

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT Dezember 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

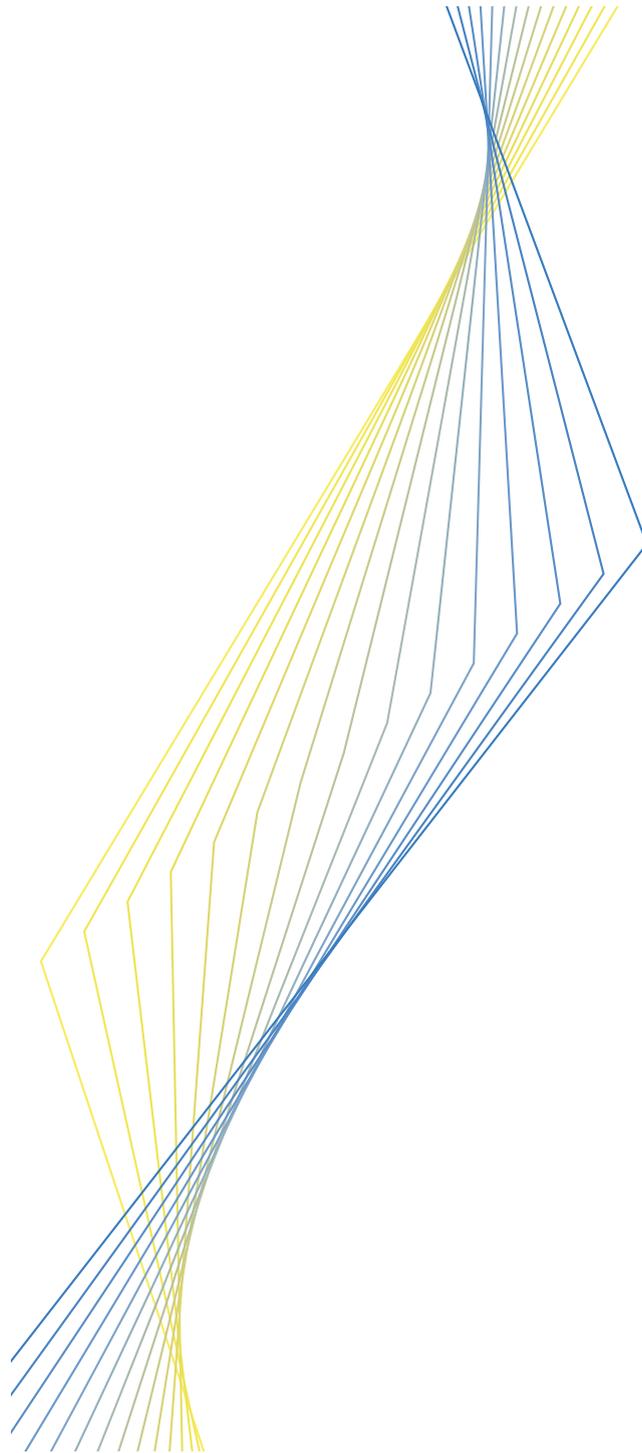
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Dezember 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Dezember 2000

© Europäische Zentralbank, 2000

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

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

In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.

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

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

Der Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 13. Dezember 2000 (mit Ausnahme des Abschnitts „Von Experten erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“, dessen Redaktionsschluss am 9. November 2000 war).

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	9
Monetäre und finanzielle Entwicklung	9
Preisentwicklung	30
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	39
Entwicklung der öffentlichen Finanzen	48
Von Experten erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet	54
Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz	61
Kästen:	
1 Jährliche Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum	10
2 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. November 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode	21
3 Eine Analyse der Preisentwicklung: Aufgliederung des HVPI insgesamt in seine wichtigsten Komponenten	30
4 Inflationsunterschiede innerhalb des Euro-Währungsgebiets	34
5 Steuerreformen im Euro-Währungsgebiet	51
6 Verfahren und Techniken bei den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen	54
7 Prognosen anderer Institutionen	59
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	73*
TARGET (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system)	77*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	81*

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.

Auf seiner Sitzung am 14. Dezember 2000 bestätigte der EZB-Rat den bestehenden Referenzwert für das Geldmengenwachstum von $4\frac{1}{2}\%$ für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3. Dies erfolgte im Anschluss an die jährliche Überprüfung der Annahmen, die der Ableitung des Referenzwerts zu Grunde liegen, nämlich der Annahmen hinsichtlich des trendmäßigen Rückgangs der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 und der trendmäßigen Entwicklung des Potenzialwachstums. Auf der Grundlage der aus dem Referenzwert gewonnenen Erfahrung und der seit der letztjährigen Überprüfung zusätzlich verfügbar gewordenen Informationen wurde beschlossen, dass die Annahmen für den trendmäßigen Rückgang der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 um $\frac{1}{2}\%$ bis 1 % und die trendmäßige Entwicklung des Potenzialwachstums von 2 % bis $2\frac{1}{2}\%$ beibehalten werden sollen. Der EZB-Rat wies darauf hin, dass es bisher noch keinen eindeutigen Hinweis darauf gibt, dass messbare und dauerhafte Erhöhungen des Produktivitätswachstums im Euro-Währungsgebiet eine deutliche Korrektur der Annahme hinsichtlich des Trends des potenziellen BIP-Wachstums nach oben erforderlich machten. Dennoch sind die Ungewissheiten, die mit Schätzungen der mittelfristigen Entwicklung des Potenzialwachstums im Euroraum einhergehen, nunmehr deutlich nach oben gerichtet. Vor diesem Hintergrund wird der EZB-Rat die weitere Entwicklung bezüglich der Zunahme des Produktivitätsfortschritts im Euro-Währungsgebiet sorgfältig beobachten. Die Geldpolitik der EZB würde solche Veränderungen natürlich entsprechend berücksichtigen. Der Beschluss zum Referenzwert wird in Kasten I des Abschnitts „Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts ausführlicher dargestellt.

Seit der letzten Ausgabe des Monatsberichts hat der EZB-Rat drei Sitzungen abgehalten, am 16. November, 30. November und 14. Dezember 2000. Auf jeder dieser Sitzungen beschloss der EZB-Rat, unter Berücksichtigung der vorliegenden Informationen zu monetären und wirtschaftlichen Entwicklungen, die EZB-Zinsen unverändert zu lassen.

Der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems blieb somit bei 4,75 %. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden unverändert bei 5,75 % bzw. 3,75 % belassen.

Was die regelmäßige Beurteilung der monetären und wirtschaftlichen Entwicklungen anbelangt, so betrug im Rahmen der ersten Säule der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 im Zeitraum von August bis Oktober 2000 5,5 %. Dieser Wert entsprach weitgehend dem Dreimonatsdurchschnitt von 5,4 % im Zeitraum von Juli bis September 2000, was bedeutet, dass das durchschnittliche Wachstum von M3 nach wie vor rund 1 Prozentpunkt über dem Referenzwert von $4\frac{1}{2}\%$ lag. Allerdings ist in den letzten Monaten eine gewisse Verlangsamung des Wachstums der Geldmenge M3 zu verzeichnen gewesen, vor allem als Ergebnis eines langsameren Wachstums ihrer in der Geldmenge M1 enthaltenen liquidesten Komponenten. Ein etwas langsames Wachstum war auch bei der Gesamtkreditvergabe zu verzeichnen. Dieser Entwicklung lag ein deutlicher Rückgang in der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte sowie eine anhaltend hohe Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor zu Grunde, die beide teilweise die Zahlungen für UMTS-Lizenzen durch die beteiligten Unternehmen widerspiegeln. In Anbetracht dessen, dass die Jahreswachstumsrate von M3 seit längerer Zeit den Referenzwert übersteigt und die Kreditvergabe an den privaten Sektor nach wie vor kräftig zunimmt, ist hinsichtlich der monetär bedingten Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität weiterhin Vorsicht geboten.

Was die wichtigsten Indikatoren und Informationen im Zusammenhang mit der zweiten Säule angeht, so wird ihre Beurteilung gegenwärtig durch eine erhöhte Ungewissheit erschwert. Im Hinblick auf globale Trends bezüglich des Wachstums und der Inflation hängt diese Ungewissheit größtenteils mit der sich abzeichnenden Verlangsamung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten und der Entwicklung der Ölpreise zusammen. Den-

noch wird derzeit vorliegenden Prognosen zufolge das weltwirtschaftliche Wachstum im nächsten Jahr kräftig bleiben.

Hinsichtlich des realen BIP im Euro-Währungsgebiet deuten die kurzfristigen Aussichten auf eine gewisse Abschwächung des Wachstums hin, wie aus den ersten Eurostat-Schätzungen für das dritte Quartal 2000 hervorgeht. Die zu Grunde liegende Wachstumsdynamik setzt sich jedoch weiter fort. Der trendmäßige Rückgang der Arbeitslosigkeit hat sich fortgesetzt, und die Kapazitätsauslastung hat sich weiter erhöht. Vor diesem Hintergrund blieb die Zuversicht der privaten Haushalte und der Unternehmen bis zum letzten Quartal dieses Jahres stabil.

Wie zu dieser Zeit im Jahr üblich, sind mehrere Prognosen und Projektionen verfügbar geworden, auch die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen. Die von Experten des Eurosystems erstellten Projektionen für das Euro-Währungsgebiet werden an dieser Stelle erstmals vorgestellt (siehe Abschnitt 5 dieser Ausgabe des Monatsberichts). Sie werden zweimal jährlich als technische Grundlage für die Beratungen des EZB-Rats erstellt. Die Experten-Projektionen basieren auf einer Reihe von technischen Annahmen, die unter anderem die Annahme konstanter kurzfristiger Zinsen und Wechselkurse einschließen. Sowohl in den Experten-Projektionen als auch in den externen Prognosen kommt zum Ausdruck, dass das reale BIP-Wachstum von den etwa 3,5 % im Jahr 2000 zurückgehen wird, in den Jahren 2001 und 2002 aber kräftig bleibt. Dies beruht auf Projektionen einer anhaltend starken Ausweitung der inländischen Nachfrage und einem positiven, wenn auch rückläufigen Außenbeitrag.

Die Entwicklungen an den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets im November und Anfang Dezember 2000 zeigen, dass die Märkte eine ähnliche Wachstumsentwicklung erwarten; sie weisen auch darauf hin, dass die Märkte mit der Aufrechterhaltung der Preisstabilität auf mittlere Sicht rechnen. Diese Beurteilung der Fundamentaldaten des Euro-Währungsgebiets trug zusammen mit Hinwei-

sen auf ein rückläufiges Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten zur Aufwertung des Euro Ende November 2000 bei, nachdem der Wechselkurs in den ersten Novemberwochen innerhalb einer relativ engen Bandbreite geschwankt hatte. Am 13. Dezember 2000 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro um nahezu 4 % höher als Ende Oktober 2000.

Was die Entwicklung der Verbraucherpreise betrifft, so betrug die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet nach 2,8 % im September 2000 im Oktober 2000 2,7 %. Die Entwicklung der Preissteigerung ist weiterhin in erster Linie Ausdruck der Entwicklung der Ölpreise und des Euro-Wechselkurses. Gleichzeitig hat die Steigerungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und Dienstleistungen in den letzten Monaten leicht angezogen und spiegelt damit zum Teil die allmähliche Weitergabe früherer Anstiege der Ölpreise in den Verbraucherpreisen wider.

Der Aufwärtsdruck der Energiepreise auf die gesamte Preissteigerung, gemessen am HVPI, wird aller Voraussicht nach allmählich verschwinden, doch kann es einige Zeit dauern, ehe die HVPI-Inflation auf eine Rate von unter 2 % zurückgeht. Sowohl die Experten-Projektionen als auch die derzeit vorliegenden Prognosen gehen davon aus, dass die durchschnittliche Jahreswachstumsrate der Verbraucherpreise im Jahr 2000 etwas unter 2,5 % liegt. Aus den Experten-Projektionen geht hervor, dass die HVPI-Preissteigerungsrate im Jahr 2001 zwischen 1,8 % und 2,8 % und im Jahr 2002 zwischen 1,3 % und 2,5 % liegen wird, wobei diese Bandbreiten die Ungewissheit unterstreichen, mit der die Projektionen einhergehen. Diese Entwicklung spiegelt eine angenommene Abwärtsbewegung der Ölpreise wider, die in der Projektion jedoch durch einen allmählichen Anstieg des inländischen Preisdrucks ausgeglichen wird.

Wie in der Vergangenheit dienten die Experten-Projektionen als eine Grundlage für die

Beratungen des EZB-Rats. Es ist normal, dass sich Daten hinsichtlich wichtiger technischer Annahmen in der Zwischenzeit geändert haben. Seit die Annahmen bezüglich der exogenen Variablen Anfang November 2000 getroffen wurden, hat sich der effektive Wechselkurs des Euro gefestigt und die Ölpreise haben nachgegeben. Diese Erfahrung illustriert eine der wichtigsten Einschränkungen makroökonomischer Projektionen, nämlich ihre Abhängigkeit von zentralen technischen Annahmen. Zudem erstrecken sich makroökonomische Projektionen nicht auf alle zur zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB gehörenden Informationen und ziehen die zur Analyse im Rahmen der ersten Säule gehörenden Informationen nicht in Betracht. So gesehen spielen die Experten-Projektionen in der Strategie der EZB eine nützliche, aber begrenzte Rolle.

Ausgehend von allen bei seiner Sitzung am 14. Dezember 2000 vorliegenden Informationen kommt der EZB-Rat zu der Einschätzung, dass im Bereich beider Säulen der Strategie der EZB nach wie vor ein Aufwärtsrisiko für die Preisstabilität auf mittlere Sicht besteht. Der EZB-Rat ist entschlossen, durch rechtzeitiges Reagieren jeglichen Gefahren für die Preisstabilität auf mittlere Sicht entgegenzuwirken. Die gegenwärtigen Erwartungen eines anhaltenden Wirtschaftswachstums und der Aufrechterhaltung von Preisstabilität auf mittlere Sicht spiegeln den Fortschritt wider, der in den letzten Jahren im Hinblick auf eine stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik und wirtschaftliche Reformen gemacht worden ist. Dieser Fortschritt muss durch Strukturreformen auf den Arbeits- und Warenmärkten, durch fortgesetzte Lohnzurückhaltung und durch Konsolidierung der öffentlichen Finanzen im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts weiter verstärkt werden.

Vor diesem Hintergrund betonte der EZB-Rat, wie wichtig es ist, dass alle Wirtschafts-

akteure angemessen auf den vorübergehenden Anstieg der Verbraucherpreisinflation reagieren. Insbesondere können sich die Sozialpartner darauf verlassen, dass die Geldpolitik der Gewährleistung von Preisstabilität verpflichtet bleibt, und sie sollten nicht von der in den letzten Jahren zu beobachtenden Lohnzurückhaltung abweichen. Dies wird dazu beitragen, die günstigen Aussichten für Preisstabilität aufrechtzuerhalten, aber ebenso auch den gegenwärtigen Prozess der Schaffung von Arbeitsplätzen und des allmählichen Abbaus der Arbeitslosigkeit unterstützen.

Die für die Finanzpolitik zuständigen Stellen sollten auf ein adäquates Ausgabenwachstum achten, da es anderenfalls den Aufwärtsdruck auf die Preise verstärken könnte. In diesem Zusammenhang droht die in den Haushaltsplänen einiger Länder des Euro-Währungsgebiets für das Jahr 2001 vorgesehene expansive Ausrichtung der Finanzpolitik den nachfragebedingten Inflationsdruck im Euro-Währungsgebiet zu verstärken. Dies ist im gegenwärtigen makroökonomischen Umfeld nicht angebracht, insbesondere nicht in Ländern, in denen das Wachstum dynamisch und die Inflation hoch ist. Die in vielen Ländern des Euroraums bereits umgesetzten oder geplanten Steuersenkungen sind zu begrüßen, doch sie werden durch eine Kürzung der Primärausgaben nicht voll ausgeglichen; vielmehr sollten Reformen der Ausgabenpolitik sie begleiten, wenn ihnen nicht sogar vorausgehen. Die Notwendigkeit, die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen weiter zu stärken, besteht weiterhin, und die öffentlichen Haushalte sollten sich daher bei der Aktualisierung ihrer Stabilitätsprogramme ehrgeizigere Ziele setzen. Verstärkte Anstrengungen sind insbesondere in Ländern geboten, in denen immer noch erhebliche fiskalische Ungleichgewichte, ein hoher öffentlicher Schuldenstand und bedeutende Anforderungen hinsichtlich der demographischen Tendenz zur Alterung der Bevölkerung bestehen.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

Auf seinen Sitzungen am 16. und 30. November 2000 sowie am 14. Dezember 2000 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die als Zinstender durchgeführt werden) bei 4,75 % zu belassen. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität blieben ebenfalls unverändert, und zwar bei 3,75 % bzw. 5,75 % (siehe Abbildung 1).

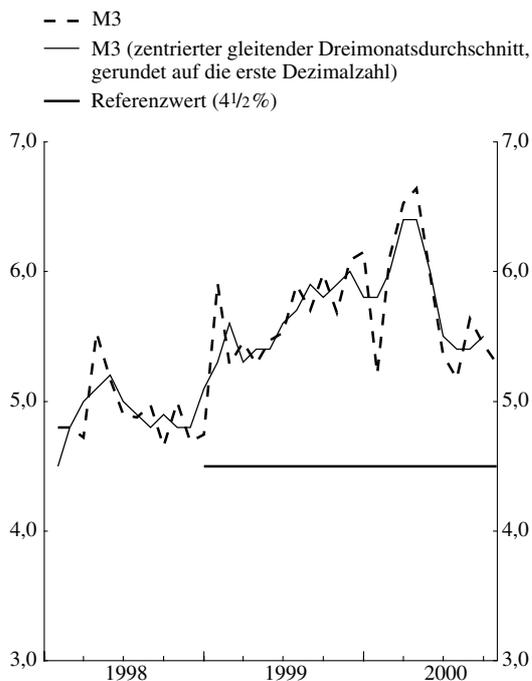
Verlangsamtes M3-Wachstum in den vergangenen Monaten

In den vergangenen Monaten war eine gemäßigte Entwicklung des Geldmengenaggregats M3 zu beobachten. Die Jahreswachstumsrate von M3 betrug im Oktober 5,3 %, verglichen mit 5,4 % im Vormonat und einem Höchstwert von 6,6 % im April 2000. Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



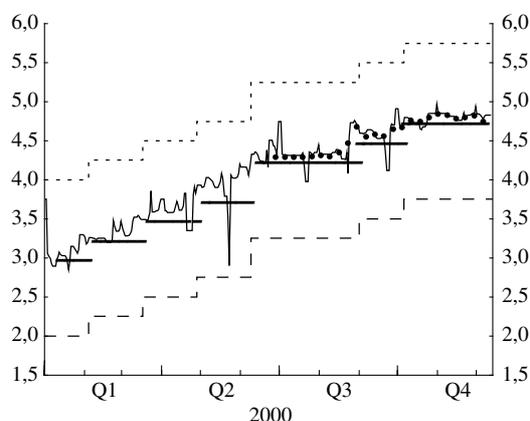
Quelle: EZB.

Abbildung 1

EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)

- - - Spitzenrefinanzierungssatz
- - Einlagesatz
- - - Hauptrefinanzierungs-/Mindestbietungssatz¹⁾
- Tagesgeldsatz (EONIA)
- Marginaler Zuteilungssatz beim Hauptrefinanzierungsgeschäft



Quellen: EZB und Reuters.

1) Der Hauptrefinanzierungssatz bezieht sich, beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abgewickelten Geschäft, auf den auf Zinstender angewandten Mindestbietungssatz.

M3 für den Zeitraum von August bis Oktober 2000 belief sich auf 5,5 %. Er blieb damit weitgehend unverändert gegenüber dem Zeitraum Juli bis September 2000, in dem er 5,4 % betragen hatte. Das M3-Wachstum wich somit um ungefähr 1 Prozentpunkt vom Referenzwert von 4 1/2 % ab (siehe Abbildung 2 und Kasten I „Jährliche Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum“). Eine saisonbereinigte Betrachtung bestätigt die Verlangsamung des M3-Wachstums. Die saisonbereinigte und auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate des M3-Wachstums lag im Oktober 2000 bei 3,8 % und war damit zwar etwas höher als im September (3,4 %), jedoch bedeutend niedriger als im April (7,0 %).

Das seit dem zweiten Quartal 2000 zu beobachtende gemäßigte Wachstum des Geldmengenaggregats M3 dürfte auf die zunehmende Straffung der geldpolitischen Zügel im

Kasten I

Jährliche Überprüfung des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum

In seiner Sitzung am 14. Dezember 2000 überprüfte der EZB-Rat den Referenzwert für das Geldmengenwachstum. Auf der Grundlage einer sorgfältigen Überprüfung der der Ableitung zu Grunde liegenden Annahmen beschloss der EZB-Rat, den bestehenden Referenzwert für das Geldmengenwachstum, nämlich eine Jahreswachstumsrate von $4\frac{1}{2}\%$ für das weit gefasste Geldmengenaggregat M3, erneut zu bestätigen. Dieser Beschluss wurde gefasst, weil die Annahmen, die der erstmaligen Ableitung des Referenzwerts im Dezember 1998 (und seiner Bestätigung im Dezember 1999) zu Grunde lagen, nämlich die Annahmen für die trendmäßige Entwicklung des Potenzialwachstums und den trendmäßigen Rückgang der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 im Euro-Währungsgebiet, nach wie vor von den vorliegenden Daten gestützt werden. Dieser Kasten enthält einige Hintergrundinformationen zu dem gefassten Beschluss.

Die geldpolitische Strategie der EZB beruht auf einem Zwei-Säulen-Ansatz, der bei der Beurteilung der Risiken für die künftige Preisstabilität (siehe den Aufsatz „Die zwei Säulen der geldpolitischen Strategie der EZB“ in der Ausgabe des Monatsberichts vom November 2000) herangezogen wird. Die erste Säule dieser Strategie besteht in der herausragenden Rolle, die der Geldmenge zugewiesen wird. Diese herausragende Rolle wird der Öffentlichkeit signalisiert, indem der EZB-Rat einen quantitativen Referenzwert für die Wachstumsrate des Geldmengenaggregats M3 bekannt gibt. Mehrere Untersuchungen untermauern diese herausragende Rolle der Geldmenge M3 inzwischen mit empirischen Daten und bestätigen, dass die Bedingungen für die Bekanntgabe eines Referenzwerts, d. h. eine stabile Geldnachfragefunktion und hinreichende Vorlaufeigenschaften von M3 hinsichtlich der künftigen Inflation, für den Euroraum erfüllt sind.

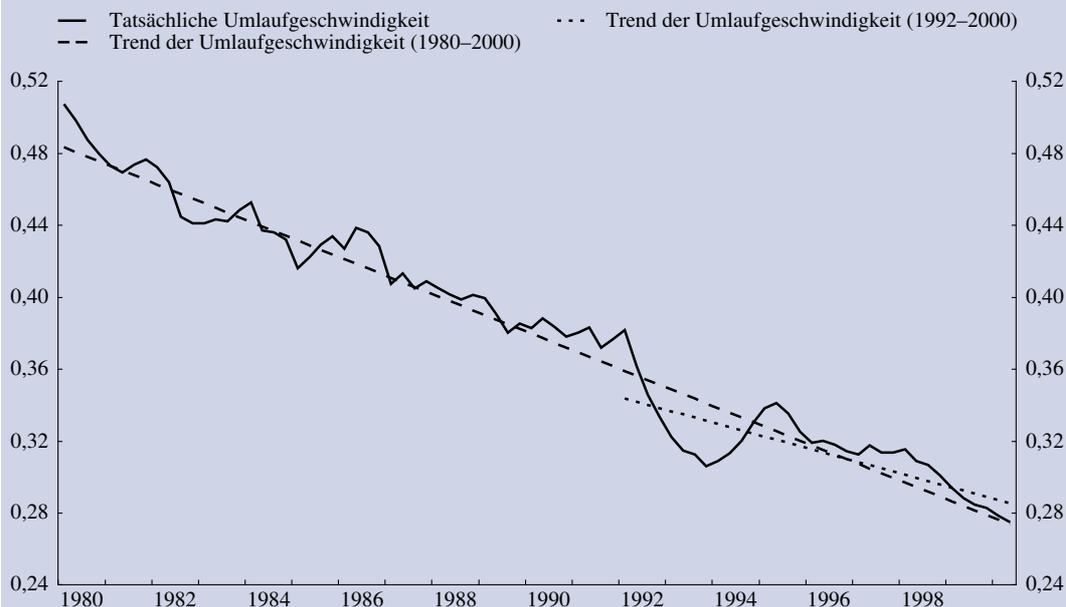
Der Referenzwert für das Wachstum der Geldmenge M3 wird unter Zugrundelegung der Definitionsgleichung für die Beziehung zwischen der Geldmenge einerseits und den Preisen, dem realen BIP und der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes andererseits abgeleitet. Entsprechend der mittelfristigen Ausrichtung der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

Der EZB-Rat überprüfte die mittelfristigen Annahmen für das Potenzialwachstum und die Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 auf der Grundlage der Erfahrungen mit dem Referenzwert und der zusätzlichen Daten, die seit der letzten Überprüfung des Referenzwerts verfügbar geworden sind.

Die Verringerung der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 während des Beobachtungszeitraums von 1980 bis 2000 beläuft sich im Durchschnitt auf knapp 1% p. a. (siehe die unten stehende Abbildung). Allerdings ist diese einfache Trend-Messung vielleicht nicht die beste Methode zur Schätzung der zukünftigen mittelfristigen Entwicklung, da sie die Tatsache außer Acht lässt, dass die Verringerung der Umlaufgeschwindigkeit in den letzten beiden Jahrzehnten teilweise auf den Rückgang der nominalen Zinsen und der Inflationsraten in diesem Zeitraum zurückzuführen war. Tatsächlich haben diese Faktoren den Anreiz, liquide Vermögenswerte zu halten, vermutlich erhöht. Da aber die Inflationsraten und die nominalen Zinssätze in den letzten Jahren auf einen mit Preisstabilität in Einklang stehenden Stand zurückgegangen sind, wird es künftig keine nennenswerten Abwärtsbewegungen bei diesen Größen geben. Die verfügbaren Modelle zur Geldnachfrage tragen den Auswirkungen der in der Vergangenheit beobachteten Veränderungen der Inflationsraten und Zinssätze auf die Umlaufgeschwindigkeit Rechnung. Derartige Untersuchungen, die daher als Messgrößen für die tatsächliche trendmäßige Umlaufgeschwindigkeit vorzuziehen sind, bestätigen eine mittelfristige Verringerung der Einkommensumlaufgeschwindigkeit im Vorjahrsvergleich in einer Größenordnung von $\frac{1}{2}\%$ bis 1% . (Siehe beispielsweise die Untersuchungen von Coenen und Vega, 1999, „The demand for M3 in the euro area“, EZB-Diskussionspapier Nr. 6, und von Brand und Cassola, 2000, „A money demand system for euro area M3“, EZB-Diskussionspapier Nr. 39). Auf der Grundlage dieser Erwägungen bestätigte der EZB-Rat erneut die Annahme, die der Ableitung des Referenzwerts im Dezember 1998 zu Grunde lag (und 1999

Trend der Umlaufgeschwindigkeit von M3 für das Euro-Währungsgebiet

(log. Maßstab)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken, EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Umlaufgeschwindigkeit wird als Relation des nominalen BIP zu M3 gemessen. Die zu Grunde liegenden Quartalsreihen beinhalten vorläufige Angaben zu Griechenland, sind saisonbereinigt und wurden durch Aggregation nationaler Daten erstellt, die zu den am 31. Dezember 1998 bekannt gegebenen unwiderruflichen Wechselkursen (und im Falle Griechenlands zu dem am 19. Juni 2000 festgelegten Kurs) in Euro umgerechnet wurden. Die Datenreihe zu M3 basiert auf einem Index des bereinigten Bestands (weitere Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“ im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ des Monatsberichts). Bei den Quartalszahlen handelt es sich um Durchschnitte am Monatsende.

bestätigt wurde), nämlich dass die trendmäßige Verringerung der Einkommensumlaufgeschwindigkeit von M3 $\frac{1}{2}$ % bis 1 % pro Jahr beträgt.

Außerdem beschloss der EZB-Rat, die der Ableitung des Referenzwerts zu Grunde liegende Annahme, dass die trendmäßige Zunahme des Produktionspotenzials 2 % bis $2\frac{1}{2}$ % beträgt, unverändert zu lassen. Der EZB-Rat berücksichtigte die Fortschritte, die im Euro-Währungsgebiet bei Strukturreformen erzielt wurden. Bisher gibt es jedoch noch keinen eindeutigen Hinweis darauf, dass messbare und dauerhafte Erhöhungen des Produktivitätswachstums im Euroraum eine deutliche Korrektur der Annahme hinsichtlich des Trends des Potenzialwachstums erforderlich machten.

Der EZB-Rat stellte jedoch fest, dass die Ungewissheiten, die mit Schätzungen der mittelfristigen Entwicklung des Potenzialwachstums im Euroraum einhergehen, nunmehr deutlicher nach oben gerichtet sind. Vor diesem Hintergrund kündigte der EZB-Rat an, dass er die weitere Entwicklung bezüglich der möglichen Zunahme des Produktivitätsfortschritts im Euro-Währungsgebiet sorgfältig beobachten werde. Außerdem hob der EZB-Rat hervor, dass das Potenzialwachstum durch weitere Strukturreformen auf den Arbeits- und Gütermärkten gesteigert werden könne. Die Geldpolitik der EZB würde solche Veränderungen natürlich entsprechend berücksichtigen.

Der EZB-Rat wird die monetäre Entwicklung in Relation zu dem Referenzwert weiterhin analysieren und der Öffentlichkeit die Auswirkungen dieser Analyse auf die geldpolitischen Entscheidungen erläutern. Wie bisher wird er die Beurteilung der am Referenzwert gemessenen monetären Entwicklung auf der Grundlage gleitender Dreimonatsdurchschnitte der Jahreswachstumsrate von M3 vornehmen, da die monatlichen Angaben Schwankungen unterliegen können.

Der EZB-Rat stellte zudem fest, dass die erneute Bestätigung des Referenzwerts eine Fortsetzung der bisher verfolgten geldpolitischen Strategie darstellt. Die nächste Überprüfung des Referenzwerts ist für Dezember 2001 vorgesehen.

Schließlich soll betont werden, dass die im Rahmen der ersten Säule vorgenommene monetäre Analyse immer in Verbindung mit der Analyse der anderen Wirtschafts- und Finanzindikatoren im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB zu sehen ist. Die Bekanntgabe eines Referenzwerts beinhaltet keine Verpflichtung seitens des Eurosystems, Abweichungen des Geldmengenwachstums vom Referenzwert automatisch zu korrigieren. Vielmehr wird die monetäre Entwicklung immer gründlich in Verbindung mit anderen Indikatoren analysiert, um ihre Auswirkungen auf die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht festzustellen.

Euro-Währungsgebiet seit November 1999 zurückzuführen sein. Dies wird auch dadurch bestätigt, dass die Abschwächung des M3-Wachstums vor allem durch die Verlangsamung der liquidesten Komponenten von M3, die in der Geldmenge M1 enthalten sind, bestimmt wurde. Kurzfristzinsen stellen Opportunitätskosten für diese liquiden Mittel dar, die nur zu niedrigen Sätzen oder überhaupt nicht verzinst werden.

Die Geschwindigkeit der Verlangsamung des M1-Wachstums war in den letzten beiden Quartalen sehr ausgeprägt. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet blieb die Geldmenge M1 von Mai bis Oktober 2000 praktisch unverändert, nachdem sie im Sechsmonatszeitraum bis April um 11,4 % angestiegen war. Darüber hinaus ging die Jahreswachstumsrate von M1 deutlich von 11,4 % im April auf 5,8 % im Oktober 2000 zurück.

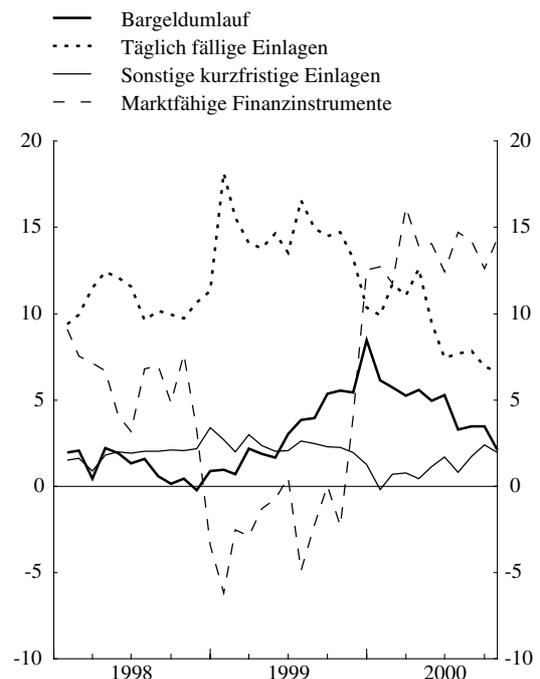
Insgesamt betrachtet beeinflusste die dämpfende Wirkung des Anstiegs der Kurzfristzinsen auf die liquiden Komponenten von M3 in den vergangenen Monaten das gesamte M3-Wachstum offenbar stärker als der stimulierende Effekt, den dieser Zinsanstieg auf die Nachfrage nach Finanzinstrumenten hatte, deren Verzinsung in der Regel enger an die Entwicklung am Geldmarkt gekoppelt ist (vor allem Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren und marktfähige Finanzinstrumente).

Was die einzelnen Komponenten von M3 betrifft (siehe Abbildung 3), so ging die Jahres-

rate des Bargeldumschlags im Oktober 2000 deutlich von 3,5 % im Vormonat auf 2,1 % zurück. Diese Verlangsamung hing teilweise mit Kalendereffekten zusammen, bestätigt jedoch gleichzeitig einen seit dem zweiten Quartal 2000 erkennbaren Abwärtstrend bei der Bargeldnachfrage. Die Jahreswachstumsrate der täglich fälligen Einlagen ging im Oktober 2000 auf 6,6 % zurück, nachdem sie im September 6,9 % betragen hatte. Wie oben erwähnt, ist das gemäßigte Wachstum die-

Abbildung 3
Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

ser Finanzinstrumente seit den 1999 und zu Beginn des Jahres 2000 verzeichneten Höchstwerten höchstwahrscheinlich auf den Anstieg der Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen.

Der Zuwachs der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) gegenüber dem Vorjahr verlangsamte sich im Oktober 2000 auf 1,9 %, verglichen mit 2,4 % im Vormonat. Hinter der verhaltenen Expansion dieser Position, die bereits seit Beginn des Jahres zu beobachten ist, verbergen sich entgegengesetzte Entwicklungen ihrer beiden Teilkomponenten. Die Nachfrage nach Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren konnte sich im Jahresverlauf kräftig erholen. Im Oktober betrug die Jahreswachstumsrate dieser Position 11,8 %, nachdem sie im Zeitraum bis Februar 2000 im negativen Bereich gelegen hatte. Dagegen haben sich die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten seit Jahresbeginn deutlich verringert; ihre jährliche Veränderungsrate lag im Oktober 2000 bei -4,8 %.

Die gegenläufigen Entwicklungen bei der Nachfrage nach diesen beiden Finanzinstrumenten lassen sich mit der Entwicklung der Verzinsung dieser Einlagen im Kundengeschäft der Banken erklären. Tatsächlich kommt in dem bei den Einlagen mit einer vereinbarten

Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten verzeichneten Rückgang die allmähliche Vergrößerung der Differenz zwischen den kurzfristigen Geldmarktzinsen und der Verzinsung dieser Einlagen im Kundengeschäft der Banken zum Ausdruck – eine Entwicklung, die seit Mitte 1999 zu beobachten ist (siehe Abbildung 6). Die im Gegensatz dazu lebhaftere Nachfrage nach Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren ist darauf zurückzuführen, dass sich die Verzinsung dieser Einlagen im Kundengeschäft der Banken stärker am Anstieg der kurzfristigen Geldmarktzinsen orientiert hat. Bedingt durch die Verlangsamung der jährlichen Wachstumsrate von M1 und der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) hat sich das jährliche Wachstum des mittleren Geldmengenaggregats M2 im Oktober auf 3,8 % verlangsamt, verglichen mit 4,2 % im Vormonat.

Die Nachfrage nach den in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten blieb im Oktober 2000 weiterhin lebhaft (der Zuwachs im Vergleich zum Vorjahr beschleunigte sich von 12,6 % im Vormonat auf 14,3 %). Dies dürfte den seit Herbst 1999 verzeichneten Anstieg der Kurzfristzinsen im Euro-Währungsgebiet und die damit einhergehende Abflachung der Zinsstrukturkurve widerspiegeln. Das anhaltend hohe Wachstum dieser Position, das in den letzten Monaten zu be-

Tabelle I

Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)

	Okt. 2000 Bestand	Aug. 2000 Veränderung		Sept. 2000 Veränderung		Okt. 2000 Veränderung		Aug. 2000 bis Okt. 2000 Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd €	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
M3	4 970,2	30,6	0,6	7,2	0,1	26,2	0,5	21,4	0,4
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 988,9	16,1	0,8	-6,6	-0,3	1,1	0,1	3,5	0,2
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 175,5	10,7	0,5	12,1	0,6	3,1	0,1	8,6	0,4
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	805,7	3,8	0,5	1,8	0,2	22,1	2,8	9,2	1,2

Quelle: EZB.

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

obachten war, hing in erster Linie mit der starken Nachfrage nach von MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Geldmarktfondsanteilen und Geldmarktpapieren zusammen. Zudem war die Nachfrage sowohl nach Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von bis zu zwei Jahren als auch nach Repogeschäften relativ hoch. Die im Oktober beobachtete kräftige Expansion der marktfähigen Finanzinstrumente dürfte auch durch ein vorsichtiges Anlegerverhalten angesichts der ausgeprägten Volatilität an den internationalen Aktienmärkten gestützt worden sein. Bei der Bewertung der Entwicklung marktfähiger Finanzinstrumente, die von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begeben wurden, sollte jedoch berücksichtigt werden, dass sich anhand des gegenwärtigen statistischen Berichtsrahmens des Eurosystems nicht der Teilbestand herausrechnen lässt, der von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehalten wird. Die auf Grund des Erwerbs solcher Instrumente durch Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets entstehende Verzerrung dürfte sich im Jahr 2000 in einer Erhöhung des gesamten M3-Wachstums niedergeschlagen haben.

Beschleunigter Rückgang der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte bei anhaltend hoher Ausweitung der Kreditgewährung an den privaten Sektor

In den vergangenen Monaten war außerdem eine etwas gemäßigtere Expansion der Kreditvergabe insgesamt zu beobachten. Im Vorjahresvergleich belief sich das Wachstum der gesamten Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet im Oktober 2000 auf 6,4 %, verglichen mit 7,0 % im September und etwa 8 % zu Beginn des laufenden Jahres.

Diese Verlangsamung war weitgehend auf den Rückgang der Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte zurückzuführen (die jährliche Veränderungsrate fiel im Oktober auf -6,5 %, nachdem sie im September 2000 bei -4,4 % und im November 1999 bei 4,6 % gelegen hatte). Bei der Kreditgewährung der MFIs an die öffentlichen Haushalte ist seit

November 1999 ein stetiger Rückgang zu verzeichnen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit den rückläufigen Haushaltsdefiziten in den meisten Ländern des Euro-Währungsgebiets, unter anderem auf Grund der kürzlichen Einnahmen aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen, die den Bedarf an Krediten von MFIs deutlich dämpften.

Gleichzeitig stieg die Jahresrate der Kreditgewährung an den privaten Sektor, die von 11,3 % im April 2000 auf 9,8 % im Juli 2000 zurückgegangen war, in den letzten Monaten wieder an und erreichte im Oktober 10,8 %. Die Finanzierung der UMTS-Lizenzen durch die beteiligten Telekommunikationsunternehmen dürfte der Hauptfaktor sein, der dem jüngsten Anstieg der jährlichen Veränderungsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor zu Grunde liegt.

Bei den einzelnen Komponenten der Kreditvergabe an den privaten Sektor betrug die Jahresrate der Direktkredite im Oktober 9,7 %, verglichen mit 9,9 % im September und 9,1 % im Juli. Die vorläufigen Quartalsangaben zur Kreditgewährung aufgegliedert nach Schuldnergruppen, Arten und Laufzeiten deuten für das dritte Quartal 2000 darauf hin, dass dieses anhaltend hohe Wachstum eine deutliche Zunahme der Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften widerspiegelt (siehe Tabelle 2). Die jährliche Steigerungsrate der Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften stieg im dritten Quartal 2000 deutlich auf 12,0 % an, verglichen mit 9,7 % im zweiten Quartal, was mit der bereits erwähnten Finanzierung der UMTS-Lizenzen zusammenhängen dürfte. Darüber hinaus könnten das kräftige Investitionswachstum und die günstigen Konjunkturaussichten die Nachfrage nach Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften fördern. Die Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Eurogebiet sowie Direktinvestitionen im Ausland dürften ebenfalls dazu beigetragen haben.

Die Jahresrate der Kreditvergaben an private Haushalte ging im dritten Quartal auf 7,8 % zurück, verglichen mit 8,4 % im zweiten und 9,1 % im ersten Quartal 2000. Dieser Ent-

wicklung lag eine deutliche Abnahme der Gewährung von Wohnungsbaukrediten zu Grunde. Die jährliche Steigerungsrate betrug im dritten Quartal 8,8 %, verglichen mit 10,1 % im zweiten und 11,0 % im ersten Quartal 2000. Dieser Rückgang der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten dürfte auf den seit dem Sommer 1999 zu beobachtenden allmählichen Anstieg der entsprechenden Zinssätze für die Kreditvergabe zurückzuführen sein (siehe Abbildung 7). Die Jahresrate der Konsumentenkredite stieg im dritten Quartal auf 7,9 % an, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Quartalen jeweils 7,1 % betragen hatte. Dieser Anstieg war jedoch zumindest teilweise auf einen Basiseffekt zurückzuführen.

Bei den übrigen Gegenposten von M3 ging die Jahresrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Verlauf der letzten Monate leicht zurück. Im Oktober 2000 betrug sie 6,7 %, verglichen mit jeweils 7,1 % im September und im Juli. Hinter diesem Rückgang verbergen sich gegenläufige Entwicklungen bei den einzelnen Komponenten. Das jährliche Wachstum der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr

als zwei Jahren ist seit Mai 2000 rückläufig, was mit den Substitutionseffekten von Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren zusammenhängen könnte, da sich der Abstand zwischen den Zinssätzen dieser beiden Positionen verringert hat.

Auch die jährliche Veränderungsrate der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren, die wichtigste Position bei den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten, war rückläufig. Die Jahreswachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten legte hingegen deutlich zu. Offenbar sind diese Einlagen, die fast ausschließlich von den privaten Haushalten gehalten werden, seit kurzem wieder attraktiver geworden, nachdem sie im gesamten Jahr 1999 und bis Mai 2000 rückläufig gewesen waren. Dieses gestiegene Interesse an Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten spiegelt die Entwicklung der Verzinsung dieser Einlagen im Kundengeschäft der Banken gegenüber ihrer kürzerfristigen Entsprechung, das heißt den Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, wider. Die Differenz zwischen den

Tabelle 2

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte ¹⁾

(nicht saisonbereinigter Stand am Ende des Berichtszeitraums in Mrd € und Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Private Haushalte			
		Konsumentenkredite ²⁾	Wohnungsbaukredite ²⁾	Sonstige Kredite	
Bestand					
2000 Q2	2 552,2	2 815,6	456,4	1 771,5	587,5
Q3	2 628,2	2 870,9	469,1	1 812,2	589,6
Jahreswachstumsrate					
1999 Q2	7,7	10,4	10,4	11,4	8,1
Q3	7,3	10,7	9,0	12,0	8,3
Q4	7,4	10,4	7,7	12,1	8,1
2000 Q1	10,3	9,1	7,1	11,0	5,4
Q2	9,7	8,4	7,1	10,1	4,7
Q3	12,0	7,8	7,9	8,8	4,8

Quelle: EZB.

1) Die Wachstumsraten werden, soweit verfügbar, anhand von Stromgrößen berechnet. Die Sektoren entsprechen den Definitionen nach dem ESVG 95. Weitere Einzelheiten siehe Fußnote 1) der Tabelle 2.5 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ und „Technischer Hinweis“.

2) Die Definitionen von Konsumentenkrediten und Wohnungsbaukrediten stimmen innerhalb des Euro-Währungsgebiets nicht vollständig überein.

Tabelle 3**Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten***(Monatsendstände und Zwölfmonatsveränderungen; Mrd €)*

	Bestände	Zwölfmonatsveränderungen					
	2000 Okt.	2000 Mai	2000 Juni	2000 Juli	2000 Aug.	2000 Sept.	2000 Okt.
1 Kredite an den privaten Sektor	6 715,9	648,7	584,0	582,7	601,5	646,3	653,1
2 Kredite an öffentliche Haushalte	1 927,7	-14,7	-21,6	-25,6	-49,3	-88,6	-133,2
3 Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	242,6	-181,7	-112,3	-134,3	-96,6	-137,6	-115,6
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 813,6	254,0	236,9	244,1	253,9	247,1	237,4
5 Sonstige Gegenposten (Nettoverbindlichkeiten)	102,4	-76,6	-34,5	-61,6	-58,4	-79,0	-79,5
M3 (=1+2+3-4-5)	4 970,2	275,0	247,7	240,2	260,2	252,0	246,4

*Quelle: EZB.**Anmerkung: Wegen des Rundens der Zahlen entspricht die Summe der M3-Gegenposten möglicherweise nicht dem für M3 angegebenen Gesamtbetrag.*

Zinssätzen dieser beiden Arten von Einlagen, die seit April 1999 von damals 0,5 Prozentpunkten stetig zugenommen hat, betrug im Oktober 2000 etwa 1,8 Prozentpunkte. Es sollte jedoch berücksichtigt werden, dass der Anteil der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten an den längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors insgesamt im Oktober 2000 unter 5 % lag.

Die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Eurogebiet an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets nahmen im Oktober 2000 in absoluten und nicht saisonbereinigten Zahlen um 12 Mrd € ab. Im Zwölfmonatszeitraum bis Oktober 2000 gingen sie um 116 Mrd € zurück (siehe Tabelle 3). In den jüngsten Monaten war dieser Rückgang weniger ausgeprägt als zu Beginn dieses Jahres. Im Zwölfmonatszeitraum bis Januar 2000 hatten die Nettoforderungen des MFI-Sektors um 190 Mrd € und im Zwölfmonatszeitraum bis April 2000 um 208 Mrd € abgenommen. Die Zahlungsbilanzdaten deuten darauf hin, dass dieser langsamere Rückgang der Nettoforderungen vermutlich sowohl mit niedrigeren Direktinvestitionen als auch mit niedrigeren Wertpapieranlagen außerhalb des Euro-Währungsgebiets seit Anfang dieses Jahres zusammenhängt.

Gesamteinschätzung der von der ersten Säule ausgehenden Risiken für die Preisstabilität

Berücksichtigt man sämtliche Informationen aus den monetären Variablen, so kommt man zu dem Schluss, dass die von der monetären Seite ausgehenden Risiken für die Preisstabilität inzwischen ausgewogener sind. In den jüngsten Monaten war ein deutlich gemäßigeres M3-Wachstum zu beobachten. Ferner könnte die Verlangsamung der in M1 enthaltenen liquidesten Komponenten von M3 darauf hindeuten, dass der potenzielle Aufwärtsdruck auf die Ausgaben teilweise abgeklungen ist.

Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die seit Beginn der dritten Stufe der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) gewachsene kumulierte Differenz zwischen dem M3-Wachstum und dem Referenzwert – die zuweilen auch als „money gap“ bezeichnet wird – im positiven Bereich geblieben ist. Bei der Analyse dieser Informationen müssen jedoch einige Punkte berücksichtigt werden. So ist z. B. nicht auszuschließen, dass sich vor allem zu Beginn der dritten Stufe der EWU Sonderfaktoren auf das Wachstum der Geldmenge M3 ausgewirkt haben. Darüber hinaus ist zu bedenken, dass das jüngste M3-Wachstum über den Referenzwert hinaus teilweise auf die durch den Ölpreisschock im Jahr 2000

ausgelöste Preisniveauerhöhung zurückzuführen ist. Daher sollte der Informationsgehalt des „money gap“ für die zukünftige Inflationsentwicklung nicht überbewertet werden. Dessen ungeachtet geben dieser Indikator und die nach wie vor lebhaftige Zunahme der Kreditgewährung an den privaten Sektor Anlass zu weiterer Wachsamkeit gegenüber dem Risiko unerwünscht hoher Inflationsraten.

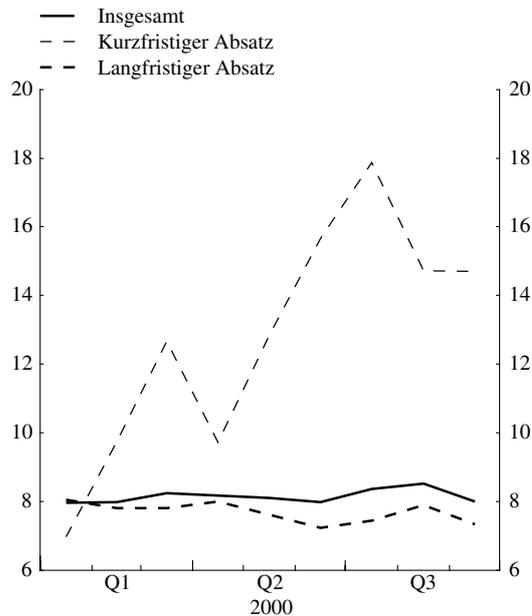
Mit Blick auf die Zukunft werden die günstigen Wachstumsaussichten im Eurogebiet wahrscheinlich die Nachfrage nach den Geldmengenaggregaten M1 und M3 zu Transaktionszwecken ankurbeln. Außerdem dürfte der erwartete kräftige Anstieg der Unternehmensinvestitionen und des privaten Verbrauchs weiterhin zur Zunahme der Kreditnachfrage seitens des privaten Sektors beitragen. Gleichwohl hat sich der bisherige Anstieg der Kurzfristzinsen noch immer nicht in vollem Ausmaß ausgewirkt, weshalb ein weiterer dämpfender Effekt auf die Ausweitung der Geldmenge und der Kreditvergabe aus dieser Richtung erwartet werden kann.

Gedämpfter Nettoabsatz von Schuldverschreibungen im September

Der Nettoabsatz von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, lag im September 2000 deutlich unter seinem Vorjahrsstand und unter dem durchschnittlichen monatlichen Nettoabsatz im vorangegangenen Zwölfmonatszeitraum. Infolgedessen nahm die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen von 8,5 % im August 2000 auf 8,0 % im September ab und näherte sich somit wieder den im Jahr 2000 weitgehend verzeichneten Wachstumsraten (siehe Abbildung 4). Dieser Entwicklung lag ein Rückgang der jährlichen Veränderungsrate der langfristigen Schuldverschreibungen (d. h. mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr) von 7,9 % im August 2000 auf 7,3 % im September zu Grunde. Gleichzeitig blieb die jährliche Wachstumsrate des Umlaufs an kurzfristigen Schuldverschreibungen im September unverändert bei 14,7 %.

Abbildung 4 Umlauf an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Nach Währungen aufgegliedert fiel die Zwölfmonatsrate des Umlaufs an auf Euro lautenden Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euroraum begeben wurden, von 7,1 % im August auf 6,4 % im September 2000; dies stellt die bisher niedrigste Wachstumsrate des laufenden Jahres dar. Zugleich stieg die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Gebietsansässigen begebenen und auf andere Währungen lautenden Schuldverschreibungen von 27,0 % im August 2000 auf 28,4 % im September an, womit sich der starke Aufwärtstrend fortsetzte, der im dritten Quartal 2000 begonnen hatte.

Die Aufgliederung nach Emittentengruppen zeigt, dass die rückläufige Jahreswachstumsrate des Umlaufs an auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euroraum weitgehend auf einen im September 2000 verzeichneten Rückgang des Nettoabsatzes durch den privaten Sektor zurückzuführen war (siehe Abbildung 5). Die jährliche Steigerungsrate des Umlaufs an auf Euro lautenden Schuldverschreibungen, die

vom MFI-Sektor begeben wurden, belief sich im September 2000 auf 9,5 % und war damit die bislang niedrigste Wachstumsrate des laufenden Jahres. Gleichzeitig war die Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von Nicht-MFIs des privaten Sektors begebenen Schuldverschreibungen, die nach dem Anfang des Jahres verzeichneten sehr hohen Stand praktisch kontinuierlich abgenommen hatte, im September weiter rückläufig. Ausschlaggebend für diese Entwicklung war eine sinkende Jahreswachstumsrate des Umlaufs an von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen, und zwar von 21,9 % im August 2000 auf 17,6 % im September. Demgegenüber war bei der jährlichen Steigerungsrate des Umlaufs an von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen ein leichter Anstieg von 17,5 % im August 2000 auf 17,8 % im September zu verzeichnen. Die konstant hohen Wachstumsraten in diesem Sektor können teilweise auf Umstrukturierungen von Unternehmen im Eurogebiet zurückgeführt werden. Ferner könnte das ge-

stiege Bewusstsein der Möglichkeit einer Finanzierung über die Wertpapiermärkte als Alternative zur Finanzierung durch herkömmliche Bankkredite ein ausschlaggebender Faktor sein.

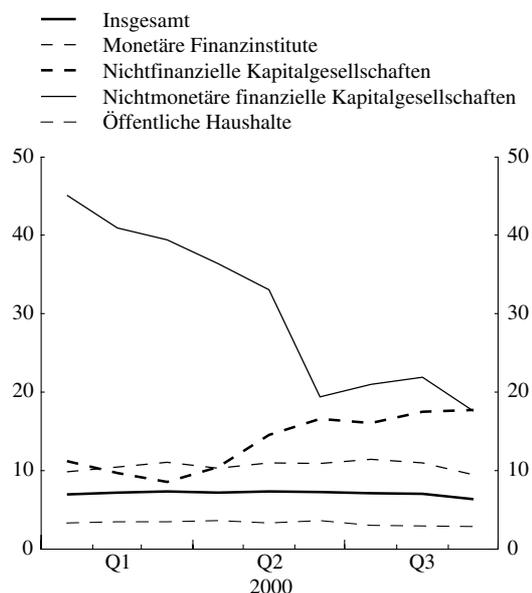
Bei der Jahresrate des Absatzes von Schuldverschreibungen durch den öffentlichen Sektor setzte sich im September 2000 der Abwärtstrend fort (2,8 % gegenüber 2,9 % im Vormonat). Diese relativ niedrige Wachstumsrate spiegelt den fortschreitenden Rückgang des öffentlichen Kreditbedarfs im Euro-Währungsgebiet wider. Beim Umlauf von Schuldverschreibungen der sonstigen öffentlichen Haushalte betrug die Zwölfmonatsrate im September im Vergleich zum Vormonat unverändert 6,0 %.

Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Oktober im Kurzfristbereich gestiegen, im längeren Laufzeitbereich jedoch stabil geblieben

Bei den kürzeren Laufzeiten zogen die Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Eurogebiet im Oktober 2000 allgemein weiter leicht an (siehe Abbildung 6). Dieser Entwicklung lag ein Anstieg der Geldmarktsätze in den vorangegangenen Monaten zu Grunde, der mit Leitzinserhöhungen durch die EZB zusammenhing. Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken stiegen im Oktober 2000 im Vergleich zum Vormonat um 2 Basispunkte (Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) bis 17 Basispunkte (Zinssatz für die Kreditvergabe an Unternehmen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr). Betrachtet man die längerfristige Entwicklung im Zeitraum von August 1999 (als die Geldmarktzinssätze zu steigen begannen) bis Oktober 2000, so ist festzustellen, dass sich sowohl die durchschnittlichen Zinsen für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr als auch der Durchschnittssatz für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr um rund 170 Basispunkte erhöht haben. Demgegenüber legte die durchschnittliche Verzinsung der Einlagen mit einer ver-

Abbildung 5 Umlauf an auf Euro lautenden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



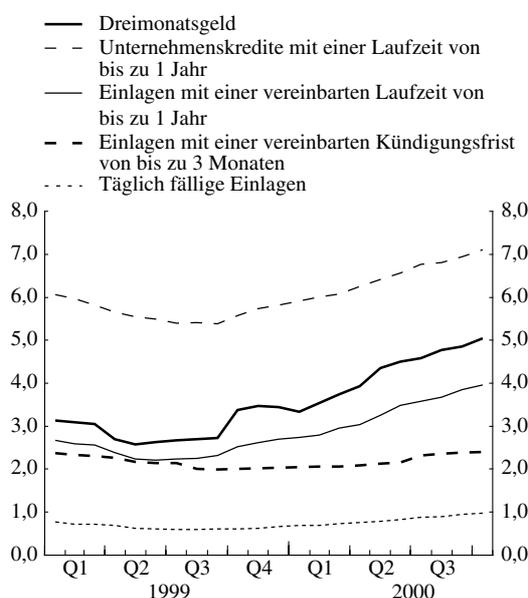
Quelle: EZB.

einbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten und der täglich fälligen Einlagen im gleichen Zeitraum um etwa 40 Basispunkte zu. Alle diese Veränderungen bei den kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken waren weniger ausgeprägt als der Anstieg bei den Geldmarktsätzen für Dreimonatsgeld, die sich zwischen August 1999 und Oktober 2000 um 230 Basispunkte erhöhten, was teilweise von einer gewissen Verzögerung beim Durchschlagen der Geldmarktzinsen auf Bankzinsen herrühren dürfte.

Im Vergleich zum September 2000 blieben die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Oktober 2000 praktisch unverändert, was auf die stabilen Renditen von Staatsanleihen in den vorangegangenen Monaten zurückzuführen ist (siehe Abbildung 7). Vor allem die Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren lagen unverändert bei 6,6 % bzw. 4,8 %. Dagegen war bei den Unternehmenskrediten mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr ein

Abbildung 6 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

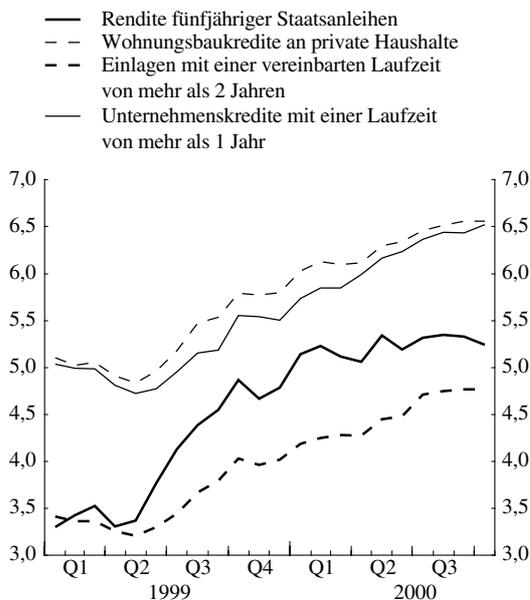
(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Abbildung 7 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

leichter Anstieg um 8 Basispunkte auf 6,5 % im Oktober 2000 zu verzeichnen. Betrachtet man die längerfristige Entwicklung der langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken anhand einer Analyse des Zeitraums ab Mai 1999 (als die Langfristzinsen im Euroraum anzusteigen begannen), so zogen die langfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken um 156 Basispunkte (bei der durchschnittlichen Verzinsung der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren) bis etwa 175 Basispunkte (sowohl bei den Durchschnittszinsen für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr als auch bei dem entsprechenden Zinssatz für Wohnungsbaukredite an private Haushalte) an. Im selben Zeitraum nahm die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen um 187 Basispunkte zu.

Geldmarktsätze im November rückläufig

Während die Geldmarktsätze im Verlauf dieses Jahres zumeist eine steigende Tendenz

aufwiesen, änderte sich dieser Trend Ende Oktober, und die Geldmarktsätze waren rückläufig. Die Steigung der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt, die sich aus dem Abstand zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR ergibt, verringerte sich seit Anfang August 2000; Anfang Dezember fiel die Kurve dann sogar. Auch der Dreimonats-EURIBOR aus Terminkontrakten mit Fälligkeit im Jahr 2001 weist seit Ende August 2000 einen Abwärtstrend auf, wobei der Rückgang gegen Ende November und Anfang Dezember besonders ausgeprägt war.

Der Tagesgeldsatz, gemessen am EONIA, blieb recht stabil und lag während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 23. November endete, bei rund 4,80 %. Dieses stabile Verlaufsmuster setzte sich auch zu Beginn der darauf folgenden Erfüllungsperiode fort. Am 13. Dezember betrug der EONIA 4,81 %. Bei den im November und Anfang Dezember abgewickelten Hauptrefinanzierungsgeschäften der EZB bewegte sich der marginale Zuteilungssatz in einer Bandbreite zwischen 4,75 % und 4,84 %. Bei dem am

13. Dezember abgewickelten Geschäft lagen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz bei 4,76 % bzw. 4,78 %.

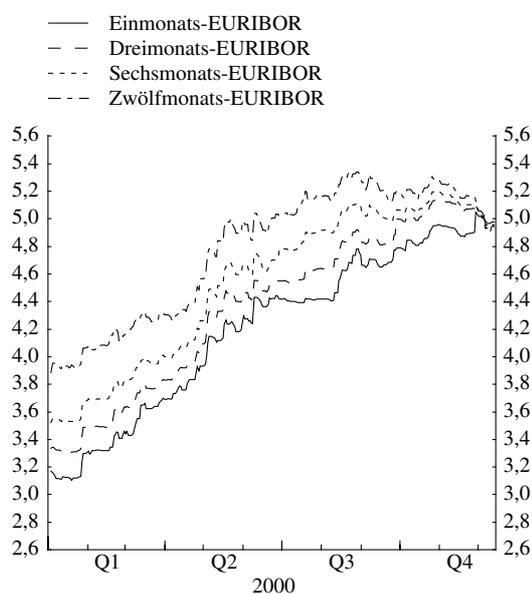
Der Einmonats-EURIBOR war im November meist rückläufig. Allerdings stieg er auf Grund des „Jahresultimoeffekts“ am 29. November um rund 15 Basispunkte (siehe Abbildung 8). Dieser Ultimoeffekt resultiert aus dem Wunsch der Finanzinstitute, ihre Bilanzen am Jahresende anzupassen. Der Einmonats-EURIBOR fiel nach seinem Anstieg am 29. November wieder. Am 13. Dezember lag er bei 4,98 % und damit 2 Basispunkte über seinem Stand von Ende Oktober.

Der Dreimonats-EURIBOR gab zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember um 17 Basispunkte nach. Bei dem am 30. November 2000 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems betragen der marginale und der durchschnittliche Zuteilungssatz 5,03 % bzw. 5,05 %. Diese Sätze lagen somit 4 bzw. 2 Basispunkte unter dem am Abwicklungstag geltenden Dreimonats-EURIBOR.

Am längeren Ende der Zinsstrukturkurve am Geldmarkt kam es während des gleichen Zeitraums zu einem deutlicheren Rückgang der Zinssätze. Der Sechsmonats- und Zwölfmonats-EURIBOR gingen zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember um 24 bzw. 35 Basispunkte zurück. Am 13. Dezember lagen alle EURIBOR-Sätze im Einmonats- bis Zwölfmonatsbereich in einer Bandbreite zwischen 4,98 % und 4,94 %.

Die Zinserwartungen der Finanzmärkte für das Jahr 2001, die im impliziten Dreimonats-EURIBOR aus Terminkontrakten mit Fälligkeit im nächsten Jahr zum Ausdruck kommen, waren zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember deutlich nach unten gerichtet. Der implizite Dreimonats-EURIBOR aus Terminkontrakten mit Fälligkeit im März, Juni und September 2001 lag am 13. Dezember bei 4,86 %, 4,74 % bzw. 4,66 % und war damit 36, 46 bzw. 52 Basispunkte niedriger als Ende Oktober. Dies deutet darauf hin, dass im November und Anfang Dezember eine spürbare

Abbildung 8
Kurzfristzinsen im Euro-
Währungsgebiet
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Kasten 2

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der am 23. November 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Oktober bis zum 23. November 2000 wickelte das Eurosystem fünf Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft ab.

Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz durchgeführt. Dieser betrug bei allen fünf Geschäften 4,75 %. Das Zuteilungsvolumen lag zwischen 90 Mrd € und 108 Mrd €. Das Verhältnis des Bietungsaufkommens zum Zuteilungsvolumen schwankte zwischen 1,38 und 1,77 und betrug im Durchschnitt 1,56. Der marginale Zuteilungssatz schwankte zwischen 4,78 % und 4,84 %. Der gewichtete Durchschnittssatz lag bei jedem dieser Geschäfte um entweder einen oder zwei Basispunkte höher als der marginale Zuteilungssatz. An den Geschäften nahmen zwischen 565 und 614 Bieter teil.

Am 25. Oktober führte das Eurosystem ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem vorab bekannt gegebenen Zuteilungsvolumen von 15 Mrd € durch. An dieser Transaktion nahmen insgesamt 241 Bieter teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 43,1 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz belief sich auf 5,06 %, und der gewichtete Durchschnittssatz lag einen Basispunkt höher, das heißt bei 5,07 %.

Zu Beginn der Mindestreserve-Erfüllungsperiode betrug der EONIA 4,84 % und hielt einen Stand von 4,85 % bis zum 31. Oktober, als er bedingt durch die üblichen Kalendereffekte am Monatsende auf 4,97 % stieg. Dann gab er allmählich etwas nach und erreichte am 17. November vorübergehend einen Tiefstand von 4,76 %, vermutlich weil am Geldmarkt von großzügiger Liquiditätsversorgung ausgegangen wurde. Gegen Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, am 21. November, stieg der EONIA angesichts vorübergehend knapperer Liquidität auf 4,86 %. Jedoch fiel der EONIA nach dem letzten Zuteilungsbeschluss wieder und betrug am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode 4,81 %.

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

Gegenüber der vorangegangenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode ging die tagesdurchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von 0,5 Mrd € auf 0,2 Mrd € zurück, während die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität mit 0,2 Mrd € unverändert blieb.

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. Oktober bis 23. November 2000

	Liquiditätszuführend	Liquiditätsabschöpfend	Nettobeitrag
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	228,9	0,2	+228,7
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	183,7	-	+183,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	-	+45,0
Ständige Fazilitäten	0,2	0,2	+0,0
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	398,6	511,6	-113,0
Banknotenumlauf	-	352,7	-352,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	49,8	-49,8
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	398,6	-	+398,6
Sonstige Faktoren (netto)	-	109,1	-109,1
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			115,7
(d) Mindestreserve-Soll			115,1

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren, das heißt die nicht mit geldpolitischen Geschäften zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), entzogen dem Bankensystem per saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 113,0 Mrd € und somit 5,0 Mrd € mehr als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Dies war vor allem auf eine leichte Zunahme der Einlagen der öffentlichen Haushalte ebenso wie auf die Liquiditätsabschöpfung infolge der vom Eurosystem durchgeführten Devisenmarktinterventionen zurückzuführen. Im Tagesdurchschnitt bewegte sich die Summe der autonomen Faktoren zwischen 105,2 Mrd € und 129,6 Mrd €.

Der Einfluss der Devisenmarktinterventionen, die am 3., 6. und 9. November durchgeführt und am 7., 8. bzw. 13. November abgewickelt wurden, auf die Liquiditätslage im Euroraum wurde bei den Zuteilungsbeschlüssen der darauf folgenden Hauptrefinanzierungsgeschäfte berücksichtigt.

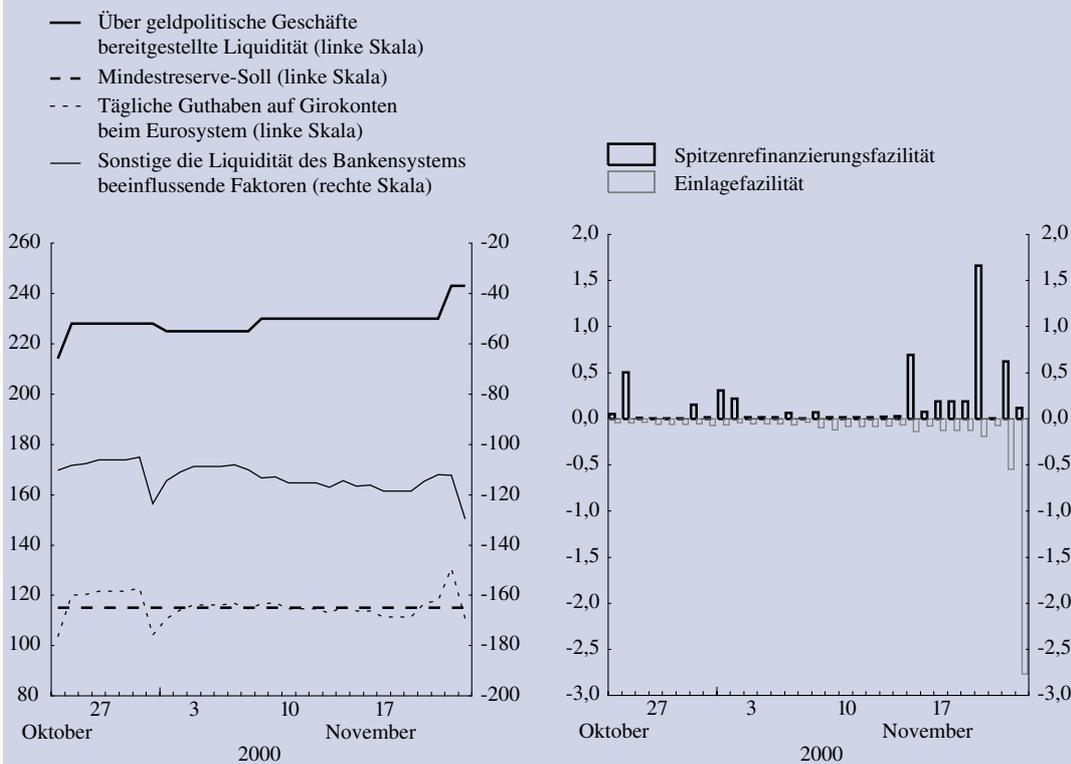
Die veröffentlichten Schätzungen des durchschnittlichen durch die autonomen Faktoren bedingten Liquiditätsbedarfs bewegten sich zwischen 110,4 Mrd € und 117,2 Mrd €. Die Abweichung von den Ist-Zahlen betrug zwischen -0,8 Mrd € und +1,6 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 115,7 Mrd €, und das Mindestreserve-Soll betrug 115,1 Mrd €. Die Differenz lag somit bei 0,6 Mrd € und war damit 0,2 Mrd € niedriger als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Dieser Rückgang ergab sich aus einer Abnahme der Überschussreserven von 0,6 Mrd € auf 0,4 Mrd €. Wie bereits in der vorangegangenen Erfüllungsperiode dienten 0,2 Mrd € der Guthaben auf Girokonten nicht der Erfüllung des Mindestreserve-Solls.

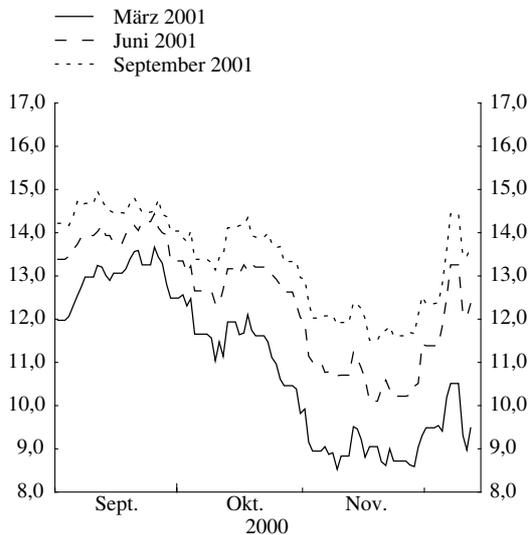
Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. November 2000 abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(Mrd €; Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 9
Implizite Volatilität aus Optionen
auf Dreimonats-EURIBOR-Termin-
kontrakte



Quelle: Bloomberg.

Abwärtskorrektur der Zinserwartungen bei zukünftigen kurzfristigen Zinssätzen stattgefunden hat.

Die Volatilität des impliziten Dreimonats-EURIBOR aus Optionen auf Terminkontrakte mit Fälligkeit im März, Juni und September 2001 hat sich über weite Strecken des Monats November leicht abgeschwächt; damit setzte sich der seit Ende September 2000 andauernde Trend fort (siehe Abbildung 9). Allerdings kehrte sich dieser Rückgang Ende November und Anfang Dezember um, und die Volatilität erhöhte sich vor allem bei den längeren Laufzeiten parallel zu der ausgeprägten Abwärtskorrektur bei den Zinserwartungen deutlich. Dies deutet darauf hin, dass die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze Anfang Dezember zunahm.

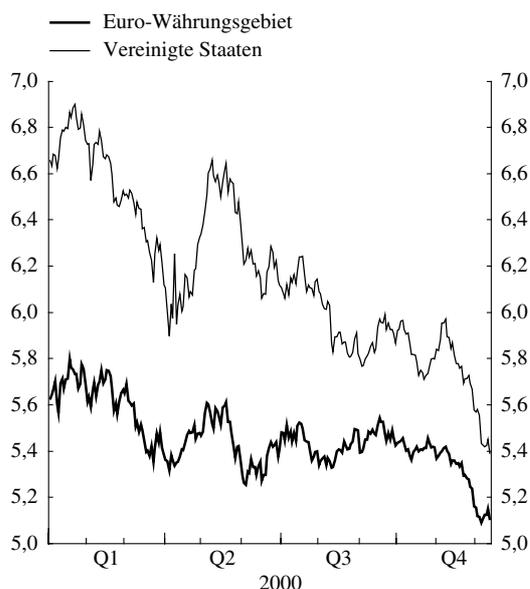
Langfristige Anleiherenditen im November und Anfang Dezember rückläufig

Nachdem im Sommer und Herbst 2000 eine weitgehende Stabilität auf den Anleihemärkten des Euro-Währungsgebiets zu beobach-

ten war, gingen die Renditen der langfristigen Staatsanleihen im November und Anfang Dezember merklich zurück (siehe Abbildung 10). Während sich die durchschnittliche Rendite zehnjähriger EWU-Anleihen zwischen Ende Juni und Ende Oktober innerhalb einer engen Bandbreite von 5,35 % bis 5,55 % bewegt hatte, verringerte sich die Rendite in der Folgezeit um rund 30 Basispunkte und betrug am 13. Dezember 5,1 %; sie erreichte damit den niedrigsten Stand innerhalb eines Jahres.

Auch in den Vereinigten Staaten gingen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember um rund 40 Basispunkte zurück. Der etwas stärkere Rückgang der Renditen der US-Staatsanleihen gegenüber den EWU-Staatsanleihen führte dazu, dass sich die Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger US-Anleihen und vergleichbaren Renditen im Euro-Währungsgebiet im Berichtszeitraum um etwa 10 Basispunkte auf rund 30 Basispunkte verringerte. Der Renditeabstand bewegte sich

Abbildung 10
Renditen langfristiger Staatsanleihen im
Euro-Währungsgebiet und in den
Vereinigten Staaten
(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

somit seit dem Spätsommer dieses Jahres in einer engen Bandbreite um diesen Wert, nachdem er in den Sommermonaten rapide abgenommen hatte.

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten lagen am 13. Dezember bei rund 5,4 %, nachdem sie in der Zeit nach Ende Oktober 2000 deutlich nachgegeben hatten. Im Laufe des Monats November und Anfang Dezember hatten aufkommende Anzeichen dafür, dass die Federal Reserve ihre straffen geldpolitischen Zügel langsam lockern könnte, bei Anlegern zu der Vermutung Anlass gegeben, dass eine Zinssenkung in den Vereinigten Staaten in nicht allzu ferner Zukunft möglich sei. Dies führte zu einem Rückgang der Renditen langfristiger Anleihen. Die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung schien auch zu Portfolioumschichtungen zu führen, wobei Papiere des Aktienmarkts, der weiterhin eine hohe Volatilität aufwies, in Anleihewerte umgetauscht wurden. Dies übte einen weiteren Abwärtsdruck auf die Renditen der US-Anleihen aus. Die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten und die Interpretation der Märkte bezüglich jüngster Signale der amerikanischen Zentralbank schienen ebenfalls mit dem Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen zusammenzuhängen. Darauf weist auch der deutliche Rückgang der zehnjährigen US-Breakeven-Inflationsrate hin, die sich aus der Renditedifferenz zwischen zehnjährigen Anleihen mit Nominalverzinsung und indexgebundenen Anleihen mit entsprechender Laufzeit ergibt.

Verglichen mit dem im Januar 2000 erreichten Höchststand belief sich der Rückgang der Renditen zehnjähriger US-Anleihen am 13. Dezember 2000 auf insgesamt mehr als 150 Basispunkte; damit wurde der niedrigste Stand seit Mai 1999 erreicht. Für diesen Rückgang können zwei Hauptfaktoren, die im Jahresverlauf von unterschiedlicher Bedeutung waren, verantwortlich gemacht werden. Zum einen spielte die in den Kursen enthaltene „Knappheitsprämie“, die aus dem Rückkauf von Anleihen herrührt, vor allem in den ersten Monaten dieses Jahres eine wichtige Rol-

le. Zum anderen waren dann im weiteren Jahresverlauf die steigenden Erwartungen der Anleger, dass sich die Konjunktur in den Vereinigten Staaten langsam abschwächen würde, von besonderer Bedeutung für die Entwicklung am Anleihemarkt. Die allmähliche Änderung der Beurteilung der Wachstumsaussichten durch die Anleger schien das Ergebnis einer steigenden Anzahl von Datenveröffentlichungen zu sein, die darauf hindeuteten, dass sich die Konjunktur stärker abkühlen könnte als ursprünglich angenommen.

Die Renditen japanischer Staatsanleihen wiesen in den vergangenen Monaten eine höhere Volatilität auf, nachdem sie über weite Strecken des Jahres stabil gewesen waren und sich auf einem relativ niedrigen Stand bewegt hatten. Zu Beginn des Herbstes 2000 waren die langfristigen Anleiherenditen auf Grund steigender Erwartungen einer Leitzinserhöhung und der damals vorherrschenden Meinung, dass sich die Wirtschaft schnell erholen würde, spürbar gestiegen. Nach Ende November kam es dann jedoch zu einer Umkehr dieser Entwicklung, und die Renditen nahmen deutlich ab. Dieser Abwärtsdruck schien aus einer Kombination verschiedener Faktoren zu resultieren; dazu zählten unter anderem, dass die Marktteilnehmer ihre Erwartungen hinsichtlich des Tempos der zukünftigen Konjunkturentwicklung nach unten korrigiert hatten sowie die politische Unsicherheit in Japan. Vor diesem Hintergrund fielen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Japan zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember um rund 15 Basispunkte auf 1,7 %.

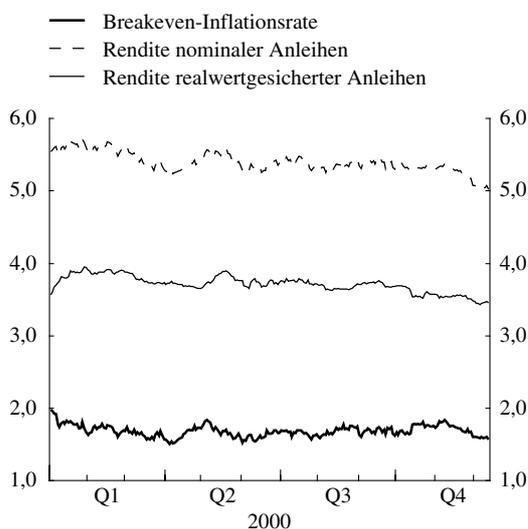
Wie bereits oben erwähnt, war bei den Renditen langfristiger Anleihen im Euroraum im November und Anfang Dezember meist eine Abwärtstendenz zu verzeichnen. Obwohl der Rückgang in diesem Zeitraum teilweise den Entwicklungen auf den internationalen Anleihemärkten zugeschrieben werden kann, spielten auch binnenwirtschaftliche Faktoren eine wichtige Rolle. Insbesondere der allmähliche Umschwung der Markterwartungen zu einer auf kurze Sicht leichten Konjunkturabschwächung im Euroraum schien einen gewissen

Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet auszuüben. Diese Neubeurteilung durch die Anleger dürfte sowohl auf die im Eurogebiet im November und Anfang Dezember veröffentlichten Wirtschaftsdaten als auch auf die sinkenden Exporterwartungen zurückzuführen sein, die mit den zuvor erwähnten nach unten korrigierten Wachstumserwartungen weltweit, vor allem jedoch in den Vereinigten Staaten, zusammenhängen. Darüber hinaus dürften auch die etwas niedrigeren Inflationserwartungen, die wohl mit dem Rückgang der Ölpreise und der Aufwertung des Euro in Verbindung stehen, zu einem Rückgang der nominalen Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet beigetragen haben. Im Zusammenhang mit der Änderung der Wachstums- und Inflationserwartungen der Märkte stand auch, dass die Erwartungen zukünftig weiter steigender kurzfristiger Zinsen bei den Anlegern anscheinend nachließen. Dies trug ebenfalls zu einem Abwärtsdruck auf die Anleiherenditen bei. Außerdem drückten auch die vor kurzem aufgetretenen Turbulenzen der Aktienkurse im Euroraum auf Grund von Portfolioveränderungen die Renditen von Staatsanleihen.

Ähnlich wie die Renditen nominaler Staatsanleihen waren auch die realen Renditen französischer indexierter Anleihen während eines Großteils dieses Jahres durch ein hohes Maß an Stabilität gekennzeichnet, bevor sie im November und Anfang Dezember leicht zurückgingen. Insbesondere die Rendite zehnjähriger indexgebundener Anleihen in Frankreich nahm zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember um rund 10 Basispunkte auf circa 3,5 % ab. Gleichzeitig fiel die zehnjährige „Breakeven-Inflationsrate“, die sich aus den nominalen und realen Renditen französischer Anleihen errechnet, in diesem Zeitraum um rund 20 Basispunkte und belief sich am 13. Dezember auf 1,6 % (siehe Abbildung 11). Die Entwicklung indexierter Anleiherenditen und der „Breakeven-Inflationsraten“ sollten jedoch wie üblich mit Vorsicht interpretiert werden, da eine Reihe von Einschränkungen gelten können (hierzu kann auch die Möglichkeit gehören, dass im Zeitverlauf variierende Risikoprämien existieren), die die

Abbildung 11 Breakeven-Inflationsrate, berechnet für Verbraucherpreise in Frankreich

(in %, Tageswerte)



Quellen: Französisches Schatzamt, ISMA und Reuters.

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

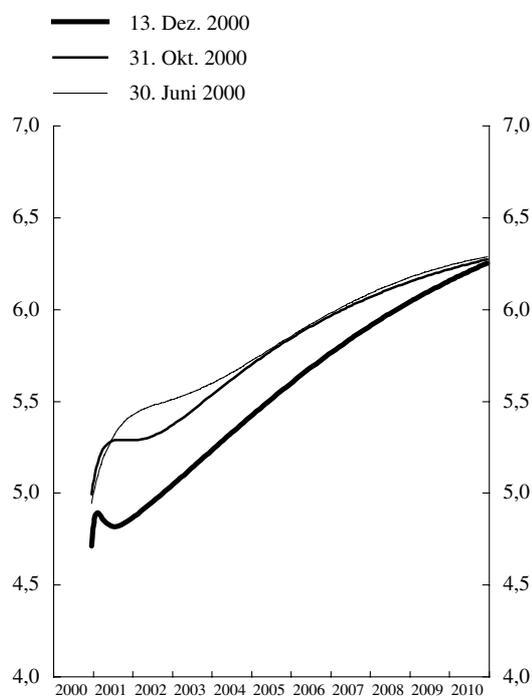
Interpretation der zu Grunde liegenden Fundamentaldaten erschweren können. Betrachtet man jedoch die Veränderung der Inflationserwartungen über einen etwas längeren Zeitraum, so könnte die Tatsache, dass die zehnjährige „Breakeven-Inflationsrate“ sich seit Mitte 1999 in einer relativ engen Bandbreite von 1,5 % bis 2,0 % bewegt, darauf hinweisen, dass die Marktteilnehmer trotz der hohen Volatilität der Ölpreise und der Wechselkurse großes Vertrauen haben, dass die EZB mittelfristig die Preisstabilität gewährleisten wird.

Im Laufe des November und Anfang Dezember setzte sich bei der Steigung der Zinsstrukturkurve des Eurogebiets, gemessen an der Differenz zwischen den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen des Euroraums und dem Dreimonats-EURIBOR, die seit Anfang 2000 zu beobachtende Abflachung der Kurve fort. So ging diese Messgröße der Steigung der Zinsstrukturkurve zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember um rund

15 Basispunkte auf rund 10 Basispunkte zurück. Während die Abflachung der Zinsstrukturkurve in den ersten zehn Monaten des Jahres fast ausschließlich auf steigende Kurzfristzinsen zurückzuführen war, resultiert die im November und Anfang Dezember zu verzeichnende Abnahme der Steigung aus den rückläufigen Anleiherenditen. Am ausgeprägtesten war der Rückgang der Renditen im mittelfristigen Laufzeitbereich; dies führte in diesem Teil der Zinsstrukturkurve zu einem inversen Verlauf. Insgesamt könnten diese Entwicklungen darauf hinweisen, dass Anleger ihre Wachstumserwartungen auf kurze Sicht nach unten revidiert haben, wohingegen sie davon ausgehen, dass das Wachstum sich längerfristig auf einem Stand einpendelt, der weitgehend dem heutigen entspricht. Ein ähn-

Abbildung 12
Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

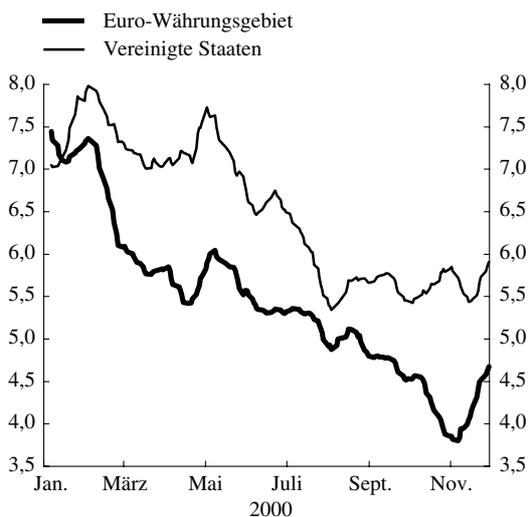
(in % p.a.; Tageswerte)



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

Abbildung 13
Implizite Volatilität aus Terminkontrakten auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



Quelle: Bloomberg.

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

liches Bild scheint sich auch aus dem Verlauf der Kurve der impliziten Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet zu ergeben. Am 13. Dezember war die Kurve am kurzen Ende deutlich abwärtsgerichtet und invers geworden, während am langen Ende gegenüber Ende Oktober kaum Veränderungen festzustellen waren (siehe Abbildung 12).

Die Entwicklung der impliziten Volatilität langfristiger Staatsanleihen kann einen Hinweis auf die Unsicherheit geben, die auf den Finanzmärkten hinsichtlich der den Renditen von Staatsanleihen zu Grunde liegenden Fundamentaldaten (einschließlich der langfristigen Wachstums- und der Inflationserwartungen) besteht. Im Gegensatz zu der anhaltenden Abwärtstendenz, die in den ersten zehn Monaten dieses Jahres zu beobachten war, stieg die implizite Volatilität der zehnjährigen deutschen Bund-Futures zwischen Ende Ok-

tober und dem 13. Dezember um rund 60 Basispunkte und lag am 13. Dezember bei über 4,5 % (siehe Abbildung 13). Obwohl dies im historischen Vergleich immer noch recht niedrig ist, signalisiert die deutliche Zunahme der impliziten Volatilität offenbar einen Anstieg der Unsicherheit über die kurzfristigen Aussichten für die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet. Dies wiederum könnte als Indiz dafür gewertet werden, dass die Unsicherheit der Anleger über die künftige Entwicklung der zu Grunde liegenden Fundamentaldaten in den letzten Wochen leicht zugenommen hat.

Aktienkurse gaben im November in volatillem Marktumfeld nach

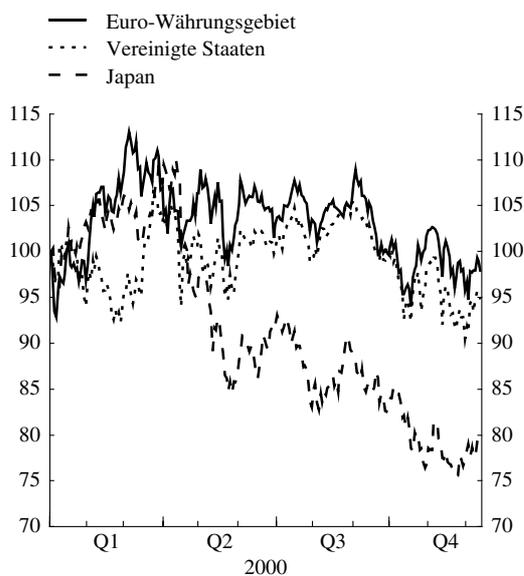
Wie bereits während der meisten Zeit in diesem Jahr festzustellen, waren die wichtigsten Aktienmärkte im Laufe des November und Anfang Dezember von Volatilität gekennzeichnet. Darin spiegelte sich in erster Linie die erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer bezüglich der Gewinnaussichten der Unternehmen vor dem Hintergrund einer sich abzeichnenden Abschwächung der weltweiten Konjunkturdynamik wider.

In diesem Marktumfeld gaben die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet (gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index) und in den Vereinigten Staaten (gemessen am Standard-&Poor's-500-Index) zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember um 4 % bzw. 5 % nach. In Japan dagegen waren, gemessen am Nikkei-225-Index, im selben Zeitraum Kursgewinne von 4 % zu verzeichnen (siehe Abbildung 14). Gegenüber Ende 1999 gaben die Aktienkurse im Euroraum und in den Vereinigten Staaten bis zum 13. Dezember um 3 % bzw. 7 % nach, während in Japan in der selben Zeit Kursverluste von 19 % zu beobachten waren.

Was das internationale Börsenumfeld angeht, war das Zusammenwirken mehrerer Faktoren für den Rückgang der Aktienkurse im November und Anfang Dezember in den Vereinigten Staaten ausschlaggebend. So wurden

Abbildung 14 Aktienkursindizes im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und in Japan

(Index: 1. Januar 2000 = 100; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

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

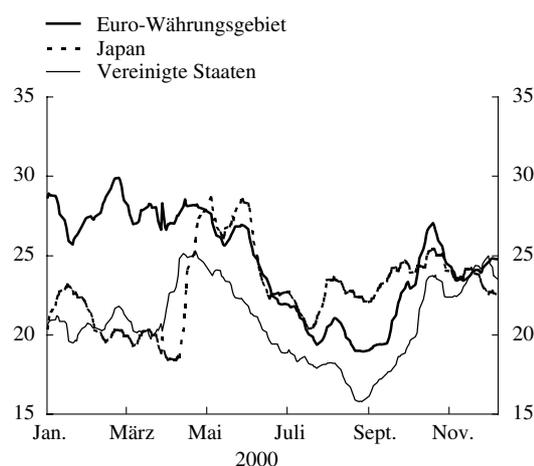
in diesem Zeitraum die kurzfristigen Markterwartungen bezüglich der Gewinnentwicklung von Unternehmen, die Bestandteil des Standard-&Poor's-500-Gesamtindex sind, erneut nach unten korrigiert. Diese Korrekturen der Gewinnerwartungen waren nicht nur auf die negativen Auswirkungen der vorangegangenen Ölpreiserhöhungen auf die Kosten und die gesamtwirtschaftliche Nachfrage, sondern auch auf die Stärke des US-Dollar und die zunehmenden Anzeichen einer Verlangsamung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. Da die gedämpften Markterwartungen Unternehmen im Hochtechnologiebereich am stärksten betrafen, kam es bei der Entwicklung der Aktienkurse zu einem erheblichen Gefälle zwischen den Marktsegmenten der „Old Economy“ und der „New Economy“. Der Dow-Jones-Industrial-Average-Index, in dem die Standardwerte erstklassiger Emittenten erfasst werden, ging zuletzt, das heißt zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember, um 2 % zurück. Vor dem Hintergrund einer stark ausgepräg-

ten Volatilität am Markt gab der Nasdaq-Composite-Index, in dem hauptsächlich Hochtechnologieunternehmen vertreten sind, zwischen Ende Oktober und Anfang Dezember zeitweise um bis zu 23 % nach. Seine gesamten Kursverluste beliefen sich zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember dann noch auf 16 %, sodass er gegenüber Ende 1999 um 31 % und im Vergleich zu seinem historischen Höchststand von März 2000 um 44 % nachgegeben hatte.

Zwar entsprach der zwischen Ende Oktober und Anfang Dezember in Japan zu beobachtende Kursanstieg nicht den Entwicklungen in anderen Wirtschaftsräumen, doch wiesen auch die japanischen Aktienkurse in diesem Zeitraum starke Schwankungen auf. Dies schien hauptsächlich mit den Kursausschlägen in den Vereinigten Staaten zusammenzuhängen, und dort vor allem mit der Volatilität des Hochtechnologiebereichs, die auf die weiter gefassten Börsenindizes in Japan übergriff.

Abbildung 15
Implizite Aktienkursvolatilität im Euro-Währungsgebiet, den Vereinigten Staaten und Japan

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



Quelle: Bloomberg.
 Anmerkung: Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Optionspreisen von Aktienkursindizes impliziert wird. Die impliziten Volatilitäten beziehen sich auf die folgenden Aktienindizes: Dow-Jones-Euro-STOXX-50-Index für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

Dass der Nikkei 225 insgesamt resistent gegen diese Entwicklung war, dürfte allerdings auf den strukturellen Anstieg der Zukäufe an Aktien durch japanische Investmentfonds zurückzuführen gewesen sein.

Nach den beträchtlichen Kursgewinnen in der zweiten Oktoberhälfte gaben die Aktienkurse im Euroraum zwischen Ende Oktober und Anfang Dezember erneut nach, womit sie einem allgemeinen Abwärtstrend folgten, der seit März 2000 zu beobachten war. Auf Grund dieses erneuten Rückgangs lag der Dow-Jones-Euro-STOXX-Index am 13. Dezember 13 % unter seinem Höchststand vom 7. März 2000. In den jüngsten Kursverlusten an den Aktienmärkten des Euroraums spiegelten sich in erster Linie die Entwicklungen im Hochtechnologiebereich der US-Börse sowie vermehrte Berichte eines geringer als erwartet ausfallenden Gewinnzuwachses bei den Hochtechnologieaktien (d. h. den Titeln der Branchen Telekommunikation und Technologie) im Eurogebiet wider. Allerdings ging der insgesamt zu beobachtende Rückgang der Aktienkurse auch mit starken Kursausschlägen einher, die die wohl erhöhte Sensibilität der Marktteilnehmer bezüglich der Berichte über die Gewinnaussichten der Unternehmen im Euroraum widerspiegeln und die sich in einer deutlichen Erhöhung der historischen Aktienkursvolatilität von 13 % im dritten Quartal 2000 auf zuletzt 22 % manifestierten (siehe Tabelle 4). Auch die implizite Volatilität, an der sich das Ausmaß der Unsicherheit der Marktteilnehmer bezüglich der künftigen Entwicklung an den Börsen ablesen lässt, erhöhte sich zwischen Ende Oktober und Anfang Dezember leicht (siehe Abbildung 15).

Die im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index erfassten Titel des Telekommunikationssektors wurden von den gedämpften Gewinnaussichten am meisten in Mitleidenschaft gezogen und verzeichneten daher mit 12 % im Zeitraum von Ende Oktober bis 13. Dezember den größten Kursrückgang. Somit lagen die Aktienkurse des Telekommunikationssektors am 13. Dezember 34 % unterhalb ihres Standes von Ende 1999. Auch bei den im Dow-Jones-Euro-STOXX-Index erfassten konjunk-

turabhängigen Konsumgütern waren starke Kursverluste zu verzeichnen: Die Aktienkurse dieses Sektors gaben zwischen Ende Oktober und dem 13. Dezember um 7 % nach, sodass sich der gesamte Kursrückgang gegenüber dem Jahresende 1999 in diesem Bereich auf 15 % belief. Der jüngste Kursrückgang könnte durch die verstärkten Anzeichen einer Konjunkturverlangsamung im Euroraum verschärft worden sein.

Das Verlaufsmuster der historischen Volatilität in den einzelnen Segmenten der Aktien-

märkte des Euroraums in den letzten Monaten ist hauptsächlich von dem seit Ende September weithin zu beobachtenden Anstieg gegenüber dem dritten Quartal 2000 gekennzeichnet. Der Impuls für diesen insgesamt zu verzeichnenden Anstieg ging erneut von den Bereichen Technologie und Telekommunikation aus, worin sich die erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer bezüglich der Geschäftsaussichten in diesen Branchen widerspiegelte.

Tabelle 4
Kursveränderungen und historische Volatilität der Dow-Jones-Euro-STOXX-Branchenindizes

(Kursveränderungen in %; historische Volatilität in % p.a.)

	Grundstoffe	Konjunkturabhängige Konsumgüter	Konjunkturunabhängige Konsumgüter	Energie	Finanzsektor	Gesundheitswesen	Industrie	Technologie	Telekommunikation	Versorgungsunternehmen	Euro STOXX
Kursveränderung											
Q2 2000	-13,3	-5,3	6,0	5,0	6,9	21,4	-6,5	-0,8	-21,5	-8,2	-3,7
Q3 2000	-1,2	-0,2	0,6	3,0	5,0	17,5	-3,9	-8,8	-21,7	-1,4	-3,1
Ende Sept. bis 13. Dez. 2000	15,6	-6,9	-1,8	-5,7	-0,4	-1,6	1,2	1,8	-9,3	-3,0	-1,9
Volatilität											
Q2 2000	20,1	24,6	13,9	20,4	17,0	23,7	21,8	59,1	52,8	17,7	24,4
Q3 2000	14,4	13,8	14,2	22,1	10,3	21,3	13,2	38,1	34,2	10,1	13,4
Ende Sept. bis 13. Dez. 2000	22,5	24,5	13,8	24,3	18,2	22,2	18,4	57,7	42,0	16,1	22,2

Quellen: STOXX und EZB-Berechnungen.

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

2 Preisentwicklung

Leichter Rückgang der Teuerung nach dem HVPI auf 2,7 % im Oktober 2000

Im Oktober 2000 ging die jährliche Steigerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt für das Euro-Währungsgebiet von dem im September erreichten hohen Niveau von 2,8 % leicht auf 2,7 % zurück; sie spiegelt somit weiterhin die Ölpreis- und Wechselkursentwicklungen im Laufe dieses Jahres wider. Während die jährliche Steigerungsrate der Energiepreise und

in geringerem Maße der Preise für Nahrungsmittel zwischen September und Oktober 2000 fiel, erhöhten sich die Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und Dienstleistungen geringfügig. Infolgedessen stieg die Zwölfmonatsrate des HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie im Oktober 2000 weiter auf 1,5 % an (eine Analyse der Preisentwicklung, die auf der Grundlage einer Aufgliederung des HVPI im Euro-Währungsgebiet nach Komponenten basiert, findet sich in Kasten 3).

Kasten 3

Eine Analyse der Preisentwicklung: Aufgliederung des HVPI insgesamt in seine wichtigsten Komponenten

Der EZB-Rat hat Preisstabilität anhand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) insgesamt für das Euro-Währungsgebiet definiert. Im Rahmen der praktischen Umsetzung der geldpolitischen Strategie der EZB wird die bisherige und aktuelle Entwicklung des HVPI als Teil der Analyse einer breiten Palette von Indikatoren, die im Rahmen der zweiten Säule vorgenommen wird, sorgfältig analysiert. Die Entwicklung des HVPI insgesamt spiegelt den Verlauf verschiedener Komponenten des HVPI wider, die gemäß ihrem Anteil am privaten Verbrauch gewichtet sind. Zurzeit veröffentlicht Eurostat 94 unterschiedliche Teilkomponenten des HVPI. Zur Erleichterung der Analyse der Verbraucherpreisentwicklung wurden stärker aggregierte Teilindizes erstellt (siehe insbesondere Kasten 1 „Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex“ im Aufsatz „Die Rolle kurzfristiger Konjunkturindikatoren bei der Analyse der Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet“ im Monatsbericht vom April 1999). Die EZB konzentriert sich bei ihrer im Monatsbericht erscheinenden regelmäßigen Analyse der Preisentwicklung in der Regel auf Angaben zum HVPI insgesamt sowie aufgeschlüsselt nach fünf Hauptkomponenten (unverarbeitete Nahrungsmittel, verarbeitete Nahrungsmittel, Energie, Industrieerzeugnisse außer Energie und Dienstleistungen).

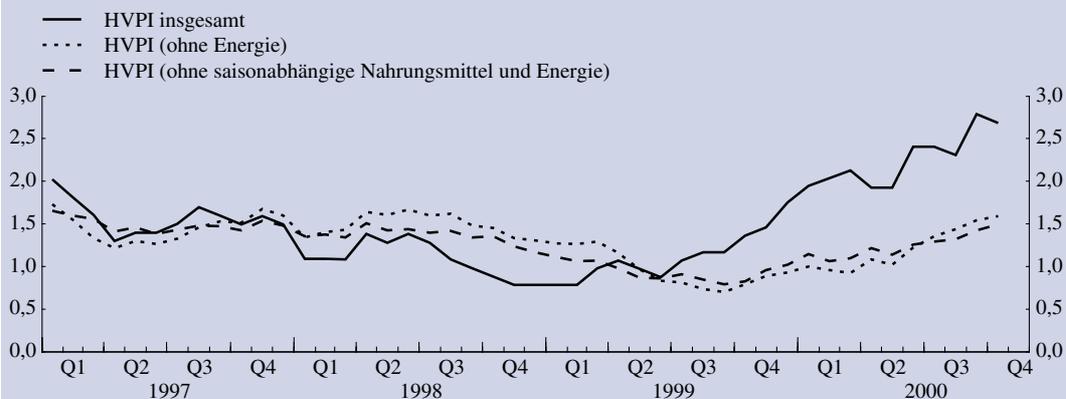
Die Zusammenfassung von Einzelpreisreihen zu den fünf oben aufgeführten Hauptkomponenten beruht im Wesentlichen auf ökonomischen Überlegungen. So umfasst jede Komponente in der Regel Positionen, die im Hinblick auf ihre Verwendung oder Herstellung und somit auch im Hinblick auf die Faktoren, die ihre Entwicklung beeinflussen, miteinander zusammenhängen. Zum Beispiel werden die Preise der zu den unverarbeiteten Nahrungsmitteln gehörenden Positionen (d. h. Fleisch, Fisch, Obst und Gemüse) stark von Saisonfaktoren und Witterungsbedingungen beeinflusst, während die Energiepreise zum großen Teil eng an die Entwicklung des Weltmarktpreises für Öl gekoppelt sind. Die in diesen beiden Hauptkomponenten enthaltenen Teilindizes sind somit grundsätzlich in höherem Maße von exogenen oder außenwirtschaftlichen Faktoren als von binnenwirtschaftlichen Faktoren abhängig, und ihre Preise können auf kurze Sicht erheblich schwanken. Dagegen werden die vergleichsweise weniger schwankungsanfälligen Preise der in den anderen Hauptkomponenten enthaltenen Positionen in der Regel stärker von der Entwicklung binnenwirtschaftlicher Faktoren wie etwa der Löhne und Gewinnmargen bestimmt. Sie sind jedoch auch von den Kosten für Vorleistungen abhängig und können daher durch die Weitergabe veränderter Einfuhrpreise über die inländische Produktionskette beeinflusst werden.

Eine detaillierte Analyse dieser Komponenten kann dazu beitragen, die für die Entwicklung der Inflation insgesamt maßgeblichen Faktoren zu ermitteln und zu veranschaulichen. Darüber hinaus kann es zu Analyse-

zwecken auch sinnvoll sein, einige dieser Komponenten in aggregierter Form zu betrachten. Dies entspricht einer Analyse von Abgrenzungen des HVPI, bei denen bestimmte Komponenten ausgeklammert werden, zum Beispiel des HVPI ohne Energie oder des HVPI ohne Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel (die zusammen mit den Fleischpreisen die Komponente „unverarbeitete Nahrungsmittel“ bilden). Dabei sind diese enger gefassten Messgrößen des Verbraucherpreisanstiegs nützlich, um bei der Analyse der aktuellen Entwicklung den Charakter von „Schocks“, die sich auf die Preisentwicklung auswirken, aufzuzeigen und die Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht zu erleichtern. Welche Komponente zu einem bestimmten Zeitpunkt am sinnvollsten ausgeklammert werden sollte, hängt jedoch von der Art des jeweiligen Schocks ab.

Der HVPI und der HVPI ohne bestimmte Komponenten im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

In der gegenwärtigen Situation erscheint es aus analytischer Sicht beispielsweise aufschlussreich, die Energiepreise aus dem HVPI insgesamt herauszurechnen. Die Verdreifachung des Weltmarktpreises für Öl seit Januar 1999 hat in den letzten beiden Jahren zu einem beträchtlichen Anstieg der Jahresrate der Energiepreiskomponente des HVPI geführt. Unter Ausschluss dieser Komponente belief sich der Anstieg des HVPI im Oktober dieses Jahres auf 1,6 %, während die Preissteigerung gemessen am HVPI insgesamt im selben Monat 2,7 % betrug (siehe Abbildung oben). Ein Vergleich dieser beiden Messgrößen zeigt, dass die in den letzten Monaten zu verzeichnende Steigerung der Inflationsraten insgesamt weitgehend auf die direkten Auswirkungen der Energiepreiserhöhung zurückzuführen ist. Gleichzeitig wird deutlich, dass auch die Verbraucherpreise (außer Energie) seit Ende 1999 stärker steigen.

Das Herausnehmen der Preise für saisonabhängige Nahrungsmittel (d. h. Fisch, Obst und Gemüse) bzw. unverarbeitete Nahrungsmittel aus dem HVPI kann mitunter ebenfalls hilfreich sein. Während zum Beispiel günstige Witterungsbedingungen Mitte 1999 einen ungewöhnlich starken Rückgang der Preise für Obst und Gemüse zur Folge hatten, führten die eher ungünstigen Witterungsbedingungen Mitte dieses Jahres zu einem Anstieg dieser Preise. Beide Faktoren spiegeln sich in dem beträchtlichen Anstieg der Zwölfmonatsrate bei den Preisen für saisonabhängige Nahrungsmittel in den Sommermonaten des Jahres 2000 wider. Infolgedessen belief sich die Jahresrate des HVPI ohne saisonabhängige Nahrungsmittel und Energie im Oktober 2000 auf 1,5 % und war somit etwas niedriger als die Preissteigerung gemessen am HVPI, bei dem lediglich die Energiepreiskomponente ausgeklammert ist. Auch die Fleischpreise haben, wenngleich sie durch Saisonfaktoren oder Witterungsbedingungen nicht sehr stark beeinflusst werden, in jüngster Zeit ein hohes Maß an Volatilität gezeigt, was zum Beispiel auf Nachfrageschocks im Zusammenhang mit den Besorgnissen hinsichtlich der Unbedenklichkeit des Fleischverzehrs zurückzuführen ist. Im Oktober 2000 lag die Jahresrate des HVPI ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie bei 1,4 %.

Es sei darauf hingewiesen, dass das Herausnehmen bestimmter Positionen aus dem HVPI insgesamt nicht bedeutet, dass deren Entwicklung aus geldpolitischer Sicht vernachlässigt werden kann. Letztlich müssen sich die privaten Haushalte im Eurogebiet auf die Gewährleistung der Preisstabilität für den gesamten Korb der von den Verbrauchern erworbenen bzw. in Anspruch genommenen Waren und Dienstleistungen verlassen können. Das vorrangige Ziel der Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet ist daher aus gutem Grund anhand des HVPI *insgesamt* definiert worden. Zudem kann es beispielsweise bei den Energiepreisen zu indirekten Folge- oder Zweitrundeneffekten kommen, die die Entwicklung der übrigen Komponenten des HVPI beeinflussen. Dies ist besonders dann der Fall, wenn der Schock mehr oder weniger von Dauer ist. In diesem Zusammenhang erweisen sich die enger gefassten Abgrenzungen der Preissteigerung nach dem HVPI als nützliche Instrumente, um die Entwicklung der Inflation insgesamt leichter analysieren und veranschaulichen zu können. Sie stellen jedoch keine Zielgröße für die Geldpolitik dar.

Der im Oktober 2000 verzeichnete Rückgang der Teuerung nach dem HVPI insgesamt ist in erster Linie auf einen Rückgang der jährlichen Steigerungsrate der Energiepreise von 15,5 % im September (diese wurde um 0,5 Prozentpunkte nach unten korrigiert)¹ auf 14,5 % im Oktober zurückzuführen, welcher wiederum einem Rückgang der Ölpreise von 37,4 € pro

Barrel im September auf 36,8 € pro Barrel im Oktober zuzuschreiben ist (siehe Tabel-

1 Obwohl Korrekturen der HVPI-Angaben ziemlich selten sind, hat Eurostat vor kurzem sowohl die Indizes, Gewichte und Inflationsraten für einige Länder als auch einige Aggregate für das Euro-Währungsgebiet korrigiert. Diese größtenteils geringfügigen Korrekturen wurden im Rahmen der von Eurostat durchgeführten aktuellen Überprüfung der Verfahren zur Erstellung dieser Statistiken vorgenommen.

Tabelle 5
Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				Q4	Q1	Q2	Q3	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,6	1,1	1,1	1,5	2,0	2,1	2,5	2,4	2,4	2,3	2,8	2,7	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,1	0,7	0,9	1,5	2,3	2,3	2,9	2,7	2,8	2,7	3,3	3,2	.
Nahrungsmittel	1,4	1,6	0,6	0,4	0,4	0,9	1,9	1,2	1,6	2,0	2,1	2,0	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,4	0,9	0,9	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,9	0,0	-0,3	-0,4	0,7	3,1	1,5	2,6	3,3	3,3	3,2	.
Industrieerzeugnisse	1,0	0,1	1,0	2,1	3,3	3,0	3,4	3,5	3,3	3,0	4,0	3,8	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	0,5	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6	0,8	0,9	.
Energie	2,7	-2,6	2,4	7,9	13,7	12,3	13,6	14,5	13,4	11,9	15,5	14,5	.
Dienstleistungen	2,4	1,9	1,5	1,4	1,6	1,7	1,8	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	1,1	-0,7	-0,4	2,1	4,3	5,2	5,7	5,6	5,6	5,5	6,1	6,3	.
Lohnstückkosten ²⁾	0,7	0,2	1,3	0,3	0,6	0,5	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,6	1,2	0,7	1,4	1,7	1,3	.	.	.	.	.	.	.
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	2,3	1,4	1,9	1,7	2,3	1,8	.	.	.	.	.	.	.
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ³⁾	2,5	1,8	2,2	2,4	3,6	3,7	.	.	.	.	.	.	.
Ölpreise (€ je Barrel) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	23,0	27,1	29,1	33,9	31,5	30,6	33,6	37,4	36,8	38,0
Rohstoffpreise ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	14,0	19,9	18,3	18,0	12,9	14,3	18,3	21,4	23,1	18,2

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

1) Ohne Baugewerbe.

2) Gesamtwirtschaft.

3) Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie 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.

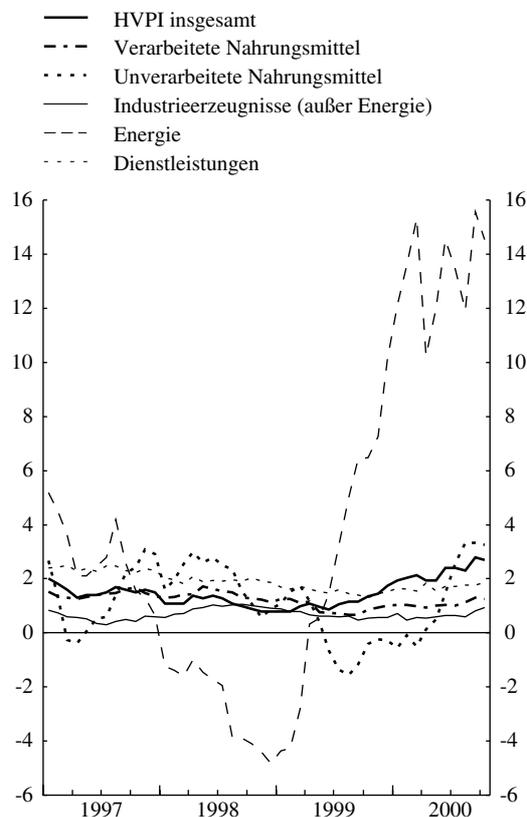
le 5). Die Entwicklung der Preise für Nahrungsmittel trug im Oktober 2000 nur in geringem Maße zum Rückgang der Teuerung nach dem HVPI insgesamt bei. Der Anstieg der Preise sowohl für unverarbeitete als auch für verarbeitete Nahrungsmittel im Vorjahresvergleich ging im Oktober 2000 um 0,1 Prozentpunkte auf 3,2 % bzw. 1,2 % zurück. Dies lässt darauf schließen, dass die starke Aufwärtsbewegung der Zwölfmonatsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel in der jüngsten Zeit zum Stillstand gekommen ist, was auf die schlechten Wetterbedingungen Mitte 2000 und einen mit dem deutlichen Preisrückgang Mitte 1999 verbundenen Basis-effekt zurückzuführen ist.

Im Gegensatz zu der Entwicklung der Preise für Energie und Nahrungsmittel erhöhte sich

Abbildung 16

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

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

die jährliche Steigerungsrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) und Dienstleistungen im Oktober 2000 geringfügig auf 0,9 % bzw. 1,9 %, was einen Anstieg um 0,1 Prozentpunkte gegenüber dem Vormonat darstellt (siehe Abbildung 16). Dieser Anstieg der Jahresrate der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) dürfte – zusammen mit dem Anstieg um 0,2 Prozentpunkte im September 2000 – teilweise das Ergebnis der Übertragung jüngster Preissteigerungen in vorgelagerten Stadien des Produktionsprozesses sein, die sich in den industriellen Erzeugerpreisen widerspiegeln. Die Zwölfmonatsrate bei den Preisen für Dienstleistungen ist seit Ende 1999 allmählich gestiegen, was unter anderem eine Zunahme der energiepreisreagiblen Komponenten wie beispielsweise des Transports widerspiegelt. Dies ist ein weiteres Indiz für das allmähliche Durchschlagen früherer Ölpreisanhebungen auf die Verbraucherpreise.

Vor diesem Hintergrund gibt es einige Hinweise darauf, dass die Divergenz zwischen den Inflationsraten in den EWU-Ländern etwas größer geworden ist. In Kasten 4 werden in diesem Zusammenhang die Inflationsdifferenziale innerhalb des Euro-Währungsgebiets analysiert.

Stärkerer Anstieg der Erzeugerpreise im Oktober 2000

Die jährliche Steigerungsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euro-Währungsgebiet erhöhte sich von 6,1 % im September auf 6,3 % im Oktober 2000, und der seit dem letzten Jahr beobachtete Aufwärtsdruck setzte sich fort. Der Anstieg der Zwölfmonatsrate für Erzeugerpreise insgesamt war auf die Entwicklung der Preise für Vorleistungsgüter und Konsumgüter zurückzuführen (siehe Abbildung 17). Trotz des leichten Rückgangs des Ölpreises (in Euro) zwischen September und Oktober 2000 stieg die Zwölfmonatsrate der Preise für Vorleistungsgüter von 13,0 % im September auf 13,4 % im Oktober 2000 an. Die jüngste Zunahme war wahrscheinlich das Ergebnis der zeitlich verzögerten Auswirkungen des starken Ölpreisanstiegs

Kasten 4

Inflationsunterschiede innerhalb des Euro-Währungsgebiets

Grundsätzlich ist davon auszugehen, dass die Preissteigerungsraten innerhalb des Euroraums aus verschiedenen Gründen von Land zu Land unterschiedlich sein können.¹ Erstens können länderspezifische Ereignisse dazu führen, dass die Inflationsraten eines Landes von denen anderer Länder abweichen. Zweitens können länderübergreifende Schocks die Preissteigerung auf nationaler Ebene unterschiedlich beeinflussen, da die jeweiligen Handels-, Verbrauchs- und Produktionsstrukturen, die Steuersysteme und die finanzwirtschaftlichen und institutionellen Strukturen je nach EWU-Land variieren. Und drittens können Inflationsunterschiede auch zu einem gewissen Grad auf den aktuellen Prozess der Preisniveaunkonvergenz der Länder des Euro-Währungsgebiets zurückzuführen sein. Die einheitliche Geldpolitik, die Verwirklichung des Binnenmarkts und die grenzüberschreitende Preistransparenz haben den Spielraum für erhebliche Preisunterschiede bei Handelsgütern verringert. Bei Waren und Dienstleistungen, die weniger leicht handelbar sind, dürfte die langfristige Konvergenz der Produktivitätsniveaus und des Lebensstandards im Euroraum ebenfalls zu einer Preisniveaunkonvergenz führen, wobei während der Übergangszeit noch Inflationsunterschiede bestehen können.

Statistische Kennziffern belegen gestiegene Inflationsdifferenzen innerhalb des Euroraums

Die Konvergenz der Teuerungsraten hat in den letzten zehn Jahren in den Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets merklich zugenommen.² So spielten die Kriterien des Maastricht-Vertrags eine zentrale Rolle bei der erfolgreichen Konvergenz in Richtung eines hohen Maßes an Preisstabilität in den Teilnehmerländern. Allerdings scheint sich das Inflationsgefälle zwischen den EWU-Ländern seit Mitte 1997 vergrößert zu haben.

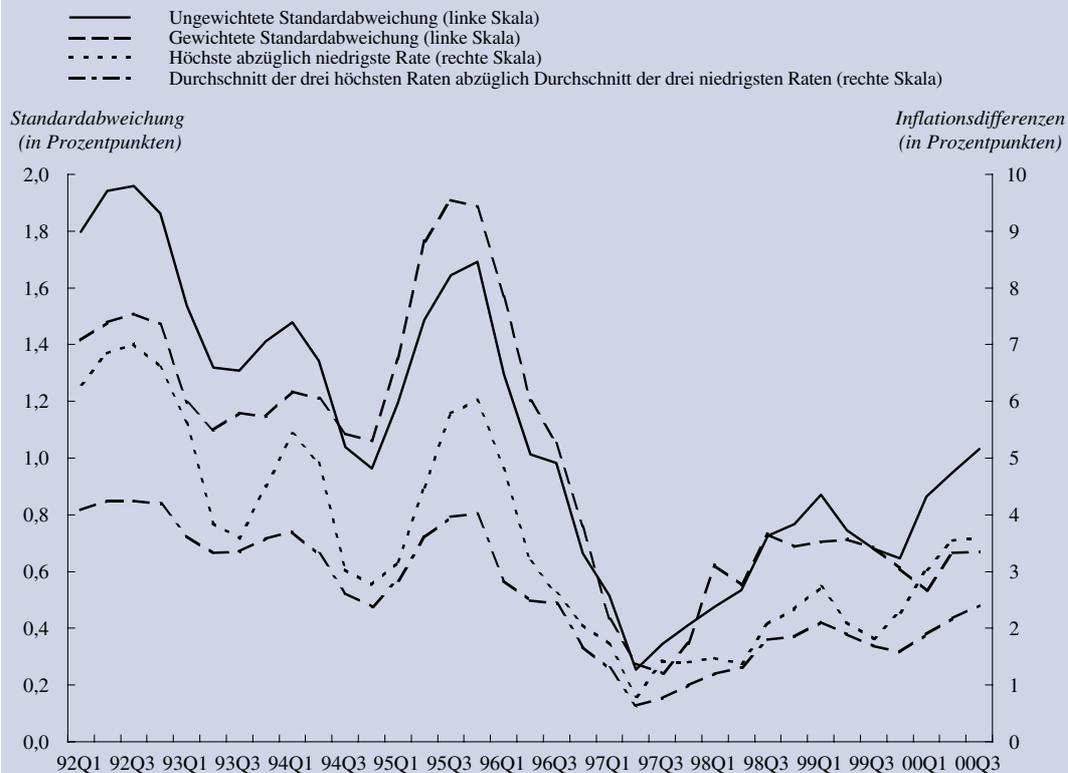
Es gibt verschiedene Methoden zur Berechnung der Inflationsunterschiede innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Abbildung unten enthält die Ergebnisse von einigen der gängigsten Methoden zur Messung der Inflationsstreuung. Bei dem einfachsten Verfahren wird die Differenz zwischen der höchsten und niedrigsten in den EWU-Ländern verzeichneten Inflationsrate nach dem HVPI errechnet. Diese Differenz hat vom Beginn des Betrachtungszeitraums bis Mitte 1997 abgenommen und sich seither wieder vergrößert. Da sich diese Methode auf die Raten am äußeren Rand konzentriert, verleiht sie den beiden Ländern, die zu einem gegebenen Zeitpunkt das größte Inflationsgefälle aufweisen, allerdings ein unverhältnismäßig hohes Gewicht. Eine weiteres einfaches Verfahren zur Berechnung der Inflationsunterschiede misst die Differenz zwischen dem (ungewichteten) Durchschnitt der drei Länder mit den jeweils höchsten und niedrigsten Teuerungsraten nach dem HVPI. Diese Methode vermittelt ein repräsentativeres Bild, bei dem der Einfluss von Ausreißern verringert wird.

Die Inflationsunterschiede im Euro-Währungsgebiet können auch anhand der Standardabweichung der Teuerungsraten der EWU-Länder gemessen werden. Die Abbildung zeigt die gewichteten und ungewichteten Standardabweichungen der HVPI-Inflationsraten vom EWU-Durchschnitt. Die gewichtete Standardabweichung berücksichtigt bei der Berechnung der Streuung die Größe der Länder, während die ungewichtete Standardabweichung allen Ländern die gleiche Bedeutung beimisst. Wie bei den oben genannten Methoden nahm das anhand von Standardabweichungen gemessene Inflationsgefälle bis Mitte 1997 eher ab und danach wieder zu, obwohl die gewichtete Standardabweichung seit Mitte 1998 weitgehend stabil geblieben ist. Somit scheinen alle hier ausgewählten Methoden auf eine Konvergenz der HVPI-Preissteigerungsraten bis Mitte 1997 hinzudeuten, die eindeutig durch den im Maastricht-Vertrag geforderten Konvergenzprozess im Hinblick auf die Preisstabilität getragen wurde. Danach hat sich das Inflationsgefälle offenbar wieder etwas vergrößert.

¹ Eine Übersicht über die Bestimmungsfaktoren der Inflationsdifferenzen innerhalb einer Währungsunion ist dem Artikel „Inflationsunterschiede in einer Währungsunion“ der Monatsberichts Ausgabe vom Oktober 1999 zu entnehmen.

² Eine Übersicht über die längerfristigen Unterschiede in der Verbraucherpreissteigerung ist dem Artikel „Längerfristige Entwicklungen und konjunkturelle Schwankungen der wichtigen volkswirtschaftlichen Indikatoren der Länder des Euro-Währungsgebiets“ der Monatsberichts Ausgabe vom Juli 1999 zu entnehmen.

Statistische Kennziffern der Inflationsdifferenzen im Euro-Währungsgebiet gemessen am HVPI



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Um die Determinanten der in den letzten Jahren gestiegenen Inflationsunterschiede besser zu verstehen, könnte eine Betrachtung der verschiedenen HVPI-Komponenten ab dem dritten Quartal 1997 hilfreich sein (siehe Tabelle unten). Dabei lassen sich verschiedene Entwicklungsmuster beobachten: Erstens traten die größten und volatilsten Inflationsdifferenzen bei Produktgruppen wie *Nahrungsmitteln* und *Energie* auf. Die Nahrungsmittelpreise sind seit jeher am anfälligsten für bestimmte Schocks, die mit den Witterungsbedingungen und der saisonalen Entwicklung zusammenhängen. Im Betrachtungszeitraum weisen die Streuungswerte auf relativ große Unterschiede in den Teuerungsraten für unverarbeitete Nahrungsmittel hin, lassen jedoch keinen eindeutigen Trend erkennen. Die größere Differenz bei den Preissteigerungsraten für verarbeitete Nahrungsmittel im Jahresverlauf 2000 ist teilweise auf Erhöhungen der indirekten Steuern in einem Mitgliedstaat zurückzuführen. Bei der Energiepreisverteuerung ist eine klare Tendenz zur Ausweitung des Inflationsgefälles erkennbar, für die die jüngste drastische Ölpreissteigerung und die anhaltende Schwäche des Euro vor dem Hintergrund unterschiedlicher Handelsstrukturen und Verhaltensmuster beim Energieverbrauch in den EWU-Ländern ausschlaggebend gewesen sein dürften. Divergierende wirtschaftspolitische Reaktionen auf den Ölpreisschock in den einzelnen Ländern haben dieses Gefälle möglicherweise noch verstärkt. Zweitens weisen die im HVPI enthaltenen *Industrieerzeugnisse (außer Energie)* nicht nur die geringsten, sondern auch die schwankungsärmsten Inflationsunterschiede auf. Diese Differenzen haben sich in jüngster Zeit nicht vergrößert, obwohl die einzelnen Länder unterschiedlich stark von den höheren Einfuhr- und Energiepreisen betroffen waren; allerdings waren Überwälzungseffekte bisher nur partiell zu beobachten. Dieses Phänomen dürfte auf die Auswirkungen des Wettbewerbs im Sektor der Handelsgüter zurückzuführen sein, der insbesondere durch den Binnenmarkt und die einheitliche Währung gefördert wurde. Drittens zeigen alle Ergebnisse zu den Preisen für *Dienstleistungen* einen deutlichen Trend zur Ausweitung der Inflationsdifferenzen. Ausschlaggebend für das zunehmende Gefälle bei den Preisen für Dienstleistungen dürften immer größere Unterschiede in der Entwicklung der nationalen Lohnstückkosten und asynchron verlaufende

Inflationsdifferenzen im Euro-Währungsgebiet gemessen am HVPI und seinen Komponenten¹⁾

(Ergebnisse der statistischen Streuungsberechnungen in Prozentpunkten)

	1997 Q3	1998 Q3	1999 Q3	2000 Q3
HVPI-Gesamtindex				
Höchste abzüglich niedrigste Rate	1,4	2,1	1,9	3,7
Durchschnitt der drei höchsten Raten abzüglich Durchschnitt der drei niedrigsten Raten	0,8	1,8	1,7	2,4
Ungewichtete Standardabweichung	0,3	0,7	0,7	1,0
Gewichtete Standardabweichung	0,2	0,7	0,7	0,6
Unverarbeitete Nahrungsmittel				
Höchste abzüglich niedrigste Rate	6,2	6,6	5,6	4,7
Durchschnitt der drei höchsten Raten abzüglich Durchschnitt der drei niedrigsten Raten	4,4	4,6	4,6	3,3
Ungewichtete Standardabweichung	1,8	1,9	1,9	1,4
Gewichtete Standardabweichung	1,9	1,3	1,5	1,6
Verarbeitete Nahrungsmittel				
Höchste abzüglich niedrigste Rate	4,7	3,9	3,9	7,2
Durchschnitt der drei höchsten Raten abzüglich Durchschnitt der drei niedrigsten Raten	3,5	2,1	3,0	3,9
Ungewichtete Standardabweichung	1,5	1,0	1,2	1,9
Gewichtete Standardabweichung	1,2	0,3	1,3	1,0
Energie				
Höchste abzüglich niedrigste Rate	8,1	6,6	9,6	13,3
Durchschnitt der drei höchsten Raten abzüglich Durchschnitt der drei niedrigsten Raten	3,8	4,4	6,0	8,5
Ungewichtete Standardabweichung	2,1	1,8	2,6	3,4
Gewichtete Standardabweichung	1,7	1,1	2,4	1,7
Industrieerzeugnisse (außer Energie)				
Höchste abzüglich niedrigste Rate	3,1	2,3	2,7	2,6
Durchschnitt der drei höchsten Raten abzüglich Durchschnitt der drei niedrigsten Raten	2,1	1,6	2,2	1,9
Ungewichtete Standardabweichung	0,9	0,7	0,9	0,8
Gewichtete Standardabweichung	0,6	0,7	0,6	0,8
Dienstleistungen				
Höchste abzüglich niedrigste Rate	2,5	2,7	3,2	5,6
Durchschnitt der drei höchsten Raten abzüglich Durchschnitt der drei niedrigsten Raten	2,1	2,4	2,4	3,7
Ungewichtete Standardabweichung	0,8	0,9	1,0	1,5
Gewichtete Standardabweichung	0,7	0,9	1,0	1,1

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) In der Tabelle werden die derzeit aktuellsten Quartalszahlen mit den entsprechenden Quartalsdaten der Vorjahre verglichen.

nationale Konjunkturzyklen sein, die beide die Gewinnspannen beeinflussen. Teilweise geht es auch auf die verschiedenartigen Preiseffekte unterschiedlich großer Fortschritte bei den Arbeitsmarktreformen und bei der Deregulierung des Telekommunikations- und Versorgungssektors in den EWU-Ländern zurück. Ferner könnten die höheren Ölpreise sich in unterschiedlichem Maß auf die Preise für Transportdienstleistungen ausgewirkt haben.

Zusammenfassend lässt sich feststellen, dass die jüngste Zunahme des Inflationsgefälles innerhalb des Euro-Währungsgebiets mit folgenden Faktoren in Zusammenhang steht: erstens mit dem unterschiedlichen Ausmaß, in dem die einzelnen Länder von der Ölpreisentwicklung und deren Überwälzung (verstärkt durch verschiedene Veränderungen der administrierten Preise und der indirekten Besteuerung auf nationaler Ebene) betroffen sind; und zweitens mit größeren Differenzen bei den Dienstleistungspreisen, die offenbar auf den länderspezifischen Kosten- und Preisdruck zurückzuführen sind. Wenn sich die Ölpreise, wie an den Terminmärkten erkennbar, in den nächsten Quartalen stabilisieren oder sinken, dürfte sich die jüngste Vergrößerung der Inflationsunterschiede in dem Maße als vorübergehend erweisen, wie sie mit der drastischen Energiepreissteigerung zusammenhängt.

Die Rolle der einheitlichen Geldpolitik und der nationalen Wirtschaftspolitik

Inflationsunterschiede in den EWU-Ländern stellen nicht notwendigerweise einen Grund zur Sorge dar, solange sie relativ gering bleiben und vorübergehender Natur sind oder soweit sie darauf zurückzuführen sind, dass bestimmte Länder des Euroraums in Bezug auf Produktivitätsniveau und Lebensstandard aufholen. Wenn allerdings ein Land eine erhebliche, zunehmende und untragbare Inflationsdifferenz gegenüber den anderen EWU-Ländern aufweist, wäre dies auf nationaler Ebene ein Grund zur Besorgnis. Die einheitliche Geldpolitik der EZB ist auf die Wahrung der Preisstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet auszurichten und kann das Inflationsgefälle im Euroraum nicht beeinflussen. Wenn Handlungsbedarf besteht, sind die nationalen politischen Entscheidungsträger gefordert. Hier muss auch die nationale Haushaltspolitik ins Spiel kommen. Eine solide öffentliche Finanzlage würde genügend Spielraum für das Wirken der automatischen Stabilisatoren lassen. In einem Umfeld kräftigen Wirtschaftswachstums sollte die nationale Haushaltspolitik es vermeiden, der Wirtschaft unangemessene expansive Impulse zu verleihen. Auch die Sozialpartner haben dann einen wichtigen Beitrag zu leisten und müssen sicherstellen, dass die Lohnentwicklung der inländischen Preisstabilität und einem hohen Beschäftigungsniveau förderlich bleibt. Ferner ist es unabdingbar, dass die Reformen der Güter-, Arbeits- und Kapitalmärkte zur Flexibilisierung der Wirtschaft insgesamt fortgesetzt werden. Damit könnten die einzelnen Volkswirtschaften länderspezifische oder EWU-weite Schocks auch besser auffangen und darauf reagieren.

zwischen August und September 2000. Auf Grund der Abwertung des Euro in der Vergangenheit gab es wahrscheinlich auch noch einen weiteren Aufwärtsdruck seitens der Rohstoffpreise (ohne Energie), die – in Euro ausgedrückt – im Oktober 2000 eine Jahreswachstumsrate von 23,1 % verzeichneten.

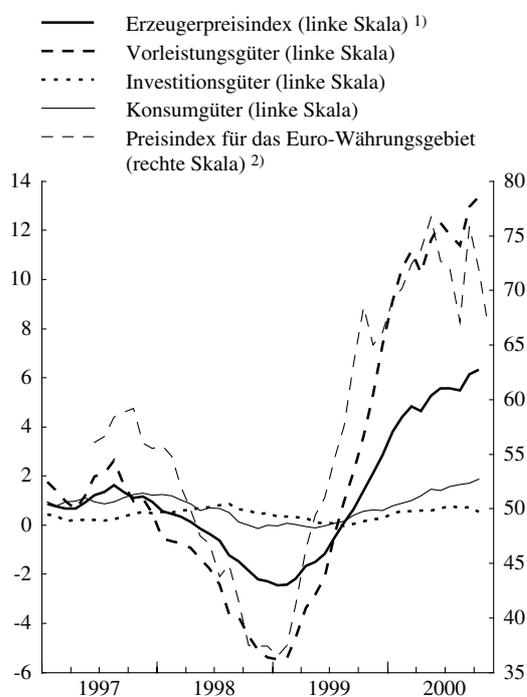
Was die anderen Erzeugerpreis-Komponenten betrifft, stieg die Zwölfmonatsrate der Konsumgüterpreise ebenfalls an; im Oktober 2000 lag sie mit 1,9 % um 0,2 Prozentpunkte höher als im Vormonat. Dieser Anstieg spiegelte größere Preissteigerungen sowohl bei den Gebrauchsgütern als auch bei den Verbrauchsgütern wider. Bei den Zwölfmonatsraten der Konsumgüterpreise ist seit Mitte 1999 ein leichter Aufwärtstrend festzustellen. Der jüngste Anstieg um 0,2 Prozentpunkte gibt weiterhin Grund zu der Annahme, dass höhere Vorleistungspreise über die Produktionskette einen Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise ausüben. Im Gegensatz dazu ging die Zwölfmonatsrate der Preise für Investitionsgüter zwischen September und Oktober 2000 um 0,1 Prozentpunkte auf 0,6 % zurück. Die Preise dieser Komponente haben sich seit Beginn dieses Jahres eher gedämpft entwickelt.

Vor dem Hintergrund der voraussichtlichen Erzeugerpreisentwicklung im November 2000

Abbildung 17

Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

1) Erzeugerpreisindex; Veränderung gegen Vorjahr in %; außer Baugewerbe.

2) Preisindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Price Index); Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe aus der Umfrage zum Purchasing Managers' Index. Ein Indexwert über 50 zeigt einen Anstieg dieser Preise an, ein Wert unter 50 einen Rückgang.

ist davon auszugehen, dass der Anstieg des Ölpreises pro Barrel von 36,8 € im Oktober auf 38,0 € im November einen weiteren Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise ausgeübt hat. Außerdem ist zu erwarten, dass der letzte Preisanstieg für Vorleistungsgüter weiter allmählich auf die Fertiggüter-Komponenten, insbesondere die Preise für Konsumgüter, durchschlägt. Darüber hinaus blieb der Preisindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Price Index), der die Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe innerhalb des Euro-Währungsgebiets misst, trotz seines jüngsten Rückgangs auf einem relativ hohen Niveau und weist deshalb weiterhin darauf hin, dass die Erzeugerpreiserhöhungen im Euro-Währungsgebiet anhalten.

Lohnsteigerungen in der ersten Jahreshälfte 2000 weiterhin moderat

Während die Lohnsteigerungen insgesamt in der ersten Hälfte des Jahres 2000 moderat blieben, war das Wachstum der Gesamtarbeitskosten pro Stunde hoch. Wie bereits im Monatsbericht vom November 2000 berichtet wurde, lag das Wachstum der Gesamtarbeitskosten pro Stunde im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal bei 3,6 % und im zweiten Quartal 2000 bei 3,7 %. Verglichen mit den Entwicklungen im Jahr 1999 stellt dies einen bedeutenden Anstieg des gemessenen Wachstums der Arbeitskosten pro Stunde dar. Eine Reihe von Sonderfaktoren haben jedoch zu einem gewissen Grad zu diesem Anstieg beigetragen. So übten Sonderzahlungen und sonstige Einmalzahlungen in einigen EWU-Ländern einen Aufwärtsdruck auf die Wachstumsrate im ersten Quartal 2000 aus. Außerdem leistete die Einführung der 35-Stunden-Woche in Frankreich einen wesentlichen Beitrag zum anhaltenden Anstieg in der ersten Hälfte des Jahres 2000. Deshalb ist bei der Interpretation der Angaben zum Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde in den letzten Quartalen Vorsicht geboten.

Informationen aus anderen Quellen liefern Hinweise auf eine moderatere Lohnsteige-

rung. Die Zwölfmonatsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer fiel zwischen dem ersten und zweiten Quartal 2000 um 0,5 Prozentpunkte auf 1,8 %. Das spiegelte sich in einem nur geringen Rückgang des Wachstums der Lohnstückkosten von 0,6 % im ersten Quartal auf 0,5 % im zweiten Quartal wider, da sich im selben Zeitraum auch das Wachstum der Arbeitsproduktivität um 0,4 Prozentpunkte verringerte. Insgesamt lag das Wachstum der Lohnstückkosten in der ersten Jahreshälfte 2000 bedeutend unter dem im vergangenen Jahr verzeichneten Wachstum.

Teuerung nach dem HVPI insgesamt kurzfristig wohl weiter über 2 %

Die kurzfristigen Entwicklungsperspektiven für die Verbraucherpreise insgesamt im Euro-Währungsgebiet hängen hauptsächlich von externen Faktoren, insbesondere von der Entwicklung der Ölpreise und des Euro-Wechselkurses, ab. Seit Mitte November 2000 sind die Weltmarktpreise für Öl beträchtlich gefallen, und der Wechselkurs des Euro zog Ende November und Anfang Dezember an. Wenn sich diese Entwicklung fortsetzt, dürfte die Zwölfmonatsrate der Energiepreise auf Grund der unmittelbaren Auswirkung sowohl der niedrigeren Ölpreise als auch der Basiseffekte schneller als erwartet sinken, da frühere Ölpreiserhöhungen sich nicht mehr in den Zwölfmonatsraten niederschlagen werden. Daher dürfte der Beitrag der Energiepreise zur Teuerung nach dem HVPI in den kommenden Monaten weiter abnehmen. Es wird jedoch wohl einige Zeit dauern, bis die Inflationsrate nach dem HVPI wieder unter 2 % fällt, was vor allem von dem Wechselkurs des Euro und der unsicheren zukünftigen Entwicklung der Rohstoffpreise abhängig ist.

Es ist davon auszugehen, dass mit früheren Import- und Erzeugerpreiserhöhungen verbundene indirekte Effekte für einen gewissen Zeitraum einen weiteren Aufwärtsdruck auf die HVPI-Komponenten (außer Energie) ausüben und damit dem möglichen direkten

Abwärtsdruck durch die Energiepreise entgegenwirken. Im Allgemeinen hängen Preisentwicklungen auch von binnenwirtschaftlichen Faktoren ab. Dabei können ein anhaltend kräftiges Wirtschaftswachstum, eine hohe Kapazitätsauslastung und ein Arbeitskräftemangel in den nächsten zwei Jahren einen Aufwärtsdruck auf die Gewinnspannen und die Löhne erzeugen (siehe den Abschnitt „Von Experten erstellte gesamtwirtschaftliche Projektio-

nen für das Euro-Währungsgebiet“). Hinsichtlich der Löhne deuten die bestehenden Tarifverträge in den meisten Ländern des Euro-raums im Großen und Ganzen auf eine Fortsetzung der moderaten Lohnsteigerungen im Jahr 2000 und teilweise auch im Jahr 2001 hin. Darüber hinaus hängen die Preisperspektiven auch in hohem Maße vom Ergebnis neuer Tarifverträge ab, die im Laufe der Jahre 2001 und 2002 ausgehandelt werden.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Etwas geringeres Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal 2000

Die erste Schätzung von Eurostat zum realen BIP-Wachstum im Euroraum im dritten Quartal 2000 weist auf eine leichte Abschwächung auf 0,7 % im Vorquartalsvergleich hin (siehe Tabelle 6), nachdem das Wachstum in den letzten beiden Quartalen des Vorjahrs jeweils 1 %, im ersten Quartal dieses Jahres 0,9 % und im zweiten Quartal 0,8 % betragen hatte. Angesichts der raschen und lang anhaltenden Ölpreisteigerung in den letzten Monaten fiel die Wachstumsverlangsamung im dritten Quartal 2000 allerdings moderat aus. Im Vorjahrsvergleich ging das BIP-Wachstum von 3,7 % im zweiten Quartal des laufenden Jahres auf 3,4 % im dritten Quartal zurück.

Ausschlaggebend für den leichten Wachstumsrückgang bis zum dritten Quartal war der niedrigere Anteil des Außenbeitrags am BIP-Wachstum. Nachdem der Beitrag über vier Quartale hinweg (vom zweiten Quartal 1999 bis zum ersten Vierteljahr 2000) positiv war, wurde im zweiten Quartal des laufenden Jahres erstmals wieder ein negativer Beitrag des Außenhandels zum BIP-Wachstum verzeichnet. Er fiel auf -0,1 Prozentpunkte und sank im dritten Quartal weiter auf -0,2 Prozentpunkte. Mit 3 % im Quartalsvergleich nahm das Exportvolumen im dritten Quartal dieses Jahres kräftig – und rascher als in der ersten Jahreshälfte 2000 – zu, was jedoch durch eine noch stärkere Zunahme der Importe wieder ausgeglichen wurde, die im selben Zeitraum 3,7 % gegenüber dem

Vorquartal betragen hatte (verglichen mit durchschnittlich 2,5 % im ersten Halbjahr 2000).

Bei den Komponenten der inländischen Nachfrage führte die geringere Steigerung der privaten Konsumausgaben zu einem niedrigeren Wachstumsbeitrag der inländischen Endnachfrage (d. h. der inländischen Nachfrage ohne Vorratsveränderungen). Die privaten Konsumausgaben stiegen im dritten Quartal des laufenden Jahres um 0,4 % gegenüber dem Vorquartal, verglichen mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 0,8 % in der ersten Jahreshälfte. Diese Verlangsamung des Wachstums der privaten Konsumausgaben ist etwas ausgeprägter, als das Verbrauchervertrauen und die Erwartungen eines anhaltend kräftigen Beschäftigungszuwachses im dritten Quartal dieses Jahres vermuten ließen. Die Konsumausgaben des Staats nahmen im Quartalsvergleich um 0,2 % und damit etwas weniger als im Durchschnitt des ersten Halbjahrs zu. Demgegenüber blieb die Investitionstätigkeit im dritten Quartal mit einer Wachstumsrate von 1,3 % gegenüber dem Vorquartal so rege wie im Durchschnitt der ersten Jahreshälfte 2000. Und schließlich trugen die Vorratsveränderungen im dritten Quartal dieses Jahres 0,3 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet bei und glichen die Wachstumsabschwächung bei den privaten Konsumausgaben wieder aus. Daher blieb der Wachstumsbeitrag der inländischen Nachfrage (einschließlich Vorratsveränderungen) in den letzten vier Quartalen weitgehend stabil bei rund 0,8 Prozentpunkten.

Tabelle 6**Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung in %; saisonbereinigt)*

	Veränderung gegen Vorjahr ¹⁾								Veränderung gegen Vorquartal ²⁾				
	1997	1998	1999	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,3	2,7	2,5	2,6	3,3	3,5	3,7	3,4	1,0	1,0	0,9	0,8	0,7
<i>darunter:</i>													
Inländische Verwendung	1,7	3,4	3,0	3,0	2,9	2,6	3,1	3,4	0,6	0,8	0,8	0,9	0,9
Private Konsumausgaben	1,5	3,0	2,7	2,6	2,6	2,5	2,9	2,6	0,7	0,6	0,9	0,7	0,4
Konsumausgaben des Staats	0,9	1,1	1,5	1,6	1,5	1,7	1,6	1,4	0,4	0,4	0,7	0,2	0,2
Bruttoanlageinvestitionen	2,2	4,8	5,3	5,8	5,4	5,4	4,9	4,3	1,9	0,2	1,8	0,9	1,3
Vorratsveränderungen ³⁾⁴⁾	0,1	0,4	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,0	0,6	-0,3	0,3	-0,2	0,3	0,3
Außenbeitrag ³⁾	0,6	-0,6	-0,5	-0,3	0,5	0,8	0,7	0,1	0,4	0,2	0,1	-0,1	-0,2
Exporte ⁵⁾	10,4	7,0	4,7	5,7	10,2	12,8	12,1	11,7	3,3	3,4	2,6	2,2	3,0
Importe ⁵⁾	9,0	9,5	6,4	7,1	9,2	10,8	10,7	12,0	2,4	2,9	2,4	2,6	3,7

*Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.**1) Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.**2) Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.**3) Als Beitrag zum realen BIP-Wachstum; in Prozentpunkten.**4) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.**5) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die Angaben zu den Im- und Exporten in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind nicht um den Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets bereinigt. Diese Angaben sind daher nicht vollständig mit den Zahlungsbilanzdaten vergleichbar.***Kräftige Produktionsausweitung im Verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal 2000**

Die Angaben zum Verarbeitenden Gewerbe im Euroraum für das dritte Quartal belegen eine – trotz höherer Ölpreise – anhaltend kräftige Konjunktur. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nahm im dritten Vierteljahr um 1,8 % im Quartalsvergleich und 6,3 % im Vorjahrsvergleich zu. Beide Wachstumsraten waren damit gegenüber dem Vierteljahr zuvor unverändert (siehe Tabelle 7). Insbesondere die Investitionsgüter- und Gebrauchsgütersektoren trugen mit Wachstumsraten von 2,7 % bzw. 2,1 % zu der hohen Zunahme der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im dritten Quartal des laufenden Jahres bei. Bei den Vorleistungsgütern wurde mit 0,9 % eine geringere Wachstumsrate gegenüber dem Vorquartal verzeichnet. Die Ölpreissteigerungen zogen einen raschen Anstieg der Preise für Vorleistungsgüter nach sich, was sich dämpfend auf die Nachfrage nach Gütern dieses Sektors ausgewirkt haben könnte.

Während sich das Produktionswachstum in der Industrie (ohne Baugewerbe) und im Verarbeitenden Gewerbe seit Anfang 1999 sehr ähnlich entwickelt hat, waren im dritten Quartal 2000 ausgeprägte Unterschiede zu erkennen: Im Gegensatz zum kräftigen Wachstum der Produktion im Verarbeitenden Gewerbe schwächte sich die Konjunktur in der Industrie (ohne Baugewerbe) deutlich ab. Im dritten Quartal 2000 nahm die Industrieproduktion (ohne Baugewerbe) im Euroraum um 1,0 % gegenüber dem Vierteljahr zuvor zu, nachdem sie im zweiten Quartal noch um 1,7 % gestiegen war. Auf das Verarbeitende Gewerbe entfallen fast 90 % der Industrieproduktion (ohne Baugewerbe), und die unterschiedliche Entwicklung in den beiden Sektoren dürfte auf die Produktion im Bergbau (d. h. Bergbau und Gewinnung von Steinen und Erden) zurückzuführen sein. Die monatlichen Zahlen deuten darauf hin, dass die Konjunktur im Bergbau seit Anfang dieses Jahres Schwankungen unterworfen war, die durch die Unsicherheit über die Ölpreisentwicklung wahrscheinlich noch verstärkt wurden. Die Angaben zum Verarbeitenden Ge-

Tabelle 7**Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1998	1999	2000 Juli	2000 Aug.	2000 Sept.	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
						Juli	Aug.	Sept.	April	Mai	Juni	Juli	Aug.
				Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt						
Industrie insgesamt													
ohne Baugewerbe	4,2	1,9	5,4	6,5	5,7	0,6	0,5	0,8	2,1	1,7	1,2	0,6	1,0
Verarbeitendes Gewerbe	4,7	1,9	5,7	7,2	6,1	1,4	1,7	-0,6	2,1	1,8	1,4	1,1	1,8
<i>nach Hauptgruppen:</i>													
Vorleistungsgüter	4,0	2,3	5,0	6,2	4,8	1,0	0,3	0,6	1,9	1,4	1,2	0,2	0,9
Investitionsgüter	6,5	1,5	8,1	11,9	10,1	0,8	1,9	0,7	3,1	2,8	2,3	2,2	2,7
Konsumgüter	5,6	3,0	6,8	8,7	5,7	1,9	2,2	-1,8	2,4	2,1	1,5	1,4	1,9
Gebrauchsgüter	6,3	3,2	7,8	10,5	6,2	2,2	2,5	-2,1	2,5	2,0	1,4	1,4	2,1
Verbrauchsgüter	1,9	1,5	1,6	1,4	2,3	0,1	0,3	0,3	1,6	2,9	2,0	1,4	0,9

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

werbe dürften daher zurzeit mehr Aufschluss über die Grundtendenzen in der Industrie (ohne Baugewerbe) geben. Im Baugewerbe wurde die Produktion im dritten Quartal 2000 wieder leicht ausgeweitet, nachdem sie zwei Quartale in Folge etwas gesunken war. Nach äußerst hohen Wachstumsraten im Jahr 1999 hat sich der Ausstoß im Baugewerbe im bisherigen Jahresverlauf kaum verändert.

Umfrageergebnisse deuten auf etwas langsames Wachstum in der Industrie zum Jahresende 2000 hin

Die jüngsten Umfrageergebnisse lassen vermuten, dass die konjunkturelle Dynamik in der Industrie in den letzten Monaten dieses Jahres nachgelassen haben könnte. Im November sank das Stimmungsbarometer in der Industrie der Branchenumfrage der Europäi-

Tabelle 8**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

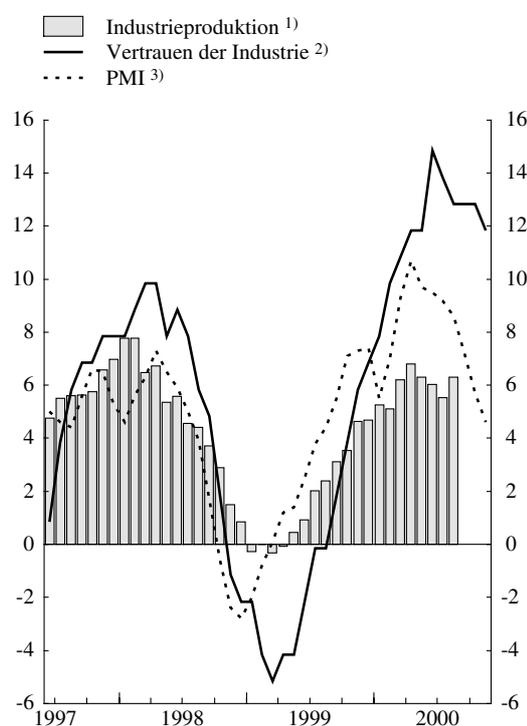
	1997	1998	1999	1999	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000	2000
				Q4	Q1	Q2	Q3	Juni	Juli	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,4	2,9	0,0	1,0	1,1	0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0	-1,0	-0,1	-0,1
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-4	6	8	10	11	11	10	10	11	12	8	8	8
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	3	6	0	6	10	13	13	15	14	13	13	13	12
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-12	2	14	18	21	23	23	24	23	26	20	23	20
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-4	2	0	-2	5	8	3	12	2	2	4	4	2
Geschäftsklimaindikator ³⁾	0,3	0,7	-0,1	0,5	1,1	1,4	1,4	1,7	1,4	1,4	1,4	1,4	1,2
Kapazitätsauslastung (%) ⁴⁾	81,4	82,9	82,0	82,5	83,4	83,8	84,3	-	83,9	-	-	84,7	-

*Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission sowie Europäische Kommission (GD ECFIN).**1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.**2) Salden in %; die ausgewiesenen Daten stellen die Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985 dar.**3) Angaben durch die Standardabweichung normiert.**4) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinander folgenden Umfragen dar, d. h. aus den Umfragen zu Beginn des jeweiligen Quartals und zu Beginn des darauffolgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.*

schen Kommission zufolge etwas ab (siehe Tabelle 8). Der entsprechende Indikator blieb jedoch auf hohem Niveau und lag im November annähernd auf seinem im Juni 2000 erreichten Höchststand. Der Eindruck einer leichten Wachstumsabschwächung gegenüber der Jahresmitte ergibt sich auch aus dem Geschäftsklimaindikator, den die Europäische Kommission seit kurzem veröffentlicht und der auf den Ergebnissen der Branchenumfrage der Europäischen Kommission beruht. Dieser Indikator stieg im gesamten Jahr 1999 und in der ersten Jahreshälfte 2000 konstant an und erreichte seinen Höchststand im Juni dieses Jahres. Von Juli bis Oktober blieb er unverändert auf einem etwas niedrigeren Ni-

veau, um dann im November weiter zu sinken. Der Purchasing Managers' Index (PMI) ging im November ebenfalls zurück, obwohl er nach wie vor auf eine steigende Produktion im Verarbeitenden Gewerbe hindeutet (siehe Abbildung 18). Der Einkaufsmanager-Index ist seit Mai 2000 merklich gesunken, was auf eine deutliche Wachstumsabschwächung in der Industrieproduktion hinweist, die sich jedoch an den tatsächlichen Zahlen noch nicht ablesen lässt. Vielmehr haben sich die Angaben zur Industrieproduktion ähnlich entwickelt wie der Vertrauensindikator für die Industrie. Im Baugewerbe war der auf den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission beruhende Vertrauensindikator im November des laufenden Jahres niedriger als im Vormonat, blieb jedoch weiterhin annähernd auf dem hohen Niveau, das im gesamten Jahresverlauf beobachtet wurde, und auch deutlich über seinem längerfristigen Durchschnitt.

Abbildung 18
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet
 (Monatswerte)



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

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung der gleitenden Dreimonatsdurchschnitte gegenüber dem Vorjahr in %; arbeitsmäßig bereinigt.
- 2) Salden in %, Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit Januar 1985.
- 3) Purchasing Managers' Index; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten; positive Werte signalisieren eine Konjunkturbelebung.

Verbrauchervertrauen zwischen September und November 2000 unverändert

Der Vertrauensindikator für die Verbraucher blieb von September bis November dieses Jahres unverändert, lag allerdings geringfügig unterhalb seines im August 2000 erreichten Höchststands und der hohen Werte, die seit Anfang des Jahres verzeichnet wurden. Die in den letzten Monaten gesunkene Zuversicht der Verbraucher ist in erster Linie auf eine etwas ungünstigere Einschätzung der allgemeinen Wirtschaftslage seitens der privaten Haushalte zurückzuführen. Die Unsicherheit über die Folgen der hohen Ölpreise dürfte den Optimismus der privaten Haushalte im Hinblick auf die wirtschaftlichen Aussichten gedämpft haben. Ihre Beurteilung der eigenen derzeitigen und zukünftigen finanziellen Situation ist demgegenüber im gesamten Jahresverlauf weitgehend unverändert geblieben. Insbesondere das kontinuierliche Beschäftigungswachstum und der stetige Rückgang der Arbeitslosigkeit dürften die positive Einschätzung der eigenen finanziellen Situation seitens der privaten Haushalte untermauert und

das Wachstum der privaten Konsumausgaben gestützt haben.

Die negativen Auswirkungen der Ölpreissteigerung auf die privaten Konsumausgaben könnten sich daher weiterhin im Rahmen halten. Diesen Eindruck vermitteln auch die Einzelhandelsumsätze, die im dritten Quartal 2000 weiterhin – wenn auch etwas langsamer – gestiegen sind. In diesem Zeitraum betrug das Umsatzwachstum im Einzelhandel 2,8 % im Vorjahresvergleich und 0,5 % im Quartalsvergleich (siehe Abbildung 19). Dabei stieg vor allem der Umsatz bei der Haushaltsausstattung (um 4,4 % im Vorjahrs- und um 0,9 % im Quartalsvergleich). Im November dieses Jahres nahmen die Pkw-Neuzulassungen um 1,9 % gegenüber dem Vormonat zu. Von Januar bis November 2000 gingen

sie, verglichen mit dem gleichen Vorjahrszeitraum, um 2,5 % zurück. Bei den Schlussfolgerungen aus diesen Angaben für die Entwicklung der privaten Konsumausgaben insgesamt ist jedoch Vorsicht geboten, da die Pkw-Neuzulassungen in der Regel durch marktspezifische Sonderfaktoren beeinflusst werden.

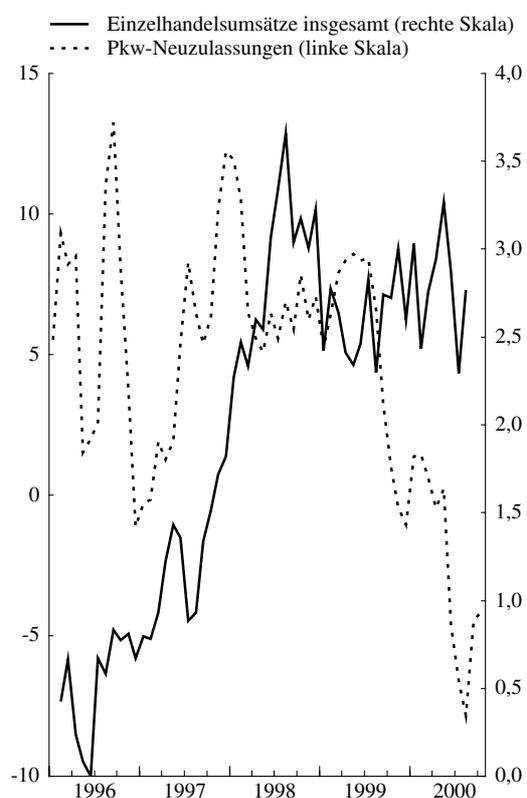
Wachstumsaussichten weiterhin günstig

Insgesamt lassen die Umfrageergebnisse vermuten, dass sich die Wachstumsdynamik in der zweiten Hälfte dieses Jahres leicht abgeschwächt haben könnte. Die über längere Zeit hinweg hohen Ölpreise dürften sich dämpfend auf das reale Einkommen und die Ertragslage ausgewirkt, die Unsicherheit über die künftige Entwicklung verstärkt und so einen negativen Einfluss auf die privaten Konsumausgaben und die Produktion ausgeübt haben. Die verfügbaren Konjunkturdaten bis zum dritten Quartal dieses Jahres stützen jedoch die Annahme, dass sich die Anfälligkeit der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets gegenüber solchen Schocks seit den Siebzigerjahren erheblich verringert hat und dass sich die Folgen für die Realwirtschaft in Grenzen halten könnten. Insbesondere die anhaltend starke Zunahme der Investitionen und die große Zuversicht in der Industrie im dritten Quartal dieses Jahres lassen vermuten, dass die Unternehmen optimistisch in die Zukunft blicken. Auch die Prognosen verschiedener Institutionen und die wirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems (siehe den Abschnitt „Von Experten erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet“ in diesem Monatsbericht) gehen übereinstimmend davon aus, dass die Ölpreise keine große Auswirkung auf die Realwirtschaft haben werden. Ferner ist zu erwarten, dass andere Faktoren das Wirtschaftswachstum im Euroraum in den kommenden Jahren stützen werden. So werden die privaten Konsumausgaben insbesondere durch Senkungen der direkten Steuern sowie durch eine weitere Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt gefördert werden. Die gute Ertragslage der Unternehmen und die hohe Kapazitätsauslastung dürften die Investitionstätigkeit ankur-

Abbildung 19

Pkw-Neuzulassungen und Einzelhandelsumsätze im Euro-Währungsgebiet

(Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und ACEA/A.A.A. (European Automobile Manufacturers Association, Brüssel).

beln. Die Aussichten für die Entwicklung der inländischen Nachfrage sind daher günstig. Aus außenwirtschaftlicher Sicht sollten die Exporte des Euro-Währungsgebiets vom kräftigen weltwirtschaftlichen Wachstum und von den bereits erzielten Verbesserungen der Wettbewerbsfähigkeit profitieren.

Unsicherheiten über die Wachstumsperspektiven des Euroraums ergeben sich in erster Linie aus außenwirtschaftlichen Faktoren. So könnte sich insbesondere das weltwirtschaftliche Wachstum rascher abschwächen als derzeit erwartet und sich möglicherweise ungünstig auf die Exportkonjunktur des Euro-Währungsgebiets auswirken. Ferner ist zwar die jüngste Ölpreisentwicklung recht positiv, doch bleibt die künftige Höhe der Ölpreise ungewiss. Wird die Ölpreissteigerung nur als vorübergehend angesehen, dürften die privaten Haushalte und Unternehmen lediglich weniger sparen oder mehr Kredite aufnehmen. Anhaltend hohe Ölpreise könnten jedoch zu einer Erwartungsänderung bei den privaten Haushalten und Unternehmen und damit zu einer geringeren Zunahme der Konsumausgaben und der Investitionen führen.

Erste Schätzungen deuten auf anhaltend kräftiges Beschäftigungswachstum im dritten Quartal 2000 hin

Eine erste Schätzung des Beschäftigungswachstums im Euro-Währungsgebiet für das dritte Quartal 2000 auf der Grundlage der

verfügbaren nationalen Daten lässt auf eine vierteljährliche Wachstumsrate knapp unterhalb der in den ersten beiden Quartalen des laufenden Jahres verzeichneten Rate von 0,6 % schließen. Sie entspräche damit in etwa der durchschnittlichen Wachstumsrate, die in der gegenwärtigen Phase wachsender Beschäftigung, die 1997 einsetzte, zu verzeichnen ist. Zudem ergäbe sich daraus für das dritte Quartal 2000 ein gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum etwas geringerer Nettozuwachs an Arbeitsplätzen, was mit der jüngsten konjunkturellen Entwicklung in Einklang stünde.

Das Beschäftigungswachstum in der Industrie (ohne Baugewerbe) wurde bis zum zweiten Quartal weiter von der Erholung im Verarbeitenden Gewerbe gestützt (siehe Tabelle 9). Die seit dem letzten Vorjahrsquartal positiven Wachstumsraten im Verarbeitenden Gewerbe haben in jüngster Zeit sogar dazu geführt, dass sich die vierteljährlichen Wachstumsraten in der Industrie insgesamt (ohne Baugewerbe) ins Positive umkehrten. Trotz einer leichten Abschwächung im Baugewerbe zeichnen diese Trends nach wie vor ein weitgehend positives Bild von der Beschäftigungsentwicklung in der Industrie insgesamt. Gleichzeitig war im Dienstleistungssektor im Einklang mit dem anhaltend kräftigen Wachstum der inländischen Nachfrage bis zum zweiten Quartal 2000 ein weiterhin dynamisches Beschäftigungswachstum zu verzeichnen.

Tabelle 9
Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet

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

	1998	1999	1999		2000		1999				2000			
			Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
	Quartalsraten ¹⁾													
Gesamtwirtschaft ²⁾	1,6	1,8	1,8	1,8	1,8	2,1	0,5	0,4	0,6	0,6	-	-	-	-
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe	0,2	-0,7	-0,9	-0,7	-0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,2	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,2
Verarbeitendes Gewerbe	0,5	-0,5	-0,8	-0,5	0,0	0,4	-0,1	0,1	0,3	0,1	0,4	0,5	0,6	0,6

Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Konjunkturstatistik).

1) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

2) Ohne Belgien und Irland.

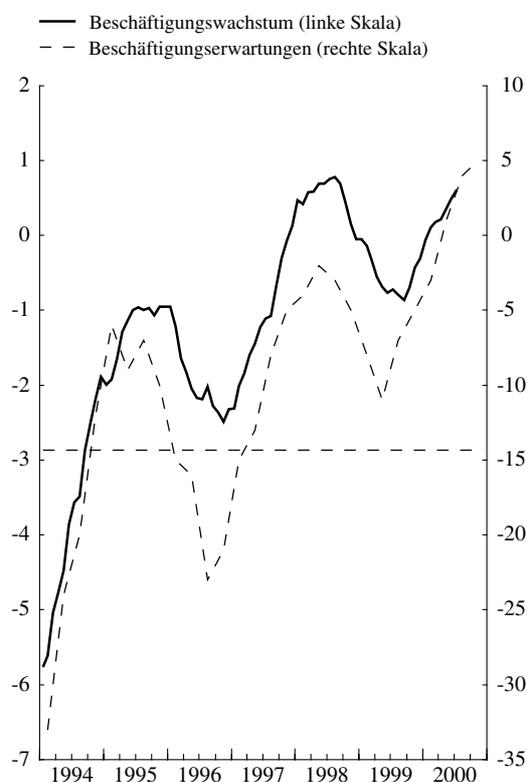
Beschäftigungserwartungen weiterhin positiv

Die Beschäftigungserwartungen für das Euro-Währungsgebiet deuten weiter auf ein anhaltend starkes Beschäftigungswachstum in der zweiten Jahreshälfte 2000 hin. Die Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe, die in der Vergangenheit ein verlässlicher Indikator der Beschäftigungsentwicklung in diesem Sektor waren, lassen für das zweite Halbjahr 2000 auf eine weitere Beschleunigung des Nettozuwachses an Arbeitsplätzen schließen. So ist aus den für das dritte und vierte Quartal des laufenden Jahres veröffentlichten Ergebnissen der Branchen- und

Abbildung 20

Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets

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



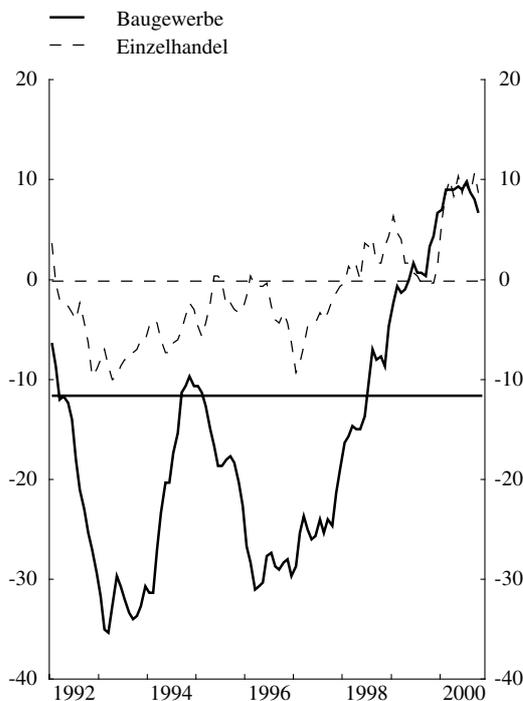
Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die waagerechte Linie stellt die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen seit 1985 dar.

Abbildung 21

Beschäftigungserwartungen im Euro-Währungsgebiet

(Salden in %; zentrierte gleitende Dreimonatsdurchschnitte; saisonbereinigt)



Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die waagerechten Linien stellen die durchschnittlichen Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe seit Januar 1985 bzw. im Einzelhandel seit Februar 1986 dar.

Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission eine weiterhin günstige Entwicklung der Beschäftigungserwartungen abzulesen (siehe Abbildung 20). Auch die Ergebnisse für das Baugewerbe und den Einzelhandel signalisieren positive Aussichten. In beiden Sektoren blieben die Beschäftigungserwartungen bis Oktober 2000 auf einem historischen Höchststand (siehe Abbildung 21) und untermauern damit die oben erwähnten Anzeichen eines anhaltend dynamischen Beschäftigungswachstums in beiden Sektoren im dritten Quartal 2000. Die Ergebnisse der Umfragen zum Purchasing Manager's Index für die Beschäftigungsentwicklung im Verarbeitenden Gewerbe und den Dienstleistungssektoren für das dritte Quartal dieses Jahres lassen ebenfalls auf ein anhaltendes Beschäftigungswachstum schließen.

Arbeitslosenquote im Oktober 2000 wieder rückläufig

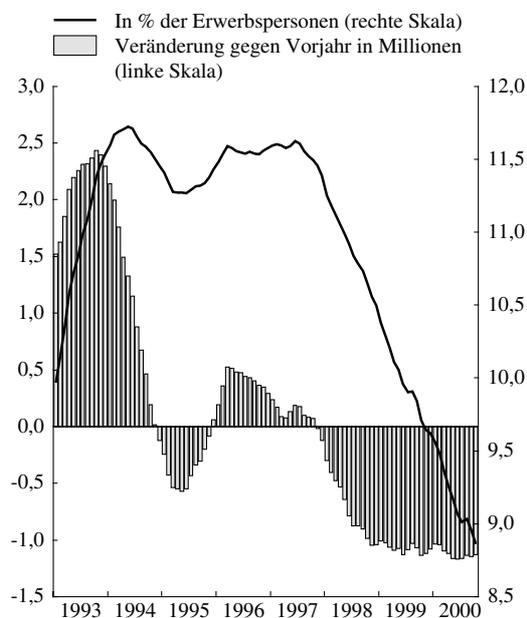
Im Oktober 2000 sank die standardisierte Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets auf 8,9 % der Erwerbspersonen, nachdem sie in den drei vorangegangenen Monaten konstant bei 9,0 % verharret hatte (siehe Abbildung 22). Die Stabilisierung der Arbeitslosenquote in den Sommermonaten, die bereits 1999 zu beobachten war, könnte auf eine Veränderung der saisonalen Entwicklung in den letzten Jahren zurückzuführen sein. Im Oktober 2000 nahm die Zahl der Arbeitslosen um mehr als 140 000 gegenüber dem Vormonat ab; dieser Rückgang lag deutlich über dem Durchschnitt für die erste Hälfte des laufenden Jahres und bedeutete eine Verringerung der Arbeitslosenzahl um mehr als 1,1 Millionen im Vergleich zum entsprechenden Vorjahrsmonat.

Von wenigen Ausnahmen abgesehen war im Oktober in allen EWU-Ländern ein Rückgang der Arbeitslosigkeit zu beobachten. Dabei ist bemerkenswert, dass nach wie vor die Länder mit den höchsten Arbeitslosenquoten die stärksten Rückgänge im laufenden Jahr verzeichnen. Dies ist zum Teil auf das kräftige Wirtschaftswachstum, aber auch auf Fortschritte bei der Arbeitsmarktreform zurückzuführen. Die Differenz zwischen den einzelnen Arbeitslosenquoten hat sich infolgedessen im Jahresverlauf weiter verringert.

Nach Altersgruppen betrachtet blieb die Arbeitslosenquote bei den über 25-Jährigen im Oktober im Vergleich zum Vormonat unver-

Abbildung 22 Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

ändert bei 7,8 % (siehe Tabelle 10). Die Rate für September wurde um 0,1 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Gleichzeitig sank die Arbeitslosigkeit bei den Jugendlichen (unter 25 Jahren) von 17,3 % im September auf 17,1 % im Oktober 2000. Hier wurde die Quote für September um 0,2 Prozentpunkte nach unten korrigiert. Beide Altersgruppen verzeichneten im Oktober dieses Jahres Rückgänge im Vergleich zum Vormonat, die mit dem Abbau der Arbeitslosigkeit in der ersten Jahreshälfte im Einklang stehen und höher ausfielen als in den letzten Monaten

Tabelle 10

Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen; saisonbereinigt)

	1997	1998	1999	1999 Q4	2000 Q1	2000 Q2	2000 Q3	2000 Mai	2000 Juni	2000 Juli	2000 Aug.	2000 Sept.	2000 Okt.
Insgesamt	11,6	10,9	10,0	9,7	9,5	9,2	9,0	9,2	9,1	9,0	9,0	9,0	8,9
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,2	21,3	19,1	18,2	18,0	17,5	17,4	17,5	17,3	17,3	17,5	17,3	17,1
25 Jahre und älter ²⁾	9,9	9,4	8,7	8,5	8,3	8,0	7,9	8,0	8,0	7,9	7,9	7,8	7,8

Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.

1) 1999 entfielen auf diese Gruppe 23,3 % der Arbeitslosen insgesamt.

2) 1999 entfielen auf diese Gruppe 76,7 % der Arbeitslosen insgesamt.

vor Oktober. Im Vorjahrsvergleich hat sich der Abbau der Jugendarbeitslosigkeit seit Jahresbeginn jedoch etwas abgeschwächt, während sich der Rückgang bei den über 25-Jährigen beschleunigt hat. Dies ist möglicherweise auf eine Zunahme der Erwerbsbeteiligung bei den unter 25-Jährigen zurückzuführen, die auch schon in den beiden letzten Jahren zu beobachten war.

Arbeitsmarktlage dürfte sich weiter verbessern

Die Anzeichen eines anhaltenden Beschäftigungswachstums sowie der weitere Abbau der Arbeitslosigkeit weisen auf kurze Sicht auf weitere Verbesserungen am Arbeitsmarkt hin. Diese Fortschritte sind im Wesentlichen auf die dynamische Konjunktorentwicklung im

Eurogebiet und die Umsetzung arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen (wie etwa Anreize für Teilzeitverträge und Senkungen der Sozialversicherungsbeiträge), aber auch auf die moderate Lohnentwicklung zurückzuführen.

Mittelfristig wird ein anhaltendes Beschäftigungswachstum erwartet, was zu einem weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit führen dürfte. Dennoch sollte die strukturelle Reform der Arbeits- und Gütermärkte fortgesetzt werden, um die strukturelle Arbeitslosigkeit im Euroraum zu verringern und die Erwerbsbeteiligung zu fördern. Diese Anstrengungen sollten dazu beitragen, einen im Zuge eines anhaltenden Konjunkturaufschwungs entstehenden Arbeitskräftemangel zu begrenzen, und damit das Risiko eines gravierenden Aufwärtsdrucks auf die Löhne vermindern.

4 Entwicklung der öffentlichen Finanzen

Trotz kräftigen Wirtschaftswachstums nur bescheidene Verbesserungen der Haushaltslage in den Jahren 2000 und 2001

Die aktuellen Prognosen zur Entwicklung der öffentlichen Finanzen in diesem Jahr bestätigen insgesamt die Einschätzung vom Frühsommer 2000. Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Mobilfunklizenzen gerechnet, wird die durchschnittliche öffentliche Defizitquote im Euro-Währungsgebiet der Herbstprognose der Europäischen Kommission zufolge rund 0,8 % betragen und damit einen halben Prozentpunkt unter dem Stand von 1999 liegen (siehe Tabelle I I). Der nun prognostizierte Wert bedeutet eine geringfügige Verbesserung gegenüber der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission, in der noch von einer Defizitquote von 0,9 % ausgegangen worden war (siehe die Ausgabe des Monatsberichts von Juni 2000). Auch der Primärüberschuss des Euroraums dürfte sich leicht von 3,0 % auf 3,3 % des BIP verbessern (im Frühjahr wurden noch 3,1 % prognosti-

ziert). Berücksichtigt man die einmaligen Sondereinnahmen aus den UMTS-Lizenzversteigerungen, wird den Prognosen der Europäischen Kommission wie auch der OECD zufolge statt eines Defizits ein Überschuss von 0,3 % des BIP erzielt werden.

In ihrer jüngsten Prognose rechnet die Europäische Kommission damit, dass die in den aktualisierten Stabilitätsprogrammen der Mitgliedstaaten angestrebten Haushaltsziele 2000 im Durchschnitt übertroffen werden, wenngleich dies nicht unbedingt in jedem einzelnen Land der Fall sein muss. Ausschlaggebend für diese Verbesserung gegenüber den Stabilitätsprogrammen sind unerwartete Mehreinnahmen in Höhe von rund 1 % des BIP infolge des günstigen gesamtwirtschaftlichen Klimas. In einigen Ländern waren die ursprünglichen Wachstumsannahmen für die Haushaltsplanung allerdings auch sehr vorsichtig formuliert worden. Auch die Entwicklung der Preise für Öl und Vermögenswerte könnte vorübergehend zu einem höheren Aufkommen aus Mehrwertsteuer und Steu-

Tabelle I I

Prognostizierte Entwicklung der öffentlichen Finanzen im Euro-Währungsgebiet

(in % des BIP)

		1999	2000	2001
Finanzierungssaldo (ohne UMTS-Lizenzeinnahmen)	Europäische Kommission ¹⁾	-1,3	-0,8	-0,7
	OECD ²⁾	-	-	-
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-1,4	-1,1	-1,0
Finanzierungssaldo (mit UMTS-Lizenzeinnahmen)	Europäische Kommission ¹⁾	-1,3	+0,3	-0,5
	OECD ²⁾	-1,3	+0,3	-0,5
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-	-	-
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo (ohne UMTS-Lizenzeinnahmen)	Europäische Kommission ¹⁾	-0,8	-0,7	-0,8
	OECD ²⁾	-0,6	-0,6	-0,8
	Stabilitätsprogramme ³⁾	-	-	-
Primärsaldo (ohne UMTS-Lizenzeinnahmen)	Europäische Kommission ¹⁾	+3,0	+3,3	+3,2
	OECD ²⁾	-	-	-
	Stabilitätsprogramme ³⁾	+3,0	+3,1	+3,1
Bruttoverschuldung	Europäische Kommission ¹⁾	72,1	69,8	67,5
	OECD ²⁾	-	-	-
	Stabilitätsprogramme ³⁾	72,4	71,1	69,7

1) Herbstprognose 2000.

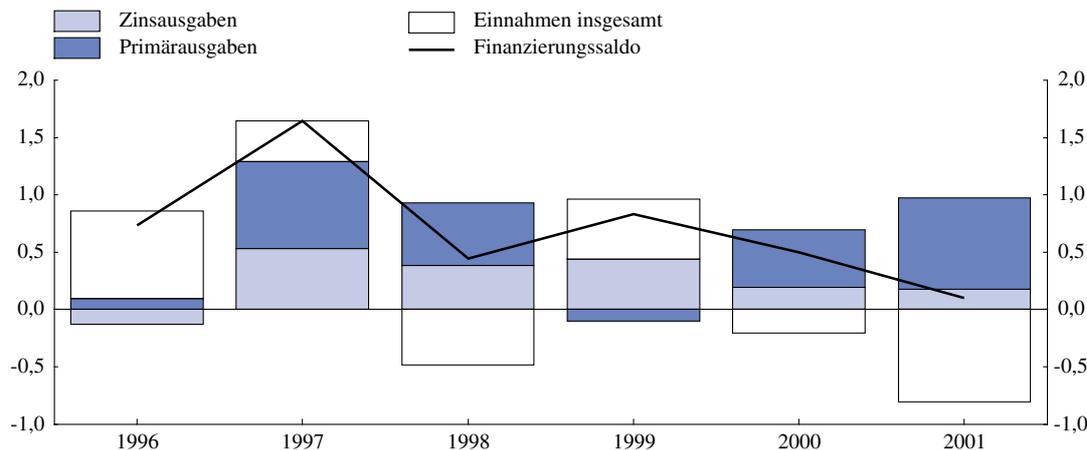
2) Wirtschaftsausblick, vorläufige Ausgabe, November 2000, ohne Luxemburg und einschließlich Griechenlands (alle angegebenen Jahre).

3) Angaben der Europäischen Kommission auf der Grundlage der Stabilitätsprogramme der Regierungen, Stand Ende 1999/Anfang 2000.

Abbildung 23

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

(in % des BIP)



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Positive Werte zeigen einen Beitrag zu einer Verringerung der Defizite an, während negative Werte einen Beitrag zu ihrem Anstieg anzeigen.

Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

ern im Zusammenhang mit Vermögenszuwächsen geführt haben. Die Einnahmen gemessen am BIP werden sich im laufenden Jahr somit annähernd auf dem historischen Höchststand von 1999 bewegen. Ein Großteil der Mehreinnahmen wird jedoch nicht für eine beschleunigte Rückführung der Defizite eingesetzt, sondern dient vielmehr der Finanzierung zusätzlicher Ausgaben. Gegenüber der Frühjahrsprognose der Kommission wurden die Annahmen für die Ausgaben trotz einer geringeren Belastung durch die arbeitsmarktbedingten Aufwendungen nahezu in der gleichen Größenordnung wie die Prognosen für die Einnahmen nach oben korrigiert.

Die Schätzungen zu den öffentlichen Schuldenquoten im Eurogebiet für das Jahr 2000 beinhalten im Durchschnitt etwas niedrigere Werte als die Frühjahrsprognose der Kommission und bewegen sich unterhalb der durchschnittlichen Zielwerte für die Schuldenquoten, die in den vor etwa einem Jahr aktualisierten Stabilitätsprogrammen angegeben worden sind. Die Schuldenquote für das Eurogebiet insgesamt wird sich den Prognosen zufolge um mehr als 2 Prozentpunkte auf

einen Stand unterhalb von 70 % verringern. In dieser Verringerung schlagen sich bereits Teile der Einnahmen aus den UMTS-Lizenzversteigerungen nieder, die rund 1,1 % des EWU-weiten BIP betragen; diese Einnahmen werden von den Regierungen hauptsächlich zur Rückführung der Staatsverschuldung eingesetzt.

Für das Jahr 2001 rechnet die Europäische Kommission lediglich mit einer geringfügigen weiteren Verbesserung des durchschnittlichen um die UMTS-Erlöse bereinigten Finanzierungssaldos im Euroraum. So soll sich die EWU-weite Defizitquote vor dem Hintergrund eines Rückgangs der Einnahmen- wie auch der Ausgabenquote um jeweils rund 1 Prozentpunkt auf 0,7 % verringern. Berücksichtigt man den Effekt der UMTS-Lizenzverkäufe (0,2 % des BIP im kommenden Jahr), soll sich das Defizit auf 0,5 % des BIP belaufen. Die Schuldenquote für das Eurogebiet insgesamt soll sich weiter verringern (um mehr als 2 Prozentpunkte) und am Jahresende 67,5 % betragen.

Es wird erwartet, dass etwa die Hälfte der bisherigen EWU-Staaten im Jahr 2001 einen Haushaltsüberschuss erzielen wird, während vier Länder ein Haushaltsdefizit von über 1 % des BIP verzeichnen dürften. Im Hinblick auf die Entwicklung der Staatsverschuldung werden zwei Länder noch eine weit über dem Referenzwert von 60 % liegende Schuldenquote aufweisen; in einem Mitgliedstaat dürfte die Schuldenquote den Stand von 1999 übersteigen.

Für den Zeitraum 2000/2001 lässt sich der Rückgang des – um die UMTS-Lizenznahmen bereinigten – öffentlichen Defizits damit erklären, dass sich in beiden Jahren die Ausgabenquote etwas rascher verringern wird als die Einnahmenquote (siehe Abbildung 23, in der eine Verringerung der Ausgaben in Relation zum BIP sowie ein Anstieg der Einnahmenquote als ein positiver Beitrag zum Finanzierungssaldo in Relation zum BIP dargestellt sind). Die Einnahmenquote dürfte sich in diesem Zweijahreszeitraum um 1,1 Prozentpunkte verringern, wobei sich diese Entwicklung in erster Linie im kommenden Jahr vollziehen soll. Die Gesamtausgabenquote dürfte um 1,7 Prozentpunkte zurückgehen. Ausschlaggebend für diese Verbesserung sind die günstigen Auswirkungen eines starken

Wirtschaftswachstums auf die Primärausgabenquote. Auch eine Verringerung der Belastung durch Zinsausgaben dürfte weiterhin deutlich zu einer Rückführung der Ausgaben-, vor allem aber der Defizitquote in diesen beiden Jahren beitragen.

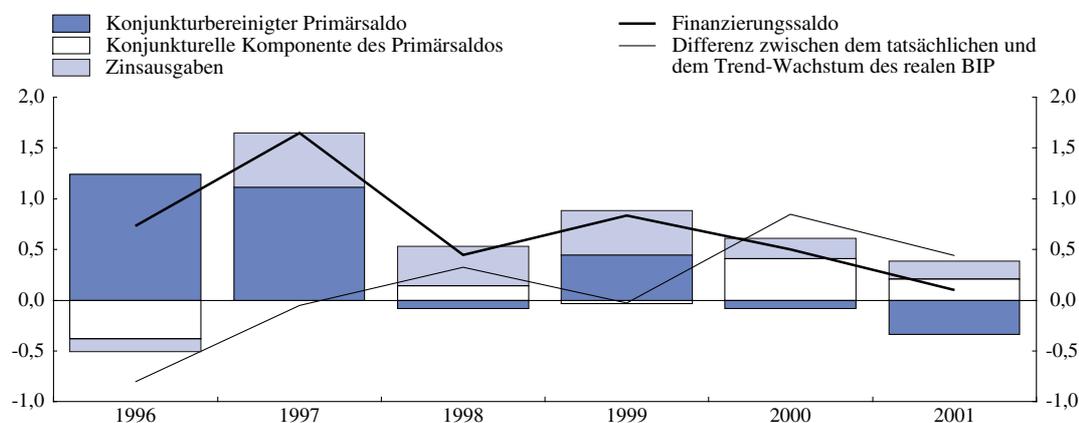
Expansive Finanzpolitik spiegelt unzureichende Ausgabeneindämmung wider

Aus den Prognosen der Europäischen Kommission geht hervor, dass die Verbesserungen der Haushaltsdefizite in den Jahren 2000 und 2001 nicht durch strukturelle Faktoren bedingt sind. Vielmehr dürfte die Finanzpolitik im Euroraum insbesondere im kommenden Jahr eher expansiv wirken. Der ausbleibende Fortschritt bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen wird bereits in dem – um die UMTS-Lizenznahmen bereinigten – Primärsaldo in Relation zum BIP sichtbar. Dieser dürfte sich im laufenden Jahr nur geringfügig verbessern und im kommenden Jahr zum ersten Mal seit Beginn der Neunzigerjahre eine Verschlechterung aufweisen. Auch die Schätzungen der Kommission zum konjunkturbereinigten Primärsaldo in Relation zum BIP deuten auf eine expansive Ausrichtung der Finanzpolitik hin. Dieser Saldo dürfte sich

Abbildung 24

Veränderung des durchschnittlichen staatlichen Finanzierungssaldos im Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr und Bestimmungsfaktoren

(in % des BIP)



Quelle: Europäische Kommission.

Anmerkung: Positive Werte zeigen einen Beitrag zu einer Verringerung der Defizite an, während negative Werte einen Beitrag zu ihrem Anstieg anzeigen.

Ohne die Erlöse aus den Versteigerungen der UMTS-Lizenzen.

Kasten 5

Steuerreformen im Euro-Währungsgebiet

Umfangreiche Steuerreformen im Euro-Währungsgebiet im Gange

In den meisten Ländern des Eurogebiets wird derzeit eine deutliche Senkung der Besteuerung von Arbeits-einkünften und Unternehmensgewinnen wie auch der Sozialversicherungsbeiträge vorgenommen bzw. geplant. Die Ziele sind dabei im Allgemeinen in allen Ländern gleich: (i) Förderung der Beschäftigung und Investitionstätigkeit über niedrigere Grenzsteuer- und Beitragssätze, (ii) Erhöhung der Steuerneutralität im Hinblick auf Sparformen und Finanzierungsinstrumente, (iii) Steigerung der Effizienz in der Finanzverwaltung und (iv) Vereinfachung des Steuerrechts. Es wird erwartet, dass diese Maßnahmen das gesamtwirtschaftliche Angebot und das Potenzial für inflationsfreies Wachstum im Euroraum fördern.

Auch aus internationaler Sicht sind Steuerreformen vonnöten. So liegt die durchschnittliche Abgabenbelastung der meisten EWU-Länder bei weitem über der Belastung in den wichtigsten Industriestaaten außerhalb des Euroraums. Gegenüber den zu Beginn des laufenden Jahres bekannt gegebenen Steuerplänen hat die Einführung von Steuerreformen in allen EWU-Ländern an Tempo gewonnen: Für die Zukunft aufgestellte Pläne wurden vorangebracht, und in einigen Ländern wurden die angekündigten Maßnahmen früher als ursprünglich geplant durchgeführt. Die quantitativen Auswirkungen der Steuer- und Sozialabgabensenkungen sind beträchtlich und spiegeln die große Reichweite der Reformen in vielen Ländern wider. Gleichzeitig werden die hieraus resultierenden Einnahmeherausfälle durch vereinzelt Erhöhungen von indirekten Steuern, die Ausweitung der steuerlichen Bemessungsgrundlagen und durch Effizienzsteigerungen bei der Eintreibung von Steuern zu einem geringen Teil aber wieder ausgeglichen. Die Abgabensenkungen werden sich im Eurogebiet in den Jahren 2000 und 2001 zusammen auf durchschnittlich rund 1 % des BIP belaufen. Weitere Senkungen sind in einer Reihe von Ländern für das Jahr 2002 und danach geplant.

Die Reformen folgen einem gemeinsamen Muster und gehen in die richtige Richtung

Die Steuerreformen folgen einem gemeinsamen Muster, wenngleich sie sich hinsichtlich ihres Umfangs und ihrer Zusammensetzung von Land zu Land unterscheiden. Es wird erwartet, dass rund die Hälfte der EWU-Staaten im Zeitraum 2000/2001 ihre Steuerquoten um über 1 Prozentpunkt senken werden, während es in einem Land zu einer Steuererhöhung kommen könnte. In den meisten Ländern werden die Steuersenkungen eher die privaten Haushalte als den Unternehmenssektor betreffen.

Die meisten EWU-Länder haben umfassende Senkungen der Körperschaft- und Einkommensteuer vorgenommen bzw. planen, dies zu tun. Von den Einkommensteuersenkungen werden im Allgemeinen alle Einkommensgruppen profitieren; allerdings sind sie in vielen Ländern hauptsächlich auf die Bezieher niedriger Einkommen ausgerichtet. Eine Reihe von Ländern nennt ausdrücklich die Abmilderung von so genannten Armuts- und Arbeitslosigkeitsfallen, die Förderung der „Steuergerechtigkeit“ und die Verstärkung der Nachfrage nach und des Angebots an Arbeit als ihr Ziel. Die Absicht, die Beschäftigung zu fördern, liegt auch den Senkungen der Sozialversicherungsbeiträge zu Grunde, die in etwa der Hälfte der EWU-Länder vorgenommen werden.

In den meisten Ländern werden auch Senkungen des Körperschaftsteuertarifs durchgeführt bzw. diesbezügliche Pläne verfolgt. Die daraus entstehenden Haushaltsbelastungen werden teilweise durch eine Ausweitung der steuerlichen Bemessungsgrundlage in Form einer Verschärfung der steuerlichen Abschreibungsbedingungen aufgefangen. Eine Reihe von Ländern hat die Besteuerung von Kapitalerträgen neu geordnet und rationalisiert, womit eine neutralere Besteuerung von Einkünften unterschiedlicher Herkunft (d. h. Dividenden, Zinseinkünfte und Einkünfte aus Vermögenszuwächsen) erzielt werden soll, um so die Verzerrungen bei den Investitions- und Finanzierungsentscheidungen zu verringern. Einige Länder haben auch steuerliche Maßnahmen zur Förderung der Sanierung und Umstrukturierung von Unternehmen ergriffen. Eine Reihe von

Ländern hat neue Gesetze zur Förderung mittelständischer Unternehmen erlassen bzw. bestehende Gesetze in dieser Hinsicht verstärkt.

In einigen wenigen Ländern werden die Senkungen der Steuern und Sozialversicherungsbeiträge teilweise durch Erhöhungen der indirekten Steuern, insbesondere der so genannten Ökosteuern, ausgeglichen. Alle Länder gehen davon aus, dass ihre Finanzierungssalden von leistungsfähigeren Steuersystemen und einer effizienteren Vorbeugung von Steuerstraftaten profitieren werden, und drei Länder haben explizit entsprechende Ziele formuliert. Eine Reihe von Ländern strebt auch eine Vereinfachung verschiedener Bestandteile ihrer Steuersysteme an.

im laufenden Jahr leicht, im Jahr 2001 dann etwas stärker verschlechtern (siehe Abbildung 24). Aus Abbildung 24 geht im Übrigen deutlich hervor, dass seit 1998 nur geringe Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung erzielt wurden und der konjunkturbereinigte Primärüberschuss in Relation zum BIP Ende 2001 ungefähr auf demselben Stand wie 1997 liegen wird.

Die erwartete expansive Ausrichtung der Finanzpolitik ist auf den in den meisten Mitgliedstaaten eingeschlagenen Reformkurs zurückzuführen. So werden in vielen Ländern derzeit Steuerreformen durchgeführt oder geplant, die eine deutliche Verringerung der Einkommen- und Körperschaftsteuersätze und der Sozialabgaben mit sich bringen werden (siehe Kasten 5). Doch bleibt eine Ergänzung dieser recht umfangreichen Steuerreformen durch strukturelle Anpassungen bei den Ausgaben und – auf kurze Sicht gesehen – eine hinreichende Eindämmung derselben aus. Vielmehr werden die Steuersenkungen teilweise aus konjunkturbedingten und sonstigen nur vorübergehenden Steuerermehreinnahmen finanziert.

In dem Anstieg der Ausgaben ist nach wie vor ein recht hohes Maß an Beharrungstendenzen erkennbar; auf diese Weise kann der notwendige Spielraum für eine vollständige Finanzierung derart ehrgeiziger Steuerreformvorhaben auf kurze Sicht nicht geschaffen werden. Die in den Haushaltsentwürfen der Mitgliedstaaten für das Jahr 2001 enthaltenen Ausgabenziele sind nicht ehrgeizig genug formuliert, und die zur Erreichung dieser Ziele geplanten Strukturmaßnahmen sind kaum spezifiziert, was bedeutet, dass bei der Reform

der Ausgabenpolitik einschließlich der Leistungssysteme nur geringe Fortschritte gemacht wurden. Das Ausbleiben eindeutiger Reformpläne vergrößert das Risiko, dass in einigen Bereichen Ausgabenziele in den Jahren 2000 und 2001 nicht eingehalten werden können. Ein weiterer Risikofaktor ergibt sich aus den Prognosen zu den Steuereinnahmen, da die tatsächlichen durch die Steuerreformen bedingten Ausfälle die Regierungsansätze übersteigen könnten und sich der Erwerb der UMTS-Lizenzen zumindest kurzfristig negativ auf die Ertragslage der betroffenen Unternehmen auswirken dürfte. Das heißt, dass die Länder bei der Anstrengung solider Finanzierungssalden nicht nur zu langsam vorgehen, sondern auch ihre zuvor erzielten Fortschritte bei der Haushaltskonsolidierung gefährden könnten.

Weitere Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung und umfassende Strukturreformen vonnöten

Es liegt auf der Hand, dass angesichts der derzeitigen gesamtwirtschaftlichen Lage eine expansive Ausrichtung der Finanzpolitik nicht wünschenswert ist. Vor dem Hintergrund eines kräftigen Wirtschaftswachstums in den Jahren 2000 und 2001 könnte eine finanzpolitische Lockerung einen nachfragebedingten Inflationsdruck schüren. Der auf EWU-Ebene zu beobachtende expansive finanzpolitische Kurs spiegelt die Tatsache wider, dass die Hälfte der EWU-Staaten im laufenden Jahr ihre finanzpolitischen Zügel gelockert hat und die meisten EWU-Länder dies für das Jahr 2001 planen. Größeren Anlass zur Sorge gibt, dass dies in erster Linie auf Länder zutrifft, in

denen die Gefahr einer konjunkturellen Überhitzung besteht oder die noch erhebliche Haushaltsungleichgewichte bzw. einen sehr hohen Schuldenstand verzeichnen.

Die Vorhaben zur Strukturreform konzentrieren sich in den meisten Ländern noch auf Steuerreformen. Die derzeit durchgeführten und die geplanten Steuerreformen sind gewiss zu begrüßen und sogar dringend vonnöten, da sie sich mittelfristig positiv auf der Angebotsseite niederschlagen werden. Allerdings wäre sowohl aus gesamtwirtschaftlicher als auch aus struktureller Sicht ein umsichtigeres Vorgehen bezüglich des Ausgabenanstiegs angebracht. Die Steuerreformen sollten mit ehrgeizigen Ausgabenzielen, die auf ausgefeilten Maßnahmen auf der Ausgaben­seite mit dauerhafter Wirkung beruhen, einhergehen, wenn nicht gar erst nach der Umsetzung dieser Vorgaben erfolgen. So würde eine Aushöhlung der in den letzten Jahren bereits erreichten Konsolidierung vermieden und ein Beitrag zum Abbau der noch bestehenden Haushaltsungleichgewichte geleistet. Des Weiteren könnte ein solches Vorgehen die positiven Auswirkungen der Steuerreformen auf der Angebotsseite verstärken. Bezüglich des Setzens von Prioritäten und der Ausgabenbegrenzung und insbesondere der Reform der Leistungssysteme sollte mehr getan werden. Derartige Reformen, in eine umfassende Strategie eingebettet, würden die

Anreize zur Erwerbsbeteiligung erhöhen und die Wirtschaftsdynamik im Euro-Währungsgebiet verstärken.

Die Regierungen sollten all diesen Erwägungen bei der Aktualisierung ihrer Stabilitätsprogramme Rechnung tragen. In den *Grundzügen der Wirtschaftspolitik 2000* werden die Mitgliedstaaten aufgefordert, ihre Anstrengungen zur Haushaltskonsolidierung voranzutreiben und einer expansiven Ausrichtung ihrer Finanzpolitik im gegenwärtigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld vorzubeugen. Die Staaten sollten einen nahezu ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt so bald wie möglich – rascher noch als in ihren bisherigen aktualisierten Stabilitätsprogrammen aufgezeigt – erzielen (siehe Kasten 3 in der Ausgabe des Monatsberichts vom Juli 2000). Die Regierungen sollten den Anstieg ihrer Primärausgaben strikt eindämmen und Ausgabenkürzungen zum Ausgleich der Einnahmefälle im Gefolge der Steuerreformen vornehmen. Auch die strukturelle Reform der öffentlichen Finanzen ist Thema der *Grundzüge der Wirtschaftspolitik*. Angebracht sind eine wieder stärkere Konzentration auf die Kernaufgaben des Staates sowie eine Umstrukturierung der öffentlichen Ausgaben hin zu den Bereichen, die der Stärkung des volkswirtschaftlichen Wachstumspotenzials und der Steigerung der Beschäftigung eher förderlich sind.

5 Von Experten erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet

Auf der Grundlage der bis Anfang November 2000 verfügbaren Daten haben die Experten des Eurosystems Projektionen zu den wirtschaftlichen Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet (einschließlich Griechenlands) bis zum Jahr 2002¹ ausgearbeitet. Diese Projektionen wurden gemeinsam von den Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets erstellt (siehe Kasten 6 zu „Verfahren und Techniken bei den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen“). Solche Projektionen stellen zweimal jährlich einen Beitrag zu der vom EZB-Rat vorgenommenen Beurteilung der Preisentwicklung und der Risiken für die Preisstabilität im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie der EZB dar. Redaktionsschluss für die Daten und Annahmen war der 9. November 2000.

Die von Experten erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen basieren auf einer Reihe von „konditionierenden Annahmen“, unter anderem im Hinblick auf Zinssätze, Wechselkurse, Ölpreise und den Welthandel außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Insbesondere wird von der technischen Annahme ausgegangen, dass die kurzfristigen Zinssätze über den Projektionszeitraum konstant bleiben. Diese Annahme soll die Erörterungen im EZB-Rat vereinfachen, indem sie die möglichen Konsequenzen einer unveränderten Geldpolitik über den Projektionshorizont hinweg aufzeigt. Aus diesem Grund sind die von Experten erstellten gesamtwirtschaftlichen

¹ Da Griechenland den Euro am 1. Januar 2001 einführen wird, wurde es in dieser in die Zukunft gerichteten Beurteilung in der Statistik für das Euro-Währungsgebiet bereits berücksichtigt.

Kasten 6

Verfahren und Techniken bei den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen

Die Ergebnisse der von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen, die hier dargestellt werden, sind ein Teil der für den EZB-Rat vorbereiteten Unterlagen. Die Projektionen werden von einer „Arbeitsgruppe Prognosen“ erstellt, die Experten der EZB und der nationalen Zentralbanken umfasst und unter der Verantwortung und der Führung des geldpolitischen Ausschusses (der aus leitenden Repräsentanten der EZB und der nationalen Zentralbanken besteht) arbeitet. Die gesamtwirtschaftlichen Projektionen werden von Experten des Eurosystems zweimal jährlich – im Frühjahr und Herbst – erstellt, und die Ergebnisse werden dem EZB-Rat für seine Sitzungen Anfang Juni und Dezember vorgelegt.

Die Projektionen erstrecken sich auf Wachstums- und Inflationsaussichten. Sie werden, wie im Textteil beschrieben, auf Basis einer Reihe von konditionierenden Annahmen erstellt. Die Verfahren stellen sicher, dass die Projektionen für das Euro-Währungsgebiet auf eine Weise erstellt werden, die mit den Beurteilungen einzelner Länder im Einklang steht, das volle Spektrum der verfügbaren Erfahrung der Experten des Eurosystems nutzt und deren Konsens widerspiegelt.

Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen kombinieren ökonometrische Modelle mit nicht modellgestützten Expertenurteilen, da ökonometrische Modelle nicht immer die jüngsten Entwicklungen erfassen, sektorenspezifische Entwicklungen abbilden und außergewöhnliche Faktoren oder strukturelle Änderungen erfassen können. Eine Vielzahl ökonometrischer Modelle wird verwendet, um die Projektionen auszuarbeiten und analytisch zu begründen. Sie liefern eine detaillierte Struktur für die Projektionen und stellen sicher, dass letztere in sich schlüssig sind und dass die Beziehungen zwischen den projizierten Variablen der Wirtschaftstheorie und ökonometrischen Erkenntnissen entsprechen. Die Beurteilungen für den Euro-Währungsraum, für Länder und Sektoren verwenden auch Gleichungssysteme in reduzierter Form, Zeitreihenmodelle, Vorlaufindikatoren und qualitative Methoden. Die Projektionen umfassen daher auch detaillierte Kenntnisse des institutionellen Kontexts sowie sonstige spezifische Informationen.

Projektionen jedoch nicht notwendigerweise die beste Voraussage der zukünftigen Entwicklungen, insbesondere nicht über längere Zeiträume, da die Geldpolitik immer handeln wird, um mögliche Bedrohungen für die Preisstabilität einzudämmen.

Um die erhebliche Unsicherheit der Projektionen auszudrücken, werden Bandbreiten zur Darstellung jeder Variablen verwendet. Die Bandbreiten entsprechen dem Doppelten des Durchschnitts der absoluten Werte der Differenzen zwischen den tatsächlichen Entwicklungen und früheren makroökonomischen Projektionen, die von den Zentralbanken des Euro-Währungsgebiets bereits über eine Reihe von Jahren durchgeführt wurden. Im Allgemeinen unterscheiden sich die Bandbreiten je nach den Variablen und den betrachteten Zeithorizonten. Sie spiegeln sowohl den unterschiedlichen Schwierigkeitsgrad bei der Projektion einzelner Variablen zu unterschiedlichen Zeithorizonten als auch die Auswirkungen der Diskrepanzen zwischen den für die konditionierenden Variablen gemachten Annahmen und ihren späteren tatsächlichen Werten wider. Es ist zu beachten, dass die Tendenz der meisten Bandbreiten, sich im Verlauf des Projektionszeitraums auszuweiten, die höhere Unsicherheit widerspiegelt, die mit den Projektionen für spätere Jahre einhergeht.

Technische Annahmen im Hinblick auf Zinssätze und Wechselkurse

Die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen basieren auf *technischen Annahmen* bezüglich der kurzfristigen Zinssätze im Euroraum und des Euro-Wechselkurses. Es wird angenommen, dass die kurzfristigen Zinssätze über den Projektionszeitraum konstant bleiben. Ebenso wird die technische Annahme gemacht, dass sich während des Projektionshorizonts keine Änderung der bilateralen Euro-Wechselkurse ergeben wird. Annahmen im Hinblick auf langfristige Zinssätze basieren auf Einschätzungen der Märkte und bleiben über den Projektionszeitraum hinweg auf etwa unverändertem Niveau.

Annahmen hinsichtlich des außenwirtschaftlichen Umfelds

In Übereinstimmung mit Prognosen anderer internationaler Institutionen spiegeln die für das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets gemachten Annahmen weitgehend günstige Aussichten wider. Es wird davon ausgegangen, dass das Wachstum des *weltweiten realen BIP außerhalb des Euro-Währungsgebiets* bei 5 % im Jahr 2000 und bei etwas über 4 % in den Jahren 2001 und 2002 liegen wird. Während der Anstieg der Ölpreise einen gewissen Aufwärtsdruck auf die globale Inflation ausüben wird, wird angenommen, dass seine dämpfende Wirkung auf das Weltwirtschaftswachstum relativ gering sein wird. Für die US-Wirtschaft wird eine Verlangsamung der Inlandsnachfrage unterstellt, wodurch sich das Wachstum des realen BIP im Jahr 2001 abschwächen wird. Auch wenn in Japan Anzeichen einer Konjunkturbelebung zu erkennen sind, wird angenommen, dass das Wirtschaftswachstum in Japan während des Projektionszeitraums relativ niedrig bleiben wird. Es wird weiter davon ausgegangen, dass das Wachstum in anderen Industrieländern leicht zurückgeht, aber kräftig bleibt. Für die meisten Schwellenländer weisen die verfügbaren Informationen auf ein anhaltend robustes Wachstum hin. Den Annahmen zufolge bleibt die Konjunktur in Asien mit Ausnahme Japans kräftig, wenn auch mit einer gewissen Abschwächung auf Grund der anhaltend hohen Ölpreise. Die Volkswirtschaften in Lateinamerika dürften weiterhin ein kräftiges Wachstum verzeichnen. Im Falle der Reformländer in Mittel- und Osteuropa und in der ehemaligen Sowjetunion wird angenommen, dass das Wirtschaftswachstum durch die günstigen weltwirtschaftlichen Aussichten und, im Falle Russlands, durch hohe Energiepreise gestützt wird. Schließlich wird davon ausgegangen, dass die hohen Ölpreise und das anhaltende Weltwirtschaftswachstum zu einer Erhöhung der BIP-Wachstumsraten in den Erdöl exportierenden Ländern führen werden.

Die Annahmen hinsichtlich des weltweiten realen BIP-Wachstums ergeben eine Expansion der *externen Exportmärkte des Euro-Währungsgebiets* in Höhe von 10 % in diesem Jahr, mit

Tabelle 12**Makroökonomische Projektionen****(Veränderung gegen Vorjahr in %)*

	1999	2000		2001		2002				
HVPI	1,1	2,3	-	2,5	1,8	-	2,8	1,3	-	2,5
Reales BIP	2,5	3,2	-	3,6	2,6	-	3,6	2,5	-	3,5
darunter:										
Private Konsumausgaben	2,8	2,3	-	2,7	2,2	-	3,2	1,7	-	3,3
Konsumausgaben des Staates	1,4	0,8	-	2,0	0,6	-	1,6	0,9	-	1,9
Bruttoanlageinvestitionen	5,3	4,7	-	5,7	3,3	-	6,3	3,1	-	6,3
Exporte (Waren- und Dienstleistungen)	4,6	9,8	-	12,6	6,5	-	9,7	5,6	-	8,8
Importe (Waren- und Dienstleistungen)	6,2	8,8	-	11,4	6,0	-	9,4	5,3	-	8,7

* *Im Hinblick auf jede Variable und jeden Zeithorizont basieren die Bandbreiten auf dem Durchschnitt der absoluten Differenzen zwischen den tatsächlichen Ergebnissen und früheren Projektionen durch die Zentralbanken des Euro-Währungsgebietes.*

einem Rückgang auf 8 % im Jahr 2001 und 7 ½ % im Jahr 2002.

Die Annahmen zu den Ölpreisen in den von Experten erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen basieren auf der von den Futures-Märkten implizierten Preisentwicklung. Somit wird angenommen, dass die Weltölpreise über den Projektionszeitraum etwas zurückgehen werden. Es wird davon ausgegangen, dass sie sich in US-Dollar-Preisen in den Jahren 2000 und 2001 im Durchschnitt um etwa denselben Preis bewegen und im Jahr 2002 um durchschnittlich rund 15 % fallen werden. Des Weiteren wird ein mäßiger Anstieg der Rohstoffpreise (außer Energie) im Projektionszeitraum unterstellt.

Zusammen mit dem kräftigen weltwirtschaftlichen Wachstum haben höhere Ölpreise zu einem Anstieg der weltweiten Inflation geführt. Allerdings wird davon ausgegangen, dass der Inflationsanstieg bei den Haupthandelspartnern des Euro-Währungsgebiets vorübergehender Natur ist. Insbesondere sollte das für die US-Volkswirtschaft angenommene verlangsamte Wachstum zu niedrigerer Inflation führen. Es wird daher angenommen, dass die weltweiten Inflationsraten über den Projektionszeitraum zurückgehen werden.

Projektionen zum realen Wachstum des BIP

Die Schätzungen ergeben, dass das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2000 3 % deutlich übersteigen wird (zwischen 3,2 % und 3,6 %). Für die folgenden Jahre zeigt die Projektion bei weiter starkem Wachstum einen leichten Rückgang auf 2,6 % bis 3,6 % im Jahr 2001 und auf 2,5 % bis 3,5 % im Jahr 2002 an. Das robuste Wachstum über den Projektionszeitraum basiert auf einem anhaltend kräftigen Wachstum der inländischen Nachfrage, die durch die zu Grunde gelegten günstigen Finanzierungsbedingungen und durch die geplanten beträchtlichen Senkungen der direkten Steuern im Jahr 2001 gestützt wird. Die negativen Auswirkungen des Anstiegs der Ölpreise auf den Zuwachs der realen privaten Konsumausgaben werden im Projektionszeitraum als geringfügig eingestuft. Auf Grund der weltweit starken Konjunktur und der hohen Wettbewerbsfähigkeit des Exportsektors hat der Außenbeitrag des Euro-Währungsgebiets dieses Jahr merklich zum Wachstum des realen BIP beigetragen. Über den Projektionszeitraum gesehen wird jedoch erwartet, dass der Beitrag des Außenhandels zum Wachstum des realen BIP allmählich zurückgeht, dabei aber positiv bleibt.

Bei den Verwendungskomponenten des realen BIP ergeben die Projektionen, dass die privaten Konsumausgaben eine ähnliche, jedoch weit weniger deutlich ausgeprägte Entwick-

lung wie die der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte durchlaufen und vom jüngsten starken Wachstum des Finanz- und Sachvermögens der privaten Haushalte in manchen Ländern beeinflusst werden. Trotz der nachteiligen Effekte höherer Ölpreise auf das reale verfügbare Einkommen wird ein Anstieg der privaten Konsumausgaben zwischen 2,3 % und 2,7 % im Jahr 2000 projiziert, der sich im Jahr 2001 vorübergehend beschleunigen kann, bevor er im Jahr 2002 leicht zurückgeht. Es wird geschätzt, dass das reale verfügbare Einkommen in diesem Jahr trotz eines starken Wachstums des realen BIP als Folge des Anstiegs der Energiepreise nur leicht zugenommen hat. Für das Jahr 2001 deuten die Projektionen auf eine stärkere Zunahme des realen verfügbaren Einkommens der privaten Haushalte auf Grund des anhaltend kräftigen Beschäftigungswachstums und deutlicher Senkungen der direkten Steuern in einigen Ländern hin. Für das Jahr 2002 ergibt sich trotz eines geringfügig stärkeren Wachstums des realen Arbeitseinkommens eine Verlangsamung, da derzeit keine weiteren wesentlichen Steuersenkungen geplant sind. Es wird davon ausgegangen, dass die Sparquote im Jahr 2000 zurückgegangen ist, womit die Auswirkungen der relativ niedrigen Zunahme der real verfügbaren Einkommen abgefedert wurden und günstige Vermögenseffekte zum Ausdruck kamen. Es wird erwartet, dass sie – auf Grund einer Glättung des Verbrauchs in Reaktion auf eine starke Zunahme der real verfügbaren Einkommen – im Jahr 2001 steigt, bevor sie sich im Jahr 2002 stabilisiert.

Auf der Grundlage der aktuellen Haushaltspläne wird angenommen, dass die *realen Konsumausgaben des Staats* im Euro-Währungsgebiet über den gesamten Projektionszeitraum von drei Jahren mäßig ansteigen werden. Die Nettozunahme in den realen öffentlichen Ausgaben im Euro-Währungsraum wird hauptsächlich den Erwerb von Gütern und Dienstleistungen betreffen, insbesondere im Gesundheitswesen; dagegen wird davon ausgegangen, dass die Anzahl der Beschäftigten im öffentlichen Sektor weitgehend unverändert bleibt.

Den gesamtwirtschaftlichen Projektionen zufolge werden die *Investitionen insgesamt* im Jahr 2000 eine starke Zunahme von real gerechnet möglicherweise mehr als 5 % verzeichnen; für den weiteren Verlauf des Projektionszeitraums wird ein weiterhin robustes Wachstum erwartet. Insbesondere ergeben die Projektionen, dass sich das Wachstum der Unternehmensinvestitionen ab diesem Jahr zwar abschwächen, aber dynamisch bleiben wird, gestützt durch eine starke Nachfrage, hohe Kapazitätsauslastung sowie durch eine gute Gewinnentwicklung und die angenommenen günstigen Finanzierungsbedingungen. Im Gegensatz dazu wird für die Jahre 2000 und 2001 bei den Immobilieninvestitionen eine Abschwächung projiziert, worin sich das Überangebot in einigen Ländern widerspiegelt, bevor 2002 eine leichte Erholung zu verzeichnen sein wird.

Es wird geschätzt, dass der *Außenbeitrag* wesentlich zum Wachstum in diesem Jahr beigetragen hat und dass er trotz eines allmählichen Rückgangs über den Projektionszeitraum hinweg positiv bleiben wird. Die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit, ein starkes Exportmarktwachstum sowohl innerhalb als auch außerhalb des Euro-Währungsraums sowie ein Überhang, der sich aus dem kräftigen Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 1999 ergibt, werden im Jahr 2000 zu einer Beschleunigung der *gesamten Exporte* (einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets) mit einer Wachstumsrate zwischen 9,8 % und 12,6 % führen. Für 2001 und 2002 zeigt die Projektion in Übereinstimmung mit dem angenommenen verlangsamten Wachstum des Welthandels eine deutliche Abschwächung des Exportwachstums auf Raten zwischen 6,5 % und 9,7 % im Jahr 2001 und zwischen 5,6 % und 8,8 % im Jahr 2002 an. Die *Importe* (einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets) sind den Schätzungen zufolge im Jahr 2000 kräftig gestiegen (mit Raten zwischen 8,8 % und 11,4 %). Sie dürften sich über den Projektionszeitraum hinweg in Übereinstimmung mit der erwarteten Entwicklung der Endnachfrage im Euro-Währungsgebiet und insbesondere

mit der Verringerung der Exporte in Länder außerhalb des Euro-Währungsraums auf Raten zwischen 6,0 % und 9,4 % im Jahr 2001 und zwischen 5,3 % und 8,7 % im Jahr 2002 abschwächen.

Auf Grund des erwarteten Wirtschaftswachstums, der Annahme anhaltender Lohnzurückhaltung und eines kontinuierlichen Anstiegs des Anteils an Teilzeitbeschäftigungen bleiben die Aussichten für die *Beschäftigung* günstig. Darüber hinaus fördern Senkungen der Steuern auf Arbeitseinkommen und der Sozialabgaben in einigen Ländern die Zunahme der Beschäftigung im privaten Sektor. Allerdings wird erwartet, dass das Angebot an Arbeitskräften als Folge steigender Erwerbsquoten ebenfalls weiterhin kräftig zunehmen wird. Ausgehend von fortdauernder Lohnzurückhaltung wird ein Rückgang der *Arbeitslosigkeit* im Projektionszeitraum angenommen, der auf Grund der Zunahme des Arbeitskräfteangebots allerdings beträchtlich hinter dem Beschäftigungszuwachs zurückbleibt.

Aussichten für Preise und Kosten

Von den oben beschriebenen Annahmen ausgehend, wird die durchschnittliche Zuwachsrate des *Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI)* insgesamt im Jahr 2000 auf etwas weniger als 2,5 % (zwischen 2,3 % und 2,5 %) geschätzt. Sie dürfte im Jahr 2001 auf relativ hohem Niveau bleiben (zwischen 1,8 % und 2,8 %), ehe sie im Jahr 2002 auf 1,3 % bis 2,5 % zurückgeht. Die Entwicklung der gesamten HVPI-Inflation drückt die Abwärtsbewegung in den Annahmen über die Ölpreise aus, die durch einen allmählichen Anstieg des inländischen Preisdrucks ausgeglichen wird.

Auf der Basis der den Projektionen zu Grunde liegenden Annahmen wird für die *Einfuhrpreise im Euro-Währungsgebiet* in diesem Jahr und im Jahr 2001 ein kräftiger Anstieg erwartet, der weitgehend auf den zurückliegenden Anstieg der Ölpreise und die zeitlich verzögerte Auswirkung des niedrigeren Außenwertes des Euro zurückzuführen ist. Im Jahr 2002 dürfte die moderate weltweite Inflation in

Verbindung mit den technischen Annahmen eines konstanten Euro-Wechselkurses und fallender Ölpreise zu einem gedämpften Auftrieb bei den Importpreisen führen.

Die projizierte Entwicklung des HVPI insgesamt ist stark von der Entwicklung der *Energiepreise* beeinflusst. In Euro umgerechnet sind die Ölpreise im vergangenen Jahr drastisch gestiegen, was eine Folge der Abschwächung des Euro und des Anstiegs der weltweit in US-Dollar notierten Ölpreise war. Allerdings wird in den Projektionen angenommen, dass der Wechselkurs des Euro konstant bleiben wird, während die Ölpreise, wie aus Futures-Preisen zu entnehmen ist, über den Projektionszeitraum zurückgehen werden. Ausgehend von diesen Annahmen dürften Energiepreise etwa 1/4 Prozentpunkte zum Anstieg des HVPI im Jahr 2000 beigetragen haben, während die Schätzungen für das Jahr 2001 einen zwar immer noch bedeutenden, aber geringeren Anteil der Energiepreise an der Gesamtinflation ergeben. Die Annahme, dass die Ölpreise im Jahr 2002 weiter zurückgehen werden, resultiert in einem geringen negativen Beitrag zur HVPI-Inflation in diesem Jahr.

Die Projektionen ergeben, dass die *inländische Inflation*, gemessen am BIP-Deflator zu Marktpreisen, von über 1 % (zwischen 1,2 % und 1,4 %) im Jahr 2000 auf 1,7 % bis 2,5 % im Jahr 2001 steigt und sich im Jahr 2002 auf einem ähnlichen Niveau – zwischen 1,5 % und 2,5 % – bewegt. Im Gegensatz zu der Abschwächung im Preisauftrieb bei den Importen und bei Energieerzeugnissen werden Arbeitskosten und inländische Gütermärkte während des Projektionszeitraums steigenden Aufwärtsdruck auf die inländischen Preise ausüben. Die Rate des Produktionswachstums während des Projektionszeitraums liegt in den Projektionen über herkömmlichen Schätzungen des Potenzialwachstums der Produktion. Darüber hinaus wird sich die Situation auf den Arbeitsmärkten anspannen und die Arbeitslosenquote weiterhin fallen. Auf Grund dieser Entwicklungen ergeben die Projektionen einen begrenzten Anstieg der Arbeitskosten und Gewinnmargen. Obwohl sich, wie

oben erläutert, die direkten Auswirkungen der Einfuhrpreise über den Zeithorizont hinweg abschwächen, zeigt die Projektion doch, dass eine allmähliche Weitergabe früherer Anstiege der Einfuhrpreise durch die inländische Produktionskette zu einem weiteren Aufwärtsdruck auf die inländischen Preise führt. Geplante Senkungen der Sozialabgaben und der direkten Steuern sollten eine dämpfende Wirkung auf die inländischen Kosten haben, doch werden die Auswirkungen auf die Preise bis zu einem gewissen Grad durch die in manchen Ländern geplanten höheren indirekten Steuern aufgehoben.

Es wird angenommen, dass sich die in den letzten Jahren beobachtete allgemeine Lohnzurückhaltung über den Projektionszeitraum fortsetzt, wenn auch in geringerem Umfang. Auf Grund der Tarifverträge und einer moderaten Lohn-driftentwicklung zeigte der *Anstieg der Löhne* in diesem Jahr nur eine niedrige Zunahme. Eine den Projektionen zu Grunde liegende entscheidende Annahme ist, dass sich die Reaktion des Lohnzuwachses auf den vorübergehenden Anstieg der Gesamtinflation Ende 2000 sehr in Grenzen halten wird. Allerdings wird für die Jahre 2001 und 2002 auf Grund einer zunehmenden Anspannung auf den Arbeitsmärkten von einer moderaten Zunahme des Lohnanstiegs ausgegangen. Dagegen dürften finanzpolitische Faktoren, insbesondere bereits umgesetzte sowie geplante Senkungen der Sozialabgaben eine leicht dämpfende Wirkung auf die Arbeitskosten haben.

Die *Lohnstückkosten* dürften zusammen mit den Löhnen im Projektionszeitraum steigen, da nur ein leichter weiterer Anstieg des Produktivitätswachstums projiziert wird. Es wird nicht erwartet, dass die größtenteils konjunkturbedingte Beschleunigung der Produktivität, die in die-

sem Jahr zu verzeichnen war, sich im Projektionszeitraum wiederholt. Die *Gewinnmargen* steigen in der Projektion über den Zeithorizont hinweg als Folge eines Anstiegs der Kapazitätsauslastung und eines schwachen Preiswettbewerbs von Exporteuren außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Auswirkungen der Deregulierung sollten jedoch einen leicht dämpfenden Effekt auf die Preise und Gewinnmargen in einigen Sektoren haben, namentlich in den Sektoren Elektrizität und Telekommunikation. *Indirekte Steuern* sollten in den Jahren 2000 und 2001 einen weitgehend neutralen Einfluss auf die Inflation ausüben, während im Jahr 2002 geplante neue Maßnahmen eine leicht positive Wirkung haben werden.

Es kann davon ausgegangen werden, dass die Entwicklung der Hauptkomponenten des HVPI (außer Energie) weitgehend den Anstieg des inländischen Preisdrucks widerspiegeln wird. Unter diesen Komponenten begannen die Preise für *Dienstleistungen* im Jahr 2000 allmählich zu steigen; im Jahr 2001 dürften sie sich zusammen mit den Lohnkosten erhöhen. Im Gegensatz dazu entwickelten sich die Preise für *Industrieerzeugnisse (außer Energie)* im Jahr 2000 relativ verhalten, da sich hier die Auswirkungen der Globalisierung und des Wettbewerbs auf dem Binnenmarkt besonders deutlich zeigten. Dennoch wird für das Jahr 2001 eine gewisse Beschleunigung in der Entwicklung dieser Preise erwartet, die von einer Weitergabe des Anstiegs der Einfuhrpreise und der Ölpreise sowie von einem Anstieg der Arbeitskosten und der Kapazitätsauslastung herrührt. Die Teuerungsrate für *Nahrungsmittel* erhöhte sich im Verlauf des Jahres 2000 auf Grund von ungünstigen Angebotsbedingungen und Basiseffekten bei den Preisen für unverarbeitete Nahrungsmittel, dürfte jedoch im Jahresverlauf 2001 etwas zurückgehen.

Kasten 7

Prognosen anderer Institutionen

Von verschiedenen Institutionen liegt eine Reihe von Prognosen jüngerer Datums für das Euro-Währungsgebiet bis zum Jahr 2002 vor. Diese umfassen die Prognosen internationaler und privatwirtschaftlicher Organisationen und die Ergebnisse des von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters. Die Prognosen sind jedoch untereinander bzw. mit den von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen nicht vollständig vergleichbar, da sie auf verschiedenen Annahmen basieren

und zu unterschiedlichen Zeitpunkten mit unterschiedlicher Datenbasis fertig gestellt wurden. Anders als die von Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen basieren Prognosen normalerweise nicht auf konstanten kurzfristigen Zinssätzen und schließen daher geldpolitische Reaktionen in die Prognose ein. Die OECD beispielsweise merkt ausdrücklich an, dass sie davon ausgeht, dass die kurzfristigen Zinssätze im Euro-Währungsraum steigen. Darüber hinaus unterscheiden sich die unterschiedlichen externen Prognosen in ihren Annahmen bezüglich der Wechselkurse, der Ölpreise und der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Eine Vielzahl nicht spezifizierter Annahmen wird in den Prognosen von Consensus Economics und dem Survey of Professional Forecasters der EZB verwendet.

Trotz der unterschiedlichen Annahmen herrscht unter den vorliegenden Prognosen weitgehend Übereinstimmung darüber, dass das Wachstum des realen BIP im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2000 deutlich über 3 % gestiegen ist und sich abschwächen wird, auch wenn es in den Jahren 2001 und 2002 kräftig bleiben wird (siehe nachstehende Tabelle). Die für den Prognosezeitraum erwartete moderate Abschwächung ist vor allem das Ergebnis der Entwicklung des Außenbeitrags, wobei die Mehrheit der Prognostiker einen kontinuierlichen Rückgang des Wachstumsbeitrags erwartet. Es wird gleichzeitig davon ausgegangen, dass die inländische Nachfrage, die jährlich mit zwischen 2,5 und 3,0 Prozentpunkten zum Wachstum beiträgt, dynamisch bleibt. Die günstige Konjunktorentwicklung dürfte zu einem weiteren Zuwachs an Arbeitsplätzen führen. Daher gehen alle Prognostiker davon aus, dass die Arbeitslosenquote sinken wird.

Vergleich der Prognosen zum realen BIP-Wachstum im Euro-Währungsgebiet

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	1999	2000	2001	2002
Europäische Kommission	November 2000	2,5	3,5	3,2	3,0
IWF	Oktober 2000	2,4	3,5	3,4	.
OECD	November 2000	2,5	3,5	3,1	2,8
Prognosen von Consensus Economics	November 2000	2,4	3,3	3,1	.
Survey of Professional Forecasters	November 2000	2,5	3,5	3,1	2,8

Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission; IMF World Economic Outlook; OECD Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB

Im Hinblick auf die Preise herrscht ebenfalls weitgehend Übereinstimmung darüber, dass der erhöhte Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet im Jahr 2000 vorübergehender Natur ist und der Preisanstieg insgesamt in den Jahren 2001 und 2002 leicht zurückgehen wird (siehe nachstehende Tabelle). Allerdings wird erwartet, dass die Preise in jedem der drei Prognosejahre um ca. 2 % steigen.

Vergleich der Prognosen zum Anstieg der Verbraucherpreise im Euro-Währungsgebiet¹⁾

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Datum der Veröffentlichung	1999	2000	2001	2002
Europäische Kommission	November 2000	1,1	2,3	2,2	1,9
IWF	Oktober 2000	1,2	2,1	1,7	.
OECD	November 2000	1,2	2,2	2,3	2,0
Prognosen von Consensus Economics	November 2000	1,0	2,2	2,0	.
Survey of Professional Forecasters	November 2000	1,1	2,3	2,0	1,8

Quellen: Herbstprognose der Europäischen Kommission; IMF World Economic Outlook; OECD Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts und Survey of Professional Forecasters der EZB.

1) HVPI; für den IWF und die Prognosen von Consensus Economics: VPI; für die OECD: Deflator für den privaten Verbrauch.

6 Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld, Wechselkurse und Zahlungsbilanz

Internationales gesamtwirtschaftliches Umfeld weiterhin positiv

Seit der Veröffentlichung der letzten Quartalsausgabe des Monatsberichts im September 2000 hat die Unsicherheit über die Aussichten für die Weltkonjunktur leicht zugenommen. Gleichwohl wird die Weltwirtschaft im Jahr 2000 insgesamt das stärkste Wachstum seit mindestens zehn Jahren aufweisen, und es wird nach wie vor allgemein damit gerechnet, dass die kräftige Konjunktur auch im Jahr 2001 anhält. Nachdem die Weltwirtschaft in der ersten Jahreshälfte in hohem Tempo gewachsen ist, hat sich ihr Wachstum im dritten Quartal dieses Jahres abgeschwächt. Besonders deutlich war die Konjunkturabkühlung in den Vereinigten Staaten. Zwar war eine Abschwächung allgemein erwartet worden, doch fiel sie etwas deutlicher als an den Märkten vorausgesehen aus. Unsicherheiten ergaben sich vor allem im Hinblick auf die möglichen Auswirkungen der anhaltend hohen Ölpreise. Vor diesem Hintergrund sind die Wachstumsperspektiven der Schwellenländer etwas unsicherer geworden. Hinzu kamen dort die zeitweiligen Finanzkrisen in Argentinien und der Türkei.

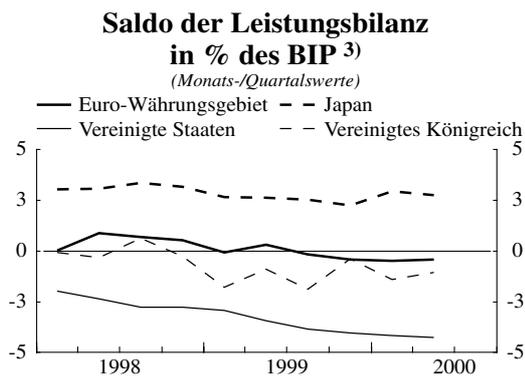
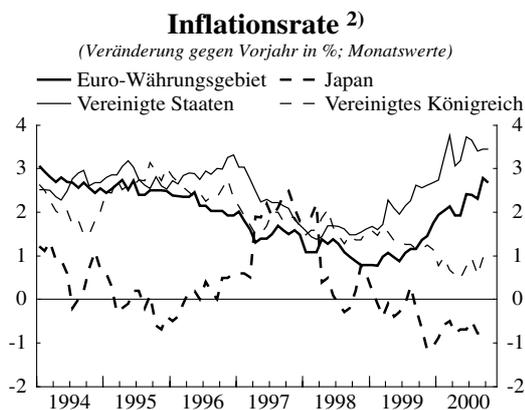
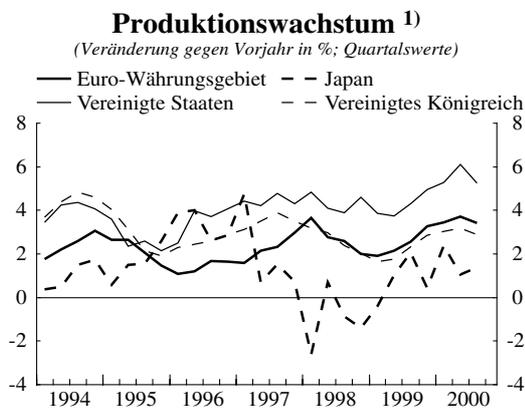
In den Vereinigten Staaten hat die seit acht Jahren anhaltende Expansion im dritten Quartal dieses Jahres deutlich an Schwung verloren. Den jüngsten Angaben zufolge ist das reale BIP-Wachstum – auf Jahresrate hochgerechnet – von 5,6 % im zweiten Quartal auf 2,4 % im dritten Quartal zurückgegangen. Ausschlaggebend hierfür waren ein schwächerer Anstieg der Vorratsinvestitionen, ein langsames Wachstum der Anlageinvestitionen (ohne Wohnungsbau) und ein Rückgang der Staatsausgaben. Auch das Wachstum des privaten Verbrauchs blieb unter dem von 1999 bis zur ersten Jahreshälfte 2000 verzeichneten Durchschnitt. Während der geringere Zuwachs bei den Vorratsinvestitionen und der Rückgang der Staatsausgaben teilweise einer Korrektur nach dem besonders starken Anstieg im zweiten Quartal zugeschrieben wer-

den können, dürfte das deutlich schwächere Wachstum der privaten Investitionen als wichtigstes Anzeichen für die allmählich nachlassende Dynamik der US-Konjunktur anzusehen sein. Der einzige größere Sektor der US-Wirtschaft, der anscheinend recht kräftig wächst, ist zur Zeit der Immobilienmarkt, der von den rückläufigen Hypothekenzinsen profitiert. Der Jahreszins für Hypothekenkredite mit einer Laufzeit von 30 Jahren ist von 8,5 % im Mai dieses Jahres auf 7,7 % im November zurückgegangen. Mit maßgeblich hierfür waren Portfolioumschichtungen von Aktien in festverzinsliche Anlagewerte.

Mit Blick auf die Zukunft wurden die Wachstumserwartungen inzwischen allgemein zurückgeschraubt. Die künftige Konjunkturabschwächung dürfte vor allem auf die privaten Unternehmensinvestitionen zurückzuführen sein. Hierauf deuten zum einen die geringen Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe und Lieferungen nichtmilitärischer Investitionsgüter im Oktober hin (-12,1 % bzw. -1,2 % gegenüber dem Vormonat). Zum anderen signalisiert dies auch der Rückgang des zusammenfassenden Index der Vorlaufindikatoren für Oktober und des amerikanischen Einkaufsmanager-Index für November, die auf Werte gesunken sind, die Anfang 1996 verzeichnet wurden.

Die Inflation hat sich im dritten Quartal dieses Jahres beschleunigt – wobei die Verbraucherpreisinflation vor allem ölpreisbedingt im Monatsdurchschnitt auf eine Vorjahrsrate von 3,5 % geklettert ist, nach 3,3 % im zweiten Quartal 2000 –, und die Signale hinsichtlich der künftigen Inflationsentwicklung sind uneinheitlich. Einerseits dürften der derzeitige Ölpreiszugang zusammen mit ersten Anzeichen einer Entspannung am Arbeitsmarkt auf einen nachlassenden Inflationsdruck hinweisen. Andererseits könnten das niedrigere Produktivitätswachstum (das – auf Jahresrate hochgerechnet – von 6 % im zweiten Quartal auf 3,2 % im dritten Quartal zurückgegangen ist) und der starke Anstieg der Lohnstück-

Abbildung 25
Grundlegende Entwicklungen in
wichtigen Industrieländern



Quellen: Nationale Statistiken, BIZ, Eurostat und EZB-Berechnungen.

- 1) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Daten.
- 2) Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet bis 1995 sind für den HVPI auf Basis nationaler VPI-Werte geschätzt; nach 1995: HVPI-Werte.
- 3) Für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich werden EZB- und Eurostat-Angaben verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Angaben. Bei den Vereinigten Staaten, dem Vereinigten Königreich und Japan beziehen sich die Ergebnisse sowohl für das BIP als auch für die Leistungsbilanz auf saisonbereinigte Angaben; für das Euro-Währungsgebiet sind die BIP-Werte saisonbereinigt, während es sich bei den Angaben zur Leistungsbilanz um nicht saisonbereinigte Werte handelt.

kosten (die im dritten Quartal auf Jahresrate hochgerechnet um 3,0 % gestiegen sind, nach einem Rückgang von 0,4 % im zweiten Quartal) auf eine Inflationsbeschleunigung hinweisen.

Am 15. November 2000 beließ der Offenmarktausschuss der Federal Reserve seinen Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert bei 6,5 %, das heißt auf dem in seiner Sitzung vom 16. Mai dieses Jahres festgelegten Niveau. In seiner Pressemitteilung wies der Ausschuss darauf hin, dass das reale BIP-Wachstum in nächster Zukunft bei anhaltendem Preisdruck möglicherweise hinter dem Potenzialwachstum zurückbleiben werde.

In Japan setzt sich die allmähliche wirtschaftliche Erholung fort, wobei gewisse Unsicherheiten und Ungleichgewichte bestehen bleiben. Im dritten Quartal 2000 nahm das reale BIP auf Jahresrate hochgerechnet um 1,0 % zu. Zusammen mit einer erheblichen Wachstumskorrektur nach unten auf 0,9 % im zweiten Quartal, die im Rahmen einer allgemeinen Aktualisierung der Datenerhebung zur Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung vorgenommen wurde, unterstreicht dies, dass die japanische Konjunktur anfällig bleibt. Ihre Hauptstütze bilden nach wie vor die privaten Unternehmensinvestitionen, die gegenüber dem vorhergehenden Quartal auf Jahresrate hochgerechnet um 35,1 % gestiegen sind, nachdem sie im Vorquartal kurzzeitig um 9,6 % zurückgegangen waren. Die öffentlichen Investitionen haben dagegen spürbar abgenommen (-36,5 %), nachdem die Wirkungen des Nachtragshaushalts vom letzten Jahr allmählich nachlassen. Der private Verbrauch – der sich im dritten Quartal auf Jahresrate hochgerechnet um 0,1 % erhöhte, nach einem Anstieg von 0,5 % im zweiten Quartal – zeigte noch keine Anzeichen einer Belebung.

Für die Zukunft wird damit gerechnet, dass die angesichts günstiger Gewinnaussichten recht hohen Anlageinvestitionen der Unternehmen für eine Fortsetzung der konjunkturellen Erholung sorgen werden, worauf die Auftragseingänge für Maschinen und die Investitionspläne schließen lassen. Allerdings

beeinträchtigen die anhaltenden strukturellen Schwächen im Finanz- und Unternehmenssektor weiterhin die Wachstumsaussichten. Da sich außerdem die Auslandsnachfrage etwas abschwächen dürfte, hängt eine nachhaltige konjunkturelle Belebung im Unternehmenssektor vom privaten Verbrauch ab, für den die Aussichten unverändert widersprüchlich sind. Während sich der jüngste Anstieg der realen Haushaltseinkommen noch nicht in den realen Ausgaben niederschlägt, deuten Arbeitsmarkindikatoren, wie etwa die geleisteten Überstunden, das Verhältnis von Stellenangeboten zu Stellengesuchen sowie die Reallöhne auf eine positivere Entwicklung hin. Mit Rücksicht auf die im Vorjahresvergleich weiter sinkenden Verbraucherpreise beließ die Bank von Japan in ihrer Sitzung am 30. November 2000 den Tagesgeldsatz unverändert bei 0,25 %.

Im Vereinigten Königreich verringerte sich das reale BIP-Wachstum im dritten Quartal 2000 auf eine Jahresrate von 2,8 %, verglichen mit 3,2 % im zweiten Quartal. Diese Abschwächung war hauptsächlich auf einen Rückgang des Außenbeitrags zurückzuführen, wobei die Einfuhren im dritten Quartal unverändert kräftig zugenommen haben, während die Ausfuhren langsamer als zuvor stiegen. Die tragenden Säulen des Produktionswachstums blieben die privaten Konsumausgaben und in geringerem Maße der Staatsverbrauch. Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 4,0 %, nach 3,7 % im vorangegangenen Vierteljahr, während die Konsumausgaben des Staats im dritten Quartal mit einer Jahresrate von 2,3 % anstiegen, verglichen mit 1,7 % im zweiten Quartal. Das Wachstum der Investitionen hat sich dagegen im dritten Quartal weiter auf eine Jahresrate von 1,3 % gegenüber 1,9 % in den vorangegangenen drei Monaten abgeschwächt.

Die Arbeitslosigkeit ist im dritten Quartal weiter auf 5,4 % gesunken. Der Lohnanstieg blieb moderat, insbesondere angesichts der angespannten Lage am Arbeitsmarkt. Wie schon im zweiten Quartal erhöhten sich die Verdienste im dritten Quartal mit einer Jah-

resrate von durchschnittlich 4,1 %. Die Verbraucherpreis-inflation, gemessen am Einzelhandelspreisindex ohne Hypothekenzinsen (RPIX), liegt weiterhin deutlich unter dem offiziellen Inflationsziel von 2 ½ %. Im Oktober 2000 betrug sie 2,0 %.

Die asiatischen Schwellenländer können im Jahr 2000 insgesamt ein sehr starkes Wachstum verbuchen, wobei die BIP-Wachstumsraten in Hongkong, Singapur, Südkorea, Malaysia und China bei 8 % und darüber liegen, während in Indonesien und Thailand zwar ein langsames, aber mit 4–5 % noch immer recht kräftiges Wachstum zu erwarten ist. In der zweiten Hälfte dieses Jahres sind jedoch im Ausfuhrsektor – dem wichtigsten Wachstumsmotor angesichts des verhaltenen Inlandskonsums – Anzeichen für eine Abschwächung zu erkennen, was die Aussichten für eine wirtschaftliche Expansion etwas schmälert. Hier schlagen die höheren Ölpreise sowie die sinkende Nachfrage in den Sektoren Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT) zu Buche, die die Entwicklung an den Aktienmärkten in der gesamten Region in Mitleidenschaft gezogen haben.

Für die Zukunft wird damit gerechnet, dass das Wirtschaftswachstum in den Schwellenländern Asiens weiterhin durch ein rückläufiges Ausfuhrwachstum gebremst wird, während die Ausgaben der privaten Haushalte diesen Rückgang nur teilweise ausgleichen dürften. Ausschlaggebend für das Wachstum in der Region im Jahr 2001 könnten unter anderem das weltwirtschaftliche Umfeld – insbesondere die Entwicklung in den Vereinigten Staaten – und bei einer Reihe von Ländern die Fähigkeit sein, ein ausgewogenes Verhältnis zwischen Geld- und Fiskalpolitik aufrechtzuerhalten.

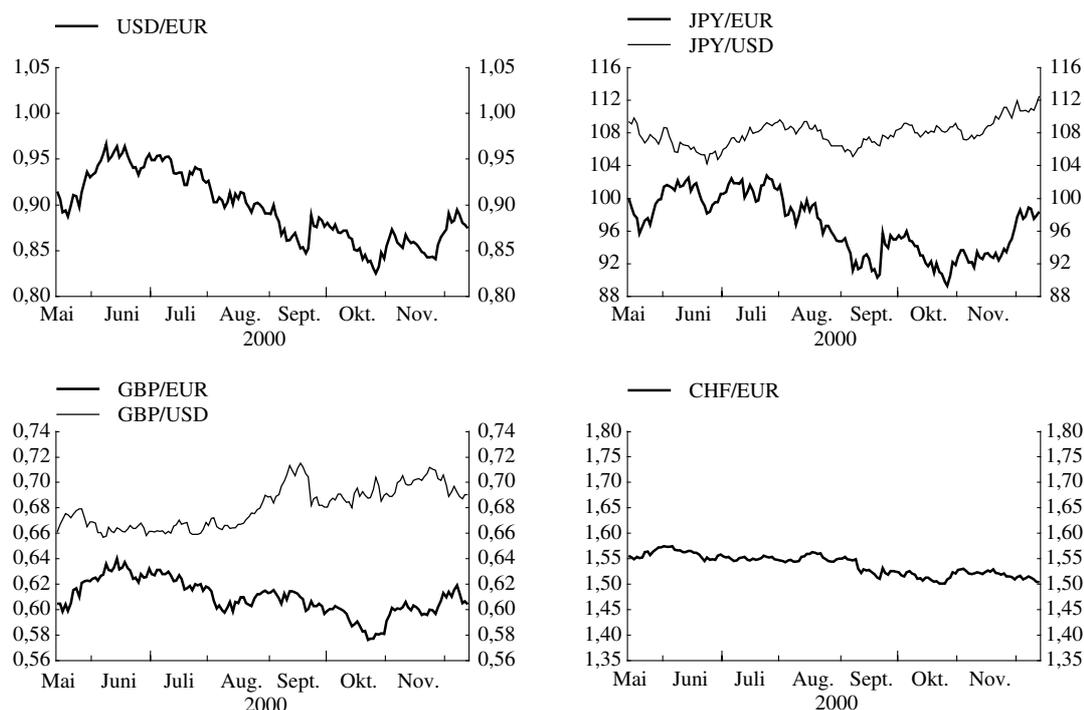
Die Wachstumsperspektiven in den größten EU-Beitrittsländern sind – teilweise auch wegen der engen Koppelung an die Konjunkturaussichten des Eurogebiets – insgesamt nach wie vor günstig, wenngleich sich die Lage an den Finanzmärkten der Region in jüngster Zeit etwas verschlechtert hat. In Polen dürfte das kräftige Wachstum anhalten,

wenngleich mit einer leichten Abschwächung zu rechnen ist. In Ungarn sind die Wachstumsaussichten unverändert günstig, wobei allerdings eine gewisse Unsicherheit hinsichtlich des künftigen Tempos der Desinflation besteht. In der Tschechischen Republik setzt sich die konjunkturelle Erholung wie erwartet fort, doch haben sich die Sorgen über die jüngste Verschlechterung der öffentlichen Finanzen verstärkt.

In Russland bestätigen die zuletzt veröffentlichten Daten den kräftigen Wirtschaftsaufschwung, wobei angesichts der Verbesserung der Auslandsposition und der öffentlichen Finanzen im Jahr 2000 mit einem Produktionswachstum von über 6 % gerechnet wird. Dieses kräftige Wirtschaftswachstum lässt zwar auf eine günstige Entwicklung im kommenden Jahr hoffen, aber die starke Ausweitung des Renditeabstands bei Anleihen in jüngster Zeit unterstreicht einmal mehr die Risiken, denen das Land ausgesetzt ist, wie auch die Dringlichkeit struktureller Reformen.

Insgesamt deuten die neuesten verfügbaren Indikatoren darauf hin, dass die Wachstumsaussichten für Lateinamerika nach wie vor günstig sind, wobei allerdings die jüngste Finanzkrise in Argentinien, politische Unsicherheiten in verschiedenen Ländern und Sorgen über das Ausmaß der Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten Abwärtsrisiken für das wirtschaftliche Wachstum der Region darstellen. In Brasilien dürfte sich das Produktionswachstum nach dem raschen Anstieg (von über 4 % im Vorjahresvergleich) im dritten Quartal den Prognosen zufolge verlangsamen, während gleichzeitig die Ausfuhren und die Investitionsnachfrage wahrscheinlich weiter kräftig wachsen werden. In Mexiko dürften im nächsten Jahr – nach einem erwarteten realen BIP-Wachstum von etwa 7 % im Jahr 2000 – die Sorgen wegen einer möglichen konjunkturellen Überhitzung angesichts der langsameren Expansion in den USA, niedrigerer Ölpreise und eines relativ restriktiven Haushalts für das Jahr 2001 nachlassen. In Argentinien bleibt das wirtschaftli-

Abbildung 26
Wechselkursentwicklung
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

che Wachstum gedämpft (für das Jahr 2000 wird mit einem Produktionswachstum von unter 1 % gerechnet), wobei allerdings der voraussichtliche Abschluss der Verhandlungen über ein vom IWF geführtes finanzielles Stützungsprogramm zu einer Konjunkturbelebung im nächsten Jahr führen könnte.

Festigung des Euro gegen Ende des Monats November

Anfang November war das Geschehen an den Devisenmärkten geprägt durch einseitige Interventionen der EZB zur Stützung des Euro angesichts der Besorgnis über die globalen und binnenwirtschaftlichen Auswirkungen des Euro-Wechselkurses. In der zweiten und dritten Woche des Monats stabilisierte sich der Euro und wurde zu allen anderen wichtigen Währungen innerhalb einer ziemlich schmalen Bandbreite gehandelt. Seit Ende November lösten neue Anzeichen für eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den Vereinigten Staaten von Amerika Kursverluste des US-Dollars gegenüber dem Euro aus. Bis zum 13. Dezember hatte der Euro gegenüber den meisten wichtigen Währungen, verglichen mit seinem Stand von Ende Oktober, an Wert gewonnen und der nominale effektive Wechselkurs den Stand von Anfang September 2000 wieder erlangt.

Gegenüber dem US-Dollar erholte sich der Euro im Zuge der Bekanntgabe von Zahlen, die eine Abschwächung des langjährigen Aufschwungs in den USA anzeigten und somit auf eine Verringerung des Wachstumsunterschieds zwischen den beiden Wirtschaftsräumen hindeuteten. Während sich der Kurs des Euro in den ersten Novemberwochen zwischen 0,84 USD und 0,87 USD bewegte, gewann er zum Monatsende hin infolge der Veröffentlichung der revidierten Zahlen zum US-BIP im dritten Quartal an Stärke. Die anfängliche Erholung der Gemeinschaftswährung festigte sich dann Anfang Dezember infolge der sich verschlechternden konjunkturellen Einschätzung und des Rückgangs der Börsenwerte – insbesondere im Technologiesektor – in den USA. Am 13. Dezember

notierte der Euro bei 0,87 USD und lag damit um fast 4 % höher als Ende Oktober, jedoch mehr als 13 % unter seinem Wert vom 3. Januar 2000.

Gegenüber dem japanischen Yen schwankte der Euro Anfang November innerhalb einer ziemlich engen Bandbreite (92 JPY – 94 JPY). Angesichts etwas uneinheitlicher Anzeichen über die Stärke der wirtschaftlichen Erholung in Japan zog der Euro in der letzten Novemberwoche dann gegenüber der japanischen Währung wieder an. Zur gleichen Zeit fiel der Yen auf seinen niedrigsten Stand gegenüber dem US-Dollar seit über einem Jahr. Am 13. Dezember notierte der Euro bei 98,4 JPY und somit mehr als 7 % über seinem Stand von Ende Oktober und mehr als 4 % unter demjenigen vom 3. Januar.

Gegenüber dem Pfund Sterling verhielt sich der Euro im November ziemlich ähnlich wie gegenüber den übrigen großen Währungen. So blieb der Kurs der Gemeinschaftswährung Mitte November auf einem relativ stabilen Niveau - bei rund 0,60 GBP -, bevor er Ende November und Anfang Dezember auf Grund von Anzeichen einer möglichen Abschwächung der Konjunktur im Vereinigten Königreich an Boden gewann. Seit Ende Oktober nahm der Wechselkurs des Euro gegenüber dem Pfund Sterling um 4 % zu und erreichte am 13. Dezember einen Kurs von 0,60 GBP, womit er jedoch nahezu 3 ½ % unter seinem Stand vom 3. Januar 2000 liegt.

Innerhalb des WKM II blieb die dänische Krone im November weitgehend stabil. Am 13. Dezember stand der Euro mit 7,46 DKK in der Nähe ihres Leitkurses. Im Einklang mit den Zinssenkungsbeschlüssen der griechischen Zentralbank vom 14. November 2000 und 12. Dezember 2000 setzte die griechische Drachme die gleichmäßige schrittweise Abwertungstendenz in Richtung ihres Leitkurses fort. Am 13. Dezember betrug der Wechselkurs zum Euro 340,7 GRD und lag damit weniger als 0,1 % über dem Leitkurs.

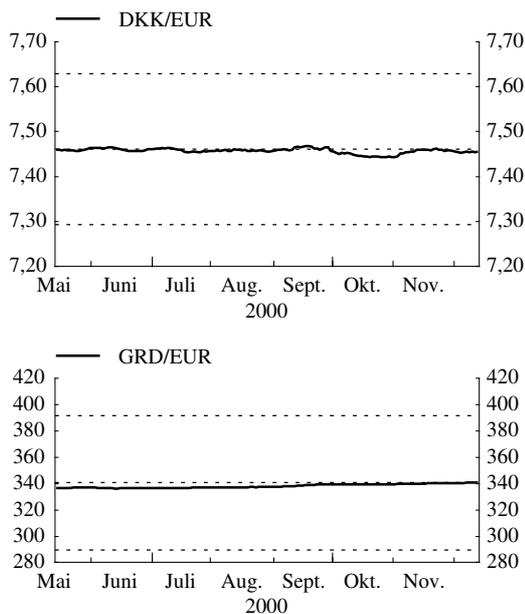
Was die übrigen wichtigen europäischen Währungen anbelangt, verhielt sich der Euro

relativ stabil, sowohl gegenüber dem Schweizer Franken – er pendelte im November und Anfang Dezember zwischen 1,50 CHF und 1,53 CHF – als auch gegenüber der schwedischen Krone.

Der nominale effektive Wechselkurs des Euro gewann, nachdem er sich in den ersten Novemberwochen innerhalb einer relativ engen Bandbreite bewegt hatte, gegen Ende des Monats an Stärke und stabilisierte sich in der ersten Dezemberhälfte weitgehend. Bis zum 13. Dezember war der nominale effektive Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen der 13 wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im Vergleich zu Ende Oktober um 3,7 % angestiegen und lag damit 6 ½ % unter seinem Stand zum Jahresbeginn. Die Entwicklungen der verschiedenen effektiven Wechselkursindizes des Euro – ob deflationiert mit dem Verbraucherpreisindex, dem Erzeugerpreisindex oder den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe – folgten denen des nominalen Index weiterhin in ziemlich dichtem Abstand.

Abbildung 27 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

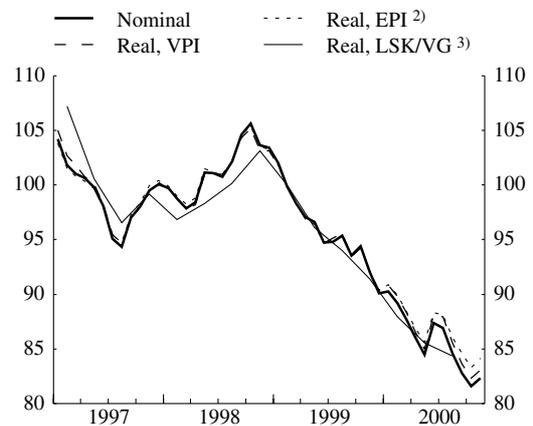


Quelle: EZB.

Anmerkung: Die horizontalen Linien geben die Leitkurse (DKK 7,46; GRD 340,75 (letzterer gilt seit 17. Januar 2000)) und die jeweilige Bandbreite ($\pm 2,25\%$ für die dänische Krone und $\pm 15\%$ für die griechische Drachme) an.

Abbildung 28 Nominaler und realer effektiver Wechselkurs¹⁾

(Monats-/Quartalsdurchschnitte; Index: 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Angaben nach Berechnungen der EZB (siehe Artikel im Monatsbericht April 2000). Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro. Die letzten Angaben beziehen sich auf November 2000 und für den auf den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das 3. Quartal 2000.

2) Erzeugerpreisindex.

3) Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe.

Geringeres Leistungsbilanzdefizit im September

Im September 2000 verringerte sich das Leistungsbilanzdefizit des Euro-Währungsgebiets auf 1,5 Mrd €, gegenüber 3,3 Mrd € im entsprechenden Vorjahrsmonat. Diese Entwicklung ist in erster Linie dem Rückgang des Defizits bei den Laufenden Übertragungen (von 5,4 Mrd € auf 3,4 Mrd €) und, in einem geringeren Ausmaß, bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen zuzuschreiben, der die marginale Ausweitung des Dienstleistungsdefizits und den leicht rückläufigen Warenhandelsüberschuss mehr als ausglich.

In den ersten drei Quartalen des Jahres 2000 verzeichnete die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets ein Defizit von insgesamt 20,4 Mrd €, während sie im entsprechenden Vorjahrszeitraum einen Überschuss von 0,7 Mrd € aufwies. Dies war in erster Linie auf den Rückgang des Warenhandelsüberschusses um 21,0 Mrd € zurückzuführen (von 62,5 Mrd € auf 41,5 Mrd €). Obwohl der

Wert der Wareneinfuhren in den ersten drei Quartalen des Jahres 2000 verglichen mit dem entsprechenden Vorjahrszeitraum um 20 % gestiegen ist, wurde dieser Zuwachs von den Einfuhren übertroffen, die wertmäßig um 26,4 % zunahm. Der starke Anstieg des Wertes der Importe war bedingt durch die auf Grund der Ölverteuerung und des Kursverlusts des Euro gestiegenen Einfuhrpreise sowie die starke Konjunktur und Importnachfrage im Eurogebiet. Dagegen ist der Zuwachs bei den wertmäßigen Exporten hauptsächlich auf die Zunahme des Exportvolumens zurückzuführen – überwiegend eine Konsequenz der gesteigerten preislichen Wettbewerbsfähigkeit infolge der Abwertung des Euro sowie der robusten Auslandsnachfrage. Die vorliegenden sektorale Zahlen für die acht Monate bis August 2000 zeigen, dass der Rückgang in der Handelsbilanz im Vergleich zum Vorjahrszeitraum in erster Linie eine Folge der Verdoppelung des Handelsdefizits bei der Energie sowie eines sich ausweitenden Defizits bei den Rohstoffen ist. Im Gegensatz dazu scheinen die Nicht-Energiesektoren auf den Zugewinn an preislicher Wettbewerbsfähigkeit reagiert zu haben, was sich z. B. an der Zunahme des Außenhandelsüberschusses bei chemischen Erzeugnissen (rund 26 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum) und im Maschinen- und Fahrzeugbau (rund 17 %) zeigt.

Das Gesamtdefizit im Dienstleistungsbereich in den ersten drei Quartalen ging leicht zurück auf 7,3 Mrd €. Gleichzeitig verringerte sich der Negativsaldo bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen um 2,0 Mrd € auf 21,0 Mrd € und konnte somit den Anstieg des Defizits bei den Laufenden Übertragungen von 31,3 Mrd € auf 33,5 Mrd € in etwa ausgleichen.

Netto-Kapitalabflüsse durch Direktinvestitionen setzten sich im September fort

Im September verzeichneten die Direktinvestitionen Netto-Kapitalabflüsse von 34,3 Mrd €. Dahinter verbargen sich Direktinvestitionen von Ansässigen des Eurogebiets

außerhalb der EWU in Höhe von 47,2 Mrd € und einfließende Direktinvestitionen in Höhe von 13,0 Mrd €. Ungefähr ein Drittel der Netto-Kapitalabflüsse betraf die Position „sonstige Anlagen“, die in erster Linie Kredite zwischen verbundenen Unternehmen umfasst. Dagegen verzeichneten die Wertpapieranlagen einen Netto-Kapitalzufluss von 3,9 Mrd €, der aus den Netto-Kapitalzuflüssen bei den Schuldverschreibungen (8,7 Mrd €) resultiert, die die Netto-Kapitalabflüsse bei den Dividendenwerten (4,8 Mrd €) mehr als ausglich.

Was die Gesamtentwicklung in den ersten neun Monaten des Jahres 2000 anbelangt, so beliefen sich die Netto-Kapitalabflüsse durch Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammen genommen auf 89,0 Mrd € und waren damit niedriger als im entsprechenden Vorjahrszeitraum (113,0 Mrd €). Dieser Rückgang hing mit der Tatsache zusammen, dass die Umkehrung von Netto-Kapitalabflüssen zu Netto-Kapitalzuflüssen bei den verzinslichen Anlagewerten – das heißt Wertpapieranlagen/Schuldverschreibungen – die Zunahme der Netto-Kapitalabflüsse im Zusammenhang mit Investitionen in ausländische Unternehmen, das heißt die Summe der Netto-Direktinvestitionen und Nettoinvestitionen in Dividendenwerte, mehr als ausgeglichen haben.

Eine nähere Betrachtung der einzelnen Positionen zeigt, dass es bei den Schuldverschreibungen zwischen Januar und September 2000 zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 116,2 Mrd € kam, verglichen mit einem nahezu ausgewogenen Kapitalstrom von -0,8 Mrd € im entsprechenden Zeitraum 1999, was hauptsächlich mit dem starken Engagement ausländischer Anleger in Anleihen des Eurogebiets zusammenhing. Der Rückgang des Zinsgefälles zwischen dem Euroraum und den USA seit Januar 2000 könnte einer der Anreize für die Investitionen ausländischer Anleger in Anleihen des Eurogebiets gewesen sein. Im selben Zeitraum kam es bei den Direktinvestitionen auch zu einer Umkehrung der Netto-Kapitalabflüsse in Höhe von 73,9 Mrd € in den ersten neun Monaten

Tabelle 13**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

	1999 Jan. – Sept.	1999 Sept.	2000 Jan. – Sept.	2000 Juli	2000 Aug.	2000 Sept.
Saldo der Leistungsbilanz	0,7	-3,3	-20,4	-2,2	-2,2	-1,5
Einnahmen	978,0	112,5	1 133,5	132,2	120,8	133,2
Ausgaben	977,3	115,8	1 153,8	134,4	123,0	134,7
Saldo des Warenhandels	62,5	5,0	41,5	8,4	4,6	4,5
Ausfuhr	587,3	70,7	704,9	83,9	75,5	85,3
Einfuhr	524,8	65,8	663,4	75,5	70,9	80,9
Saldo der Dienstleistungen	-7,6	-1,1	-7,3	0,6	0,3	-1,5
Einnahmen	178,4	20,9	195,8	24,8	23,4	22,3
Ausgaben	186,0	22,0	203,1	24,2	23,1	23,7
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-23,0	-1,8	-21,0	-5,7	-1,6	-1,1
Saldo der Laufenden Übertragungen	-31,3	-5,4	-33,5	-5,5	-5,6	-3,4
Saldo der Vermögensübertragungen	7,8	0,3	6,4	0,5	0,1	0,7
Saldo der Kapitalbilanz	16,5	-18,8	44,5	7,0	-3,9	-3,5
Direktinvestitionen	-73,9	0,1	38,5	-11,3	-45,7	-34,3
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-147,2	-11,9	-246,0	-9,9	-53,7	-47,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-87,5	-9,7	-180,6	-21,2	-55,3	-26,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	-59,6	-2,2	-65,4	11,3	1,6	-21,1
Im Euro-Währungsgebiet	73,2	12,0	284,6	-1,5	8,0	13,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	36,7	6,4	228,0	9,2	3,6	4,7
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen	36,5	5,6	56,6	-10,7	4,4	8,3
Wertpapieranlagen	-39,1	12,0	-127,6	-5,9	15,3	3,9
Dividendenwerte	-38,3	0,1	-243,8	-14,5	-0,0	-4,8
Aktiva	-100,0	-10,6	-219,0	-22,2	-17,5	-8,1
Passiva	61,7	10,7	-24,8	7,7	17,5	3,3
Schuldverschreibungen	-0,8	11,9	116,2	8,6	15,3	8,7
Aktiva	-123,1	-5,8	-99,2	-8,6	-4,2	-18,5
Passiva	122,4	17,8	215,4	17,2	19,4	27,2
Nachrichtlich						
Nettodirektinvestitionen und -wertpapieranlagen zusammengenommen	-113,0	12,1	-89,0	-17,3	-30,4	-30,4
Finanzderivate	8,5	1,5	5,5	-3,2	-0,6	2,0
Übriger Kapitalverkehr	110,3	-33,1	120,7	28,0	25,9	20,6
Währungsreserven	10,8	0,7	7,3	-0,5	1,2	4,2
Restposten	-24,9	21,8	-30,5	-5,3	6,1	4,3

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen. In der Kapitalbilanz zeigt ein positives Vorzeichen einen Zufluss und ein negatives Vorzeichen einen Abfluss an; bei den Währungsreserven zeigt ein negatives Vorzeichen eine Zunahme und ein positives Vorzeichen eine Abnahme an. Detailliertere Tabellen finden sich im statistischen Teil dieses Monatsberichts, „Statistik des Euro-Währungsgebiets“, Abschnitt 8.

des Jahres 1999 zu Netto-Kapitalzuflüssen in Höhe von 38,5 Mrd €, was hauptsächlich im Zusammenhang mit einer Großtransaktion im Bereich Fusionen, Übernahmen und Beteiligungen (Mergers and Acquisitions) Anfang 2000 stand. Dagegen nahmen in den ersten neun Monaten des Jahres 2000 die Netto-

Kapitalabflüsse bei den Dividendenwerten auf insgesamt 243,8 Mrd € zu (verglichen mit 38,3 Mrd € im entsprechenden Vorjahreszeitraum), teilweise infolge der Verrechnung von Transaktionen im Bereich Direktinvestitionen über Aktien.

Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets Ende 1999: Rückgang der Nettoverbindlichkeiten

Der Auslandsvermögensstatus des Euroraums gegenüber der übrigen Welt – die den Bestand an finanziellen Forderungen und Verbindlichkeiten an das Ausland erfassende Bilanz, die einmal jährlich von der EZB veröffentlicht wird – gibt die Netto-Auslandsposition bei Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, Finanzderivaten, den übrigen Anlagen und Währungsreserven in Form von Bestandsgrößen wieder (siehe Tabelle 8.7 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ dieser Ausgabe des Monatsberichts). Der Auslandsvermögensstatus ergänzt somit die Zahlungsbilanzstatistik, in der die Stromgrößen der Aktiva und Passiva in der Kapitalbilanz erfasst werden.

Ende 1999 verzeichnete der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 131,0 Mrd € (2,1 % des BIP), verglichen mit 175,3 Mrd € (3 % des BIP) Ende 1998.

Hinter dem Rückgang der Nettoverbindlichkeiten im Auslandsvermögensstatus um 44,3 Mrd € zwischen 1998 und 1999 verbirgt sich in erster Linie zum einen eine Zunahme der Nettoforderungen sowohl bei den Direktinvestitionen (um 237,0 Mrd €) als auch bei den Währungsreserven (um 43,1 Mrd €) und zum anderen ein Anstieg der Nettoverbindlichkeiten bei den Wertpapieranlagen (um 26,3 Mrd €) sowie ein Umschwung von Nettoforderungen zu Nettoverbindlichkeiten im übrigen Kapitalverkehr (209,3 Mrd €).

Die Veränderungen im Auslandsvermögensstatus vom Ende eines Jahres bis zum Ende

des nächsten Jahres gehen zum einen auf in der Zahlungsbilanz in Form von Stromgrößen erfasste Transaktionen im dazwischen liegenden Jahr zurück und zum anderen auf Bewertungseffekte, die sich hauptsächlich aus Veränderungen der Vermögenspreise und der Wechselkurse ergeben. Wie schon 1998 ist die veränderte Bewertung der Bestände überwiegend auf Veränderungen der Preise von Finanzaktiva und des Wechselkurses zurückzuführen.

Eine nähere Betrachtung der einzelnen Positionen zeigt, dass etwa die Hälfte der von Ende 1998 bis Ende 1999 verzeichneten Veränderung der Nettoforderungen aus Direktinvestitionen (237 Mrd €) Zahlungsbilanztransaktionen betrifft (121 Mrd € im Jahr 1999), während die Neubewertung verschiedener Positionen zu einem Anstieg von rund 117 Mrd € führte. Ein ähnlicher Effekt ergab sich bei der Nettoposition bei langfristigen Schuldverschreibungen (nur 45 Mrd € der sich auf 133 Mrd € belaufenden Veränderung entfällt auf Zahlungsbilanztransaktionen) und bei den Währungsreserven (ein Rückgang um 10 Mrd € auf Grund von Zahlungsbilanztransaktionen bei einem Anstieg von 43 Mrd € in der Netto-Auslandsposition). Noch stärker wirken sich die Neubewertungen auf die gesamte Bestandsveränderung bei den Wertpapieranlagen in Dividendenwerte aus. Während sich hier die Nettoforderungen nach den Transaktionsgrößen der Zahlungsbilanz 1999 um rund 49 Mrd € erhöhten, ergibt sich im Auslandsvermögensstatus ein Anstieg der Nettoverbindlichkeiten (von rund 121 Mrd €), der in erster Linie mit der Neubewertung von Dividendenwerten des Eurogebiets im Besitz von Gebietsfremden infolge des starken Kursanstiegs an den Aktienmärkten des Euroraums zusammenhing.

