI gemessenen Preissteigerungsraten auch durch strukturelle Kräfte, die auf eine unterschiedliche Entwicklung der Produktivität in den einzelnen Regionen und Sektoren zurückgehen, sowie durch Anpassungen des Preisniveaus erklären.

Der Prognose der Europäischen Kommission vom Frühjahr 1999 zufolge wird sich der Abstand zwischen der höchsten und der niedrigsten Teuerungsraten nach dem HVPI, der 1998 1,6 Prozentpunkte betragen hatte, im Jahr 1999 bzw. 2000 auf 1,5 bzw. 1,3 Prozentpunkte verringern, während bei der Standardabweichung ein Rückgang von 0,6 Prozentpunkten im Jahr 1998 auf 0,5 bzw. 0,4 Prozentpunkte erwartet wird. Diese Differenzen stehen mit den Grenzen, die bei der Festlegung der Konvergenzkriterien im Maastricht-Vertrag für vertretbar gehalten wurden, in Einklang.

Die längerfristige Entwicklung schlägt sich im Trend einer bestimmten Variablen nieder, während die konjunkturelle Entwicklung als eine kurz- bis mittelfristige Abweichung von diesem Trend bestimmt wird. Es kann sich zwar in der Praxis als schwierig erweisen, eine empirische Unterscheidung zwischen Trend und Konjunktur vorzunehmen, doch ist eine solche Differenzierung hilfreich, da diese beiden Größen häufig bei der Analyse verschiedener volkswirtschaftlicher Fragen in Betracht gezogen werden. So wird beispielsweise bei der Erörterung des „Aufholprozesses“ einzelner Länder berücksichtigt, inwieweit sich die Verlaufskurven des Trend-Produktionswachstums von Land zu Land auseinanderentwickeln bzw. aufeinander zubewegen, während bei der Frage der „Synchronisierung“ die Gleichförmigkeit der Konjunkturzyklen zwischen den einzelnen Ländern untersucht wird. Die Verlaufsmuster der Inflationsdifferenz zwischen den Ländern wurden im Vorfeld der Währungsunion in erster Linie vor dem Hintergrund der nominalen Kriterien für die „Konvergenz“ untersucht; eine explizite Unterscheidung zwischen dem längerfristigen Trend und den kurz- bis mittelfristigen Konjunkturschwankungen in den Preissteigerungen war in diesem Zusammenhang nicht unbedingt erforderlich.

Hauptsächlich der Anschaulichkeit halber wurde bei der Zerlegung der im folgenden abgehandelten Reihen in eine Trendkomponente und eine Konjunkturkomponente und bei der Ermittlung des Synchronisierungsgrades der Konjunkturentwicklung eine einheitliche Methode verwendet (weitere Einzelheiten zu der Methode, auf der die vorliegende Analyse beruht, siehe Kasten 2). Zwar führen verschiedene Trendbereinigungsmethoden zu leicht unterschiedlichen Ergebnissen, diese Unterschiede dürften jedoch die Gültigkeit der zu ziehenden allgemeinen Rückschlüsse nicht beeinträchtigen. Für gleitende Zehnjahresfenster werden Korrelationskoeffizienten zwischen den konjunkturellen Komponenten erstellt. Die Koeffizienten beziehen sich auf das Ende des betreffenden Zeitraums, das heißt, die jüngsten für 1998 verfügbaren Daten geben die durchschnittliche Korrelation der nationalen Entwicklung mit der Entwicklung auf EWU-Ebene im Zeitraum von 1989 bis 1998 wieder. Demzufolge müssen die Verweise auf bestimmte Perioden vor einem erweiterten Hintergrund gesehen werden, da die Einzelergebnisse möglicherweise eine Vielzahl von Ereignissen und wichtigen Vorkommnissen widerspiegeln, die weiterhin einen Einfluß auf die Daten haben. Aufgrund des unterschiedlichen Gewichts der einzel-

nen Länder in der EWU-weiten Entwicklung ist das Korrelationsniveau bei den größeren Staaten des Eurogebiets tendenziell höher als bei kleineren Staaten. Vor allem Deutschland dürfte einen höheren Grad an Korrelation mit dem Aggregat des Eurogebiets insgesamt haben als die anderen Länder, da fast ein Drittel der EWU-weiten Entwicklung auf dieses Land entfällt. Die Korrelation der Entwicklung in einzelnen Ländern mit der des Euro-Währungsgebiets insgesamt führt natür-

lich dazu, daß der Grad der Synchronisierung der einzelnen Länder des Eurogebiets untereinander nicht deutlich zu erkennen ist. Diese Korrelation kann jedoch als eine natürliche Vergleichsgrundlage angesehen werden, da die geldpolitischen Entscheidungen auf der Wirtschaftsentwicklung im Euro-Währungsgebiet insgesamt beruhen, zu der die einzelnen Staaten unter Umständen unterschiedlich stark beitragen.

## Kasten 2

### Die auf Trendbereinigung und Korrelationsanalyse beruhende Methode

Konjunkturelle Komponenten werden im allgemeinen als die Abweichung einer Reihe von ihrem Trend definiert. Zum Zweck der vorliegenden Studie wird der Trendverlauf nicht aus einer bestimmten volkswirtschaftliche Theorie, sondern auf der Grundlage rein statistischer Überlegungen abgeleitet. Da der Hodrick-Prescott-Filter (HP-Filter) in der empirischen Volkswirtschaftslehre weithin verwendet wird, wurde er hier zur mechanischen Zerlegung der einzelnen Indikatoren in einen Trendverlauf und eine konjunkturelle Komponente angewandt. Der HP-Filter läßt sich am besten als ein symmetrischer gleitender Durchschnitt beschreiben. Er minimiert die folgende Funktion, in der  $Y$  bzw.  $Y^*$  für die tatsächlichen Werte bzw. die Trendwerte stehen:

$$\text{Min}_{Y^*} = \sum_{t=1}^T (Y_t - Y_t^*)^2 + \lambda \cdot \sum_{t=2}^{T-1} [(Y_{t+1}^* - Y_t^*) - (Y_t^* - Y_{t-1}^*)]^2$$

Im wesentlichen bietet diese Methode einen Ausgleich für den Zielkonflikt zwischen Nähe des Trends zu den tatsächlichen Daten (erstes Glied der Gleichung) und Glätte des Trendverlaufs (zweites Glied der Gleichung) an. Die Ergebnisse dieses Zielausgleichs hängen von dem Wert des Parameters  $\lambda$  ab, der normalerweise je nach der Frequenz der analysierten Daten variiert. Da bei den Standardvorgaben für  $\lambda$  (14 400 für Monatswerte und 1 600 für Quartalswerte) der abgeleitete Trendverlauf dazu neigt, noch zu starke konjunkturelle Schwankungen aufzuweisen, wurden die betreffenden Werte für die Monats- und Quartalsdaten in dieser Studie erhöht. Der Filter wurde auf die Wachstumsraten der betrachteten Indikatoren angewandt. Hierin schlägt sich neben der statistischen Überlegung, daß der HP-Filter gegenüber Stationaritätseigenschaften der Daten sensitiv ist, die Tatsache nieder, daß sich das volkswirtschaftliche Interesse der vorliegenden Analyse auf Wachstumszyklen statt auf die klassischen Konjunkturzyklen und auf die Teuerungsrate statt auf das Preisniveau richtet.

Die Korrelationskoeffizienten zwischen den konjunkturellen Komponenten der verschiedenen Länder sind gegenüber der gewählten Trendbereinigungsmethode sensitiv. Zwar gibt es eine große Anzahl an alternativen Methoden, doch weisen diese in der Regel bestimmte Unzulänglichkeiten auf. So ist am HP-Filter zum Beispiel die sogenannte Endpunkt-Verzerrung zu bemängeln, da bei der Ermittlung des Trends sowohl zeitverzögerte als auch vorlaufende Werte berücksichtigt werden, womit der Trend jeweils zu Beginn und am Ende des Beobachtungszeitraums weniger genau wird. Die allgemeinen Rückschlüsse aus dieser Studie werden insofern als hinreichend stichhaltig betrachtet, als sie nicht wesentlich davon abhängen, ob der HP-Filter oder eine der anderen Methoden zur Trendbereinigung angewandt wird, wengleich die Anwendung alternativer Filter zu geringfügig unterschiedlichen Ergebnissen - auch in bezug auf das genaue zeitliche Auftreten und die Dauer der Zyklen - führen würde. Die Trends sollten jedoch mit besonderer Vorsicht betrachtet werden, da wie bei den anderen, ähnlichen Ansätzen angenommen wird, daß der unter Verwendung

des HP-Filters abgeleitete Trend keine plötzlichen und ausgeprägten Sprünge aufgrund struktureller Brüche aufweist, sondern glatt verläuft.

Die Korrelationsanalyse wird angewandt, um den Grad, zu dem die konjunkturellen Komponenten in den verschiedenen Ländern gleich verlaufen, zu erfassen. Ein hoher Korrelationskoeffizient zeigt an, daß sich die Länder tendenziell in einem ähnlichen Konjunkturzyklus befinden. Der Grad der Synchronisierung selbst wird auf der Grundlage einer zeitgleichen Kreuzkorrelation bestimmt, während der Gesamtzusammenhang zwischen den Bewegungen der Konjunkturzyklen anhand des Maximalkoeffizienten, der sich aus der Kreuzkorrelation bei verschiedenen Verzögerungen und Vorläufen ergibt, gemessen wird. Dies ermöglicht eine recht umfassende Analyse. Die Synchronisierungsentwicklung im Zeitverlauf wird anhand der zeitgleichen Kreuzkorrelationskoeffizienten für gleitende Zehnjahresfenster untersucht. Es können sich zwar Anzeichen einer zunehmenden oder abnehmenden Synchronisierung ergeben, doch läßt sich nicht mit Sicherheit sagen, ob dies auf einen allgemein stärkeren oder schwächeren Zusammenhang bei den konjunkturellen Komponenten oder einfach auf eine Phasenverschiebung der Zyklen zurückzuführen ist, wodurch sich die Anzahl der Zeitverzögerungs- und Vorlaufperioden, in denen die Maximalkorrelation auftritt, effektiv verringert. Daher können Anzeichen einer erhöhten Synchronisierung als am aussagekräftigsten gelten, wenn sich die zeitgleiche Korrelation im Zeitverlauf erhöht und bei einer Zeitverzögerung oder einem Vorlauf von Null tendenziell der Maximalkorrelation entspricht.

Um die Analyse über einen längeren Zeitraum hinweg durchführen zu können, war es notwendig, Reihen für einzelne Länder auszuwählen, die sich über den gesamten Zeitraum erstreckten, bzw. verschiedene Reihen miteinander zu verbinden. Deshalb ist der Harmonisierungsgrad bei diesen Daten geringer als bei den Daten, die sich nur auf die kürzer zurückliegenden Zeiträume beziehen. Da der HVPI beispielsweise nur für die neunziger Jahre vorliegt, wurde der nationale VPI verwendet. Ferner wurde die Vereinigung Deutschlands berücksichtigt, indem die Wachstumsraten der gesamtdeutschen Daten an die älteren Datenreihen für das frühere Bundesgebiet gereiht wurden. In einigen Fällen wurde die Datenfrequenz umgestellt, oder es wurden Daten aus unterschiedlichen Quellen verwendet. Schließlich sind in jüngster Zeit für eine Reihe von Ländern Daten zum BIP und zur Beschäftigung verfügbar geworden, die nach dem neuen statistischen System (ESVG 95) erhoben wurden. Die neuen Daten können einen gewissen Einfluß auf die genauen Ergebnisse haben, insbesondere in bezug auf die jüngsten Trends und konjunkturellen Verlaufsmuster. Doch da diese Daten zum einen erst seit recht kurzer Zeit verfügbar sind und zum anderen nur eingeschränkt den älteren Daten entsprechen, läßt sich diese Analyse auf der Grundlage der neuen Daten nach dem ESVG 95 nur mit Einschränkungen durchführen. Darüber hinaus dürften sich die Gesamtergebnisse bei den konjunkturellen Korrelationen nicht wesentlich verändern.

## 2 Empirische Belege für Divergenzen und Gemeinsamkeiten in der Wirtschaftsentwicklung

### Untersuchung wichtiger wirtschaftlicher Indikatoren

Im vorliegenden Artikel werden wichtige wirtschaftliche Indikatoren anhand ihrer längerfristigen sowie ihrer konjunkturellen Entwicklung in den einzelnen Ländern untersucht, wobei sowohl die Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit als auch die der Preise berücksichtigt wird. Die vier untersuchten Indikatoren sind das reale BIP, die Gesamtbe-

schäftigung, die Industrieproduktion sowie die Verbraucherpreise. Diese spielen bei einer Beurteilung der Wirtschaftslage eine wichtige Rolle. (Auf die breite Palette an Indikatoren, die von der EZB zur Beurteilung der Aussichten für die künftige Preisentwicklung herangezogen werden, wurde bereits in dem Artikel „Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet“, der im EZB-Monatsbericht von April 1999 veröffentlicht

wurde, näher eingegangen.) Bei allen vier Indikatoren werden sowohl die Trend- als auch die Konjunkturkomponenten aus den entsprechenden Jahresveränderungsraten abgeleitet. Die drei konjunkturbezogenen Indikatoren - reales BIP, Gesamtbeschäftigung und Industrieproduktion - scheinen sich in engem Zusammenhang zueinander zu entwickeln. Aus diesem Grund dürfte sich das Trend-Wachstum von Beschäftigung und Produktion in jedem einzelnen Land gemäß dem Trend-Wachstum des realen BIP entwickeln. Das gleiche gilt für die konjunkturellen Komponenten des Wachstums. Ergäbe sich also bei einer bestimmten Variablen länderübergreifend ein sehr ähnliches Verlaufsmuster der Trends und der Synchronisierung, würde dies nahelegen, daß man für die anderen Variablen ein ähnliches Ergebnis erhält. Bei der Inflation können die Verlaufsmuster, wie im folgenden dargestellt, eine eigenständigere Entwicklung nehmen.

Das reale BIP und die Industrieproduktion sind wichtige Meßgrößen für die Konjunktur, wobei die Industrieproduktion als Bezugsgröße für die Produktion in dem gegenüber Konjunkturschwankungen empfindlicheren Sektor der Gesamtwirtschaft dient. Auf die Industrieproduktion entfällt im Euro-Währungsgebiet insgesamt (sowie in den meisten der Mitgliedstaaten) rund ein Drittel der Gesamtproduktion. Dies läßt sowohl für das Eurogebiet insgesamt als auch in bezug auf die einzelnen Länder darauf schließen, daß die konjunkturelle Entwicklung bei der Industrieproduktion und beim realen BIP recht stark synchron verläuft. Allerdings ist der Anteil der Industrieproduktion an der Gesamtkonjunktur in den letzten Jahrzehnten im allgemeinen zurückgegangen. Gleichzeitig expandierte der Dienstleistungssektor, der hauptsächlich nicht handelbare Güter produziert, in den einzelnen Ländern zu Lasten der Industrie. Daher hängt die Gleichförmigkeit der längerfristigen Trends von BIP und Industrieproduktion vom Umfang und von der Geschwindigkeit struktureller Veränderungen in der Volkswirtschaft ab. Diese wiederum werden durch Faktoren wie das Stadium der wirtschaftlichen Entwicklung, den technischen

Fortschritt und Veränderungen der internationalen Wettbewerbsfähigkeit bestimmt. Im Durchschnitt war der Aufholprozeß der Länder beim Pro-Kopf-Einkommen insbesondere hinsichtlich der Verringerung des Produktivitätsgefälles in den Industriesektoren, die Handelsgüter produzieren, stark ausgeprägt.

Analog hierzu steht die Beschäftigungsentwicklung mit der kurzfristigen Entwicklung der Produktion in Zusammenhang. Ob es auch bei der längerfristigen Entwicklung von Beschäftigung und Produktion eine Verbindung gibt, hängt von den Merkmalen des Arbeits- und des Gütermarktes und hier insbesondere vom jeweiligen Grad an Flexibilität auf diesen Märkten ab. Im einzelnen heißt dies, daß die Flexibilität bei den Lohnabschlüssen sowie die Anreize und Hindernisse für die Arbeitssuche bzw. die Schaffung von Arbeitsplätzen ausschlaggebend dafür sind, wie stark und wie schnell sich das Produktionswachstum auf das Beschäftigungswachstum auswirkt. Je mehr Rigiditäten vorhanden sind, desto wahrscheinlicher ist es, daß ein Wiederanstieg des Produktionswachstums nur mit einer großen zeitlichen Verzögerung zu zusätzlichen Arbeitsplätzen führt. Selbst wenn in einzelnen Ländern dieselben Produktionsschocks auftreten und effektiv zu einem höheren Grad an Synchronisierung der entsprechenden konjunkturellen Entwicklung führen, wird es also von den strukturellen Gegebenheiten in den betreffenden Ländern abhängen, inwieweit sich hieraus auch eine synchronisierte Entwicklung der Beschäftigungszahlen ergibt.

### **Reales BIP-Wachstum**

Seit den frühen siebziger Jahren hat das reale BIP-Wachstum in den meisten Ländern des Eurogebiets drei größere Konjunkturzyklen durchlaufen. Die Talsohlen dieser Zyklen wurden Mitte der siebziger, Anfang der achtziger und Anfang der neunziger Jahre durchschritten, wobei der genaue zeitliche Ablauf jedoch von Land zu Land leicht unterschiedlich war (siehe Abbildung 1). Die Rezession Mitte der siebziger Jahre scheint in

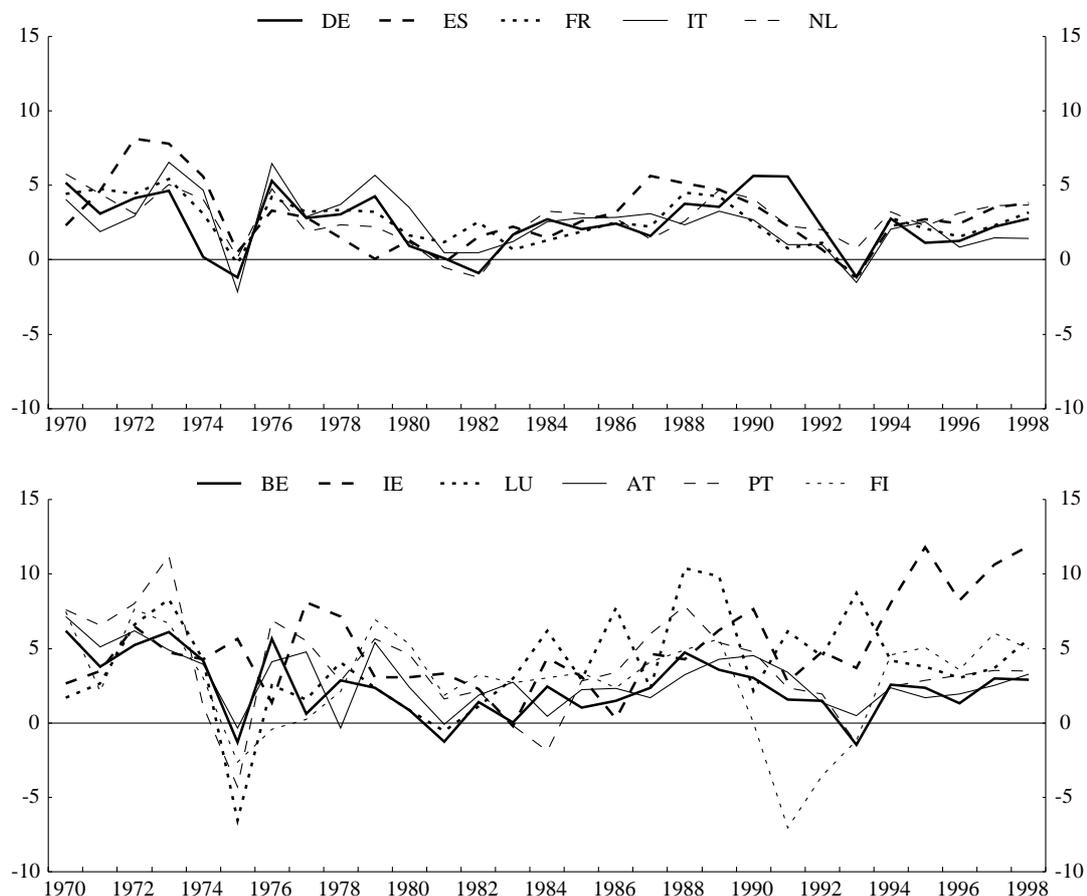
den verschiedenen Ländern am stärksten synchron verlaufen zu sein, während die anschließende Wachstumsentwicklung in einigen Ländern uneinheitlicher verlief. Insbesondere die Konjunkturerholung nach der Rezession Anfang der achtziger Jahre verlief von Land zu Land unterschiedlich. Während die Jahreswachstumsraten in einigen Ländern (besonders in Irland) selbst während der Schwächeperiode Anfang der neunziger Jahre deutlich positiv blieben, durchlief Finnland eine sehr schwere und langgezogene Rezession. Allgemein wies im Laufe der neunziger Jahre in einigen Ländern die wirtschaftliche Entwicklung anscheinend eine recht starke Abweichung von der Entwicklung im Eurogebiet insgesamt auf.

Bei den Trend-Wachstumsraten war vor dem ersten Ölpreisschock ein beachtliches Maß an Konvergenz zu beobachten. In der ersten Hälfte der siebziger Jahre bewegten sich die Trend-Wachstumsraten zum großen Teil innerhalb einer Bandbreite von 3 % bis 4 % (siehe Tabelle 1). Danach gingen die Wachstumsraten allgemein zurück, und in den achtziger Jahren lagen die Trend-Wachstumsraten in den meisten Ländern des Eurogebiets bei etwa 2 % bis 2,5 %. In den neunziger Jahren haben sich die Wachstumsraten jedoch etwas weiter auseinanderentwickelt. In Zeiten schwerer allgemeiner Produktivitätsschocks - wie z. B. der Ölpreisschocks - liegen die Trend-Wachstumsraten tendenziell enger beieinander, während in Zeiten, in denen keine Schocks auftreten, andere wachstumsbestim-

### Abbildung 1

#### Reales BIP-Wachstum in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

mende Faktoren stärker in den Vordergrund treten können. In solchen Fällen zeigen unterschiedliche Entwicklungen deutlicher an, in welchem Maße die „ärmeren“ Länder noch dabei sind, mit den „reicheren“ aufzuholen, oder inwieweit sich die einzelnen Länder von den jüngsten Rezessionen erholt haben. In einigen Ländern hat die Verlangsamung des Trend-Wachstums die Notwendigkeit von Strukturreformen zur Förderung des längerfristigen Wachstums verdeutlicht. Es hat sich gezeigt, daß die Länder, in denen solche Reformen frühzeitig und entschieden in Angriff genommen wurden, einen vergleichsweise starken Wiederanstieg der gemessenen Trend-Wachstumsraten verzeichneten. Dies erklärt zum Teil die uneinheitliche Entwicklung. Die jüngsten Unterschiede bei den Trend-Wachstumsraten sind vor allem auf die Länder zurückzuführen, in denen in den letzten Jahren ein verstärktes Wachstum zu verzeichnen war, d. h. insbesondere auf Irland, Luxemburg, Finnland und die Niederlande. Im Fall von Irland läßt sich dies zum Teil mit dem anhaltenden Aufholprozeß erklären. In Italien hingegen ist das gemessene Trend-Wachstum in den neunziger Jahren zurückgegangen. Dieser Rückgang scheint die Fortsetzung einer Entwicklung zu sein, die seit den siebziger Jahren zu beobachten ist. In Deutschland scheint das Trendwachstum verglichen mit

den achtziger Jahren - unter Berücksichtigung der Auswirkungen der Wiedervereinigung, die Anfang der neunziger Jahre zu einem vorübergehenden Anstieg der Wachstumsrate führte - weitgehend unverändert geblieben zu sein. In Spanien, Frankreich, Österreich und Portugal scheinen die jüngsten Entwicklungen des Produktionswachstums eher mit dem Stand der späten achtziger Jahre übereinzustimmen, was darauf hindeutet, daß gegenüber dem vorigen Jahrzehnt keine wesentlichen Trendänderungen zu verzeichnen waren. In Belgien hat sich das Trend-Wachstum von seinem relativ niedrigen Stand in den achtziger Jahren erholt.

Bei der Synchronisierung der kurzfristigeren konjunkturellen Entwicklungen des BIP-Wachstums scheint es größere Gemeinsamkeiten gegeben zu haben als bei den Trend-Wachstumsraten. Dies ergibt sich aus der Analyse der Korrelation zwischen den konjunkturellen Komponenten des BIP-Wachstums in den einzelnen Ländern und denen im Eurogebiet insgesamt. In den größeren Ländern lag diese Korrelation im Bezugszeitraum durchschnittlich bei über 0,5 und bewegte sich meist in einer Größenordnung von 0,7 bis 0,8 (siehe obere Hälfte von Abbildung 2). Dies gilt insbesondere für Deutschland und Frankreich. In Italien und den Niederlanden

**Tabelle I**

**Trend-Wachstumsraten in den Ländern des Euro-Währungsgebiets**

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)

	1971 bis 1975	1976 bis 1980	1981 bis 1985	1986 bis 1990	1991 bis 1995	1994 bis 1998
<b>Eurogebiet</b>	3,7	2,7	2,3	2,5	2,4	2,3
Belgien	3,7	2,3	1,6	1,8	2,0	2,2
Deutschland	3,1	2,3	2,1	2,5	2,4	2,2
Spanien	4,3	2,6	2,2	2,6	2,6	2,7
Frankreich	3,8	2,8	2,2	2,1	1,9	2,0
Irland	4,6	3,9	3,3	4,2	6,9	9,2
Italien	3,9	3,1	2,5	2,1	1,5	1,3
Luxemburg	3,0	2,5	3,6	5,1	5,3	5,0
Niederlande	3,8	2,4	1,9	2,3	2,8	3,1
Österreich	4,1	2,9	2,3	2,4	2,4	2,4
Portugal	5,2	3,7	3,0	3,1	2,9	2,9
Finnland	3,7	3,0	2,6	2,0	2,1	3,2

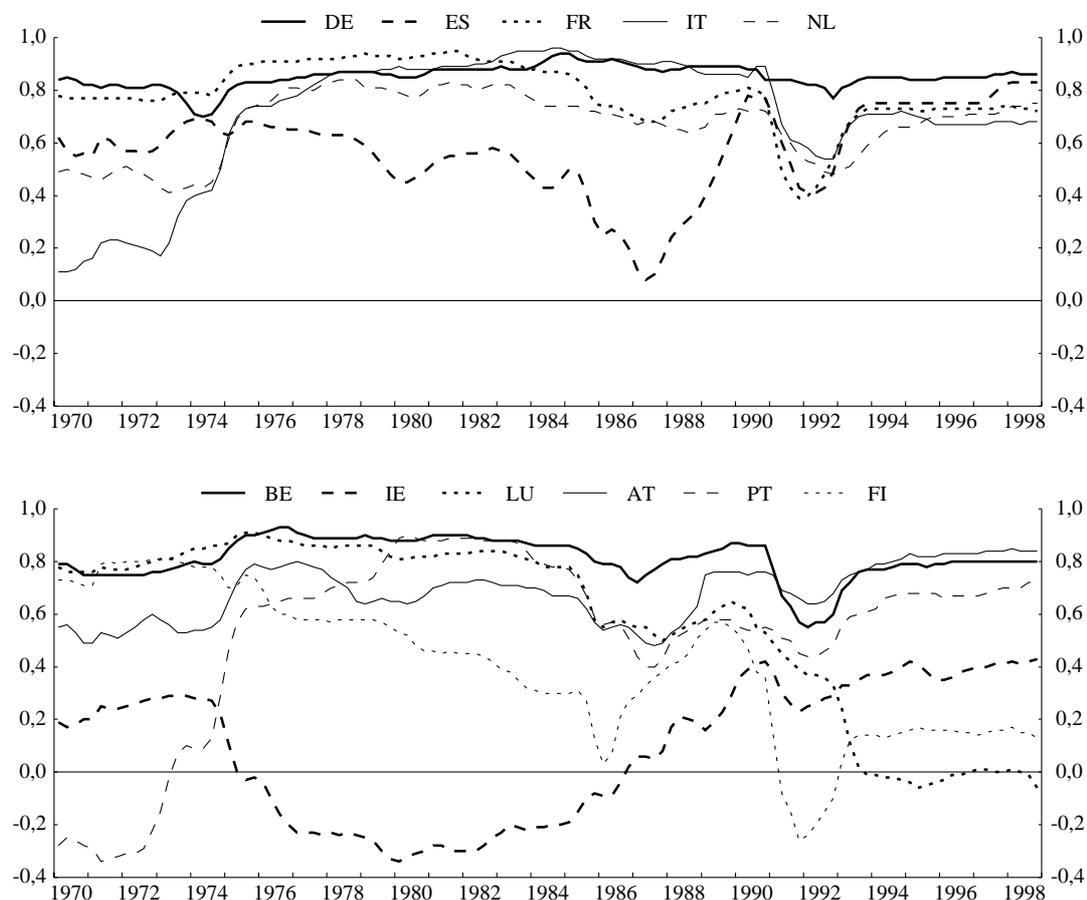
Quelle: EZB-Berechnungen.

war in der ersten Hälfte der siebziger Jahre eine niedrigere Korrelation zu verzeichnen, die jedoch in der zweiten Hälfte des Jahrzehnts kontinuierlich anstieg und sich weitgehend an die Entwicklung in Deutschland und Frankreich anglich. In Spanien fiel der Korrelationskoeffizient im Laufe der achtziger Jahre von ungefähr 0,6 auf fast null. Ende der achtziger Jahre kam es allgemein zu einer stärkeren Synchronisierung zwischen den einzelnen Ländern und dem Eurogebiet insgesamt; in dieser Zeit stiegen die Korrelationskoeffizienten im Durchschnitt auf über 0,8 an. Auf diesen Anstieg folgte dann Anfang der neunziger Jahre ein Rückgang. Die Tatsache, daß der Korrelationskoeffizient in Deutschland am wenigsten fiel, während er in den anderen

größeren Ländern ähnlich stark zurückging, deutet darauf hin, daß Deutschland hier aus dem Rahmen fiel, obwohl es aufgrund seines großen Gewichts enger mit dem Eurogebiet insgesamt synchronisiert blieb. Mitte der neunziger Jahre erholten sich die Korrelationskoeffizienten allgemein und stiegen auf Werte um die 0,7 an; in Deutschland war der Anstieg noch stärker. Dies deckt sich mit den Ergebnissen für die bilateralen Korrelationen zwischen den einzelnen Ländern, auf die hier jedoch nicht eingegangen wird. Obwohl die Korrelationskoeffizienten im Durchschnitt nicht ganz zu den Spitzenwerten zurückgekehrt sind, die Anfang und Ende der achtziger Jahre verzeichnet wurden, ist die Bandbreite der Koeffizienten im Vergleich zu diesen Pe-

**Abbildung 2**  
**Korrelation der konjunkturellen Entwicklung des realen BIP-Wachstums mit dem Euro-Währungsgebiet insgesamt**

(Korrelationen über ein gleitendes Zehnjahresfenster; Quartalswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

rioden enger geworden. In jüngerer Zeit zeigte sich insbesondere eine Synchronisierung der konjunkturellen BIP-Entwicklung in Spanien mit der des Eurogebiets insgesamt. In Italien hingegen hat sich die Synchronisierung - gemessen am Korrelationskoeffizienten - am wenigsten stark erholt; dieser hat sich in den letzten Jahren am unteren Rand der Bandbreite der größeren Länder bewegt.

In den kleineren Ländern sind die Anzeichen für ein hohes Maß an Synchronisierung mit der BIP-Entwicklung im gesamten Eurogebiet weniger einheitlich (siehe untere Hälfte von Abbildung 2). Aufgrund ihres geringeren Gewichts im Verhältnis zum Euroraum insgesamt wirken sich die Entwicklungen in diesen Ländern auf EWU-Ebene nur begrenzt aus. In Belgien und Österreich folgte die Entwicklung im wesentlichen dem für die größeren Länder beschriebenen Trend. Besonders Belgien weist durchweg eine enge Synchronisierung mit der Entwicklung im Eurogebiet auf. Der Korrelationskoeffizient lag hier meist über 0,8, und der Rückgang Anfang der neunziger Jahre war weniger ausgeprägt als in den meisten größeren Ländern. Insgesamt ähneln Grad und Verlauf der Korrelation in Belgien denen in Deutschland, was darauf hindeutet, daß die konjunkturellen BIP-Entwicklungen in diesen beiden Ländern stark synchronisiert sind. Ein ähnlicher Schluß läßt sich auch für Österreich ziehen, wo die Korrelation mit den Entwicklungen im Eurogebiet in den neunziger Jahren bei über 0,8 lag und der Rückgang Anfang des Jahrzehnts vergleichsweise gemäßigt war. In früheren Perioden war die Synchronisierung in Österreich jedoch etwas weniger stark als in Belgien und in den meisten größeren Ländern. In Portugal war eine allgemeine Zunahme der Synchronisierung der konjunkturellen BIP-Entwicklung mit anderen im Eurogebiet insgesamt zu beobachten. Der Anfang der siebziger Jahre noch negative Korrelationskoeffizient stieg kontinuierlich an und erreichte in den frühen achtziger Jahren einen Wert von über 0,8. Anschließend ging er wieder zurück und bewegte sich in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre bei etwa 0,5, um dann Mitte der neunziger Jahre erneut auf 0,7 anzusteigen.

Im Vergleich zu den oben genannten Ländern wiesen die drei kleinsten Mitgliedstaaten, Irland, Luxemburg und Finnland, in den neunziger Jahren einen deutlich geringeren Grad der Synchronisierung auf. Ihre jeweiligen Korrelationskoeffizienten bewegen sich im allgemeinen unter 0,5. Im Fall von Irland bedeutet dies gegenüber früheren Zeiträumen zwar einen Anstieg, doch in Luxemburg und Finnland ist die Synchronisierung der konjunkturellen Komponente des BIP-Wachstums mit der des Eurogebiets insgesamt im Vergleich zu den siebziger und frühen achtziger Jahren zurückgegangen.

Insgesamt scheint die Korrelation der konjunkturbedingten BIP-Entwicklung einer großen Gruppe von Ländern mit der im gesamten Eurogebiet recht hoch zu sein, besonders in jüngerer Zeit. Irland, Luxemburg und Finnland scheinen eine Ausnahme darzustellen. Ein bedeutender Faktor bei der Erklärung des Ausmaßes der Synchronisierung sind die schweren Ölpreisschocks, die alle Länder in relativ ähnlicher Weise trafen und deshalb mehr oder weniger zu einer gleich verlaufenden Konjunkturentwicklung führten. Hierfür spricht auch die Tatsache, daß die Korrelation der konjunkturellen Entwicklung der einzelnen EWU-Länder bis zu den frühen siebziger Jahren bei verschiedenen zeitverzögerten und vorlaufenden Werten am höchsten war, während die zeitgleiche Korrelation meist nach den Schocks am höchsten war. Der etwas geringere Grad der Synchronisierung insgesamt in den neunziger Jahren spiegelt vor allem den leichten Rückgang der Synchronisierung zwischen den drei größten Ländern wider, d. h. zwischen Deutschland, Frankreich und Italien. Die deutsche Wiedervereinigung hat bei dieser Entwicklung eine wichtige Rolle gespielt, was darauf hindeutet, daß dieses Ergebnis möglicherweise nur ein vorübergehendes Phänomen darstellt und die grundlegenden Synchronisierungstendenzen verzerrt wiedergibt. Betrachtet man den Zeitraum seit 1994, dann scheint sich die deutsche Konjunktur tatsächlich wieder verstärkt an die Entwicklung anderer Länder angeglichen zu haben, und die Synchronisierung insgesamt scheint auf den Stand der zweiten Hälfte der

siebziger Jahre, d. h. der Zeit zwischen den Ölpreisschocks, zurückgekehrt zu sein. Angesichts der Tatsache, daß es sich hierbei um allgemeine Schocks handelte, während sich die Wiedervereinigung Deutschlands von Natur aus asymmetrisch auswirkte, könnte das in jüngster Zeit zu beobachtende Maß an Synchronisierung ein Anzeichen für die Rückkehr zu normaleren Verhältnissen sein. In Italien scheint die Synchronisierung mit dem Eurogebiet insgesamt jedoch etwas nachgelassen zu haben. Dies liegt zum Teil an der realen Abwertung der Italienischen Lira nach den Wechselkurssturbulenzen zum Jahreswechsel 1992/93 und an den Maßnahmen, die anschließend erforderlich wurden, um den inländischen Inflationsdruck im Griff sowie das Haushaltsdefizit niedrig zu halten.

### Wachstum der Gesamtbeschäftigung

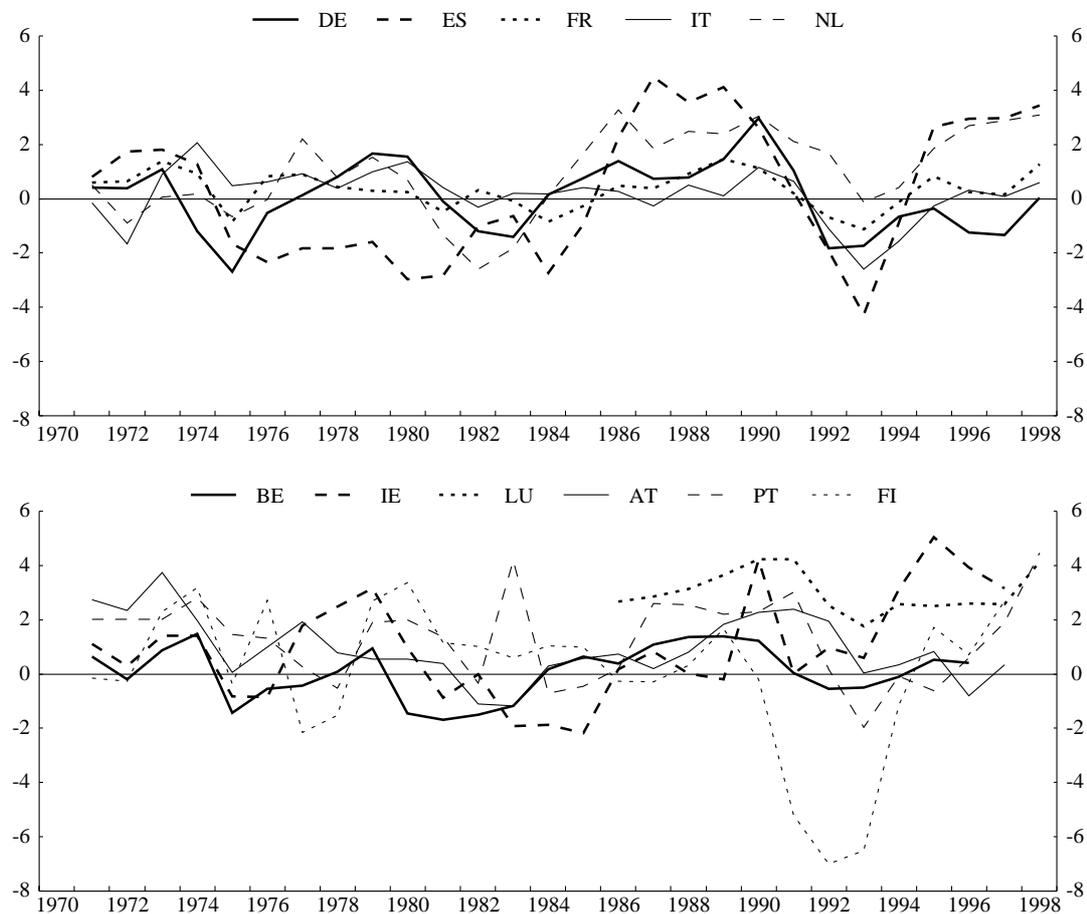
Wie beim BIP zeigte sich in letzter Zeit auch bei den Wachstumsraten der Gesamtbeschäftigung eine etwas größere Divergenz. Diese Divergenz ist jedoch nicht in erster Linie auf die kleinen Länder zurückzuführen, sondern auch auf die unterschiedliche Beschäftigungssituation in den größeren Ländern (siehe Abbildung 3).

Was das Trend-Wachstum angeht, so bewegten sich die Raten in den meisten Ländern in den siebziger und achtziger Jahren zwischen 0 % und 1 %, entwickelten sich jedoch in den neunziger Jahren weiter auseinander. Im überwiegenden Teil des Bezugszeitraums unterschieden sich die Trend-Wachstumsraten der

### Abbildung 3

#### Beschäftigungswachstum in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

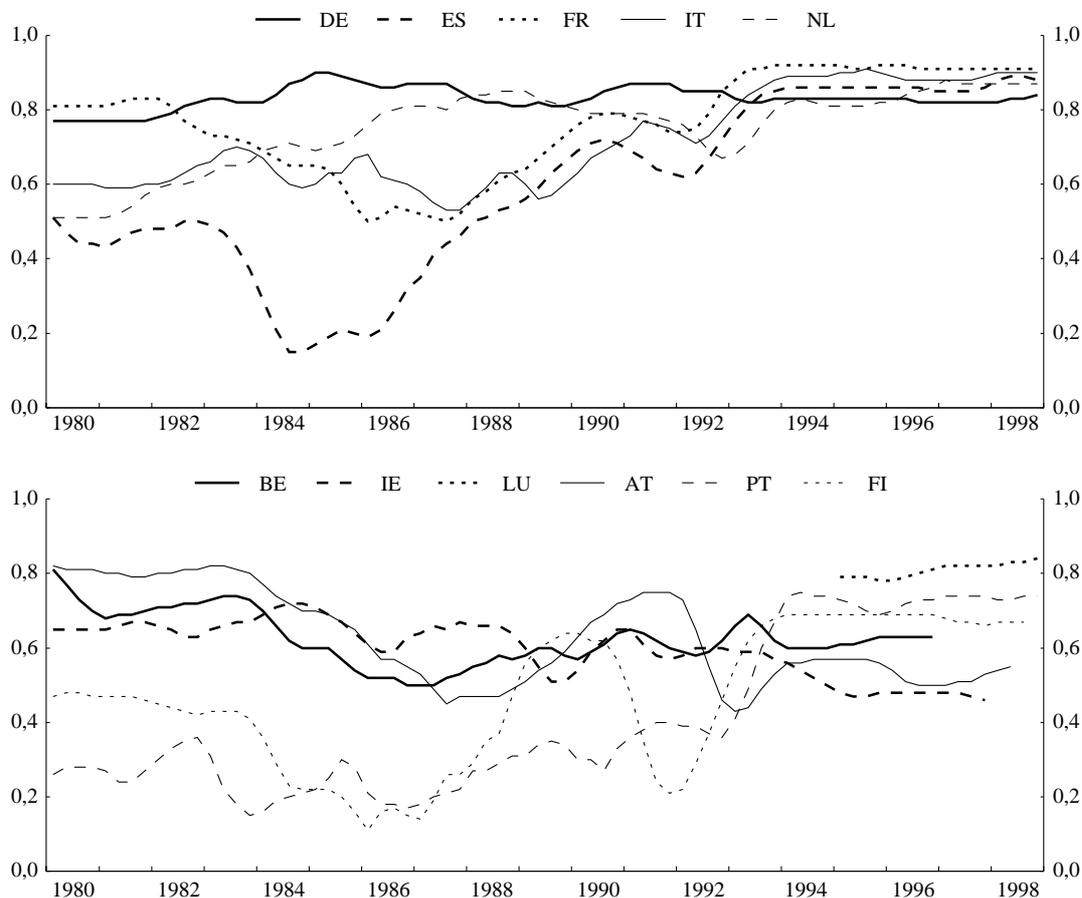
kleineren Länder im Durchschnitt von denen der größeren. Im letzten Jahrzehnt war jedoch auch eine gewisse Divergenz der Trends in den einzelnen größeren Ländern zu verzeichnen. Dies spiegelt möglicherweise die Tatsache wider, daß einige Länder inzwischen erfolgreich mit der Umsetzung von Struktur-reformen begonnen haben, während die zum Abbau von Arbeitsmarktverkrustungen erforderlichen Reformen in anderen Ländern noch ausbleiben. Diese Einschätzung steht im großen und ganzen in Einklang mit den Analysen internationaler Organisationen zum Stand der Struktur-reformen im Eurogebiet. Die Analysen kommen zu dem Ergebnis, daß die schlechte Beschäftigungssituation in vielen Ländern die Notwendigkeit einer höheren Flexibilität am Arbeitsmarkt verdeutlicht.

Im Hinblick auf die Entwicklung der Synchronisierung seit den siebziger Jahren haben einige EWU-Staaten konjunkturelle Entwicklungen aufgewiesen, die eng mit denen des Eurogebiets insgesamt korrelierten. Die Synchronisierung der konjunkturabhängigen Beschäftigungsentwicklung war durchschnittlich etwas enger als die der konjunkturabhängigen BIP-Entwicklung. Genauer gesagt war bei den Kreuzkorrelationskoeffizienten zwischen der konjunkturbedingten Entwicklung des gesamten Beschäftigungswachstums in den einzelnen Ländern und der im Eurogebiet in den neunziger Jahren eine klare Tendenz hin zur Stabilisierung und zur Verringerung der Bandbreite zu verzeichnen. Diese Tendenz tritt insbesondere bei der Korrelation zwischen der konjunkturabhängigen Beschäftigungsent-

#### Abbildung 4

#### Korrelation der konjunkturellen Entwicklung des Beschäftigungswachstums mit dem Euro-Währungsgebiet insgesamt

(Korrelationen über ein gleitendes Zehnjahresfenster; Quartalswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

wicklung in den fünf größten Ländern und der im Eurogebiet insgesamt deutlich zutage (siehe obere Hälfte von Abbildung 4). Bei dieser Ländergruppe haben sich die Korrelationskoeffizienten seit Mitte der neunziger Jahre innerhalb einer engen Bandbreite von 0,8 bis 0,9 bewegt, wogegen sie sich zu Beginn des Bezugszeitraums zwischen 0,5 und 0,8 und Mitte der achtziger Jahre zwischen 0,2 und 0,9 bewegt hatten. In Deutschland ist das konjunkturabhängige Beschäftigungswachstum während des gesamten Bezugszeitraums eng mit dem des Eurogebiets insgesamt korreliert geblieben. Dies ist zum Teil auf den hohen Anteil Deutschlands an der gesamten EWU-weiten Beschäftigung zurückzuführen. Am Ende des Bezugszeitraums waren die Korrelationskoeffizienten in Deutschland jedoch etwas niedriger als in den anderen vier Ländern der Gruppe, insbesondere in Frankreich, wo die Korrelation seit etwa 1993 bei über 0,9 liegt. Innerhalb dieser Ländergruppe waren die bedeutendsten Veränderungen im Grad der Synchronisierung in Spanien zu verzeichnen, wo die konjunkturabhängige Beschäftigungsentwicklung Mitte der achtziger Jahre kaum mit der des Eurogebiets insgesamt korrelierte. Seit dieser Zeit zeichnet sich jedoch ein stetiger Anstieg der Synchronisierung ab. Mitte der neunziger Jahre entsprach der spanische Korrelationskoeffizient dann weitgehend dem der anderen vier größeren Länder.

Diese Tendenz hin zu einer stabileren Synchronisierung mit dem Eurogebiet insgesamt und zu einer Verringerung der Unterschiede innerhalb der einzelnen Länder ist auch in den kleineren Ländern erkennbar, wenn sie dort auch nicht ganz so stark ausgeprägt ist (siehe untere Hälfte von Abbildung 4). Dies gilt insbesondere für Portugal und Finnland. In diesen beiden Ländern vollzogen sich Ende der achtziger Jahre beträchtliche Veränderungen im Hinblick auf den Grad der Synchronisierung, die ihren Ausdruck in einem Anstieg der Korrelationskoeffizienten von durchschnittlich unter 0,5 fanden. In Irland und Österreich waren die Korrelationskoeffizienten in den neunziger Jahren dagegen eher rückläufig. In Belgien ist die Korrelation der

konjunkturellen Komponenten des Beschäftigungswachstums mit denen des Eurogebiets insgesamt nach einem Rückgang von 0,8 auf etwa 0,6 in der ersten Hälfte der achtziger Jahre weitgehend stabil geblieben.

### **Wachstum der Industrieproduktion**

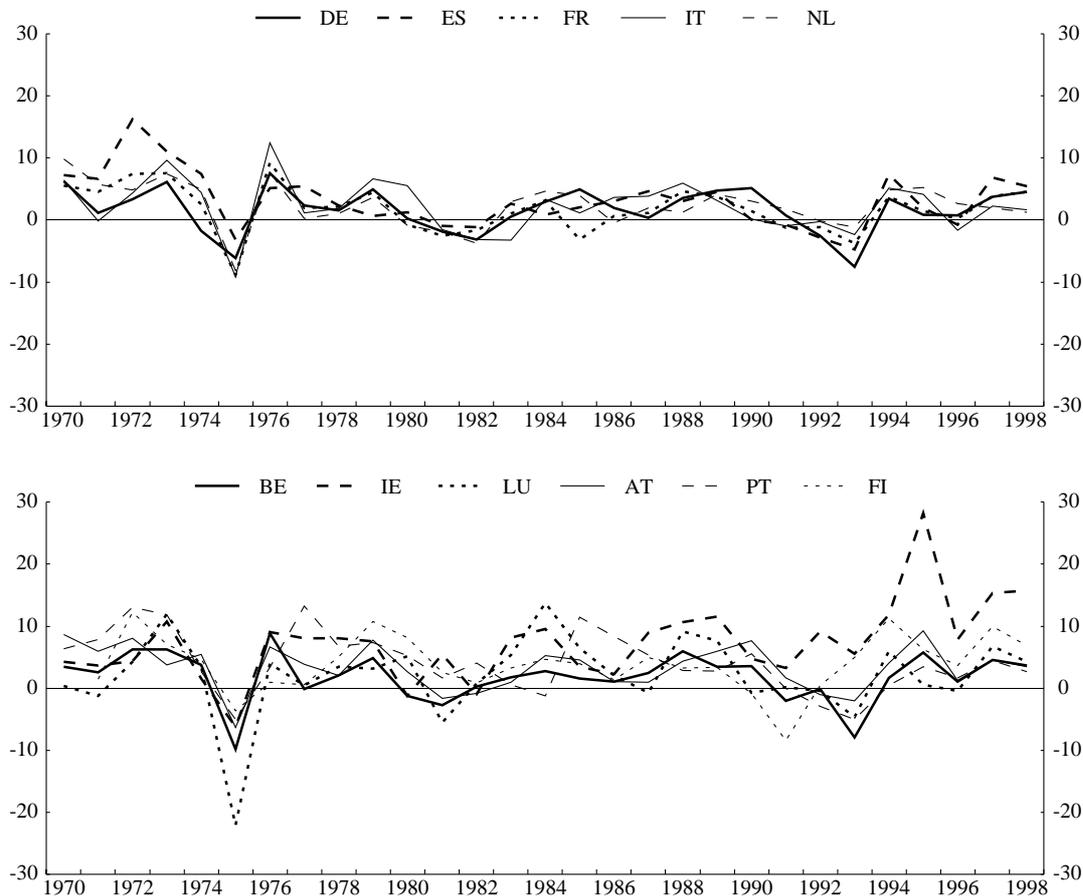
Obwohl einige der trend- und konjunkturbedingten Entwicklungen beim BIP-Wachstum insgesamt auch bei der Industrieproduktion zu verzeichnen sind, gibt es doch gewisse Unterschiede. Diese lassen sich meist auf branchenspezifische Veränderungen oder ein verstärktes Engagement im Ausland zurückführen; beide Phänomene sind für den Industriesektor entwickelter Volkswirtschaften typisch.

Seit den siebziger Jahren hat sich das Trend-Wachstum der Industrieproduktion im Durchschnitt in allen Ländern verlangsamt und liegt tendenziell etwas unterhalb der Trend-Wachstumsrate des BIP. Dies spiegelt den säkularen Prozeß der strukturellen Veränderung hin zu stärker dienstleistungsorientierten Volkswirtschaften wider. Wie beim realen BIP haben sich auch die Wachstumsraten der Industrieproduktion in den neunziger Jahren etwas weiter auseinanderentwickelt, nachdem in den achtziger Jahren eine weitgehende Konvergenz zu beobachten war (siehe Abbildung 5). Insbesondere in den vier größten Ländern, d. h. in Deutschland, Spanien, Frankreich und Italien, näherten sich die Trend-Wachstumsraten Anfang der achtziger Jahre infolge des zweiten Ölpreisschocks weitgehend an. Obwohl in diesem Zeitraum einige Unterschiede im Trend-Wachstum der kleineren Länder bestehen blieben, kam es dort Anfang der neunziger Jahre zu einer gewissen Konvergenz der Trend-Wachstumsraten. In jüngerer Zeit waren sowohl in Irland als auch in Finnland erheblich höhere Trend-Wachstumsraten zu verzeichnen als in den meisten EWU-Staaten. In Italien war der Rückgang des Produktionswachstums im Zusammenhang mit der allgemeinen Konjunkturabschwächung Anfang der neunziger Jahre vergleichsweise gering, allerdings scheint sich

## Abbildung 5

### Wachstum der Industrieproduktion in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

das Land auch Mitte der neunziger Jahre weniger stark erholt zu haben; bedingt durch das im Vergleich zu den anderen Ländern langsamere Trend-Wachstum war hier also in den letzten Jahren eine gewisse Divergenz zu beobachten.

Bei der Synchronisierung der konjunkturabhängigen Entwicklung des Industrieproduktionswachstums zeichnet sich seit Anfang der achtziger Jahre insgesamt eher eine Verringerung der Synchronisierung als eine Zunahme ab. Dies ist auf die geringere Synchronisierung in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre und auf die Tatsache zurückzuführen, daß das frühere hohe Maß an Synchronisierung in den neunziger Jahren nicht wieder erreicht werden konnte. Von den größeren Ländern

war lediglich in Deutschland und Frankreich eine enge und weitgehend konstante Synchronisierung der konjunkturellen Komponenten des Industrieproduktionswachstums mit denen im Eurogebiet insgesamt zu beobachten (siehe obere Hälfte von Abbildung 6). Im Bezugszeitraum bewegte sich der Korrelationskoeffizient im Durchschnitt zwischen 0,8 und 0,9, wobei die Korrelation jedoch im Zeitraum von Mitte der achtziger bis Mitte der neunziger Jahre vorübergehend zurückging. In Italien entwickelte sich die Synchronisierung mit dem Eurogebiet bis Anfang der neunziger Jahre ähnlich; seitdem ist sie jedoch zurückgegangen. Der Korrelationskoeffizient Italiens ist in den letzten Jahren allmählich zurückgegangen und war am Ende des Bezugszeitraums niedriger als der der anderen

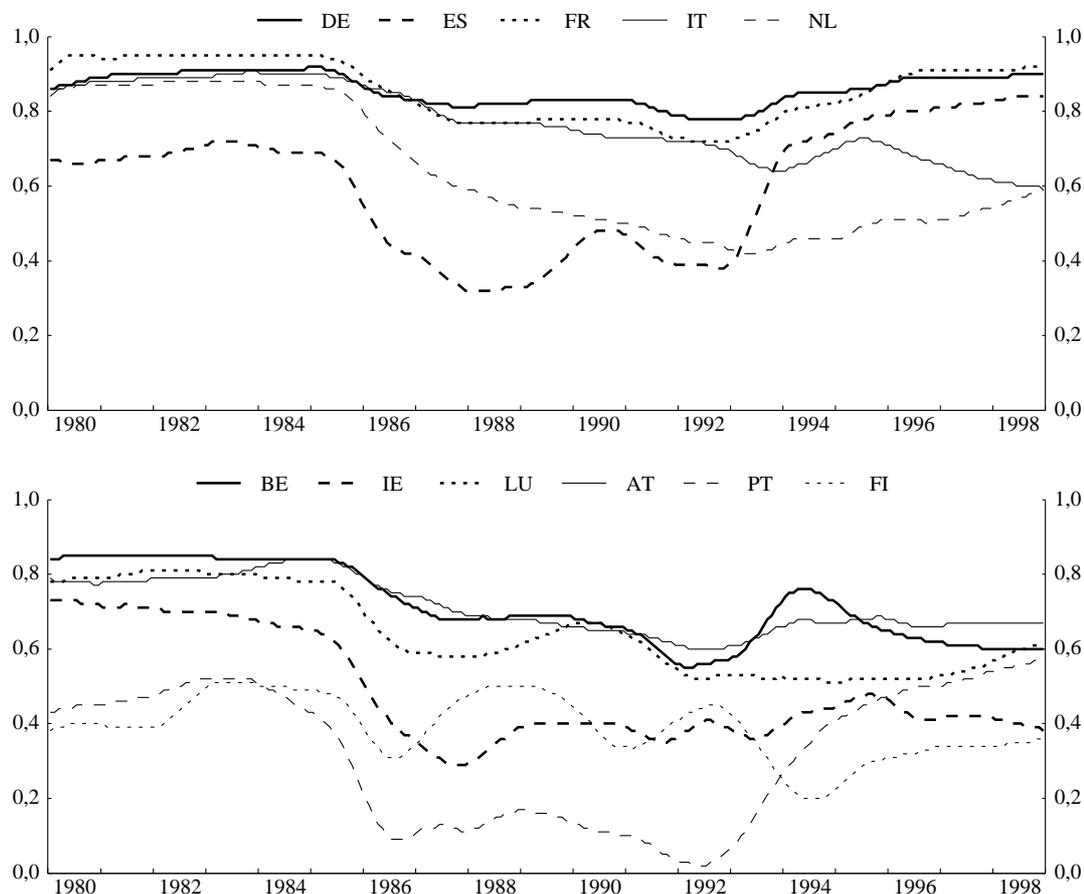
größeren Länder. In Spanien und in geringerem Maße auch in den Niederlanden ist die Korrelation der Industrieproduktion mit der des Eurogebiets insgesamt im Laufe der neunziger Jahre von ihrem relativ niedrigen Stand Ende der achtziger Jahre (etwa 0,4) angestiegen. In Spanien spiegelt dies die in jüngerer Zeit zu verzeichnende engere Synchronisierung mit Frankreich und Deutschland wider. Für die Niederlande bedeutet diese Entwicklung jedoch ein deutlich geringeres Maß an Synchronisierung mit dem Eurogebiet insgesamt gegenüber den frühen achtziger Jahren, als die Korrelationskoeffizienten des Landes mit denen der drei größten Länder, Deutschland, Frankreich und Italien, vergleichbar waren.

Die Entwicklung der Synchronisierung verlief in den kleineren Ländern zum Teil ähnlich wie in den größeren (siehe untere Hälfte von Abbildung 6). Besonders die Korrelationskoeffizienten Belgiens und Österreichs mit dem Eurogebiet insgesamt waren im gesamten Bezugszeitraum weitgehend konstant; es war lediglich ein leichter Rückgang von etwa 0,8 am Anfang der Periode auf ungefähr 0,6 gegen Ende zu verzeichnen. In Luxemburg verlief die Entwicklung ähnlich, wobei die Korrelation jedoch Anfang der neunziger Jahre niedriger war und erst in letzter Zeit wieder auf Werte angestiegen ist, die mit jenen Österreichs und Belgiens vergleichbar sind. Insgesamt blieben die Korrelationskoeffizienten der oben genannten Länder deutlich über 0,5.

### Abbildung 6

#### Korrelation der konjunkturellen Entwicklung des Wachstums der Industrieproduktion mit dem Euro-Währungsgebiet insgesamt

(Korrelationen über ein gleitendes Zehnjahresfenster; Quartalswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Dies war in Irland, Portugal und Finnland nicht der Fall. Vor allem in Portugal war die Synchronisierung mit dem Eurogebiet insgesamt von Mitte der achtziger bis Anfang der neunziger Jahre gering; seither ist der Korrelationskoeffizient jedoch stetig auf einen Wert von 0,6 angestiegen. In Finnland zeichnet sich die Synchronisierung mit dem Eurogebiet insgesamt dadurch aus, daß der Korrelationskoeffizient über den gesamten Bezugszeitraum hinweg bei etwa 0,4 geblieben ist, ohne daß sich eine klare steigende oder fallende Tendenz abzeichnete. Dasselbe gilt auch für Irland, wiewohl die Schwankungen des Korrelationskoeffizienten hier wesentlich schwächer ausgeprägt waren und die Synchronisierung in der ersten Hälfte der achtziger Jahre bedeutend enger war. Mit Ausnahme von Finnland und Irland scheint die Produktionsentwicklung der kleineren Länder relativ eng mit einzelnen großen Nachbarländern synchronisiert zu sein, aber nicht unbedingt mit anderen EWU-Staaten. Dies läßt sich zum Teil mit speziellen Zulieferstrukturen zwischen den Vorleistungsgüterproduzenten eines Landes und den Fertiggüterproduzenten eines anderen erklären. So lassen z. B. die bilateralen Korrelationskoeffizienten (auf die in diesem Bericht nicht eingegangen wird) darauf schließen, daß die Entwicklung in Luxemburg recht eng mit Frankreich, nicht jedoch mit Deutschland synchronisiert gewesen ist, während die Entwicklung in Österreich und auch in Portugal recht eng an Deutschland, nicht jedoch an Frankreich gekoppelt war.

Insgesamt war die Synchronisierung der meisten Länder mit dem gesamten Eurogebiet - gemessen an den Korrelationskoeffizienten - über einen großen Teil des Bezugszeitraums hinweg relativ eng und stimmte in ihrem Ausmaß im wesentlichen mit der der entsprechenden BIP-Entwicklungen überein. Die schweren negativen Auswirkungen des Ölpreisanstiegs auf die Produktion dürften im Industriesektor zu einer wesentlich einheitlicheren Konjunkturentwicklung geführt haben als im Dienstleistungssektor und damit auch bei der Entwicklung des BIP insgesamt. Dies deutet darauf hin, daß sich in den siebziger und frühen achtziger Jahren eine „Scheinsyn-

chronisierung“ der konjunkturabhängigen Produktionsentwicklung vollzogen hat, die ohne solche Schocks nicht zu erwarten gewesen wäre. Dadurch ließe sich auch erklären, warum sich die Synchronisierung der Produktionsentwicklung in den neunziger Jahren weniger stark erholt als die der BIP-Entwicklung. Die konjunkturelle Synchronisierung hat jedoch in den neunziger Jahren aufgrund der Rezessionen Anfang des Jahrzehnts, die mehr oder weniger gleichzeitig stattfanden, wieder zugenommen.

### **Anstieg der Verbraucherpreise**

Die im Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten Konvergenzkriterien und die konsequente Geldpolitik vor Beginn der Währungsunion haben darin ihren Niederschlag gefunden, daß sich der Anstieg der Verbraucherpreise in den Ländern des Euro-Währungsgebiets weitgehend auf einem niedrigen Niveau angeglichen hat, das im Einklang mit Preisstabilität (gemäß der Definition des Eurosystems) steht. Ende 1998 lag die Inflationsrate in allen Mitgliedstaaten nahe bei bzw. unter 2 %. Im Rückblick auf die vorangegangenen Jahrzehnte deutet der Stand der Konvergenz Ende der neunziger Jahre darauf hin, daß ein längerfristiger Prozeß mit dem Ziel, Preisstabilität in vielen Ländern des Euro-Währungsgebiets zu erreichen, erfolgreich zum Abschluß gekommen ist (siehe Abbildung 7). Die noch verbleibenden Differenzen dürften zum Teil mit Unterschieden in den längerfristigen Produktivitätsentwicklungen zusammenhängen und damit auch den Aufholprozeß, den einige Länder durchlaufen, reflektieren.

Angesichts der Tatsache, daß in den vergangenen Jahrzehnten kein stabiles Verhältnis zwischen Konjunkturentwicklung und Inflation bestanden hat, weist die Verbraucherpreisentwicklung tendenziell ein eher eigenständiges Verlaufsmuster auf. Im Hinblick auf die längerfristige Entwicklung der Verbraucherpreise dürften aufgrund des oben erwähnten Aufholprozesses gewisse Divergenzen in allen Ländern zu erwarten sein. Während Län-

der, die von einem vergleichsweise geringeren Produktivitätsniveau aus expandieren, in der Regel ein insgesamt niedrigeres Preisniveau aufweisen, könnte das unterschiedlich schnelle Produktivitätswachstum im Zuge des Aufholprozesses einen insgesamt stärkeren Preisauftrieb in den schneller wachsenden Ländern verursachen. Angesichts der Tatsache, daß die Preise für (industrielle) Handelsgüter vorwiegend auf den internationalen Märkten festgelegt werden, hängt dies natürlich davon ab, inwieweit die Preise für nicht handelbare Güter und für Dienstleistungen im Verlauf des Aufholprozesses einen schnelleren Anstieg erfahren. In diesem Zusammenhang haben sich die Produktivitätsgefälle am deutlichsten im Industriesektor verringert; allerdings könnten die damit einhergehenden kräftigeren Lohnsteigerungen in diesem Be-

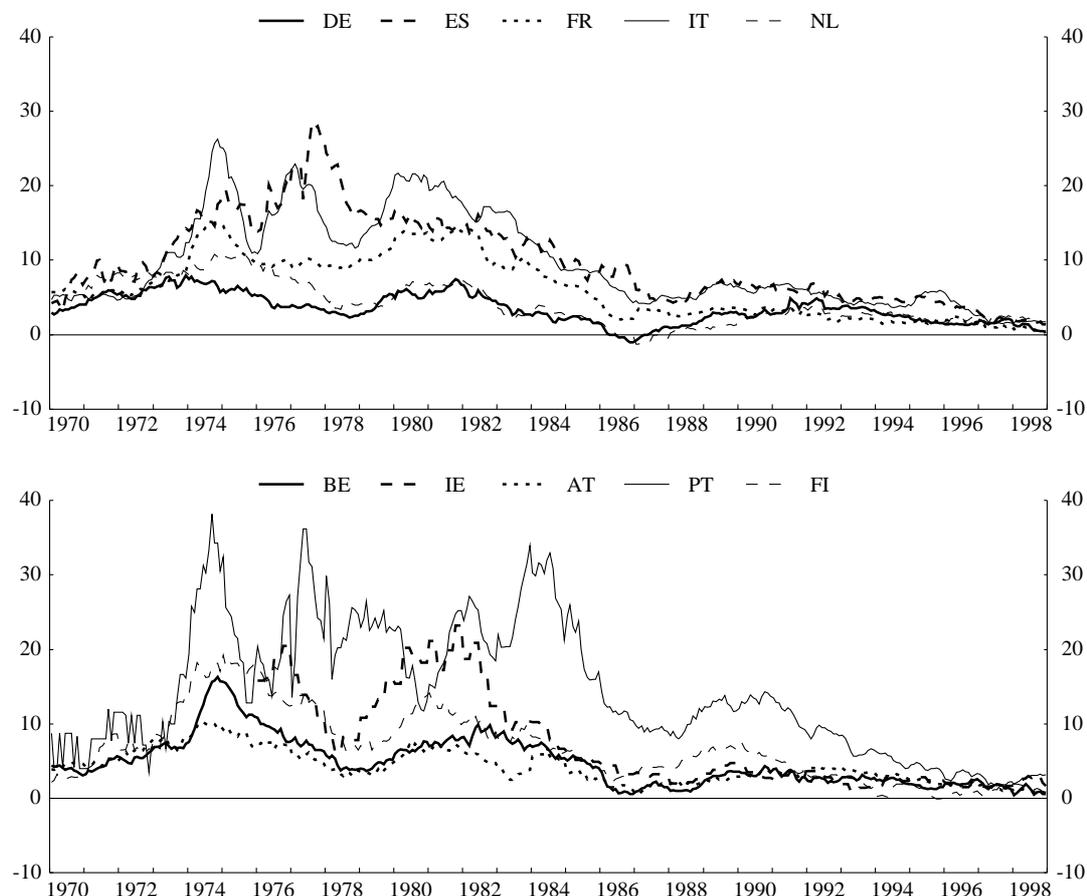
reich auch auf den nicht unmittelbar betroffenen Dienstleistungsbereich durchschlagen. Differenzen bei der längerfristigen Entwicklung der Verbraucherpreise hängen auch von der jeweiligen Geldpolitik und der jeweils geltenden Wechselkursregelung ab, wobei die verschiedenen Inflationstendenzen langfristig von der Ausrichtung der nationalen Geldpolitik abhängen. Einer Reihe von Ländern hat die De-facto-Bindung ihrer Wechselkurse an die D-Mark einen gemeinsamen Anker für die Preisentwicklungen im letzten Jahrzehnt (und in einigen Fällen auch länger) an die Hand gegeben.

Die Trend-Steigerungsraten der Verbraucherpreise lagen zu Beginn der siebziger Jahre und in den neunziger Jahren unter dem Niveau des dazwischenliegenden Zeitraums.

### Abbildung 7

#### Anstieg der Verbraucherpreise in den Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

Im gesamten Bezugszeitraum wiesen Deutschland, Österreich und die Niederlande die niedrigste Trend-Inflation auf. Insbesondere in diesen Ländern hielt sich der Anstieg der Trend-Inflationsrate in den siebziger und achtziger Jahren in engeren Grenzen als in den anderen Ländern. Tatsächlich schienen die Trend-Inflationsraten im Verlauf der siebziger Jahre beträchtlich voneinander abzuweichen, vor allem infolge der Ölpreisschocks von 1973 und 1979. Im Ergebnis schwankten die Trend-Inflationsraten Ende der siebziger Jahre zwischen unter 5 % und weit über 20%. Ab den achtziger Jahren war eine allgemeine Tendenz hin zu einer niedrigeren Inflation zu beobachten, die in den Ländern mit den zuvor höchsten Inflationsraten besonders augenfällig war, obwohl sich die Rückführung der Inflationsraten mit unterschiedlichen Geschwindigkeiten vollzog. Im Verlauf der achtziger Jahre hat sich die Trend-Inflation in mehreren Ländern einschließlich Deutschlands und Frankreichs auf einem Niveau von unter 5 % angeglichen. In den neunziger Jahren führten die expansiven Effekte der Finanzpolitik und die exzessiven Lohnerhöhungen in Verbindung mit der deutschen Vereinigung zu einem temporären Anstieg der Trend-Inflation, der sich aber unter dem Niveau der vorangegangenen Jahrzehnte hielt. Dieser vorübergehende Anstieg griff zwar auf mehrere kleine Nachbarländer über, hatte aber keine Auswirkung auf die Trend-Inflationsraten in den anderen Ländern.

Ebenso wie die längerfristigen Entwicklungen könnten auch die konjunkturellen Komponenten der Verbraucherpreisentwicklung durch den Kurs der Geldpolitik und etwaige Richtungsänderungen beeinflusst werden, wodurch ihre Verlaufsmuster mehr Gemeinsamkeiten aufweisen könnten. Doch angesichts der Tatsache, daß Schwankungen der Teuerungsrate in der Regel mit der Höhe der Inflation zunehmen, könnte man das Inflationsniveau als einen wichtigen Bestimmungsfaktor für das Maß betrachten, in dem ein gemeinsames konjunkturelles Verlaufsmuster der Preisbewegungen in allen Ländern erkennbar wird. Während davon ausgegangen wird, daß die konjunkturelle Komponente der Verbrau-

cherpreisinflation in Zeiten relativ hoher Inflationsraten sehr viel deutlicher wahrzunehmen ist, kann sie in Zeiten, in denen der Anstieg der Verbraucherpreise so niedrig ist, daß er als mit Preisstabilität vereinbar gilt, minimal werden. Im Euro-Währungsgebiet ist dies derzeit der Fall. Bei einer solchen Ausgangslage werden die Entwicklungen normalerweise verstärkt von temporären länderspezifischen Faktoren bestimmt, so daß es immer schwieriger wird, die konjunkturellen Bewegungen um die bloßen „Störfaktoren“ zu bereinigen, die durch vielfältige, vergleichsweise kleine Schocks für das Preisniveau ausgelöst werden können (wie etwa durch die Erhöhung indirekter Steuern, durch divergierende saisonale Muster, Liberalisierungsmaßnahmen, administrative Preisänderungen sowie asymmetrische Effekte infolge einer unterschiedlichen Zusammensetzung des Konsumgüter- und Dienstleistungskorbs).

Für die größeren Länder des Euro-Währungsgebiets war die Synchronisierung des konjunkturellen Elements der Preissteigerungen mit dem des Euro-Währungsgebiets insgesamt durch relativ hohe Korrelationskoeffizienten gekennzeichnet, die sich in der ersten Hälfte der achtziger Jahre zwischen 0,8 und 0,9 bewegten (siehe obere Hälfte von Abbildung 8). Während die Korrelation des konjunkturellen Elements der Preisentwicklung in Frankreich, Italien und in den Niederlanden vergleichsweise konstant auf diesem Niveau verharrte, ist sie in Deutschland und Spanien im gleichen Zeitraum von 0,7 bzw. knapp unter 0,4 auf diesen Stand gestiegen. In der zweiten Hälfte der achtziger Jahre stieg die Korrelation mit dem Eurogebiet insgesamt in Deutschland weiter auf knapp 1,0 an, während sie in Spanien auf unter 0,5 zurückfiel. In der ersten Hälfte der neunziger Jahre verharrten die Korrelationskoeffizienten in Deutschland, Frankreich, Italien und den Niederlanden mit rund 0,9 auf hohem Niveau, wohingegen sie in Spanien allmählich wieder anstiegen. Während die Synchronisierung in Spanien bis Anfang 1997 weiter anhielt, ging sie in den anderen größeren Ländern ab Mitte 1995 zurück, so daß die Korrelationskoeffizienten Anfang 1997 in allen größeren Län-

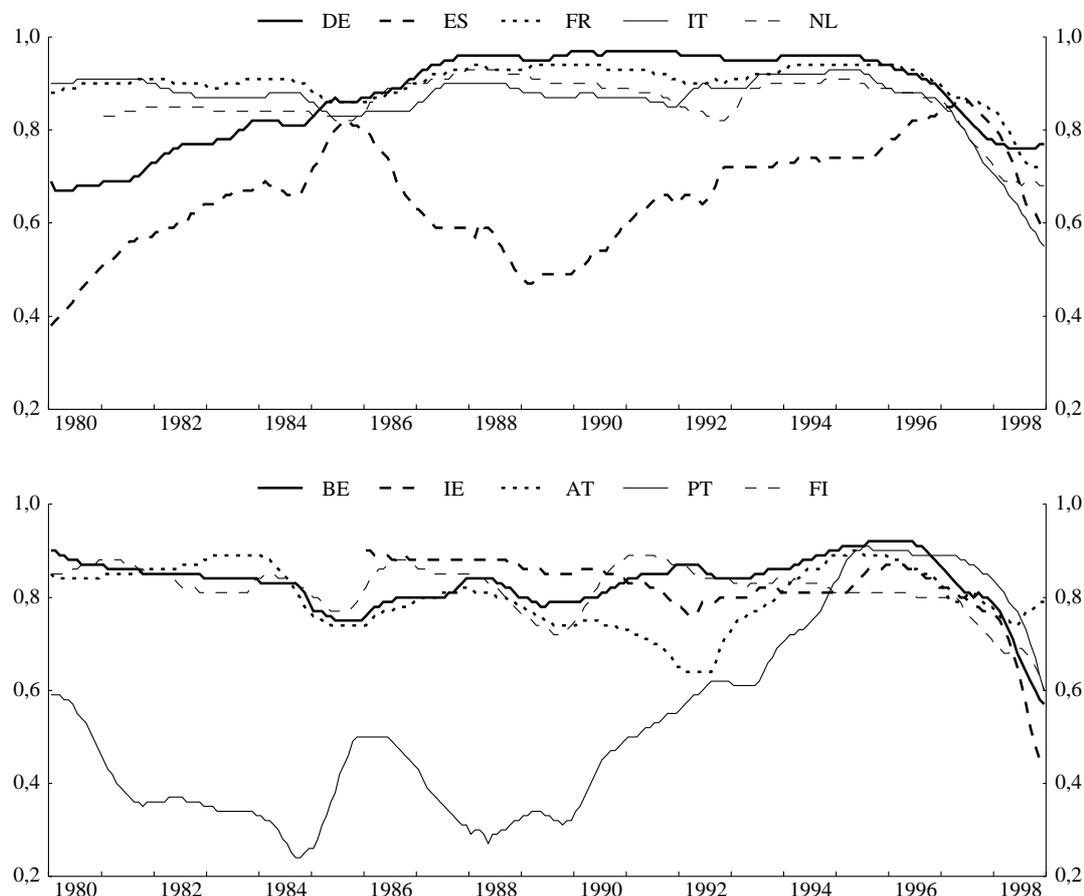
den bei rund 0,8 lagen. In den vergangenen zwei Jahren hat der Grad der Synchronisierung insgesamt abgenommen, und die Korrelationskoeffizienten sind in all diesen Ländern gesunken. In Deutschland, den Niederlanden und Frankreich scheint sich die Korrelation mit dem Euro-Währungsgebiet insgesamt etwas stabilisiert zu haben; Ende 1998 lag sie zwischen 0,7 und 0,8.

Während Spanien im Vergleich zu den anderen größeren Ländern einen deutlich niedrigeren Grad der Synchronisierung aufwies, trifft diese Feststellung in einem Vergleich der kleineren Länder im wesentlichen auch auf Portugal zu. Bis Anfang der neunziger Jahre schwankte in Portugal der Koeffizient der

Korrelationen mit der konjunkturellen Inflationsentwicklung des Euro-Währungsgebiets insgesamt um einen Wert von rund 0,4, verglichen mit rund 0,8 für die anderen kleineren Länder (siehe untere Hälfte von Abbildung 8). Seit 1990 näherte sich der Korrelationskoeffizient für Portugal allmählich dem Niveau der anderen kleineren Länder an. Im Schnitt verzeichneten die kleineren Länder im Vergleich zu den größeren Ländern nur einen geringfügig niedrigeren Grad der Synchronisierung mit dem Euro-Währungsgebiet. Der Prozeß der allgemein zunehmenden Synchronisierung der kleineren Länder mit dem Eurogebiet insgesamt war Mitte der neunziger Jahre abgeschlossen. Allerdings ist bei den kleineren Ländern - wie es auch bei

**Abbildung 8**  
**Korrelation der konjunkturellen Entwicklung des Verbraucherpreisanstiegs mit dem Euro-Währungsgebiet insgesamt**

(Korrelationen über ein gleitendes Zehnjahresfenster; Monatswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen.

den größeren Ländern der Fall war - die Korrelation mit dem Euro-Währungsgebiet insgesamt von diesem Zeitpunkt an wieder zurückgegangen. In Österreich setzte sich die Tendenz hin zu einem niedrigeren Synchronisationsstand Anfang 1998 nicht mehr fort, nachdem ähnliche Tendenzen auch in Frankreich, Deutschland und in den Niederlanden verzeichnet wurden. Wie bereits erwähnt, können statistische Störfaktoren eine größere Rolle spielen, wenn das Inflationsniveau allgemein niedrig ist, so daß es schwieriger wird, den Konjunkturzyklus von den Störfaktoren zu unterscheiden. Ceteris paribus kann dies niedrigere Korrelationsniveaus bewirken.

Betrachtet man die neunziger Jahre im Vergleich zu den siebziger und achtziger Jahren, so ist insgesamt ein ausgeprägter Rückgang des Synchronisationsgrads zu erkennen. Dies ist auf die asymmetrischen Effekte der

deutschen Vereinigung und - in Anbetracht der zu Beginn der neunziger Jahre noch relativ disparaten Inflationsstände - auf die unterschiedlichen politischen Maßnahmen zurückzuführen, die zur Erreichung der Konvergenz der Inflationsraten vor der Einführung der Währungsunion erforderlich waren. In den letzten Jahren hat sich die Synchronisierung zwischen einigen Ländern und dem Euro-Währungsgebiet insgesamt offenbar wieder etwas stabilisiert bzw. erhöht. Allerdings ist es bei mit Preisstabilität zu vereinbarenden Teuerungsraten und den damit verbundenen Schwierigkeiten, ein klares konjunkturelles Verlaufsmuster zu erkennen, unwahrscheinlich, daß das frühere Niveau der konjunkturellen Synchronisierung noch einmal erreicht wird. Wahrscheinlicher ist es statt dessen, daß die Differenzen der Inflationsraten - wie oben erwähnt - eine Reihe länderspezifischer Entwicklungen reflektieren.

### 3 Interpretation der Analyseergebnisse

Die vorliegende Studie analysiert wichtige Konjunkturindikatoren daraufhin, inwieweit sich ihre längerfristige Entwicklung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets ähnelt und ihre konjunkturellen Bewegungen synchron verlaufen. Bei der Interpretation der Ergebnisse dieser Analyse sollte zwischen dem Verlauf und dem absoluten Niveau dieser Synchronisationsgrade unterschieden werden. Allgemein läßt sich sagen, daß der Grad der Synchronisierung im gesamten Bezugszeitraum zwar durchaus schwanken mag, er in absoluter Betrachtung jedoch als hoch bezeichnet werden kann, wenn man die vielfältigen wirtschaftlichen Schocks und die - zuweilen - ausgeprägten Unterschiede in den politischen Rahmenbedingungen der einzelnen Länder bedenkt.

Ein Blick in die Vergangenheit zeigt, daß es schon immer Unterschiede bei der längerfristigen Entwicklung des realen BIP-Wachstums in den Ländern des Euro-Währungsgebiets gegeben hat. Während die Trend-Wachstumsraten im Lauf der Zeit in den meisten

Fällen zurückgegangen sind, liegen sie in einigen Ländern in jüngerer Zeit tendenziell höher als zu Beginn des Bezugszeitraums. Die unterschiedlichen Trends erstrecken sich auch auf den Verlauf des längerfristigen Beschäftigungs- und Industrieproduktionswachstums. Bei der Industrieproduktion war die rückläufige Tendenz des Trend-Wachstums in den verschiedenen Ländern ausgeprägter als beim BIP, was darauf zurückging, daß der Dienstleistungssektor in der Regel schneller gewachsen ist. Während die Inflationsentwicklung zu Beginn des Bezugszeitraums durchgängig recht unterschiedlich verlief, hat sich in den letzten Jahren ein Konvergenzprozeß vollzogen, der dazu führte, daß sich der Anstieg der Verbraucherpreise nun in allen Ländern auf vergleichsweise ähnlich niedrigem Niveau bewegt. Darin spiegelt sich ein Kurswechsel hin zu einer gemeinsamen Ausrichtung der Geldpolitik auf Preisstabilität wider. Der Synchronisationsgrad der konjunkturbedingten Bewegungen der untersuchten Indikatoren in den verschiedenen Ländern weist - nach Bereinigung der trend-

bedingten Differenzen - gewisse Schwankungen im Bezugszeitraum auf. Insbesondere der Grad der Synchronisierung kann teilweise auf die Art der aufgetretenen Schocks und die jeweils verfolgte Wirtschaftspolitik zurückgeführt werden. Insgesamt scheint sich bei den Aktivitätsvariablen ein recht hoher Grad der Synchronisierung ergeben zu haben, während die konjunkturbedingten Schwankungen im Inflationsverlauf in dem Maße, wie sich diese an die Definition von Preisstabilität angenähert haben, wie erwartet idiosynkratischer geworden sind und stärker mit länderspezifischen Faktoren zusammenhängen. Es gibt keine Anhaltspunkte dafür, daß es im Bezugszeitraum signifikante und langanhaltende Divergenzen gegeben hätte oder daß die jüngsten Divergenzen in irgendeiner Weise anomal sein könnten.

Grundsätzlich kann es vielfältige Gründe für die unterschiedliche Wirtschaftsentwicklung in den Ländern geben. Unterschiede bei der längerfristigen Entwicklung können sich aus zwei Gründen ergeben: Erstens können sich Länder in unterschiedlichen Stadien der wirtschaftlichen Entwicklung befinden - insofern könnte eine divergierende Entwicklung einen Aufholprozeß der betreffenden Länder widerspiegeln - und zweitens können die demographischen Gegebenheiten unterschiedlich sein. Darüber hinaus muß man die längerfristigen Entwicklungen vor dem Hintergrund der länderspezifischen institutionellen Strukturen betrachten; sie können daher sowohl Unterschiede als auch Veränderungen dieser Strukturen widerspiegeln. Die Unterschiede bei den konjunkturellen Entwicklungen hingegen können mit unterschiedlichen Schockkonstellationen, mit den Wirtschaftsmechanismen, die diese Schocks fortpflanzen, und mit den wirtschaftspolitischen Maßnahmen als Reaktion auf die Schocks zusammenhängen. Im Falle ähnlicher Fortpflanzungsmechanismen und einer neutralen Ausrichtung der jeweiligen Wirtschaftspolitik kann es Unterschiede geben, wenn die Schocks in ihrer Art vorwiegend länderspezifisch sind. Außerdem können Unterschiede entstehen, wenn - bei ähnlichen Fortpflanzungsmechanismen - die Wirtschaftspolitik der jeweiligen Länder un-

terschiedlich auf allgemeine Schocks reagiert. Selbst wenn die Länder gleichen Schocks ausgesetzt wären und die Wirtschaftspolitik in allen Ländern gleich auf die Schocks reagierete, könnten Unterschiede beim Konjunkturverlauf (sowie in den längerfristigen Entwicklungen) entstehen, weil länderspezifische Strukturen auch unterschiedliche Fortpflanzungsmechanismen zur Folge haben können. In diesem Zusammenhang können auch Veränderungen der institutionellen Struktur einen temporären Einfluß auf den Konjunkturverlauf ausüben.

Mit Blick auf die zukünftige Entwicklung ist zu erwähnen, daß die im vorangegangenen Abschnitt beschriebene Analyse der längerfristigen Entwicklung und der konjunkturellen Bewegungen auf historischen Daten basiert und daher nur begrenzt Schlußfolgerungen für die künftige Entwicklung gezogen werden können. Von Bedeutung ist in diesem Zusammenhang die Einführung der einheitlichen Geldpolitik und die Umsetzung des Stabilitäts- und Wachstumspakts, der der nationalen Finanzpolitik einen festen Rahmen vorgibt. Die Geld- und Wechselkurspolitik wird nicht mehr auf der Ebene der einzelnen Länder durchgeführt, sondern ist durch eine einheitliche Geldpolitik für den gesamten Euro-Währungsraum ersetzt worden. Unter diesem Gesichtspunkt müßte man im Prinzip davon ausgehen können, daß die konjunkturellen Schwankungen künftig insofern weniger ausgeprägt und divergent sind, als diese in der Vergangenheit vor allem der unterschiedlichen Geld- und Wechselkurspolitik der einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets zuzuschreiben waren. Darüber hinaus dürfte der geld- und wirtschaftspolitische Integrationsprozeß eine größere Flexibilität der institutionellen Strukturen und der Verhaltensmuster herbeiführen (und erfordern) und somit auch dazu beitragen, daß Schocks in den einzelnen Ländern leichter ausgeglichen werden können. Dies wiederum würde zu mehr Gemeinsamkeiten bei der wirtschaftlichen Entwicklung führen. Hinsichtlich der Preise könnte die Einführung der Einheitswährung zusätzliche Schwierigkeiten bei der Erkennung rein konjunktureller Bewegungen

der Verbraucherpreissteigerungen verursachen. Da die Vergleichbarkeit und Transparenz der in den einzelnen Mitgliedstaaten für ähnliche Waren und Dienstleistungen berechneten Preise zunehmen wird, kann ein verstärkter Wettbewerb einen einmaligen Rückgang des Preisniveaus zur Folge haben und damit temporär die konjunkturbedingte Entwicklung der Preissteigerungen verwischen.

Allerdings dürften einige wesentliche Ursachen für die unterschiedliche wirtschaftliche Entwicklung der einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets weiter bestehen bleiben. Dabei handelt es sich um Unterschiede in den verschiedenen strukturellen Besonderheiten der einzelnen Volkswirtschaften, die Divergenzen in ihrem längerfristigen Wachstumspotential hervorrufen können. Hinzu kommt, daß Länder, die sich in einem Aufholprozeß befinden, unterschiedliche Produktivitätswachstumsraten aufweisen können, was sich in nachhaltigen Unterschieden in den Inflationsraten der Länder ausdrücken könnte. Eine weitere Ursache für die Differenzen ist aus den länder- oder regionenspezifischen institutionellen Eigenheiten abzuleiten, die - zumindest vorübergehend - unterschiedliche wirtschaftliche Reaktionen auf denselben Schock auslösen könnten. Außerdem wurde angesichts der zunehmenden Öffnung und Integration des Handels die Vermutung geäußert, daß sich ein Trend in Richtung einer länderspezifischen Spezialisierung herausbilden könnte, der beim Auftreten asymmetrischer Schocks auch zu gewissen Divergenzen zwischen den einzelnen Ländern führen würde. Allerdings dürfte mit der zunehmenden grenzüberschreitenden Verflechtung der nationalen Wirtschaftsbereiche im Rahmen des wachsenden Integrationsprozesses in der Europäischen Union und im Euro-Währungsgebiet auch der Synchronisationsgrad zwischen den nationalen Entwicklungen eine gewisse Steigerung erfahren. Angesichts der verschiedenen Einflußfaktoren, die auch weiterhin auf die Länder des Euro-Währungsgebiets einwirken werden, kommt es darauf an, zu gewährleisten, daß die einzelnen Länder in der Lage sind, Schocks auszugleichen und auf sie zu reagieren. Besondere Bedeutung

kommt daher der Umsetzung von Reformen auf den Güter- und Arbeitsmärkten zu, die darauf abzielen, die wirtschaftliche Flexibilität insgesamt und damit auch den Flexibilitätsgrad der jeweiligen nationalen Wirtschaftspolitik zu erhöhen, so daß diese besser auf länderspezifische Ereignisse reagieren kann.

Die vorliegende Analyse soll angesichts der Komplexität des Themas zwar vorwiegend der Veranschaulichung dienen, doch sollten die Einschränkungen in jedem Fall berücksichtigt werden. Erstens handelt es sich um eine rückschauende Untersuchung; sie besitzt daher nur eine begrenzte Aussagekraft für die zukünftigen Entwicklungen. Zweitens haben sich die Strukturen der untersuchten Volkswirtschaften im Bezugszeitraum gravierend verändert. Zu diesen Veränderungen zählen auch wichtige Anpassungen an die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen. So hat beispielsweise die Integration der Volkswirtschaften mit der Vollendung des Binnenmarkts mit der Zeit zugenommen, und es entwickelte sich ein Trend hin zu einer größeren Unabhängigkeit der Geldpolitik von staatlichen Interventionen und einer zunehmenden Betonung der Preisstabilität als vorrangiges Ziel der Geldpolitik. Außerdem hat sich der Grad der Wechselkursstabilität vor dem Beginn der Währungsunion insgesamt erhöht; dies gilt sowohl für die effektive Stabilität der Wechselkurse als auch für die Angleichung der jeweiligen Wechselkursentwicklung in einer wachsenden Anzahl von Ländern. Drittens hängen die Ergebnisse in gewissem Maße auch davon ab, welche Variablen zur Analyse herangezogen werden. So könnte beispielsweise eine detaillierte Analyse der Produktionsentwicklung vorgenommen werden, indem entweder die regionalen Integrationsstrukturen betrachtet oder die Indizien eher auf dem Niveau der einzelnen Sektoren untersucht werden. Daher sind die hier ermittelten Ergebnisse als Veranschaulichung für einige der Wirkungsfaktoren zu verstehen, die auf einer eher makroökonomischen Ebene zum Tragen kommen, und nicht als ein Versuch, Schlußfolgerungen über den Integrationsprozeß in einem viel weiteren Sinne ziehen zu wollen.

Insgesamt ist nicht zu erwarten, daß die Unterschiede in der jeweiligen Wirtschaftsentwicklung der EWU-Länder als Folge der Einführung einer Einheitswährung vollständig abgebaut werden können. Es ist jedoch noch zu früh, um beurteilen zu können, ob dies eine erfolgreiche Durchführung der Geldpolitik gefährden könnte. Die zuletzt beobachteten Divergenzen scheinen nicht ungewöhnlich zu sein. Überdies könnten in allen Ländern des

Euro-Währungsgebiets völlig synchron verlaufende Entwicklungen sogar als ein potentielles Problem angesehen werden, wenn die Amplitude der zyklischen Bewegungen im Eurogebiet insgesamt bei einer zunehmenden Synchronisierung größer werden würde, während kleinere konjunkturelle Divergenzen sich im Schnitt gegenseitig aufheben und so zu einer gleichmäßigeren Entwicklung auf EWU-Ebene führen würden.

#### **4 Schlußbemerkung**

Vor dem Hintergrund der jüngsten Diskussion um sich auseinanderentwickelnde Trends und konjunkturelle Bewegungen wichtiger gesamtwirtschaftlicher Indikatoren untersucht der vorliegende Artikel die Unterschiede und Gemeinsamkeiten der wirtschaftlichen Entwicklung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets von den frühen siebziger Jahren bis zum Jahr 1998. Diese Periode war gekennzeichnet durch vielfältige, sowohl auf breiter Front als auch asymmetrisch auftretende Schocks und durch Unterschiede und Veränderungen der politischen Rahmenbedingungen in den Ländern. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren haben die Länder des Euro-Währungsgebiets insgesamt gesehen einen beachtlichen Grad der Synchronisierung ihrer konjunkturellen Bewegungen und recht identische Verlaufsmuster der längerfristigen Entwicklungen erreicht. Mit der Einführung der einheitlichen Geldpolitik für das gesamte Euro-Währungsgebiet und dem Stabilitäts- und Wachstums-

pakt, der zu Haushaltsdisziplin und Koordination der nationalen Politiken auf verschiedenen Ebenen führte, hat sich das gesamte politische Umfeld tiefgreifend gewandelt. Zum heutigen Zeitpunkt lassen sich die genauen Auswirkungen dieser Veränderungen auf künftige Synchronisationsmuster der konjunkturellen Bewegungen und darauf, inwieweit längerfristige Entwicklungen in den verschiedenen Ländern ähnlich verlaufen, noch nicht einschätzen. Da die Einheitswährung erst vor wenigen Monaten eingeführt wurde, wird noch eine geraume Zeit vergehen müssen, bis ihre Auswirkungen beurteilt werden können. Der vorliegende Artikel hat in diesem Zusammenhang die Entwicklungen in der Vergangenheit untersucht und kann als Quelle für Hintergrundinformationen zu diesem Thema betrachtet werden. In der Zwischenzeit werden die Divergenzen in der wirtschaftlichen Entwicklung der Mitgliedstaaten aufmerksam verfolgt werden müssen.

# Der institutionelle Rahmen des Europäischen Systems der Zentralbanken

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (der „EG-Vertrag“) sowie die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB) und der Europäischen Zentralbank (EZB) übertragen dem ESZB, das sich aus der EZB und den nationalen Zentralbanken der 15 EU-Mitgliedstaaten zusammensetzt, verschiedene Aufgaben und Ziele. Um die Transparenz zu erhöhen und der Öffentlichkeit die komplexe Struktur des Zentralbankwesens im Euroraum leichter verständlich zu machen, wurde der Begriff „Eurosistem“ eingeführt, der eben jenen Teil des ESZB bezeichnet, der die grundlegenden Aufgaben im Zusammenhang mit der einheitlichen Geldpolitik des Euroraums wahrnimmt. Dagegen befaßt sich das ESZB mit den Aufgaben und Zielen der EU insgesamt.

Im Gegensatz zur EZB und den nationalen Zentralbanken besitzt das ESZB (und dadurch auch das Eurosistem) keine Rechtspersönlichkeit und keine eigenen Beschlußorgane. Das ESZB wird von den Beschlußorganen der EZB, nämlich dem EZB-Rat, dem Erweiterten Rat und dem Direktorium geleitet. Während die Entscheidungen über die Ziele und Aufgaben des ESZB zentral getroffen werden müssen, erfolgt die Umsetzung, soweit dies möglich und sachgerecht erscheint, dezentral. Bei geldpolitischen Entscheidungen agieren die Mitglieder des EZB-Rats nicht als Vertreter ihres jeweiligen Landes, sondern vollkommen unabhängig in persönlicher Funktion. Dies zeigt sich auch an dem Grundsatz, daß jedes Mitglied im Rat über eine gleichberechtigte Stimme verfügt („one person, one vote“).

Der EG-Vertrag räumt dem ESZB vollständige Unabhängigkeit ein. Insbesondere dürfen weder die EZB noch ein Mitglied ihrer Beschlußorgane Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen.

## I Einleitung

Der Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft (der „EG-Vertrag“) sowie die Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (die „Satzung“), die dem EG-Vertrag als Protokoll beigelegt ist und einen integralen Bestandteil des EG-Vertrags darstellt, errichten das Europäische System der Zentralbanken (ESZB). Der EG-Vertrag und die Satzung weisen dem ESZB, das aus der Europäischen Zentralbank (EZB) und den nationalen Zentralbanken der 15 Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) besteht, bestimmte Ziele und Aufgaben zu.

Im Gegensatz zur EZB und den nationalen Zentralbanken hat das ESZB keine eigene Rechtspersönlichkeit und keine eigenen Beschlußorgane. Die im EG-Vertrag verankerten Ziele des ESZB stellen jedoch gemeinsame Vorgaben für die 16 Mitglieder dar. Dabei ist es die Aufgabe der EZB und ihrer Be-

schlußorgane zu entscheiden, wie die Zielvorgaben umgesetzt werden sollen, direkt - d. h. zentral - oder dezentral durch die nationalen Zentralbanken.

Um die Transparenz zu erhöhen und der Öffentlichkeit die sehr komplexe Struktur des europäischen Zentralbankwesens leichter verständlich zu machen, hat der EZB-Rat beschlossen, den Begriff „Eurosistem“ als benutzerfreundlichen Ausdruck einzuführen, der die Zusammensetzung bezeichnet, in der das ESZB seine grundlegenden Aufgaben erfüllt.

Das Eurosistem umfaßt die EZB und die nationalen Zentralbanken der 11 Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben. Mit dem ersten Tag der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU), dem 1. Januar 1999, übertrugen diese Mitgliedstaaten dem Eurosistem ihre geldpolitische Souveränität.

## 2 Ziele und Aufgaben des Eurosystems

Das vorrangige Ziel des Eurosystems ist es, die Preisstabilität zu gewährleisten. Soweit ohne Beeinträchtigung dieses Ziels möglich, ist das Eurosystem verpflichtet, die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Europäischen Gemeinschaft zu unterstützen, um zur Verwirklichung der Ziele der Gemeinschaft beizutragen, u. a. zu einer harmonischen und ausgewogenen Entwicklung des Wirtschaftslebens, zu beständigem, nichtinflationärem und umweltverträglichem Wachstum, einem hohen Grad an Konvergenz der Wirtschaftsleistungen, einem hohen Beschäftigungsniveau und einem hohen Maß an sozialem Schutz. Bei der Verfolgung dieser Ziele ist das Eurosystem verpflichtet, im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb zu handeln, wodurch ein effizienter Einsatz der Ressourcen gefördert wird. Sollte die EZB feststellen, daß die Zielvorgaben einander widersprechen, so bleibt das Preisstabilitätsziel immer vorrangig; die weiteren Ziele werden gemäß der von der EZB als angemessen erachteten Gewichtung behandelt.

Gemäß dem EG-Vertrag und der Satzung kommen dem Eurosystem die folgenden grundlegenden Aufgaben zu:

- die Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets festzulegen und auszuführen,
- Devisengeschäfte durchzuführen,
- die offiziellen Währungsreserven der Mitgliedstaaten zu halten und zu verwalten,
- das reibungslose Funktionieren der Zahlungssysteme zu fördern,
- Banknoten als gesetzliche Zahlungsmittel des Euro-Währungsgebiets auszugeben und
- das Volumen für die Ausgabe von Euro-Münzen durch die Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, zu genehmigen.

Darüber hinaus wird das Eurosystem:

- zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Bankenaufsicht und der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen beitragen,
- zu allen Vorschlägen für Rechtsakte der Gemeinschaft und zu allen Gesetzesentwürfen nationaler Behörden in seinem Zuständigkeitsbereich gehört,
- statistische Daten, die zur Wahrnehmung seiner Aufgaben erforderlich sind, einholen und
- im Bereich der internationalen Zusammenarbeit vertreten sein und sich an internationalen Währungseinrichtungen beteiligen.

## 3 Die Europäische Zentralbank

### Rechtsstellung

Die EZB besitzt Rechtspersönlichkeit im Sinne des Völkerrechts und ist daher u. a. befugt, innerhalb ihres Zuständigkeitsbereichs völkerrechtliche Verträge abzuschließen und sich an der Arbeit von internationalen Organisationen, wie z. B. dem Internationalen Währungsfonds, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich oder der OECD zu beteiligen. Darüber hinaus besitzt die EZB in jedem Mitgliedstaat die weitestgehende Rechts- und Geschäftsfähigkeit, die juristischen Personen nach dessen Rechtsvorschriften zuerkannt ist;

sie hat Parteistellung vor Gericht und kann bewegliches sowie unbewegliches Vermögen erwerben und veräußern.

Zusätzlich genießt die EZB, nach Maßgabe des Protokolls über die Vorrechte und Befreiungen der Europäischen Gemeinschaften, im Hoheitsgebiet der Mitgliedstaaten die zur Erfüllung ihrer Aufgaben erforderlichen Vorrechte und Befreiungen. Zusätzliche Bestimmungen enthält das Abkommen zwischen der EZB und der Bundesrepublik Deutschland über den Sitz der EZB; insbesondere genießen die Mitglieder des Direktoriums alle Vor-

rechte, Befreiungen, Immunitäten und Erleichterungen, die allen bei der Deutschen Bundesregierung akkreditierten Diplomaten gemäß dem Wiener Übereinkommen über diplomatische Beziehungen vom 18. April 1961 zukommen.

## **Gesamtverantwortung**

Die EZB bildet das Herzstück des Eurosystems; sie trägt die Gesamtverantwortung dafür, daß alle Aufgaben des Eurosystems entweder durch ihre eigene Tätigkeit oder durch die nationalen Zentralbanken erfüllt werden. Bei der Entscheidung darüber, ob die jeweiligen Aufgaben des ESZB zentral oder dezentral umgesetzt werden, folgt die EZB dem *Grundsatz der Dezentralisierung*: dieser Grundsatz besagt, daß die EZB die nationalen Zentralbanken zur Durchführung von Geschäften, die zu den Aufgaben des Eurosystems gehören, in Anspruch nimmt, soweit dies möglich und sachgerecht erscheint. Die Entscheidung darüber, ob eine Dezentralisierung im jeweiligen Fall möglich und sachgerecht ist, obliegt dem EZB-Rat. Im Falle, daß Geschäfte unter dem Gesichtspunkt der Zielvorgaben des Eurosystems von der EZB selbst effektiver durchgeführt werden können, ist die EZB laut Satzung befugt, den zentralisierten Ansatz zu wählen. Überdies ist zu betonen, daß der Grundsatz der Dezentralisierung ausschließlich auf Geschäfte Anwendung findet, wogegen Entscheidungsfindung und Rechtsetzung grundsätzlich zentralisiert bleiben.

Um sicherzustellen, daß der dezentrale Ansatz das reibungslose Funktionieren des Eurosystems nicht behindert, müssen die nationalen Zentralbanken als operative Organe der EZB gemäß den Leitlinien und Weisungen der EZB handeln. Um die Einhaltung dieser Rechtsinstrumente seitens der nationalen Zentralbanken sicherzustellen, ist die EZB berechtigt, alle hierzu erforderlichen Schritte zu unternehmen - bis hin zur Klage beim Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften (Europäischer Gerichtshof).

## **Normative Befugnisse**

Der EG-Vertrag überträgt der EZB nicht nur das Recht, Verträge mit Dritten zu schließen, sondern auch normative Befugnisse, kraft derer die EZB das Recht hat, jegliche Rechtsakte, die zur Wahrnehmung der Aufgaben des Eurosystems erforderlich sind, zu erlassen. Hierbei lassen sich zwei Arten von EZB-Rechtsakten unterscheiden: Die erste Gruppe bilden Rechtsakte, die an Dritte außerhalb des Eurosystems gerichtet sind. Hierzu zählen Verordnungen, Entscheidungen, Empfehlungen und Stellungnahmen der EZB. Zusätzlich ist die EZB befugt, Rechtsinstrumente zu begründen, die interne Abläufe des Eurosystems regeln, ohne Dritte zu betreffen. In Anbetracht des speziellen Aufbaus des Eurosystems, in dem jedes Mitglied seine eigene Rechtspersönlichkeit behält, sind die internen Rechtsinstrumente (Leitlinien, Weisungen und Entscheidungen der EZB) so gestaltet, daß die nationalen Zentralbanken der EZB funktional untergeordnet sind, womit sichergestellt wird, daß das Eurosystem mit Blick auf die Umsetzung der Ziele des EG-Vertrags als Einheit effizient agieren kann.

## **Unabhängigkeit**

Der EG-Vertrag räumt der EZB vollständige Unabhängigkeit ein, indem er explizit festhält, daß weder die EZB noch ein Mitglied ihrer Beschlußorgane bei der Wahrnehmung ihrer Befugnisse, Aufgaben und Pflichten Weisungen von Organen oder Einrichtungen der Gemeinschaft, Regierungen der Mitgliedstaaten oder anderen Stellen einholen oder entgegennehmen dürfen. Die Organe und Einrichtungen der Gemeinschaft sowie die Regierungen der Mitgliedstaaten haben sich verpflichtet, diesen Grundsatz zu beachten und nicht zu versuchen, die Mitglieder der Beschlußorgane der EZB oder der nationalen Zentralbanken bei der Wahrnehmung ihrer Aufgaben zu beeinflussen. Das Prinzip der Unabhängigkeit wurde seitens des Europäischen Währungsinstituts in seinem Konvergenzbericht (März 1998) weiter ausgeführt, der durch den ECOFIN-Rat in seiner Empfehlung

an den EU-Rat gemäß Artikel 109j (2), letzter Absatz, des EG-Vertrags, bestätigt wurde. Im Sinne des Konvergenzberichts ist unter Unabhängigkeit *finanzielle* und *institutionelle Unabhängigkeit* zu verstehen. Der EG-Vertrag bestimmt, daß die EZB über ihren eigenen Haushalt verfügt, getrennt vom Haushalt der Europäischen Union. Dadurch wird es den Organen der Gemeinschaft unmöglich gemacht, auf die Verwaltung der EZB Einfluß zu nehmen, und der Haushalt der EZB bleibt von den Finanzinteressen der Gemeinschaft unberührt. Die Satzung schützt die *personelle Unabhängigkeit* der Mitglieder der EZB-Beschlußorgane, indem sie festlegt, daß:

- die Präsidenten der nationalen Zentralbanken für eine Amtszeit von mindestens fünf Jahren bestellt werden und wiederernannt werden können,
- die Mitglieder des EZB-Direktoriums für eine Amtszeit von acht Jahren ernannt werden und nicht wiederernannt werden können (bei der erstmaligen Ernennung der Mitglieder des Direktoriums wurde eine Staffelung der Amtszeit eingehalten),
- Mitglieder der EZB-Beschlußorgane nur dann ihres Amtes enthoben werden können, wenn sie die Voraussetzungen zur Ausübung ihres Amtes nicht mehr erfüllen oder eine schwere Verfehlung begangen haben,
- der Europäische Gerichtshof für die Schlichtung aller Streitigkeiten in diesen Punkten zuständig ist.

Zudem ermächtigt die Satzung die EZB, in autonomer Weise Bestimmungen für ihr Personal festzulegen, wobei keine andere Gemeinschaftseinrichtung auf die Beschäftigungsbedingungen des EZB-Personals Einfluß nehmen darf. Die institutionelle Unabhängigkeit ist in den bereits erwähnten Bestimmungen verankert. Zusätzlich wurde die Zuständigkeit des Europäischen Rechnungshofs darauf beschränkt, die effiziente Verwaltung der EZB zu prüfen, während die Bücher der EZB von unabhängigen externen Rechnungsprüfern geprüft werden.

## **Transparenz und Rechenschaftspflicht des Eurosystems**

Alle Zentralbanken sind in einem bestimmten sozialen, politischen und institutionellen Umfeld tätig. In einem demokratischen Umfeld muß eine unabhängige Zentralbank notwendigerweise nicht nur offen und transparent sein und die Beweggründe für ihre Handlungen klar darlegen, sie muß auch über ihre Leistungen Rechenschaft ablegen. In Anerkennung der Bedeutung dieser Forderungen erlegt der EG-Vertrag dem Eurosystem strenge Berichtspflichten auf. Die EZB veröffentlicht wöchentlich eine konsolidierte Bilanz des Eurosystems; zumindest vierteljährlich erstellt und veröffentlicht sie Berichte über die Tätigkeit des ESZB. Ferner legt die EZB dem Europäischen Parlament, dem EU-Rat, der Europäischen Kommission und dem Europäischen Rat einen Jahresbericht über die Tätigkeit des ESZB und die Geldpolitik sowohl des vergangenen als auch des laufenden Jahres vor. Das Europäische Parlament ist berechtigt, eine Plenardiskussion über den Jahresbericht abzuhalten, und der EZB-Präsident sowie die anderen Mitglieder des Direktoriums können sowohl auf Antrag des Europäischen Parlaments als auch auf eigene Initiative von den zuständigen Ausschüssen des Europäischen Parlaments gehört werden. Der Präsident des EU-Rats und ein Vertreter der Europäischen Kommission können, ohne Stimmrecht, an den Sitzungen des EZB-Rats teilnehmen.

Das Eurosystem hat es sich sogar zur Verpflichtung gemacht, über diese Anforderungen noch hinauszugehen. Unmittelbar nach der ersten EZB-Ratssitzung jedes Monats wird eine Pressekonzferenz abgehalten, die vom EZB-Präsidenten eingeleitet wird. Seine regelmäßigen Stellungnahmen, in denen er die Ansichten des EZB-Rats zur wirtschaftlichen Lage und zur Einschätzung der zukünftigen Preisentwicklung präsentiert, werden ergänzt durch die Veröffentlichung eines Monatsberichts, der in alle offiziellen Sprachen der Europäischen Gemeinschaft übersetzt wird. Die Satzung verbietet allerdings die Veröffentlichung des Abstimmungsverhaltens der einzelnen Ratsmitglieder, weil

dies, statt die Transparenz zu erhöhen, eher die Unabhängigkeit der Mitglieder in Frage stellen würde, da sie stärker dem Druck nationaler oder anderer Interessen ausgesetzt wären. Grundsätzlich dürfen die Mitglieder des EZB-Rats nicht als Vertreter ihrer Länder gesehen werden. Sie agieren vollkommen unabhängig in persönlicher Funktion und treffen in dieser Eigenschaft auch geldpolitische Entscheidungen für das gesamte Euro-Währungsgebiet. Bei der Abstimmung über geldpolitische Entscheidungen, die den Euroraum betreffen, sollten folglich Wirtschaftsentwicklungen auf nationaler Ebene keine Rolle spielen.

### **Gerichtliche Kontrolle**

Die Handlungen und Unterlassungen der EZB - einschließlich jener gegenüber den nationalen Zentralbanken als integralen Bestandteilen des Eurosystems - unterliegen der Überprüfung und Auslegung durch den Europäischen Gerichtshof. Zum Schutz ihrer Vorrechte ist die EZB überdies vor dem Europäischen Gerichtshof aktivlegitimiert (justitiam).

Die Zuständigkeit des Europäischen Gerichtshofs für Streitsachen, die die Erfüllung der Verpflichtungen durch die nationalen Zentralbanken betreffen, spiegelt die besondere Stellung des EZB und die Funktion der EZB, gemeinsam mit der Europäischen Kommission, als „Hüterin der Europäischen Währungsverfassung“ wider. Ist die EZB der Auffassung, daß eine nationale Zentralbank ihren Verpflichtungen nicht nachgekommen ist, kann sie gemäß dem festgelegten Verfahren den Europäischen Gerichtshof anrufen.

### **Beschlußorgane der EZB**

Entscheidungen werden im Eurosystem zentral von den Beschlußorganen der EZB, dem EZB-Rat und dem Direktorium, getroffen. Solange es Mitgliedstaaten gibt, die den Euro nicht eingeführt haben, besteht der erweiterte Rat als drittes Beschlußorgan.

### **Der EZB-Rat**

Der EZB-Rat besteht aus allen Mitgliedern des Direktoriums der EZB und den Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben. Der EZB-Rat stellt das oberste Beschlußorgan der EZB dar. Im Hinblick auf die Ziele und Aufgaben, die dem Eurosystem übertragen wurden, ist der EZB-Rat insbesondere verantwortlich für:

- den Erlaß der Leitlinien und Entscheidungen, die notwendig sind, um die Erfüllung der dem Eurosystem nach dem EG-Vertrag und der Satzung übertragenen Aufgaben zu gewährleisten,
- die Festlegung der Geldpolitik des Euro-Währungsgebiets; hierzu zählen: geldpolitische Zwischenziele, Leitzinssätze und die Bereitstellung von Zentralbankgeld im Eurosystem sowie der Erlaß der für ihre Ausführung notwendigen Beschlüsse und Leitlinien,
- Entscheidungen über die Anwendung anderer Instrumente der Geldpolitik,
- den Erlaß der Verordnung über die Berechnung und Bestimmung des Mindestreservesolls,
- den Erlaß von Verordnungen zur Gewährleistung effizienter und zuverlässiger Verrechnungs- und Zahlungssysteme innerhalb der Gemeinschaft,
- den Erlaß von Leitlinien für Geschäfte, die die nationalen Zentralbanken und Mitgliedstaaten mit den ihnen verbleibenden Währungsreserven durchführen,
- das Ergreifen der notwendigen Maßnahmen, um die Einhaltung der Leitlinien und Weisungen der EZB sicherzustellen, und die Festlegung der Informationspflichten der nationalen Zentralbanken,
- die Wahrnehmung der beratenden Funktionen der EZB,
- den Beschluß der Geschäftsordnung, die die interne Organisation der EZB und ihrer Beschlußorgane regelt,
- die Genehmigung der Ausgabe von Euro-Banknoten und des Ausgabevolumens der Euro-Münzen innerhalb des Euro-Währungsgebiets sowie

- den Erlass der notwendigen Vorschriften für die Standardisierung der buchmäßigen Erfassung und Meldung der Geschäfte der nationalen Zentralbanken.

Aus diesen Zuständigkeitsbereichen geht deutlich hervor, daß die Entscheidungen mit der für das Eurosystem höchsten Relevanz und strategischen Bedeutung kraft des EG-Vertrags und der Satzung vom EZB-Rat getroffen werden. Insbesondere geldpolitische Beschlüsse faßt der EZB-Rat normalerweise mit der einfachen Mehrheit der von den persönlich anwesenden Mitgliedern abgegebenen Stimmen. Jedes Mitglied verfügt über eine Stimme. Dieser Grundsatz („one person, one vote“) gilt für alle Mitglieder des EZB-Rats, einschließlich der Präsidenten der nationalen Zentralbanken des Eurosystems, die in persönlicher Funktion ernannt werden und nicht als Vertreter ihres Mitgliedstaats. Bei Stimmengleichheit gibt die Stimme des Präsidenten der EZB den Ausschlag.

Für einige Beschlüsse bezüglich finanzieller Angelegenheiten, die den Status der nationalen Zentralbanken als Anteilseigner am Kapital der EZB betreffen, werden die Stimmen im EZB-Rat nach den Anteilen der nationalen Zentralbanken am gezeichneten Kapital der EZB gewogen. Die Stimmen der Mitglieder des Direktoriums werden mit Null gewogen. Für Beschlüsse, die aus Anteilseignersicht von Bedeutung sind, kann ein an der Stimmabgabe verhinderteter NZB-Präsident einen Stellvertreter für die Abgabe seiner gewogenen Stimme benennen.

Laut Satzung muß der EZB-Rat mindestens zehnmal im Jahr zusammentreten. Derzeit tritt der EZB-Rat alle zwei Wochen in Frankfurt zusammen.

### **Das Direktorium**

Das Direktorium besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB und vier weiteren Mitgliedern, die aus dem Kreis von in Währungs- oder Bankfragen anerkannten und erfahrenen Persönlichkeiten ausge-

wählt und ernannt wurden. Das Bestellungsverfahren verleiht den Beschlüssen des Direktoriums ein hohes Maß an Legitimation: Die Ernennung der Mitglieder erfolgt einvernehmlich durch die Regierungen der Mitgliedstaaten auf der Ebene der Staats- und Regierungschefs auf Empfehlung des EU-Rats, der hierzu das Europäische Parlament und den EZB-Rat anhört. Die Hauptaufgaben des Direktoriums sind:

- Ausführung der Geldpolitik gemäß den Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rats,
- Erteilung der für die Umsetzung der Leitlinien und Entscheidungen des EZB-Rats notwendigen Weisungen an die nationalen Zentralbanken,
- Führung der laufenden Geschäfte der EZB sowie
- Ausübung bestimmter vom EZB-Rat übertragener Befugnisse, einschließlich jener normativer Art.

Laut Satzung ist die Ausführung der Geldpolitik ausschließlich dem Direktorium vorbehalten; diese Aufgabe kann vom EZB-Rat nicht wahrgenommen werden.

Die Zuständigkeiten des Direktoriums verdeutlichen seinen Status als oberstes ausführendes Beschlußorgan der EZB. Aufgrund der Befugnis des Direktoriums, an die nationalen Zentralbanken gerichtete EZB-Weisungen zu erlassen, ist es dem Eurosystem möglich, auf Veränderungen am Geld- und Kapitalmarkt flexibel zu reagieren, auf Einzelfälle speziell einzugehen und sich mit Angelegenheiten dringlicher Natur zu befassen.

Das Direktorium beschließt normalerweise mit der einfachen Mehrheit der von den persönlich anwesenden Mitgliedern abgegebenen Stimmen. Bei Stimmengleichheit gibt die Stimme des Präsidenten den Ausschlag. Derzeit tritt das Direktorium mindestens einmal wöchentlich zusammen.

Die gegenwärtigen Mitglieder des Direktoriums und ihre jeweiligen Zuständigkeiten in der EZB sind in Kasten I angeführt.

## Kasten I

### Die Mitglieder des Direktoriums und ihre Zuständigkeiten im Hinblick auf die einzelnen Arbeitseinheiten der Europäischen Zentralbank (EZB)

Nach Artikel 11.5 der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank „ist jedes persönlich anwesende Mitglied des Direktoriums berechtigt, an Abstimmungen teilzunehmen, und hat zu diesem Zweck eine Stimme.“ Artikel 11.5 legt somit den Grundsatz der Kollegialverantwortung als das für die Entscheidungsfindung im Direktorium ausschlaggebende Prinzip fest. Dieser Grundsatz fußt auf der gleichberechtigten Mitwirkung des Direktoriums an der Beschlußfassung, woraus insbesondere folgt, daß Beschlüsse gemeinsam beraten werden sollten und daß alle Mitglieder des Beschlußorgans kollektiv für sämtliche verabschiedete Beschlüsse verantwortlich zeichnen sollten.

Aufbauend auf dem Grundsatz der Kollegialverantwortung hält die Geschäftsordnung der Europäischen Zentralbank bezüglich der internen Organisationsstruktur der EZB fest, daß das Direktorium darüber beschließt, wie die Zuständigkeiten im Hinblick auf die einzelnen Arbeitseinheiten der EZB unter seinen Mitgliedern aufgeteilt werden. Die nachstehende Aufteilung der Zuständigkeiten wurde von den Mitgliedern des Direktoriums vereinbart:

- Der Präsident, **Willem F. Duisenberg**, zeichnet verantwortlich für *Externe Beziehungen, Sekretariat, Protokoll und Konferenzen* und *Interne Revision*.
- Der Vizepräsident, **Christian Noyer**, ist zuständig für *Verwaltung und Personal, Rechtsdienste* und *Risikokontrolle*. Ferner zählt er zu den zwei EZB-Vertretern im Wirtschafts- und Finanzausschuß, einem Beratungsgremium der Gemeinschaft, das mit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion eingesetzt wurde.
- **Eugenio Domingo Solans** ist zuständig für *Informationstechnik, Statistik* und *Banknoten*.
- **Sirkka Härmäläinen** ist zuständig für *Finanzmarktsteuerung* und *Controlling und Organisation*.
- **Otmar Issing** ist zuständig für *Volkswirtschaft* und *Forschung*. Darüber hinaus zählt er zu den zwei EZB-Vertretern im Wirtschafts- und Finanzausschuß.
- **Tommaso Padoa-Schioppa** ist zuständig für *Internationale und Europäische Beziehungen, Zahlungsverkehrssysteme* und *Aufsichtsfragen*.

### Der Erweiterte Rat

Der Erweiterte Rat besteht aus dem Präsidenten und dem Vizepräsidenten der EZB sowie den Präsidenten der nationalen Zentralbanken aller 15 Mitgliedstaaten. Als „Übergangsorgan“ nimmt der Erweiterte Rat jene Aufgaben wahr, die die EZB vom Europäischen Währungsinstitut (EWI) übernommen hat und welche aufgrund der Tatsache, daß der Euro nicht von allen Mitgliedstaaten eingeführt wurde, in der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion von der EZB noch durchzuführen sind. Aus diesem Grund hat der Erweiterte Rat primär eine beratende Funktion bei den Vorarbeiten, die erfor-

derlich sind, um die Wechselkurse der Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro noch nicht eingeführt haben, unwiderruflich festzulegen. Ferner wirkt der Erweiterte Rat bei der Erfüllung bestimmter Tätigkeiten des ESZB mit, wie z. B. den beratenden Funktionen des ESZB und der Erhebung von statistischen Daten. Der Präsident der EZB unterrichtet den Erweiterten Rat über die vom EZB-Rat gefaßten Beschlüsse.

Weder der EG-Vertrag noch die Satzung schreiben eine Mindestanzahl von Sitzungen des Erweiterten Rats vor. Derzeit tritt der Erweiterte Rat alle drei Monate in Frankfurt zusammen.

## 4 Die Rolle der nationalen Zentralbanken

Die nationalen Zentralbanken besitzen Rechtspersönlichkeit gemäß dem jeweiligen geltenden innerstaatlichen Recht. Infolge der Verpflichtung zur rechtlichen Konvergenz wurde die innerstaatliche Gesetzgebung mit Bezug auf die nationalen Zentralbanken an das Gemeinschaftsrecht angepaßt. Zur Gewährleistung des reibungslosen Funktionierens des ESZB müssen die innerstaatlichen Rechtsvorschriften insbesondere der Forderung nach Zentralbankunabhängigkeit gerecht werden. Ungeachtet ihrer eigenständigen

Rechtspersönlichkeit sind die nationalen Zentralbanken des Eurosystems integrale Bestandteile dieses Systems und unterliegen als solche dem normativen Regelwerk der EZB. Da sie bei der Wahrnehmung ihrer Funktionen der EZB unterstehen, haben die nationalen Zentralbanken den vom EZB-Rat oder vom Direktorium erlassenen internen Rechtsinstrumenten Folge zu leisten.

Als integrale Bestandteile des Eurosystems stellen die nationalen Zentralbanken die ope-

### Kasten 2

#### Die Ausschüsse des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB)

Die Ausschüsse des ESZB setzen sich aus Vertretern der Europäischen Zentralbank (EZB) und der nationalen Zentralbanken der an der WWU teilnehmenden Mitgliedstaaten zusammen. Die nationale Zentralbank jedes nicht teilnehmenden Mitgliedstaats kann ebenfalls jeweils einen Vertreter zur Teilnahme an den Sitzungen eines ESZB-Ausschusses benennen, wenn Angelegenheiten beraten werden, die in den Zuständigkeitsbereich des Erweiterten Rats fallen. Die Ausschüsse des ESZB werden eingesetzt, um die Arbeiten des ESZB/Eurosystems zu unterstützen. Die von den ESZB-Ausschüssen erstellten Berichte geben - im Einklang mit den klar definierten Aufgabenbereichen des jeweiligen Ausschusses - die Meinungsvielfalt der Mitglieder wider.

Die Ausschüsse des ESZB, deren Vorsitz in den meisten Fällen von einem Vertreter der EZB geführt wird, verfügen über keine Entscheidungsbefugnisse per se, wirken jedoch in ihrem jeweiligen Zuständigkeitsbereich an der Vorbereitung der Entscheidungen mit, die von den Beschlußorganen der EZB getroffen werden.

Sowohl der EZB-Rat als auch das Direktorium der EZB haben das Recht, ESZB-Ausschüsse mit der Untersuchung bestimmter Themenbereiche zu beauftragen.

Folgende ESZB-Ausschüsse wurden eingesetzt:

- Ausschuß für Rechnungswesen und monetäre Einkünfte (AMICO),
- Ausschuß für Bankenaufsicht (BSC),
- Banknotenausschuß (BANCO),
- Ausschuß für Presse, Information und Öffentlichkeitsarbeit (ECCO),
- Ausschuß für Informationstechnologie (ITC),
- Ausschuß der internen Revision (IAC),
- Ausschuß für internationale Beziehungen (IRC),
- Rechtsausschuß (LEGCO),
- Ausschuß für Marktoperationen (MOC),
- Geldpolitischer Ausschuß (MPC),
- Ausschuß für Zahlungs- und Verrechnungssysteme (PSSC),
- Ausschuß für Statistik (STC).

Ferner wurde ein Haushaltsausschuß (BUCOM) zur Unterstützung in Fragen des Haushalts der EZB eingesetzt.

rativen Organe des ESZB dar und führen die dem Eurosystem übertragenen Aufgaben gemäß den von der EZB festgelegten Regeln aus. Im Rahmen verschiedener Ausschüsse (siehe Liste der derzeit bestehenden Ausschüsse in Kasten 2), deren Vorsitz in der Regel ein Vertreter der EZB führt, wirken Vertreter der nationalen Zentralbanken an der Arbeit des ESZB mit. Die Aufgaben der Ausschüsse werden vom EZB-Rat festgelegt.

Die Berichterstattung der Ausschüsse an den EZB-Rat erfolgt über das Direktorium.

Die Satzung gestattet den nationalen Zentralbanken, weiterhin in eigener Verantwortung Aufgaben wahrzunehmen, die nicht mit dem Eurosystem zusammenhängen, es sei denn, der EZB-Rat stellt fest, daß diese Aufgaben nicht mit den Zielen und Aufgaben des Eurosystems vereinbar sind.

## 5 **Schlußbemerkungen**

Der institutionelle Rahmen des ESZB ermöglicht es der EZB, mit den neuen Gegebenheiten umzugehen, denen sich Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet seit dem Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion gegenübersehen.

Die auf die Beschlußorgane der EZB zentralisierte Entscheidungsfindung im Eurosystem stellt eine einheitliche Geldpolitik im Euroraum sicher. Die vorwiegend dezentral von den nationalen Zentralbanken des Eurosystems wahrgenommene Ausführung der geldpolitischen Geschäfte trägt den Unterschieden in der Finanzmarktstruktur und den heterogenen Rechtssystemen der an der WWU teilnehmenden Mitgliedstaaten Rechnung.

Mit dem Erweiterten Rat verfügt das ESZB über ein Gremium, das eine Brücke zwischen dem Eurosystem und den anderen nationalen Zentralbanken des ESZB schlagen und als Wegbereiter für die Teilnahme der anderen nationalen Zentralbanken des ESZB am Eurosystem fungieren kann.

Der Spielraum, der den Beschlußorganen durch den institutionellen Rahmen gewährt wird, ermöglicht dem Eurosystem darüber hinaus, auf neue Herausforderungen, z. B. im Zusammenhang mit der zunehmenden Integration der Finanzmärkte im Euroraum, flexibel zu reagieren.

