

Die Wirtschaftslage in Deutschland im Frühjahr 2000

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft hat sich nach der Jahreswende 1999/2000 mit hohem Tempo fortgesetzt. Besonders kräftige Produktionszuwächse haben erneut die ostasiatischen Schwellenländer erzielt, die nach Überwindung ihrer schweren Wirtschaftskrise wieder die Region mit der weltweit höchsten Wachstumsdynamik sind. Darüber hinaus scheint sich die Aufwärtsentwicklung im lateinamerikanischen Raum, die im Verlauf des Jahres 1999 eingesetzt hatte, weiter gefestigt zu haben. Die mittel- und osteuropäischen Reformländer befinden sich ebenfalls auf Wachstumskurs. Mit Abstrichen gilt dies auch für Russland, das 1999 eine Produktionsausweitung von gut 3 % und nach amtlichen Informationen im ersten Quartal 2000 einen noch deutlich stärkeren Zuwachs verbuchen konnte.

*Weltwirtschaft
weiter auf
Expansionskurs*

Auch in den Industriestaaten zog die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Wintermonaten des laufenden Jahres kräftig an. In dieser Ländergruppe haben die USA weiterhin die Vorreiterrolle inne; die wirtschaftliche Dynamik hat sich hier im Winterhalbjahr sogar nochmals verstärkt. In der EWU hielt die 1999 in Gang gekommene Konjunkturbelebung auf hohem Niveau an. Dagegen hat der Aufschwung in anderen Ländern Westeuropas, insbesondere in Großbritannien, etwas an Dynamik eingebüßt. Japan bildet in dieser Hinsicht zwar nach wie vor das Schlusslicht; nachdem die Wirtschaft im zweiten Halbjahr 1999 erneut einen konjunkturellen Rückschlag erlitten hatte, scheinen jedoch die ex-

pansiven Kräfte die Oberhand zurückgewonnen zu haben.

Insgesamt ist damit die Aufwärtsentwicklung in den Industrieländern durch den starken Anstieg der Ölpreise im Verlauf des letzten Jahres – anders als nach den Ölpreisschüben in den siebziger Jahren und zu Beginn der achtziger Jahre – nur wenig gebremst worden. Ausschlaggebend dafür dürfte sein, dass die Abhängigkeit der Industrieländer vom Erdöl durch Einsparungen und Substitutionen sowie den fortschreitenden Strukturwandel zu Gunsten des Dienstleistungssektors deutlich verringert werden konnte. Außerdem war das allgemeine Preisklima weitaus günstiger als in den beiden Referenzzeiträumen. Der Anstieg der Ölpreise hat gleichwohl die Entwicklung der Teuerungsraten in den USA und Westeuropa während der Wintermonate geprägt.

*Perspektiven
für 2000 und
2001*

Angesichts des weltweit sehr lebhaften Wirtschaftsverlaufs und der insgesamt günstigen Perspektiven hat der Internationale Währungsfonds (IWF) seine Schätzung des globalen Produktionswachstums vom Herbst vorigen Jahres für 1999 sowie seine Prognose für das Jahr 2000 merklich nach oben korrigiert, und zwar um einen halben Prozentpunkt beziehungsweise drei viertel Prozentpunkte auf 3¼% beziehungsweise 4¼%. Für das Jahr 2001 wird mit einer leichten Abschwächung des weltweiten BIP-Wachstums auf 4% gerechnet, hinter der im Wesentlichen die Erwartung einer Konjunkturabkühlung in den USA steht. Die Ansätze für die Expansion des Welthandels wurden für das laufende Jahr sogar um einen Prozentpunkt auf

Vorausschätzungen des IWF für 2000 und 2001

Position	1998	1999	2000	2001
Reales Bruttoinlandsprodukt	Veränderung gegen Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 2,4	+ 3,1	+ 3,6	+ 3,0
darunter:				
USA	+ 4,3	+ 4,2	+ 4,4	+ 3,0
Japan	- 2,5	+ 0,3	+ 0,9	+ 1,8
EWU	+ 2,8	+ 2,3	+ 3,2	+ 3,2
Verbraucherpreise 2)	Veränderung gegen Vorjahr in %			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	+ 1,5	+ 1,4	+ 1,9	+ 2,0
darunter:				
USA	+ 1,6	+ 2,2	+ 2,5	+ 2,5
Japan	+ 0,6	- 0,3	+ 0,1	+ 0,9
EWU	+ 1,2	+ 1,2	+ 1,7	+ 1,6
Arbeitslosigkeit	Zahl der Arbeitslosen in % der Erwerbspersonen			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften 1)	6,7	6,4	6,0	5,8
darunter:				
USA	4,5	4,2	4,2	4,2
Japan	4,1	4,7	4,7	4,6
EWU	10,9	10,1	9,4	8,9

Quelle: IWF, World Economic Outlook, Mai 2000. — 1 Industrieländer zuzüglich Israel, China (Taiwan), Hongkong (Sonderverwaltungsregion), Republik Korea und Singapur. — 2 Preisindex für die Lebenshaltung.

Deutsche Bundesbank

8% heraufgesetzt, was mit einer Neueinschätzung insbesondere der Schwellenländer zusammenhängt. Im nächsten Jahr wird sich dem IWF zufolge im Einklang mit der etwas weniger dynamischen globalen Produktionsentwicklung auch das Wachstum des grenzüberschreitenden Handels mit Gütern und Diensten verlangsamen. Im Hinblick auf die Preisentwicklung auf der Verbraucherstufe wird für die „fortgeschrittenen Volkswirtschaften“ ein im Wesentlichen durch höhere Ölpreise ausgelöster Anstieg der Teuerungsraten von 1½% im Jahr 1999 auf jeweils 2% in den Jahren 2000 und 2001 vorhergesagt. Dagegen könnte sich der immer noch kräftige Preisauftrieb in den Entwicklungs- und Schwellenländern weiter abschwächen. Für die mittel- und osteuropäischen Reformländer wird ebenfalls ein Rückgang der durch-

schnittlichen Inflationsrate erwartet. Darin spiegeln sich zu einem großen Teil die prognostizierten Stabilisierungserfolge in Russland wider.

*Zum Risiko
einer „harten
Landung“*

Die jüngste IWF-Prognose basiert in ihrem Kern auf der Annahme einer „weichen Landung“ der US-Wirtschaft, einer dauerhaften Erholung in Japan sowie einer stetigen Aufwärtsentwicklung in Europa und den Schwellenländern. In einem alternativen Szenario wird zur besseren Einschätzung von möglichen Risiken unterstellt, dass sich die globale Expansion im laufenden Jahr noch stärker beschleunigt als derzeit erwartet. Dies würde die bestehenden Ungleichgewichte vor allem in den USA, die sich dort in einem langfristig wohl nicht tragbaren Leistungsbilanzdefizit sowie immer noch außergewöhnlich hohen Börsenkursen äußern, vergrößern. Eine „harte Landung“ der US-Wirtschaft spätestens im nächsten Jahr würde dadurch wahrscheinlicher. Dies brächte erhebliche Wachstumsverluste mit sich, die sich im Jahr 2000 nach den Berechnungen des IWF für die USA auf zwei Prozentpunkte, für die EWU auf drei viertel Prozentpunkte und für die Welt insgesamt auf einen Prozentpunkt belaufen könnten. Wie realistisch ein solches Alternativszenario ist, muss freilich offen bleiben; die meisten Prognoseinstitute halten es im Augenblick für unwahrscheinlich und rechnen eher mit einer „sanften Landung“ der US-Wirtschaft.

USA

Bisher gibt es noch keine Anzeichen für eine spürbare Abschwächung des Wachstumstempos in den USA. Das reale BIP ist nach noch vorläufigen Berechnungen in den Wintermo-

naten saison- und kalenderbereinigt um 1¼ % gegenüber dem letzten Jahresviertel von 1999 gewachsen und übertraf das entsprechende Vorjahrsniveau um 5 %. Das amerikanische Wirtschaftswachstum liegt damit deutlich über dem Potenzialpfad, der vom IWF auf reichlich 3 % veranschlagt wird. Die stärksten Wachstumsimpulse gingen im ersten Quartal 2000 erneut vom Privaten Verbrauch aus, der nach Ausschaltung der Saisoneinflüsse um 2 % zunahm und um 6 % höher war als ein Jahr zuvor. In die gleiche Richtung wirkte auch die sehr lebhafteste Investitionstätigkeit, vor allem in der gewerblichen Wirtschaft. Merkwürdig gebremst wurde die gesamtwirtschaftliche Expansion durch die Normalisierung bei den Vorratsinvestitionen, die zuvor im Hinblick auf die befürchteten Computerprobleme besonders kräftig ausgeweitet worden waren. Außerdem ist bei saisonbereinigt stagnierenden realen Exporten und deutlich nach oben gerichteten Importen der reale Außenbeitrag weiter ins Defizit gerutscht; gemessen am BIP belief es sich zuletzt auf gut 4 %.

Der kräftige Anstieg der Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe im Vorjahresvergleich von 3,2 % im Februar auf 3,7 % im März ist in der amerikanischen Öffentlichkeit als weiteres Indiz für eine drohende konjunkturelle Überhitzung interpretiert worden. Dabei löste vor allem die höhere Rate für die Kerninflation von 2,4 % (nach 2,1 % im Februar), die ohne Energie und Nahrungsmittel berechnet wird und deshalb den „hausgemachten“ Preisdruck besser reflektiert als der Verbraucherpreisindex insgesamt, größere Kursanpassungen an den Börsen aus. Im April hat

sich die Teuerung vor allem auf Grund rückläufiger Ölpreise wieder abgeschwächt. Die Kerninflationsrate lag mit 2,2 % aber immer noch merklich höher als am Jahresanfang. Die Befürchtungen, dass sich das Preisklima weiter eintrüben könnte, werden vor allem durch die beschleunigte Zunahme der Arbeitskosten in den Wintermonaten sowie die anhaltend enge Verfassung des Arbeitsmarktes genährt.

Japan

Japan scheint die erneute konjunkturelle Schwäche, in die das Land im zweiten Halbjahr 1999 vor allem auf Grund der nachlassenden fiskalischen Impulse geraten war, nach der Jahreswende 1999/2000 überwunden zu haben. So wird die Geschäftslage von den Unternehmen im ersten Jahresviertel insgesamt besser eingeschätzt als zuvor. Darüber hinaus werden deutliche Gewinnsteigerungen erwartet. Nachdem die Kapazitäten in den vergangenen Jahren kräftig reduziert worden sind, nimmt auch die Investitionsbereitschaft der Unternehmen offenbar wieder zu. Die Auslandsnachfrage hat zuletzt ebenfalls spürbar angezogen. Die Industrieproduktion wuchs im ersten Quartal saisonbereinigt um gut 2 ½ %; sie war damit um 6 ½ % höher als vor Jahresfrist. Allerdings ist die Entwicklung des realen BIP in den letzten Jahren oftmals auffallend stark vom Verlauf der Industrieproduktion abgewichen, was Zweifel an der Aussagekraft der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen „am aktuellen Rand“ hervorgerufen hat. Gebremst wird der Aufschwung vor allem durch die nach wie vor schwache Konsumnachfrage der privaten Haushalte. Im Jahresdurchschnitt 2000

könnte das Wirtschaftswachstum der IWF-Prognose zufolge bei rund 1% liegen.

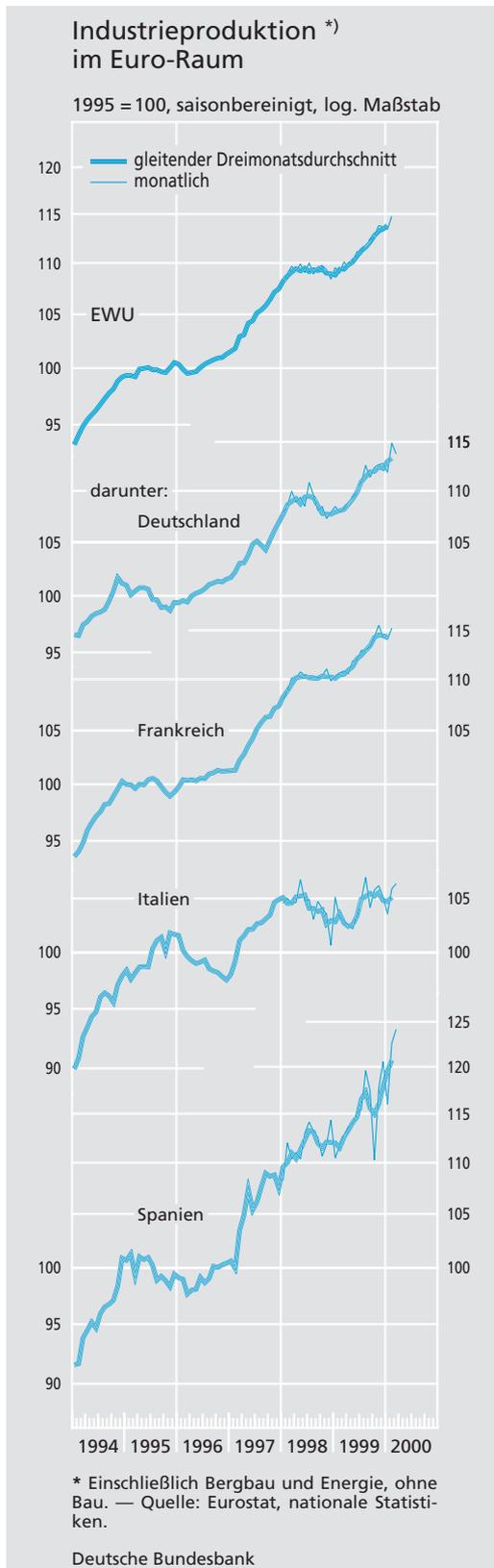
Die britische Wirtschaft hat nach der Jahreswende 1999/2000 merklich an Schwung verloren. Das reale BIP nahm nach ersten Schätzungen saison- und kalenderbereinigt „nur“ noch um knapp ½ % gegenüber dem Stand vom Herbst letzten Jahres zu, als es um ¾ % gewachsen war; binnen Jahresfrist ist es um 3 % gestiegen. Ausschlaggebend für die langsamere Gangart war, dass das Verarbeitende Gewerbe seine Produktion im Verlauf betrachtet einschränken musste. Dazu hat wiederum die hohe Bewertung des britischen Pfundes gegenüber dem Euro erheblich beigetragen. Dagegen sind die Auftriebskräfte im Dienstleistungssektor kaum schwächer geworden; die reale Wertschöpfung war hier saisonbereinigt um ¾ % höher als im Vorquartal. Als positive Begleiterscheinung des hohen Pfundkurses ist jedoch zu werten, dass sich der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe (ohne Hypothekenzinsen gerechnet) im vergangenen Jahr weiter spürbar verlangsamt hat und zuletzt mit 1,9 % deutlich unter dem offiziellen Inflationsziel lag.

Großbritannien

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

Die Volkswirtschaften im Euro-Raum sind insgesamt auf dem Expansionspfad, auf den sie in den Sommermonaten eingeschwenkt waren, weiter vorangekommen. Das reale BIP wuchs im Schlussquartal 1999 saisonbereinigt um ¾ % und lag damit um 3 % über dem Stand vor Jahresfrist. Die stärksten Wachs-

*Kräftiger
Aufschwung im
Herbst 1999 ...*



tumsbeiträge gingen dabei vom Privaten Verbrauch und den Vorratsinvestitionen aus, die möglicherweise im Hinblick auf die befürchteten EDV-Probleme zum Jahreswechsel kräftig ausgeweitet wurden. Der reale Außenbeitrag nahm im Verlauf betrachtet ebenfalls zu, wenn auch nur moderat; dabei verstärkten sich Exporte und Importe wechselseitig – eine dynamische Komponente, die im Saldo nicht zum Ausdruck kommt.

Nach der Jahreswende 1999/2000 hat die günstige Konjunktorentwicklung bei weiterhin freundlichem internationalen Umfeld nach den bisher vorliegenden Informationen angehalten. Der Indikator für das Industrievertrauen erreichte im April den höchsten Stand seit Anfang 1995, der dem Spitzenwert in der Aufschwungphase 1987/91 sehr nahe gekommen war. Das „Stimmungsbarometer“ für die Verbraucher blieb den Umfrageergebnissen zufolge zuletzt auf einem sehr hohen Niveau. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie ist seit Jahresanfang ebenfalls kräftig gestiegen; sie lag im April um fast 2 ½ % über dem Niveau zur Jahresmitte 1999, als sich der Euro-Raum noch in einem konjunkturellen Zwischentief befand. Im gleichen Umfang wurde auch der durchschnittliche Nutzungsgrad in den neunziger Jahren übertroffen. Die Entwicklung der Industrieproduktion im Januar/Februar – aktuellere Angaben liegen noch nicht vor – passt auf den ersten Blick insofern nicht ganz in dieses Bild, als sie saisonbereinigt nur um ¼ % über dem Ergebnis des vorangegangenen Zweimonatsabschnitts lag. Der dahinter stehende leichte Rückgang der industriellen Erzeugung im Januar könnte damit zusammenhängen, dass wegen der be-

... und im
Winter 2000

fürchteten Computerprobleme zwischen den Jahren und Anfang Januar vielfach die Produktion heruntergefahren wurde. Für einen solchen Sondereinfluss spricht auch, dass die Industrieproduktion im Februar wieder kräftig anzog. Einen weiteren Beleg für eine gefestigte dynamische Wirtschaftsentwicklung in der EWU stellt die anhaltende Verbesserung der Situation am Arbeitsmarkt dar. Die standardisierte Arbeitslosenquote lag im März bei 9,4 %, verglichen mit 9,6 % im Dezember und 10,0 % im Durchschnitt des Jahres 1999.

*Günstige
Wachstums-
prognosen*

Nach den jüngsten Prognosen des IWF und der Europäischen Kommission wird sich das reale BIP im laufenden Jahr um 3¼ % bis 3½ % ausweiten, womit der stärkste Zuwachs seit 1991 realisiert würde. Für 2001 wird ein nur geringfügig schwächeres Wachstum erwartet. Die Arbeitslosigkeit könnte danach bis 2001 unter 9 % der Erwerbspersonen sinken. Dabei dürfte sich auch das konjunkturelle Gefälle zwischen den EWU-Ländern weiter verringern.

Preise

Das aktuelle Preisgeschehen im Euro-Raum hat sich im April trotz zunehmender Schwäche des Euro wieder etwas beruhigt. Nachdem im März die Erhöhung der Verbraucherpreise – gemessen an der Vorjahrsrate des harmonisierten Preisindex – mit 2,1 % erneut etwas über die Obergrenze der vom EZB-Rat gesetzten Marge für die Preisstabilität von weniger als 2 % hinausgegangen war, hat sich der Anstieg zuletzt wieder auf 1,9 % verringert. Maßgeblich sowohl für die vorherige Zunahme als auch die jüngste Abschwächung des Preisanstiegs waren die Notierungen an den internationalen Ölmärkten. Im Übrigen

Zur Entwicklung der Arbeitslosigkeit in der EWU

Standardisierte Arbeitslosenquote in %, saisonbereinigt

Position	1999		2000	
	Jahr	4. Vj.	1. Vj.	März
EWU	10,0	9,7	9,5	9,4
davon:				
Belgien	9,0	8,8	8,6	8,5
Deutschland	8,7	8,7	8,4	8,4
Finnland	10,2	10,1	10,4	10,6
Frankreich	11,3	10,8	10,4	10,2
Irland	5,8	5,3	5,0	5,0
Italien	11,3	11,1	11,1	.
Luxemburg	2,3	2,2	2,2	2,2
Niederlande	3,3	2,7	.	.
Österreich	3,7	3,6	3,5	3,4
Portugal	4,5	4,2	4,2	4,1
Spanien	15,9	15,2	15,0	14,9
nachrichtlich:				
EU	9,2	8,9	8,8	8,7

Quelle: Eurostat.

Deutsche Bundesbank

hielten sich die Preisbewegungen bis zuletzt in vergleichsweise engen Grenzen. Am stärksten erhöhten sich die Preise der Dienstleistungen. Hier wurde der entsprechende Vorjahrsstand im April um rund 1¾ % überschritten. Die im Konsumentenpreisindex enthaltenen Industrieerzeugnisse verteuerten sich dagegen binnen Jahresfrist lediglich um ½ %, und bei den Nahrungsmitteln waren Saisonwaren weiterhin kaum teurer als zur gleichen Zeit von 1999. Den stärksten Preisauftrieb hatte im April wiederum Irland mit 5,0 % zu verzeichnen, wohingegen der Preisanstieg in Frankreich und Deutschland mit rund 1½ % recht moderat ausfiel. Im Jahresdurchschnitt wird die Teuerungsrate in der EWU nach den jüngsten Prognosen von IWF und der Europäischen Kommission bei rund 1¾ % lie-

gen. Hierbei ist jedoch eine Stabilisierung der Wechselkursverhältnisse unterstellt.

EWU-Leistungsbilanz und Wechselkursentwicklung

Ausfuhren des Euro-Raums in Drittländer

Die wirtschaftliche Entwicklung in den Ländern des Euro-Raums erhielt in den ersten Monaten dieses Jahres von der außenwirtschaftlichen Seite unverändert kräftige Impulse. So übertrafen die Ausfuhren des Euro-Gebiets in Drittländer im Januar/Februar 2000 (aktuellere Daten liegen noch nicht vor) ihren Vorjahrsstand um nicht weniger als 22 %. An der durchgreifenden weltwirtschaftlichen Erholung hat die Exportwirtschaft in den EWU-Ländern damit in besonders hohem Maße partizipiert.

Einfuhren

Gleichzeitig sind auch die Importe kräftig gewachsen, so dass sich die belebenden Wirkungen aus dem Außenhandel des Euro-Währungsgebiets in beiden Richtungen wechselseitig verstärkten. Auf Grund der starken Preiserhöhungen an den Rohölmärkten bis zum März dieses Jahres gingen die damit verbundenen nominalen Einkommens-transfers aus dem Euro-Raum in die Lieferländer sogar noch deutlich über das gleichzeitige Umsatzwachstum der europäischen Exportwirtschaft hinaus. Im Ergebnis stiegen die Einfuhrzahlungen an Lieferanten in Drittländern um 29 ½ %. Schätzungen zufolge dürften etwa 20 Prozentpunkte davon auf Preissteigerungen zurückgehen, wobei neben der Verteuerung des Erdöls und anderer Rohstoffe auch die Schwäche des Euro eine Rolle spielte. Der Überschuss der EWU-Länder im

Warenhandel mit Drittstaaten fiel in den ersten beiden Monaten dieses Jahres mit etwas über 7 Mrd Euro daher niedriger aus als im gleichen Zeitraum des Vorjahres (11 ½ Mrd Euro).

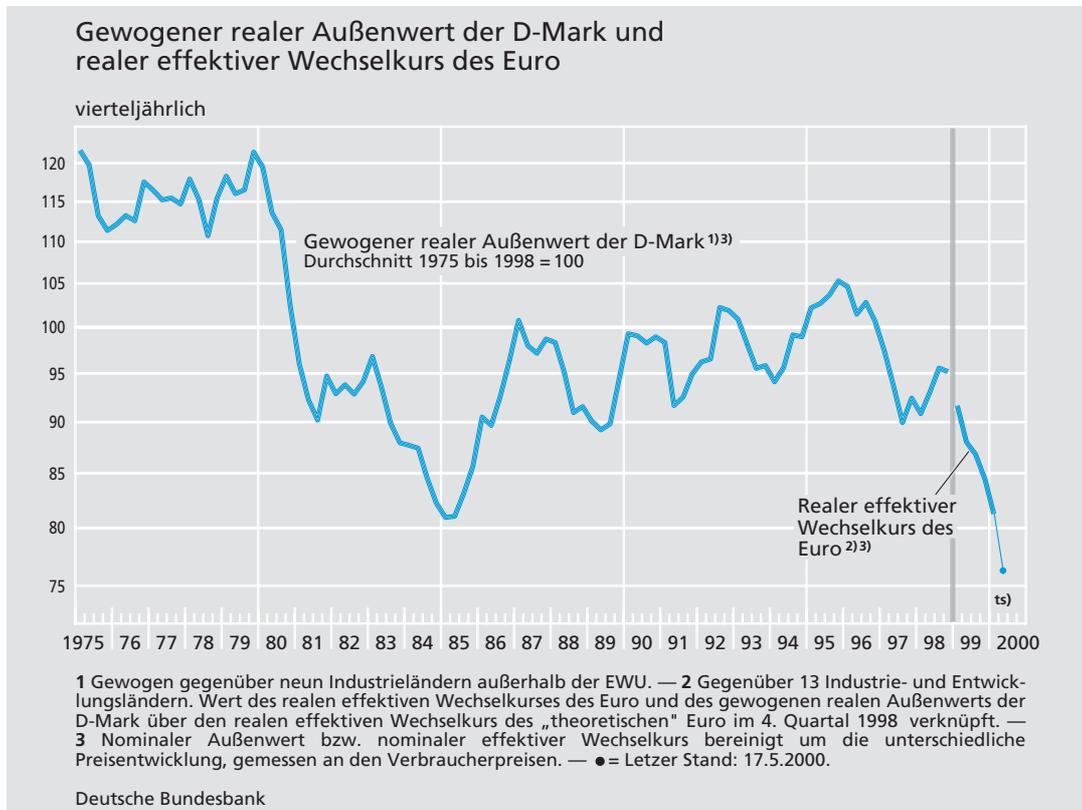
Andererseits haben sich im Januar/Februar 2000 die Defizite im Bereich der „unsichtbaren“ Leistungstransaktionen im Vergleich zum Vorjahr etwas verringert. Ausschlaggebend war die Entwicklung bei den Laufenden Übertragungen, wo der Passivsaldo – vor allem auf Grund von Erstattungen aus dem EU-Haushalt – deutlich niedriger ausfiel. Insgesamt schloss die Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets in den Monaten Januar/Februar 2000 mit einem Defizit von gut 4 Mrd Euro ab, verglichen mit einem weitgehend ausgeglichenen Ergebnis im entsprechenden Vorjahrszeitraum.

Leistungsbilanz

Der Euro stand in den Frühjahrsmonaten trotz der günstigen stabilitätspolitischen Bedingungen im Innern und der zwischenzeitlich durchgreifend verbesserten Wachstumsaussichten weiter unter Abgabedruck. Das gilt praktisch gegenüber allen wichtigen Währungen. Besonders im Blickpunkt stand dabei aber die Entwicklung im Verhältnis zum US-Dollar, der gestützt auf das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Dynamik und Anpassungsfähigkeit der US-Wirtschaft gegenüber dem Euro immer neue Rekordmarken erreichte, obgleich sich die wirtschaftlichen Entwicklungsaussichten eher zu Gunsten des Euro-Raums verschoben haben. Auch die kräftige Kurskorrektur an der amerikanischen Technologiebörse, die bis dahin als Magnet für das anlagesuchende Kapital gegolten

Wechselkursentwicklung

US-Dollar



hatte, konnte den Trend nicht umkehren. Schließlich sind auch die Zinserhöhungen im Euro-Gebiet angesichts der offensichtlich starken Präferenzen der Anleger für Dollarinvestitionen ohne erkennbaren Einfluss geblieben, zumal sie auf Grund der gleichzeitigen Zinserhöhungen an den Dollarmärkten deren Zinsvorsprung nicht verringerten. Selbst die ständig wachsenden Leistungsbilanzdefizite der USA und die daraus resultierenden Unsicherheiten haben die positive Grundstimmung zu Gunsten des US-Dollar nicht beeinträchtigt. Insgesamt gesehen verlor der Euro seit Jahresbeginn 12 % seines Wertes und notierte fast 25 % niedriger als bei seiner Einführung im Januar 1999. Unter Berücksichtigung der festgelegten Umtauschrelationen zwischen Euro und D-Mark war

der US-Dollar mit 2,20 DM zuletzt so teuer wie im Juni 1986.

Ähnliche Verluste hatte die europäische Gemeinschaftswährung auch gegenüber dem Yen und dem Pfund Sterling zu verzeichnen (28 ½ % bzw. 16 % gegenüber Anfang 1999). So erreichten die Euro-Notierungen gegenüber der britischen Währung im Sog der US-Dollar-Hausse bei 0,57 Pfund Sterling/Euro in der Berichtsperiode einen neuen Tiefstand. Zuletzt notierte der Euro jedoch mit 0,60 Pfund Sterling wieder etwas höher. Die Yen-Kurse des Euro durchbrachen, nach einer zeitweiligen Befestigung über 110 Yen am Jahresanfang, Ende März die Marke von 100 Yen/Euro und sanken in der Folgezeit noch deutlich darunter. Damit hat der Euro gegenüber der japanischen Währung seit An-

*Yen und
Pfund Sterling*

fang 1999 mehr als ein Viertel seines Wertes eingebüßt. Neben den zum Ende des Fiskaljahres nicht unüblichen Rückflüssen von Auslandskapital dürften der anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschuss Japans sowie die verbesserte Gewinnsituation japanischer Unternehmen den Yen unterstützt haben. Auch scheint sich – nach dem unerwartet schwachen Wirtschaftswachstum gegen Ende letzten Jahres – nunmehr wieder eine etwas günstigere Einschätzung der weiteren Entwicklungsaussichten am Markt durchzusetzen. Dagegen sind die bekannten Strukturprobleme in der japanischen Wirtschaft in der Einschätzung der Marktteilnehmer wohl etwas in den Hintergrund gerückt. Sie erklären aber die relativ hohen Unsicherheiten, mit denen die Marktteilnehmer im Währungsoptionshandel die Kursentwicklung des Yen seit dem Frühjahr bewerten.

*Effektiver
Wechselkurs
des Euro*

Im Ergebnis hat der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den 13 wichtigsten Handelspartnern der EWU-Länder seit Jahresbeginn mehr als 7 % seines Wertes eingebüßt, nachdem er bereits im Verlauf des Vorjahres um fast 14 % abgewertet hatte. Offensichtlich wird die innere Stärke des Euro an den Devisenmärkten nicht ausreichend gewürdigt. Zeitweilige Übertreibungen dieser Art sind an den Devisenmärkten zwar keine neue Erscheinung. Auch in der Geschichte der D-Mark gibt es Beispiele für ein solches Überschießen der Wechselkurse. Für den Ruf der jungen Währung sind derartige Fehlbewertungen aber nicht gut. Die kurzfristigen Wettbewerbsvorteile, die die Exportwirtschaft der Euro-Länder derzeit aus der Abwertung zieht, dürfen überdies nicht überschätzt wer-

den. Der Anteil der Warenexporte an dem gesamten BIP des Euro-Gebiets machte zuletzt 13 % aus. Die Wachstumsanstöße, die von der Exportseite ausgingen, waren zum allergrößten Teil auf die Stabilisierung in den Krisenregionen und die anschließende Erhöhung des weltwirtschaftlichen Wachstums zurückzuführen. Im Vergleich dazu haben Wechselkurseinflüsse eine untergeordnete Rolle gespielt. Die temporären Wettbewerbsvorteile aus der Abwertung können jedenfalls etwaige Vertrauensschäden nicht aufwiegen.

Die Devisenmärkte scheinen im Berichtszeitraum von einer Eigendynamik getrieben worden zu sein, die den Bezug zu den fundamentalen Faktoren mehr und mehr verloren hat. Während sich die Abwertung des Euro im Verlauf von 1999 – insbesondere in der ersten Jahreshälfte – durchaus konsistent aus den damals zu Lasten des Euro-Gebiets verschobenen Wachstums- und Zinsperspektiven erklären und begründen ließ, deuten inzwischen alle in Betracht kommenden Maßstäbe zur Beurteilung der Wechselkursverhältnisse auf eine Überreaktion hin. Zu diesem Ergebnis kommen nicht nur Untersuchungen innerhalb der Deutschen Bundesbank, sondern auch entsprechende Analysen internationaler Organisationen, wie dem IWF und der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD). Bei allen Unsicherheiten, mit denen die dahinter stehenden Schätzungen der Unterbewertung behaftet sind, lassen allein schon die in der Diskussion befindlichen Größenordnungen von 20 % bis 30 % das qualitative Urteil einer marktmäßigen Fehlbewertung recht gut gesichert erscheinen.

*Zur Bewertung
des Wechsel-
kurses*

*Verbesserte
Fundamental-
daten*

Offenbar wurde nicht in hinreichendem Maße zur Kenntnis genommen, dass sich die wirtschaftlichen Aussichten für den Euro-Raum zwischenzeitlich grundlegend verbessert haben. Das gilt sowohl für die Konjunkturlage als auch für die dringend notwendigen strukturellen Verbesserungen. Hier ist jedenfalls Einiges in Bewegung gekommen und auf den Weg gebracht worden, das eine positivere Einschätzung der Zukunftsperspektiven des Euro-Gebiets rechtfertigen würde. Die Konsolidierungsfortschritte der öffentlichen Haushalte und der erkennbare politische Wille, diesen Kurs fortzuführen, die Steuerreformpläne in großen Mitgliedsländern, die Öffnung und Liberalisierung der Güter- und Dienstleistungsmärkte sowie nicht zuletzt die größere Flexibilität der Arbeitszeiten und die Signale einer beschäftigungsfreundlichen Lohnpolitik sind einige Beispiele dafür. Das ändert zwar nichts daran, dass hier Vieles noch nicht umgesetzt worden ist und weitere dringende Aufgaben auf anderen Gebieten, wie etwa der Reform und Modernisierung der sozialen Sicherungssysteme und einer stärkeren Differenzierung in den Lohnstrukturen, bislang ungelöst geblieben sind. Doch ist zumindest ein großer Teil der europäischen Länder auf dem Reformweg schon ein gutes Stück vorangekommen.

Geldpolitik und Finanzmärkte in der EWU

*Zins-
erhöhungen
im März
und April*

Der EZB-Rat hat im März und im April die Notenbankzinsen erneut heraufgesetzt. Wie bereits im Februar dieses Jahres hob er die Schlüsselzinssätze für den Geldmarkt jeweils

um einheitlich einen viertel Prozentpunkt an. Danach betragen seit dem 28. April die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität 4,75 % beziehungsweise 2,75 %. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden seither als Mengentender mit einem Festsatz von 3,75 % ausgeschrieben. Im Ergebnis sind die Notenbankzinsen damit um 1¼ Prozentpunkte höher als im Herbst letzten Jahres, als der EZB-Rat begann, seinen geldpolitischen Kurs sukzessive zu straffen. Mit den Zinserhöhungen begegnete er den zunehmenden Risiken für die Preisstabilität. Diese resultierten vor dem Hintergrund des sich beschleunigenden Konjunkturaufschwungs insbesondere aus der starken Expansion der Geld- und Kreditaggregate sowie der Abwertung des Euro an den Devisenmärkten. Mit einem vorausschauenden Handeln trägt die Geldpolitik nicht nur zur Sicherung der Geldwertstabilität, sondern auch eines anhaltenden Wirtschaftswachstums bei.

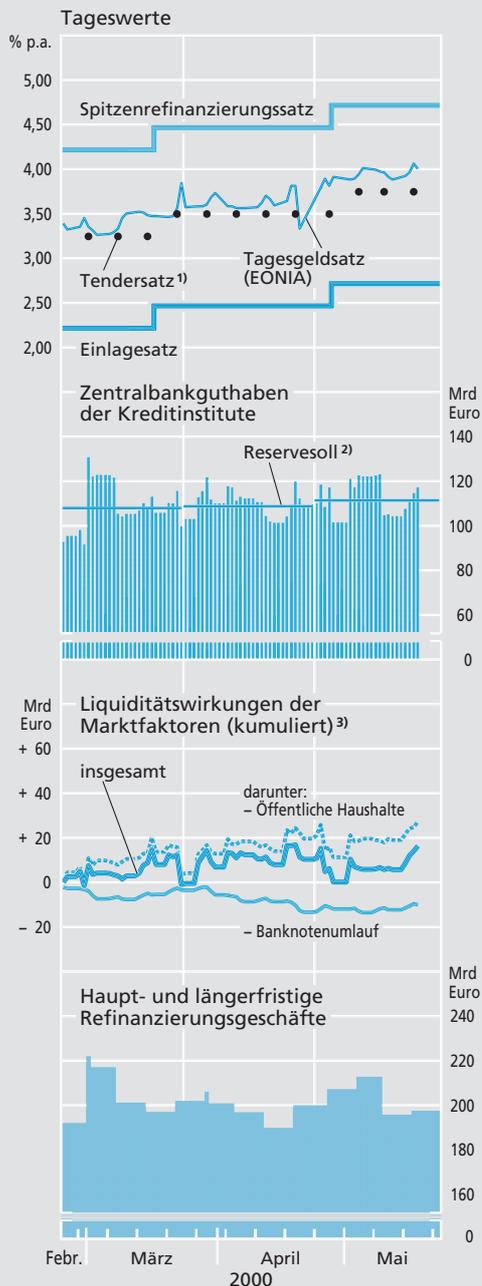
Die Zinsmaßnahmen im März und im April waren vom Markt weitgehend erwartet worden. Entsprechend hatten die Termingeldsätze bereits im Vorfeld über alle Laufzeitbereiche angezogen. Auch im Anschluss an die jüngste Zinsanhebung hielt die Aufwärtsbewegung der Terminnotierungen unverändert an. Im Ergebnis lagen die Termingeldzinsen Mitte Mai um rund 80 Basispunkte über ihrem Niveau von Mitte Februar.

*Anstieg der
Geldmarktsätze*

Die Entwicklung des Tagesgeldsatzes war im Berichtszeitraum maßgeblich von den Zinssteigerungserwartungen des Markts geprägt. Trotz einer angemessenen Mittelbereitstel-

*EONIA deutlich
über dem
Refinanzierungssatz*

Zinsentwicklung und Liquiditätssteuerung im Eurosystem



1 Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte. — 2 Erfüllungsperioden: 24.2. bis 23.3., 24.3. bis 23.4. und 24.4. bis 23.5. 2000. — 3 Banknotenumlauf, Nettoposition öffentlicher Haushalte gegenüber dem Eurosystem, Nettowährungsreserven des Eurosystems und sonstige Faktoren; Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben.

Deutsche Bundesbank

lung durch das Eurosystem im März und April, welche die Schwankungen der Zentralbankguthaben der Kreditinstitute tendenziell begrenzte und eine recht stetige Reserveerfüllung ermöglichte, notierte EONIA in der Regel spürbar oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes. Diese Zinskonstellation begünstigte den Bieterwettbewerb bei den durchgehend als Mengentender ausgeschrieben Hauptrefinanzierungsgeschäften mit der Folge neuer Rekordtiefstände bei den Reparierungsquoten von unter 2 %.

Bei der Bemessung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte hatte das Eurosystem insbesondere der hohen Volatilität der Einlagen öffentlicher Haushalte sowie der zu den Osterfeiertagen stärker wachsenden Bargeldnachfrage Rechnung zu tragen. Darüber hinaus musste der Liquiditätszufluss aus der Abführung des Bundesbankgewinns für das Jahr 1999 an den Bund am 6. April ausgeglichen sowie die im Januar vom EZB-Rat beschlossene Reduktion des ausstehenden Volumens an längerfristigen Refinanzierungsgeschäften berücksichtigt werden. Anfang und Ende März wurden aus dem Vorjahr überhängende Basistender in Höhe von jeweils 25 Mrd Euro fällig, denen gleichzeitige Neuabschlüsse von jeweils nur 20 Mrd Euro gegenüberstanden. Insgesamt betrachtet sind den Kreditinstituten von Februar bis April durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren Mittel in Höhe von 5,9 Mrd Euro zugeflossen. Gleichzeitig erhöhte sich das Mindestreservesoll im Einklang mit der anhaltend kräftigen monetären Expansion um 1,2 Mrd Euro. Diesen Veränderungen stand eine Verringerung der Offenmarktgeschäfte des Eurosystems von per

Liquiditätssteuerung über Hauptrefinanzierungsgeschäfte

saldo 3,7 Mrd Euro und ein erhöhter Rückgriff auf die Einlagefazilität gegenüber (vgl. nebenstehende Tabelle). Vor allem zum Ende der Reserveerfüllungsperioden griffen die Kreditinstitute auf die Einlagefazilität zurück. Die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität blieb auf friktionelle Beträge begrenzt.

*Geldmengen-
wachstum
wieder
verstärkt*

Das Wachstum der Geldmenge M3, das sich gegen Ende vorigen Jahres etwas abgeschwächt hatte, nahm im ersten Quartal dieses Jahres saisonbereinigt betrachtet wieder zu. Insbesondere im Februar und März sind die Geldbestände kräftig gestiegen. Ende März übertraf M3 im gesamten Währungsgebiet seinen Vorjahrsstand um 6,5 %, verglichen mit 6,2 % Ende Dezember 1999. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten betrug von Januar bis März 6,0 %; damit lag das Geldmengenwachstum weiterhin rund 1½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4½ %. Wenngleich die Interpretation der Geldmengenentwicklung noch immer durch statistische Unsicherheiten sowie eine recht heterogene Entwicklung in den EWU-Teilnehmerländern und in der jüngsten Zeit ferner durch die verbreiteten Zinssteigerungserwartungen erschwert wird, ist die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft zweifellos anhaltend reichlich. Damit sind erfahrungsgemäß erhöhte Risiken für die Preisstabilität in der Zukunft verbunden. Mit seinen Zinsentscheidungen seit Herbst letzten Jahres hat der EZB-Rat seine Absicht zum Ausdruck gebracht, diesen Risiken entgegenzutreten.

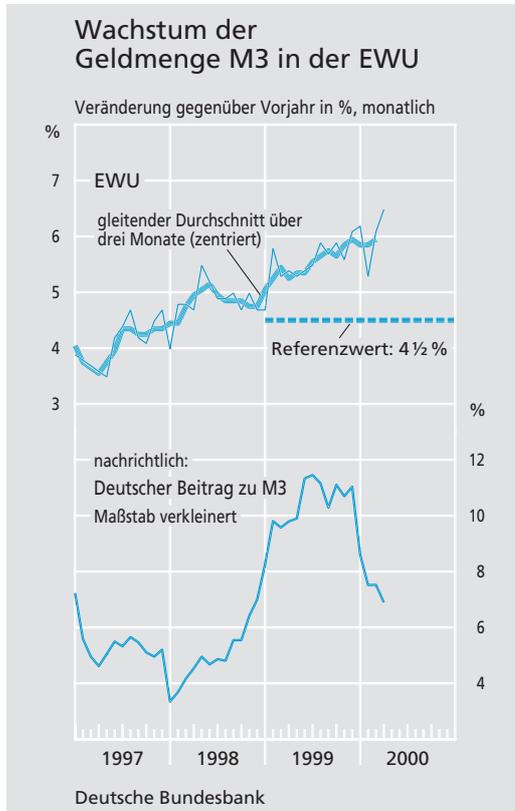
Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd Euro; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2000		
	24. Febr. bis 23. März	24. März bis 23. April	24. Febr. bis 23. April
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 0,0	- 2,1	- 2,1
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem	- 2,5	+ 6,1	+ 3,6
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven 1)	+ 1,4	+ 7,9	+ 9,3
4. Sonstige Faktoren 2)	+ 0,7	- 5,6	- 4,9
Insgesamt	- 0,4	+ 6,3	+ 5,9
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 5,2	+ 0,6	+ 5,8
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 4,3	- 5,2	- 9,5
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,1	+ 0,0	+ 0,1
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,1	- 0,6	- 0,7
Insgesamt	+ 0,9	- 5,2	- 4,3
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 0,5	+ 1,1	+ 1,6
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,5	- 0,7	- 1,2
Nachrichtlich: 3)			
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	136,1	136,7	136,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	66,2	61,0	61,0
Sonstige Geschäfte	-	-	-
Spitzenrefinanzierungsfazilität	0,2	0,2	0,2
Einlagefazilität	0,3	0,9	0,9

* 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 in Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte („Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen). — 3 Bestände im Durchschnitt der betrachteten bzw. letzten Erfüllungsperiode.

Deutsche Bundesbank



Komponenten
der Geldmenge
M3

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 haben im ersten Quartal 2000 die täglich fälligen Einlagen stark zugenommen; ihre Zwölfmonatsrate betrug Ende März 11,0 %, verglichen mit 14,1 % vor Jahresfrist, als der Übergang zum Euro zu einem sprunghaften Anstieg der Sichteinlagen geführt hatte. Der Bargeldbestand wurde dagegen im ersten Vierteljahr dieses Jahres erwartungsgemäß abgebaut, nachdem er zum Jahresende 1999 auf Grund der damaligen Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Jahrtausendwechsel spürbar aufgestockt worden war. Insgesamt war die Geldmenge M1 Ende März um 9,9 % höher als vor Jahresfrist. Die hohe Liquiditätsneigung der Anleger wurde in der letzten Zeit vermutlich sowohl von der verbesserten Konjunktursituation im Euro-Währungsgebiet als auch von den ausgeprägten

Zinserhöhungserwartungen an den Finanzmärkten gefördert. Die übrigen kürzerfristigen Einlagen blieben im Beobachtungszeitraum insgesamt und saisonbereinigt betrachtet weitgehend unverändert. Die marktfähigen Finanzinstrumente – vor allem die Geldmarktfondsanteile und die Geldmarktpapiere sowie die Repogeschäfte – sind dagegen ebenfalls stark dotiert worden. Sie profitierten von den steigenden Geldmarktzinsen und der abgeflachten Zinsstruktur.

Von den Bilanzgegenposten her betrachtet wurde das Geldmengenwachstum im ersten Quartal 2000 insbesondere von der anhaltend kräftigen Kreditgewährung an den privaten Sektor vorangetrieben. Ende März übertrafen die Ausleihungen der MFIs an die privaten Haushalte und Unternehmen ihren Vorjahrsstand um 10,9 %, verglichen mit 10,5 % Ende Dezember. Neben den Wertpapierkrediten wurden dabei auch die Buchkredite deutlich ausgeweitet; sie erhöhten sich in saisonbereinigter Betrachtung von Januar bis März mit einer Jahresrate von knapp 13 %, verglichen mit 7 ½ % im Schlussquartal 1999. Zu diesem dynamischen Wachstum dürften die konjunkturelle Belebung, der Anstieg der Immobilienpreise in einigen EWU-Ländern und die anhaltenden Fusions- und Übernahmeaktivitäten beigetragen haben. Zinssteigerungserwartungen könnten auch eine Rolle gespielt haben. Die Kredite an die öffentlichen Haushalte wurden demgegenüber abgebaut. Davon waren sowohl Buchkredite als auch Wertpapierkredite betroffen. Die Geldkapitalbildung, die im gesamten Jahresverlauf 1999 vergleichsweise stetig zugelegt hatte, hat im ersten Vierteljahr 2000 angesichts der

Bilanzgegen-
posten

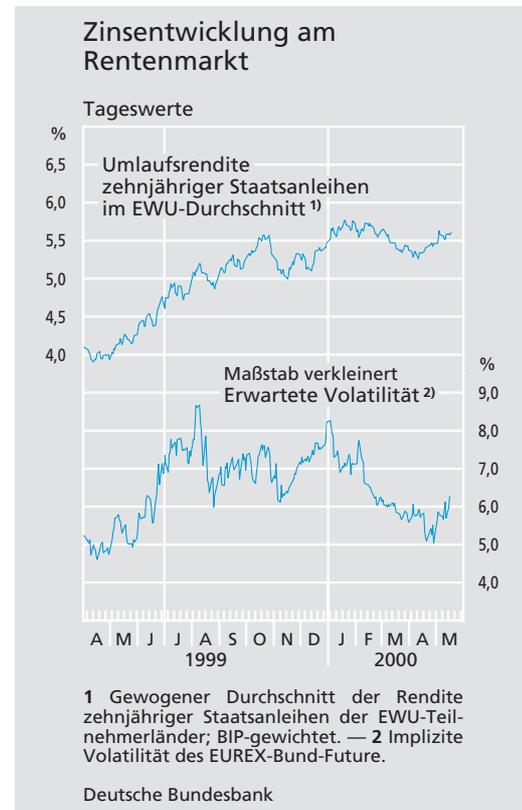
recht hohen Zinserhöhungserwartungen etwas an Schwung verloren. Dämpfend auf die Geldmengenentwicklung wirkte hingegen der Zahlungsverkehr der gebietsansässigen Nicht-MFIs mit dem Nicht-EWU-Ausland, wo im ersten Quartal umfangreiche Mittel abgeflossen sind.

*Deutscher
Beitrag*

Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist im ersten Vierteljahr 2000 saisonbereinigt wieder etwas stärker gewachsen als im Vorquartal. Gleichwohl verlief die monetäre Expansion in Deutschland im Berichtszeitraum ruhiger als im gesamten Euro-Währungsgebiet. Auf Grund des starken Anstiegs in der ersten Jahreshälfte 1999 war die Vorjahrsrate des deutschen Beitrags zu M3 Ende März mit 6,9% allerdings noch etwas höher als die vergleichbare Rate für den Euro-Raum. Tatsächlich dürfte die Liquiditätsausweitung in Deutschland aber weiterhin statistisch überzeichnet sein; entsprechend den Angaben der Zahlungsbilanzstatistik sind auch im ersten Quartal dieses Jahres wieder in größerem Umfang deutsche Geldmarktpapiere von Anlegern außerhalb des Euro-Währungsgebiets erworben worden.¹⁾

*Kapitalmarkt-
zinsen im
Seitwärtstrend*

Die Kapitalmarktzinsen im Euro-Währungsgebiet haben sich im Frühjahr trotz stärkerer Schwankungen im Ergebnis kaum verändert. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen aus den EWU-Ländern stieg zu Beginn des Jahres zunächst bis auf 5¾% an. Von Mitte Februar bis Mitte April ging sie um einen halben Prozentpunkt auf durchschnittlich gut 5¼% zurück. In der Folgezeit zog sie wieder etwas an, und bei Abschluss dieses Berichts lag sie leicht über 5½%. Damit sind die Kapital-



marktzinsen in Europa nach wie vor ausgesprochen niedrig. Dies ist nicht zuletzt das Ergebnis der konsequent am Ziel der Preisstabilität orientierten Politik des Eurosystems. Mit dem im November 1999 eingeleiteten und über die Zinsschritte vom Februar, März und April verstärkten Anziehen der geldpolitischen Zügel durch den EZB-Rat ist es offenbar gelungen, die langfristigen Inflationserwartungen trotz der deutlich verbesserten Konjunktur- und Wachstumsperspektiven im Euro-Währungsgebiet im Zaum zu halten. Entsprechend hat sich das Zinsgefälle zwischen Kapitalmarkt und Geldmarkt seit Jah-

¹ Da bei diesen Papieren der Umlauf abzüglich der von inländischen MFIs gehaltenen Bestände ausgewiesen und – infolge statistischer Schwierigkeiten – bisher nicht zusätzlich zwischen Erwerbern aus dem Währungsgebiet und aus Drittländern unterschieden wird, gehen solche Verbindlichkeiten der MFIs gegenüber Akteuren außerhalb des Euro-Raums in die Geldmenge M3 ein.

resbeginn beträchtlich verringert, und zwar um ungefähr 100 Basispunkte auf 1¼ Prozentpunkte Mitte Mai. Die höheren Geldmarktsätze strahlten auch auf kürzerlaufende Anleihen aus, so dass sich die Zinsstruktur am Rentenmarkt ebenfalls abflachte (vgl. hierzu auch S. 22 und 24). Die Aussichten auf ein höheres Wachstum im Euro-Währungsgebiet bei weitgehend stabilen Preisen dürften ferner dazu beigetragen haben, dass die Unsicherheit am Kapitalmarkt nachgelassen hat. So ging die implizite Volatilität des Bund-Future, die die von den Marktteilnehmern am Terminmarkt in nächster Zeit erwarteten Kursschwankungen zeigt, seit Dezember 1999 deutlich zurück.

Starke temporäre Zinseinflüsse aus den USA

Der Zinstrend am europäischen Kapitalmarkt wurde im Frühjahr immer wieder von ausgeprägten kürzerfristigen Bewegungen überlagert. Derartige Schwankungen spiegeln in erster Linie den traditionell starken Einfluss von Zinsimpulsen aus den USA wider. Dort ist die Umlaufrendite zehnjähriger Staatsanleihen von Anfang des Jahres bis Mitte April um in der Spitze über einen Prozentpunkt gefallen. Begünstigt wurde dieser markante Zinsrückgang zum Teil von den rückläufigen Ölpreisen und weiteren Zinsanhebungen der amerikanischen Notenbank, die zumindest zeitweise dämpfend auf die langfristigen Inflationserwartungen in den Kapitalmarktzinsen wirkten. Zinssenkende Impulse gingen des Weiteren von der Ende März einsetzenden deutlichen Kurskorrektur am amerikanischen Aktienmarkt aus, die eine vermehrte Nachfrage der Anleger nach festverzinslichen Papieren auslöste. Ein wichtiger zinssenkender Faktor ist schließlich die Verknappung des

Angebots an amerikanischen Staatsanleihen, die von den Marktteilnehmern auf Grund nachhaltiger Überschüsse im amerikanischen Bundeshaushalt erwartet wird. Der Zinsvorsprung zehnjähriger US-Treasuries gegenüber vergleichbaren Anleihen aus EWU-Ländern hatte sich vor diesem Hintergrund von über einem Prozentpunkt Ende 1999 auf nur noch zwei Drittel Prozentpunkte Mitte April verringert. Bis Mitte Mai weitete sich die Zinsdifferenz bei erneut anziehenden US-Zinsen wieder auf einen Prozentpunkt aus.

Die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet sind im bisherigen Verlauf dieses Jahres im Ergebnis nur noch wenig gestiegen. Von Januar bis Mitte Mai legten die Notierungen europäischer Dividendenwerte – gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex – um 4 % zu, nachdem sie im letzten Quartal des vergangenen Jahres mehr als 30 % gewonnen hatten. Diese Hausse, die auch in Europa wesentlich von den Hochtechnologie-Unternehmen getragen wurde, setzte sich zu Jahresbeginn – allerdings bei deutlich zunehmenden Kurschwankungen – zunächst weiter fort. Sie mündete aber Anfang März in eine bis Mitte April dauernde Korrekturphase, in der die Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet gut ein Zehntel ihres Wertes einbüßten. Besonders bemerkenswert war, dass sich die europäischen Notierungen in diesen Phasen sichtbar vom Kurstrend in den USA abkoppeln konnten. Der übliche Gleichlauf in der Aktienkursentwicklung stellte sich erst mit der Erholungsphase an den Börsen in Europa und in Übersee Anfang Mai wieder ein. Gestützt werden die Kursniveaus europäischer Dividendenwerte gegenwärtig von der kräftigen

Moderater Anstieg der Aktienkurse bei zunehmender Volatilität

Wachstumsbelebung und dem nach wie vor vergleichsweise niedrigen Zinsniveau im Euro-Währungsgebiet. Kurssteigernd wirkt ferner die weiterhin rege Fusions- und Übernahme-

aktivität, die auch Ausdruck des Strukturwandels im Euro-Raum und des weltweit gestiegenen Wettbewerbsdrucks ist.