

## Die Wirtschaftslage in Deutschland im Frühjahr 1999

### Vorbemerkung

Beginnend mit diesem Monatsbericht wird die vierteljährliche Berichterstattung über die Wirtschaftslage in Deutschland an die Gegebenheiten der Europäischen Währungsunion angepaßt. Um zeitliche Überschneidungen mit dem Quartalsbericht der Europäischen Zentralbank zu vermeiden, wird die Bundesbankanalyse – abgesehen vom Februar – um jeweils einen Monat vorgezogen, und zwar auf Mai, August und November (verglichen mit bisher Juni, September und Dezember). Dabei muß in Kauf genommen werden, daß noch keine vollständigen Daten für das Bruttoinlandsprodukt und seine Komponenten im jeweiligen Vorquartal zur Verfügung stehen.

Dem Bericht über die Wirtschaftslage in Deutschland wird ein Abschnitt über das internationale und europäische Umfeld vorangestellt, in dem auch auf die europäische Geldpolitik und die Entwicklung auf den europäischen Finanzmärkten eingegangen wird. Die Bundesbank zieht damit in ihrer Berichterstattung die Konsequenz aus der Übertragung der geldpolitischen Verantwortung auf das Europäische System der Zentralbanken. Für die einzelnen nationalen Volkswirtschaften ist die Geldpolitik des Eurosystems ein Datum, das zwar Auswirkungen auf die regionale Wirtschaftsentwicklung hat, dessen Festlegung aber allein auf der Basis von Indikatoren für die EWU insgesamt erfolgt.

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

---

Die Perspektiven der Weltwirtschaft haben sich in den letzten Monaten aufgehellt. Insbesondere das Risiko einer globalen Rezession ist mehr und mehr in den Hintergrund getreten. Dazu hat die fortschreitende Entspannung an den internationalen Finanz- und Devisenmärkten, die durch die Brasilienkrise nur kurzfristig unterbrochen worden war, ebenso beigetragen wie die anhaltende Dynamik der US-Konjunktur im Winterhalbjahr 1998/99. Der jüngsten IWF-Prognose zufolge wird sich das Wachstum der Weltwirtschaft 1999 im Jahresdurchschnitt zwar nochmals leicht auf 2 ¼ % verlangsamen, aber schon im nächsten Jahr könnte es sich wieder auf 3 ½ % beschleunigen. Der aufkeimende Konjunktur-optimismus darf freilich nicht darüber hinwegtäuschen, daß es für eine endgültige „Entwarnung“ noch zu früh ist. Immer noch ist das Rückschlagspotential beachtlich. Die Wirtschaftsperspektiven müssen durch nachhaltige Sanierungs- und Modernisierungsanstrengungen in den betroffenen Krisenregionen fundiert werden; außerdem dürfen die Reformbemühungen in Europa nicht erlahmen.

*Bessere  
Aussichten  
für die  
Weltwirtschaft*

Zu den positiven Entwicklungen zählt, daß in den meisten ostasiatischen Schwellenländern inzwischen deutlicher als zuvor Besserungstendenzen zu erkennen sind. So konnten Liquiditätsempässe im Laufe des vergangenen Jahres überwunden, hohe Leistungsbilanzüberschüsse erwirtschaftet und zuletzt auch wieder ausländisches privates Kapital attrahiert werden. Die Wachstumskräfte werden darüber hinaus durch deutliche Zinsrückgänge und die Beruhigung der Wechselkursentwicklungen geför-

*Ostasiatische  
Schwellen-  
länder*

dert. In einigen Ländern konnte der Rückgang der industriellen Erzeugung bereits gestoppt werden. Die koreanische Wirtschaft hat die Talsohle sogar schon durchschritten, die gesamtwirtschaftliche Produktion wird sich in diesem Jahr voraussichtlich wieder merklich ausweiten. Allerdings sind die Schwachstellen in den Finanzsektoren dieser Länder vielfach noch nicht behoben, und die oftmals hohe Verschuldung der Unternehmen steht ebenfalls einer raschen Erholung im Wege.

Japan

Außerdem wird die Überwindung der Wachstumsschwäche in dieser Region dadurch erschwert, daß von Japan als der bei weitem größten Volkswirtschaft in Asien trotz einzelner Stabilisierungsanzeichen bisher noch keine expansiven Impulse ausgehen. Nach der Jahreswende 1998/99 nahm die staatliche Nachfrage im Rahmen der Umsetzung der 1998 beschlossenen Stimulierungsprogramme zwar weiter kräftig zu, was zusammen mit der fortschreitenden Lageranpassung zur Verbesserung des Geschäftsklimas im ersten Quartal beigetragen haben dürfte. Dem stand aber eine weiter schrumpfende private Inlandsnachfrage gegenüber. Insbesondere die gewerblichen Investitionen scheinen ihren Tiefpunkt noch nicht erreicht zu haben. Vor diesem Hintergrund erwartet der IWF für 1999 einen erneuten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion, der mit 1½ % allerdings erheblich geringer ausfallen dürfte als im vergangenen Jahr. Die jüngsten kräftigen Kurssteigerungen an den japanischen Aktienbörsen deuten darauf hin, daß das Vertrauen in eine Erholung des Landes wieder zugenommen hat. Die realwirtschaftliche Fundierung steht freilich noch aus.

Vorausschätzungen des IWF  
für 1999 und 2000 \*)

Position	1997	1998	1999	2000
Reales Bruttoinlandsprodukt	Veränderung gegen Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 3,2	+ 2,2	+ 2,0	+ 2,3
darunter:				
USA	+ 3,9	+ 3,9	+ 3,3	+ 2,2
Japan	+ 1,4	- 2,8	- 1,4	+ 0,3
EWU	+ 2,5	+ 2,9	+ 2,0	+ 2,9
Verbraucherpreise 2)	Veränderung gegen Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 2,1	+ 1,7	+ 1,4	+ 1,7
darunter:				
USA	+ 2,3	+ 1,6	+ 2,1	+ 2,4
Japan	+ 1,7	+ 0,6	- 0,2	- 0,2
EWU	+ 1,7	+ 1,8	+ 1,0	+ 1,4
Arbeitslosigkeit	Zahl der Arbeitslosen in % der Erwerbspersonen			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	7,0	6,9	6,9	6,9
darunter:				
USA	4,9	4,5	4,5	4,7
Japan	3,4	4,1	4,8	4,9
EWU	12,3	11,7	11,3	11,0

\* Quelle: IWF, World Economic Outlook, Mai 1999. — 1 Industrieländer zuzüglich Israel, China (Taiwan), Hongkong (Sonderverwaltungsregion), Republik Korea und Singapur. — 2 Gemessen am Preisindex für die Lebenshaltung.

Deutsche Bundesbank

Die Zuspitzung der Krise in Brasilien am Jahresanfang hat weniger über die Finanzmärkte, als vielmehr über die direkten Handelseffekte andere lateinamerikanische Länder, die teilweise als wichtige Rohstoffexporteure schon zuvor durch den Verfall der Rohstoffpreise geschwächt worden waren, in Mitleidenschaft gezogen. Dem IWF zufolge wird das reale Bruttoinlandsprodukt der Region 1999 leicht schrumpfen, es könnte aber im nächsten Jahr wieder spürbar steigen. Eine solch rasche Trendwende setzt freilich voraus, daß vor allem in Brasilien als Zentrum der Krise die notwendigen wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen für eine tragfähige ökonomische Entwicklung konsequent umgesetzt werden.

Lateinamerika

Mittel- und  
Osteuropa

In Rußland scheint die gesamtwirtschaftliche Erzeugung – nach dem außerordentlich scharfen Produktionseinbruch im vergangenen Jahr – in den letzten Monaten etwas zugenommen zu haben. Die wirtschaftliche Gesamtlage bleibt jedoch kritisch, da die großen strukturellen Probleme des Landes, insbesondere die desolante Situation der öffentlichen Haushalte, die finanziell schwache Verfassung vieler Unternehmen und die allgemein schlechte Zahlungsmoral, noch nicht energisch genug angegangen worden sind. Ausgesprochen ungünstige Aussichten weisen auch die Länder auf, die – wie die Ukraine und Weißrußland – über den Außenhandel mit Rußland eng verflochten sind. Die Auftriebskräfte in den mitteleuropäischen Reformländern sowie den baltischen Staaten wurden durch die Krise in Rußland zwar nicht nachhaltig beeinträchtigt, das Wachstumstempo hat sich dort allerdings nicht zuletzt unter dem Eindruck der nachlassenden konjunkturellen Dynamik in Westeuropa merklich verlangsamt. Die negativen wirtschaftlichen Folgen des Kosovo-Konflikts für die Anrainerstaaten, die sich in erster Linie in der Unterbrechung von Transportwegen sowie Einbußen im Tourismus zeigen, lassen sich bisher noch nicht eindeutig abschätzen.

USA

Die amerikanische Wirtschaft stellt zur Zeit die Hauptstütze der Weltkonjunktur dar. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm nach den noch vorläufigen Angaben im ersten Viertel von 1999 saisonbereinigt um 1% zu und lag damit um 4% über dem Niveau vor Jahresfrist. Zu der starken Expansion trugen alle Komponenten der privaten Endnachfrage bei; sehr dynamisch entwickelte sich wiederum der Pri-

vate Verbrauch, der den bereits hohen Stand des Vorquartals um gut 1½% übertraf. Gespeist wurde die Konsumentennachfrage zum einen durch das erneut kräftige Wachstum des Verfügbaren Einkommens. Zum anderen haben die privaten Haushalte angesichts anhaltender Wertzuwächse beim Aktienvermögen aus ihrem laufenden Einkommen keine Ersparnisse mehr gebildet, sondern Vermögen geringfügig aufgelöst; mit –0,5% fiel die Sparquote im Quartalsdurchschnitt auf den niedrigsten Wert seit Beginn der statistischen Aufzeichnungen im Jahr 1946. Gebremst wurde das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts durch den beträchtlichen Rückgang der Exporte (saisonbereinigt –2% gegenüber der Vorperiode) bei gleichzeitig kräftig steigenden Importen. Infolgedessen erreichte der Fehlbetrag im Außenhandel ein neues Rekordniveau, das sich – gemessen am realen Außenbeitrag – auf 4% des Bruttoinlandsprodukts belief. Im laufenden Jahr könnte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den USA nach der Prognose des IWF um 3¼% steigen; verglichen mit 4% im Vorjahr. Für das nächste Jahr wird eine Verlangsamung des Wachstumstemplos in den USA auf 2¼% erwartet, unter anderem weil nicht mit Vermögenszuwächsen im Umfang der vergangenen Jahre gerechnet werden kann.

### Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

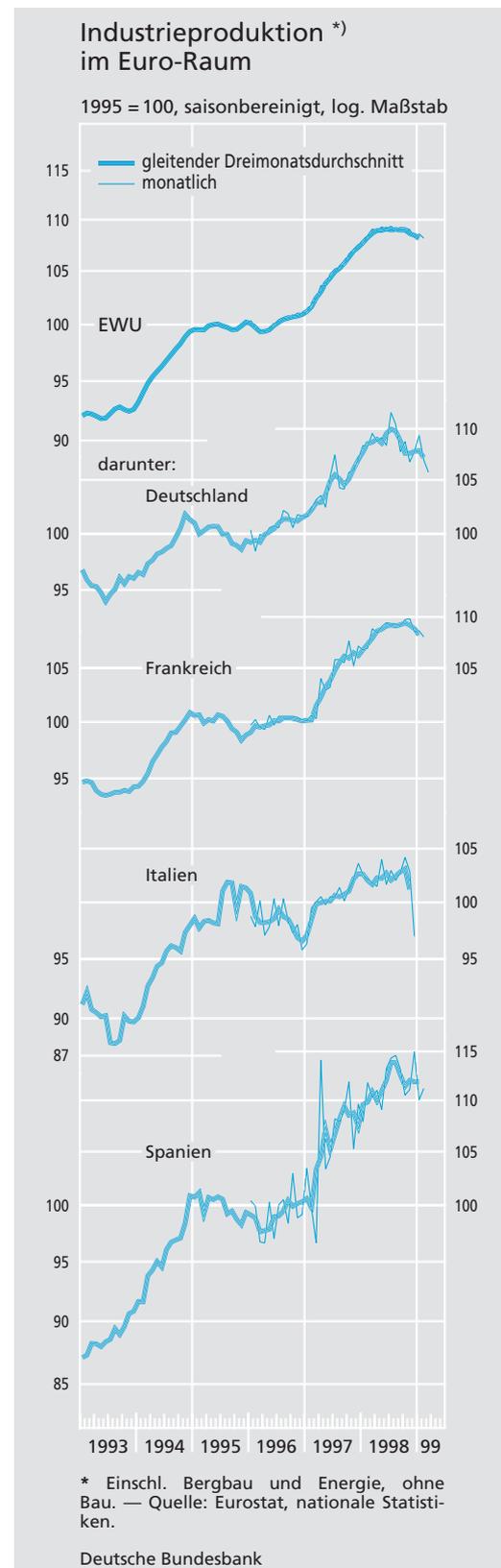
Die wirtschaftliche Entwicklung in der EWU hat seit Herbst vergangenen Jahres deutlich an Schwung verloren. Das reale Bruttoinlandsprodukt lag im vierten Quartal nach

*Konjunktur-  
flaute im  
Winterhalbjahr*

Ausschaltung saisonaler Schwankungen nur noch um  $\frac{1}{4}\%$  über dem Niveau des Vorquartals und um  $2\frac{1}{4}\%$  über dem Stand vor Jahresfrist. Nach der Jahreswende 1998/99 schwächte sich die Konjunktur weiter ab. Die Industrieproduktion (ohne Bau) – Angaben über die gesamtwirtschaftliche Erzeugung in der EWU liegen noch nicht vor – sank im Durchschnitt der ersten beiden Monate von 1999 saisonbereinigt um  $\frac{1}{2}\%$  unter das bereits gedrückte Niveau vom Herbst 1998; sie war damit freilich noch um  $\frac{3}{4}\%$  höher als in der entsprechenden Vorjahrszeit. Der Abbau der Arbeitslosigkeit hat sich im Winterhalbjahr verlangsamt, die entsprechende Arbeitslosenquote lag im März saisonbereinigt bei 10,4%. Positiv ist zwar zu werten, daß die Kapazitätsauslastung in der Industrie im Zeitraum Januar/April nicht mehr weiter zurückging und sich das Geschäftsklima in der Industrie zuletzt wieder etwas aufgehellt hat. Für eine baldige und starke Beschleunigung des Expansionstempos in der EWU sind bisher allerdings noch keine eindeutigen Anzeichen zu erkennen. Dabei ist zu berücksichtigen, daß sich die Wachstumsschwäche vor allem auf Italien und Deutschland konzentriert, während andere Mitgliedstaaten, wie Irland, Portugal und Spanien, die vom Zinskonvergenzprozeß im Vorfeld der EWU besonders stark „profitiert“ haben, weiterhin einem relativ steilen Wachstumspfad folgen.

Wachstumsperspektiven für 1999 eingetrübt

Die Binnennachfrage konnte bis zuletzt keine eigenen Akzente setzen. Vielmehr geriet sie selbst unter den Einfluß der von außen kommenden dämpfenden Effekte, obgleich der EWU-Raum – anders als die US-Wirtschaft – von der Wechselkursseite entlastet worden



ist. Insbesondere die Investitionskonjunktur verlief trotz ausgesprochen günstiger monetärer Rahmenbedingungen insgesamt verhalten. Nicht zuletzt deshalb haben sich die Wachstumsperspektiven des Euro-Raums für 1999 weiter eingetrübt, was auch die internationalen Organisationen dazu veranlaßt hat, ihre Wachstumsprognosen deutlich nach unten auf nunmehr 2 % bis 2 ¼ % zu korrigieren. Die in den letzten Monaten zu beobachtenden Stabilisierungstendenzen im internationalen Umfeld werden aufgrund der bestehenden Wirkungsverzögerungen erst allmählich zu einer höheren Ausfuhrdynamik in den Industrieländern im allgemeinen und den Mitgliedstaaten der EWU im besonderen führen.

*Exporte  
aus dem  
Euro-Raum in  
Drittländer*

Die Ausfuhren aus dem Euro-Raum in Drittländer litten in den ersten Monaten dieses Jahres jedenfalls noch unter den Spätfolgen der Krisen in der Welt, die im vergangenen Jahr zu einem scharfen Einbruch der Exporttätigkeit der Euro-Länder geführt hatten. So lag der Wert der Ausfuhren in den ersten beiden Monaten dieses Jahres um mehr als 8 % unter dem entsprechenden Vorjahrswert, verglichen mit rund 4 % im letzten Quartal 1998. Vereinzelt sind allerdings bereits erste Anzeichen dafür zu erkennen, daß nach der starken Abkühlung des Auslandsgeschäfts der europäischen Wirtschaft nun allmählich ein Tiefpunkt erreicht sein könnte, der in der näheren Zukunft von einer leichten Erholung abgelöst wird.

*Importe des  
Euro-Raums  
aus  
Drittländern*

Parallel zu der immer noch schwachen Ausfuhrstätigkeit sind auch die Einfuhren des Euro-Raums aus Drittländern deutlich zurück-

gegangen. Der Wettbewerbsdruck für die Unternehmen in den Euro-Ländern aufgrund der im Verlauf des vergangenen Jahres verstärkt aufgetretenen Importkonkurrenz insbesondere aus den Krisenregionen in Asien scheint sich nicht weiter intensiviert zu haben. Dem Wert nach sind die Importe in den ersten beiden Monaten dieses Jahres jedenfalls um 7 ½ % unter ihren Vergleichswert vom Vorjahr gefallen, nachdem der Rückstand gegenüber dem Vorjahr im letzten Quartal 1998 nur bei 1 ½ % gelegen hatte. Bei der Entwicklung der Importumsätze spielte die bis Anfang dieses Jahres stark rückläufige Tendenz der Einfuhrpreise eine wichtige Rolle, die sich in der jüngeren Zeit jedoch nicht in gleicher Weise fortgesetzt hat. Trotzdem sind auch die Warenbezüge der Euro-Länder aus Drittländern wohl erstmals unter ihr Vorjahrsniveau gefallen.

Zur Stabilisierung des Auslandsgeschäfts könnte auch die Wechselkursentwicklung beitragen. So ist die günstige Konjunktur in den USA mit einer deutlichen Befestigung des Dollar gegenüber dem Euro einhergegangen. Darüber hinaus ist der Kurs der amerikanischen Währung wohl auch im Zusammenhang mit dem Kosovo-Konflikt gestiegen. Die Notierungen des Euro sanken dementsprechend von 1,17 Dollar bis zum Abschluß dieses Berichts um gut 8 % auf 1,07 Dollar, nachdem der Euro zu Beginn der Währungsunion zunächst zur Stärke geneigt hatte. In D-Mark umgerechnet, mußten für den Dollar in der Spitze 1,85 DM gezahlt werden; dies war ebensoviel wie im April 1998, als der Dollar seinen Höchststand im vergangenen Jahr erreicht hatte. Im Sog des US-Dollar werteten

*Dollar im  
Aufwind*

seit Jahresanfang auch das Pfund Sterling sowie einige skandinavische Währungen gegenüber dem Euro auf.

*Japanischer Yen ebenfalls etwas fester*

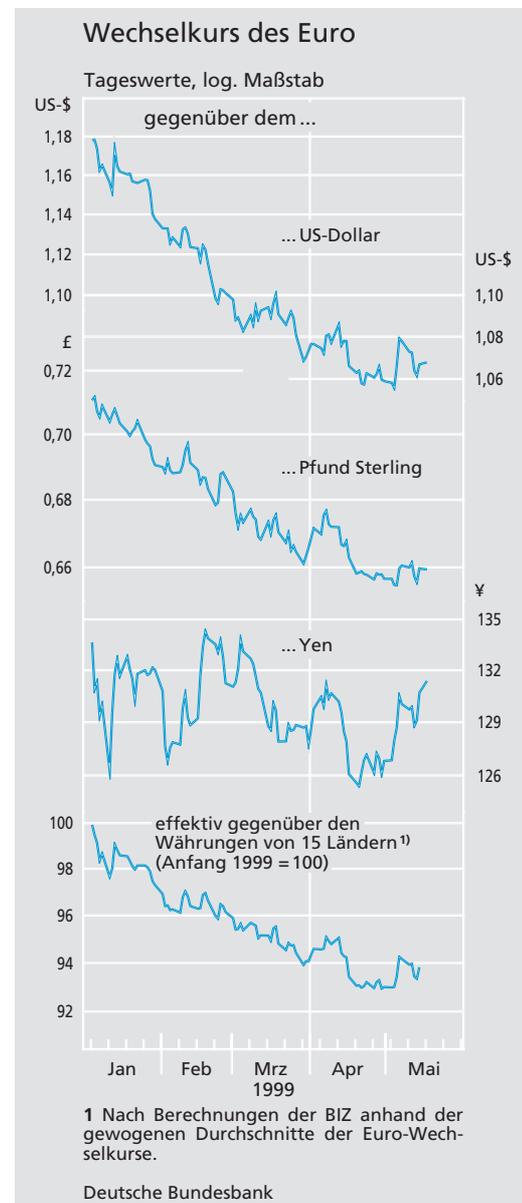
Seit Anfang dieses Jahres hat sich auch der Yen gegenüber dem Euro befestigt, und zwar um 1%. Auch in den meisten Schwellenländern hat sich die Lage wieder merklich entspannt, was dort zu einer gewissen Korrektur der zuvor stark abgewerteten Landeswährungen führte.

*Effektiver Wechselkurs des Euro*

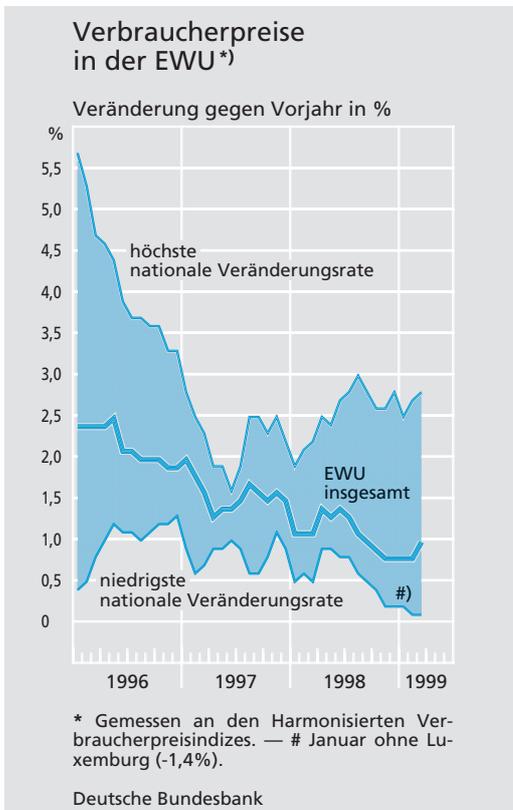
Im gewogenen Durchschnitt notierte der Euro gegenüber den Währungen von 15 Industrie- und Entwicklungsländern bei Abschluß des Berichts rund 5 ½ % niedriger als zu Jahresbeginn. Auch real, das heißt unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Preisentwicklung, fiel die Abwertung des Euro etwa ebenso hoch aus. Damit hat sich von der Wechselkursseite die Wettbewerbsfähigkeit der Anbieter aus dem Euro-Raum im Verlauf der letzten Monate deutlich verbessert. Das zins- und konjunkturzyklische „Atmen“ der Wechselkurse zwischen den großen Weltwährungen erleichtert es in der jetzigen Situation den Euro-Ländern, die tendenziell wieder aufgehellten Wachstumschancen auf den Auslandsmärkten zu nutzen, ohne daß damit erkennbar höhere Inflationsrisiken in Kauf genommen werden müßten. Unabhängig davon bleibt von zentraler Bedeutung, daß der Euro an den internationalen Märkten dauerhaft Vertrauen gewinnt.

*Verbraucherpreise*

Der Preisanstieg in der EWU hat sich auf der Verbraucherstufe zuletzt unter dem Eindruck steigender Rohölpreise und der Schwächetendenz des Euro etwas beschleunigt. Gleich-



wohl blieb er aber innerhalb der Bandbreite, die das Eurosystem mit dem Ziel der Preisstabilität für vereinbar hält. Auch auf etwas längere Sicht sind keine besonderen Inflationsgefahren zu erkennen. Gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex, betrug die Teuerungsrate im März 1,0 %, nachdem sie in den vier Monaten zuvor – auch bedingt durch sehr niedrige Ölpreise – bei 0,8 % gelegen hatte. Dabei ist allerdings eine beträchtliche



Spreizung bei den Teuerungsraten zu beobachten. Während der Preisanstieg in Deutschland, Frankreich und Österreich deutlich hinter dem Durchschnittswert zurückblieb, ging er in den Ländern mit einer günstigeren wirtschaftlichen Entwicklung zum Teil erheblich darüber hinaus.

### Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

*Zinssenkung im April*

Nach einer Geradeausfahrt in der Zinspolitik in den ersten drei Monaten der dritten Stufe hat der EZB-Rat die Notenbankzinsen am 8. April gesenkt. Er ermäßigte mit Wirkung vom 14. April den Zinssatz für die weiterhin als Mengentender mit vorangekündigten Konditionen ausgeschriebenen Hauptrefinan-

zierungsoperationen von 3,0% auf 2,5% und reduzierte zum 9. April die Zinssätze der Spitzenrefinanzierungs- und der Einlagefazilität von 4,5% auf 3,5% beziehungsweise von 2,0% auf 1,5%; seither liegt der Zinskorridor für den Tagesgeldsatz symmetrisch um den Haupttendersatz. Die Zinssenkung erfolgte mit Blick auf die Zukunft und im Einklang mit dem Ziel und der geldpolitischen Strategie des Eurosystems. Weder die Geldmengenentwicklung noch andere Indikatoren signalisieren auf absehbare Zeit Inflationsgefahren. Der Zinsbeschuß hält die Geldpolitik auf einem längerfristigen, stabilitätsorientierten Kurs und trägt somit zur Schaffung eines wirtschaftlichen Umfeldes bei, in dem das beträchtliche Wachstumspotential der EWU-Länder ausgeschöpft werden kann.

Die Termingeldsätze am Kassamarkt (EURIBOR) hatten seit Anfang März tendenziell nachgegeben und damit den Zinsbeschuß vom 8. April bereits teilweise vorweggenommen. Mitte Mai lagen sie um etwa einen halben Prozentpunkt unter ihrem Niveau von Ende Februar. Dies gilt auch für den Tagesgeldsatz (gemessen am EONIA), der sich von Februar bis April recht volatil entwickelt hatte.

*Rückgang der Geldmarktsätze*

Hierzu trugen größere und häufig unerwartete Veränderungen der liquiditätsbestimmenden Marktfaktoren – vor allem der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem – bei, die durch den wöchentlichen Abschluß von Hauptrefinanzierungsoperationen nicht immer zeitnah ausgeglichen werden konnten. Ferner verfolgte das Eurosystem ab März die Absicht, durch eine mög-

*Liquiditätssteuerung über Hauptrefinanzierungsgeschäfte*



## Liquiditätsbestimmende Faktoren \*)

Mrd Euro;  
berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten  
der Reserveerfüllungsperioden

Position	1999		
	24. Febr. bis 23. März	24. März bis 23. April	24. Febr. bis 23. April
<b>I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch</b>			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 2,4	- 4,0	- 1,6
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem	- 8,8	+ 7,0	- 1,8
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1)	- 4,6	+ 14,8	+ 10,2
4. Sonstige Faktoren	+ 4,5	- 14,0	- 9,5
<b>Insgesamt</b>	<b>- 6,5</b>	<b>+ 3,8</b>	<b>- 2,7</b>
<b>II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 31,8	- 6,3	+ 25,5
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 10,8	- 0,0	+ 10,8
c) Sonstige Geschäfte 2)	- 30,6	-	- 30,6
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 3,4	+ 0,3	- 3,1
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,1	+ 1,1	+ 1,0
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 8,5</b>	<b>- 4,9</b>	<b>+ 3,6</b>
<b>III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)</b>	<b>+ 2,0</b>	<b>- 1,1</b>	<b>+ 0,9</b>
<b>IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)</b>	<b>- 2,3</b>	<b>+ 0,6</b>	<b>- 1,7</b>
<b>Nachrichtlich: 3)</b>			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	136,4	130,1	130,1
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	45,0	45,0	45,0
Sonstige Geschäfte 2)	-	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,4	0,7	0,7
Einlagefazilität	1,4	0,3	0,3

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

Deutsche Bundesbank

lich 30,6 Mrd Euro) aus.<sup>2)</sup> Kurzfristige Feinsteuerungsmaßnahmen wurden vom Eurosystem bislang nicht durchgeführt. Der Rückgriff sowohl auf die Spitzenrefinanzierungs- als auch auf die Einlagefazilität blieb mit Ausnahme der letzten Tage der Erfüllungsperiode meist gering. Die ständigen Fazilitäten wurden vor allem von Kreditinstituten in Deutschland in Anspruch genommen.

*Ständige  
Fazilitäten*

Die Geldmenge M3 ist im ersten Quartal dieses Jahres im Euro-Währungsgebiet recht kräftig gewachsen. Ausschlaggebend hierfür war ein starker Anstieg im Januar; im Februar und März verlief die monetäre Expansion dagegen moderat. Ihren Stand vom Vorjahr übertraf die Geldmenge M3 im März und im Februar um jeweils 5,1% nach 5,4% im Januar.<sup>3)</sup> Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatswachstumsraten betrug zuletzt 5,2%. Er lag damit leicht oberhalb des Referenzwertes von 4 1/2%. Bei der Interpretation ist allerdings zu beachten, daß die Geldmengenentwicklung zu Jahresbeginn durch Sondereinflüsse im Zusammenhang mit dem Übergang zur dritten Stufe aufgebläht worden sein dürfte. Inflationäre Risiken von der monetären Seite sind demnach nicht zu verzeichnen.

*Geldmengen-  
entwicklung  
leicht oberhalb  
des Referenz-  
wertes*

2 Vgl. nebenstehende Tabelle zur Entwicklung der wichtigsten liquiditätsbestimmenden Faktoren in den beiden Reserveerfüllungsperioden von Februar bis April. In dem dort ausgewiesenen Anstieg der Netto-Währungsreserven im März/April spiegeln sich u. a. Bewertungsanpassungen wider, die im Eurosystem jeweils zum Quartalsende erfolgen. Dieser Effekt wird „liquiditätsneutralisierend“ auf sogenannten Neubewertungskonten gegengebucht, die hier unter den sonstigen Faktoren erfaßt werden.

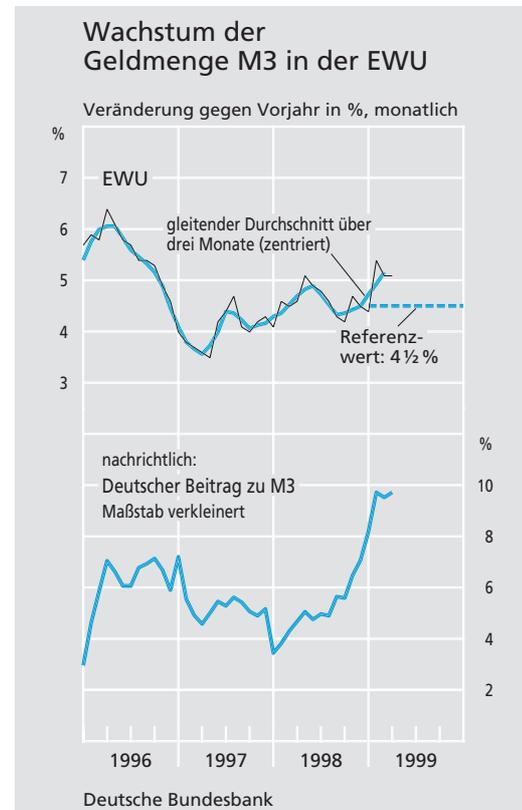
3 Soweit nicht anders vermerkt, handelt es sich bei den genannten Wachstumsraten um Vorjahresvergleiche.

*Komponenten  
der Geldmenge*

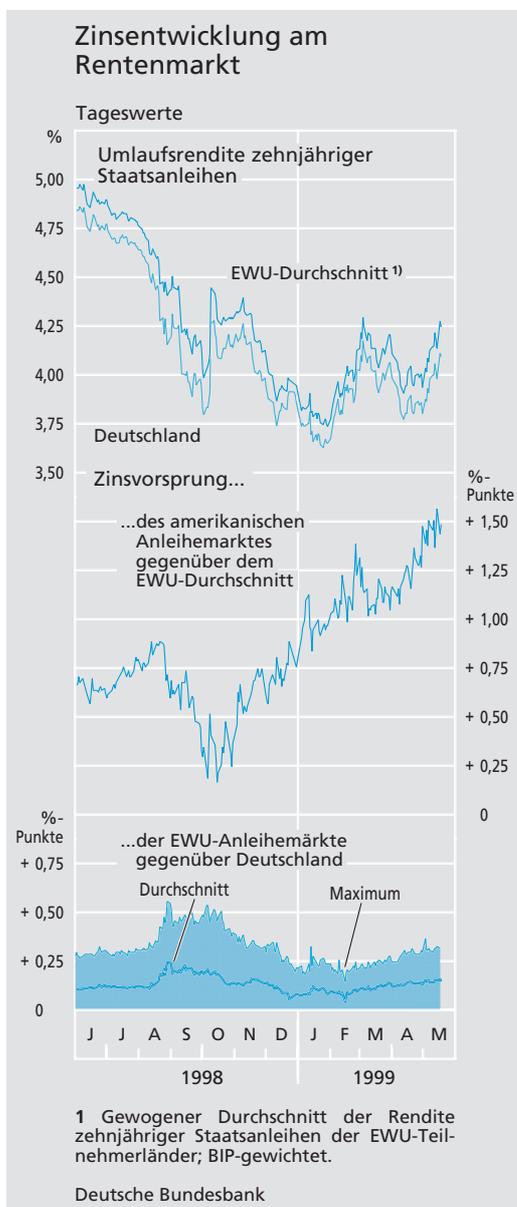
Die Dynamik und das Profil der Geldmengenentwicklung wurden im ersten Quartal 1999 insbesondere von den täglich fälligen Einlagen bestimmt. Im März überschritten sie ihren Stand vom Vorjahr um 13,1 %. Die seit längerem sehr kräftige Ausweitung der täglich fälligen Einlagen dürfte hauptsächlich auf die niedrigen Zinsen und die weitgehende Preisstabilität zurückzuführen sein. Im Januar wurde die Liquiditätspräferenz der Anleger offensichtlich auch durch Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Übergang zur Währungsunion und größeren Volatilitäten an den Finanzmärkten gefördert. Deutlich zugenommen haben ferner die Geldmarktfondsanteile und die Geldmarktpapiere sowie die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Die übrigen Komponenten der Geldmenge M3 entwickelten sich dagegen mäßig.

*Bilanzgegen-  
posten*

Von den Bilanzgegenposten her betrachtet wurde das Geldmengenwachstum im Euro-Währungsgebiet insbesondere durch die Kreditgewährung an den privaten Sektor vorangetrieben (9,7 %). Sowohl die Bestände an Aktien und anderen Dividendenwerten (22,8 %) als auch die Buchkredite der Monetären Finanzinstitute (MFIs) an Unternehmen und Private sind kräftig gestiegen (9,6 %). Die Ausweitung der Buchkredite dürfte insbesondere von den im historischen Vergleich sehr niedrigen Bankzinsen und dem in einigen Ländern recht ausgeprägten Anstieg der Grundstücks- und Immobilienpreise begünstigt worden sein. Die im einzelnen recht heterogene Konjunkturlage im Euro-Währungsgebiet könnte im Ergebnis in die gleiche Richtung gewirkt haben. So dürften



einerseits in Ländern mit einem weiterhin kräftigen Wirtschaftswachstum Kredite zur Investitionsfinanzierung aufgenommen worden sein. Andererseits könnten in den Ländern, in denen sich die konjunkturelle Lage zuletzt eingetrübt hat, Kredite zur Finanzierung eines unfreiwilligen Lageraufbaus in Anspruch genommen worden sein. Die Verschuldung der öffentlichen Haushalte bei den MFIs erhöhte sich in den letzten zwölf Monaten sehr mäßig (1,7 %). Das bei letzteren gehaltene Geldkapital wächst seit längerem recht schwach (3,9 %), so daß das Geldmengenwachstum von dieser Seite nur wenig gebremst wird. Im Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit Geschäftspartnern außerhalb des Euro-Währungsgebiets sind im ersten Quartal 1999 Mittel abgeflossen. Die Netto-Forderungen der MFIs gegenüber dem



Nicht-Euro-Währungsgebiet, in denen solche Transaktionen ihren Niederschlag finden, verminderten sich um 75,4 Mrd Euro. Dabei dürfte eine Rolle gespielt haben, daß Unternehmen und Private in diesem Zeitraum offenbar weiterhin in hohem Umfang Direktinvestitionen und Portfolioinvestitionen außerhalb des Währungsgebiets getätigt haben.

Der deutsche Beitrag zum M3-Wachstum im Euro-Währungsgebiet hat sich binnen Jahresfrist mit 9,8 % stärker ausgeweitet als das EWU-Aggregat. Insbesondere seit Dezember letzten Jahres hat das Wachstumstempo zugenommen. Hierzu trug zum einen ein deutlicher Anstieg der Kredite an den privaten Sektor im Zusammenhang mit steuerrechtlichen Änderungen für Investitionen in Ostdeutschland bei. In den letzten zwölf Monaten expandierten die Buchkredite der deutschen MFIs an Unternehmen und Private im Euro-Währungsgebiet mit knapp 8 % gleichwohl langsamer als im Euro-Währungsgebiet insgesamt. Zum anderen wurde die monetäre Entwicklung in Deutschland in der jüngsten Zeit auch durch Repatriierungen kurzfristiger Gelder gefördert, die deutsche Nichtbanken zuvor bei den Auslandsniederlassungen deutscher Banken – insbesondere in Luxemburg und London – unterhalten hatten. Ursächlich hierfür dürfte die nunmehr gewährte Verzinsung der Mindestreserven sein, mit der die Konditionen für kurzfristige Einlagen bei deutschen Kreditinstituten an Attraktivität gewonnen haben. Im Einklang hiermit nahmen die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren zuletzt stark zu (14 %). Insoweit Gelder aus Luxemburg ins heimische Bankensystem zurückverlagert wurden, hebt sich dies in dem Aggregat für das Euro-Währungsgebiet auf.

*Deutscher Beitrag*

Die Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet bewegten sich im Frühjahr nach wie vor auf niedrigem Niveau. Zum Jahresanfang löste der reibungslose Start der dritten Stufe größere Portfolioumschichtungen in das Euro-Währungsgebiet aus und begünstigte

*Kapitalmarktzinsen weiterhin niedrig*

einen weiteren Renditenrückgang. In die gleiche Richtung wirkte die Zuspitzung der Währungskrise in Brasilien und die damit einhergehende erneute Flucht in „sichere Häfen“. Ende Januar markierten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der EWU-Teilnehmerländer mit durchschnittlich  $3\frac{3}{4}\%$  einen neuen Tiefstand. Im Fahrwasser steigender Zinsen am US-Kapitalmarkt zogen sie im Februar zwar vorübergehend um fast einen halben Prozentpunkt an. Anschließend gingen sie unter dem Eindruck der wirtschaftlichen Abschwächung in der Währungsunion aber wieder zurück, und im Gefolge der Zinssenkung des Eurosystems Anfang April unterschritten sie erneut die Marke von 4%. Der Zinsvorsprung des amerikanischen Anleihemarkts ist im Ergebnis stark gestiegen. Mitte Mai gerieten die Renditen in Europa erneut in den Sog des US-Markts, wo aufkeimende Inflationsbefürchtungen für einen kräftigen Zinsanstieg sorgten. Zuletzt war die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet mit etwa  $4\frac{1}{4}\%$  aber immer noch rund anderthalb Prozentpunkte niedriger als die vergleichbarer US-Papiere.

*Zinsgefälle  
kräftig  
ausgeweitet*

Das Zinsgefüge zwischen den einzelnen EWU-Teilnehmerländern hat sich im Frühjahr kaum verändert. Der Zinsvorsprung von zehnjährigen Staatsanleihen der Partnerländer gegenüber Bundesanleihen lag durchgängig bei maximal gut einem viertel Prozentpunkt. Dagegen hat sich das Zinsgefälle zwischen dem EWU-Geldmarkt und -Kapitalmarkt deutlich ausgeweitet. Mitte Mai waren die zehnjährigen Renditen fast  $1\frac{3}{4}$  Prozentpunkte höher als der Dreimonats-EURIBOR,

verglichen mit lediglich einem halben Prozentpunkt zu Anfang des Jahres. Dies ist überwiegend auf die gesunkenen Geldmarktsätze zurückzuführen. Offenbar hat die Zinssenkung des Eurosystems im April nicht zu einer grundlegenden Neueinschätzung der in den Kapitalmarktzinsen enthaltenen Inflationserwartungen geführt. Sie wurde von den Marktteilnehmern vielmehr als stabilitätskonform bewertet.

Die Aktienkurse sind in den EWU-Ländern im Frühjahr bei nach wie vor kräftigen Schwankungen moderat gestiegen. Von Ende 1998 bis Mitte Mai 1999 legten die Notierungen – gemessen am Euro-STOXX-Kursindex – um rund 4% zu. Sie blieben damit hinter den Kursgewinnen am US-Aktienmarkt im gleichen Zeitraum (+ 9%) zurück. Kräftige Impulse gingen zunächst auf die europäischen Aktienmärkte vom gelungenen Start des Euro aus. Allein in der ersten Woche des Jahres verbesserte sich der Euro STOXX um fast 7%, gab jedoch danach einen Teil der Kursgewinne wieder ab. In den folgenden Monaten belasteten insbesondere der Zinsanstieg am Kapitalmarkt im Februar und Mitte Mai sowie der Kosovo-Konflikt die europäischen Aktienmärkte. Die Eintrübung der Konjunkturlage führte zusammen mit wirtschaftspolitischen Unsicherheiten in einzelnen EWU-Ländern auch zu einer differenzierten Entwicklung an den nationalen Aktienmärkten und in einzelnen Sektoren. So stiegen beispielsweise die Notierungen deutscher Aktien von Januar bis Mitte Mai im Durchschnitt lediglich um weniger als 2%, verglichen mit etwa 8% in Frankreich.

*Anstieg der  
Aktienkurse*