

DE

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

MONATSBERICHT Mai 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

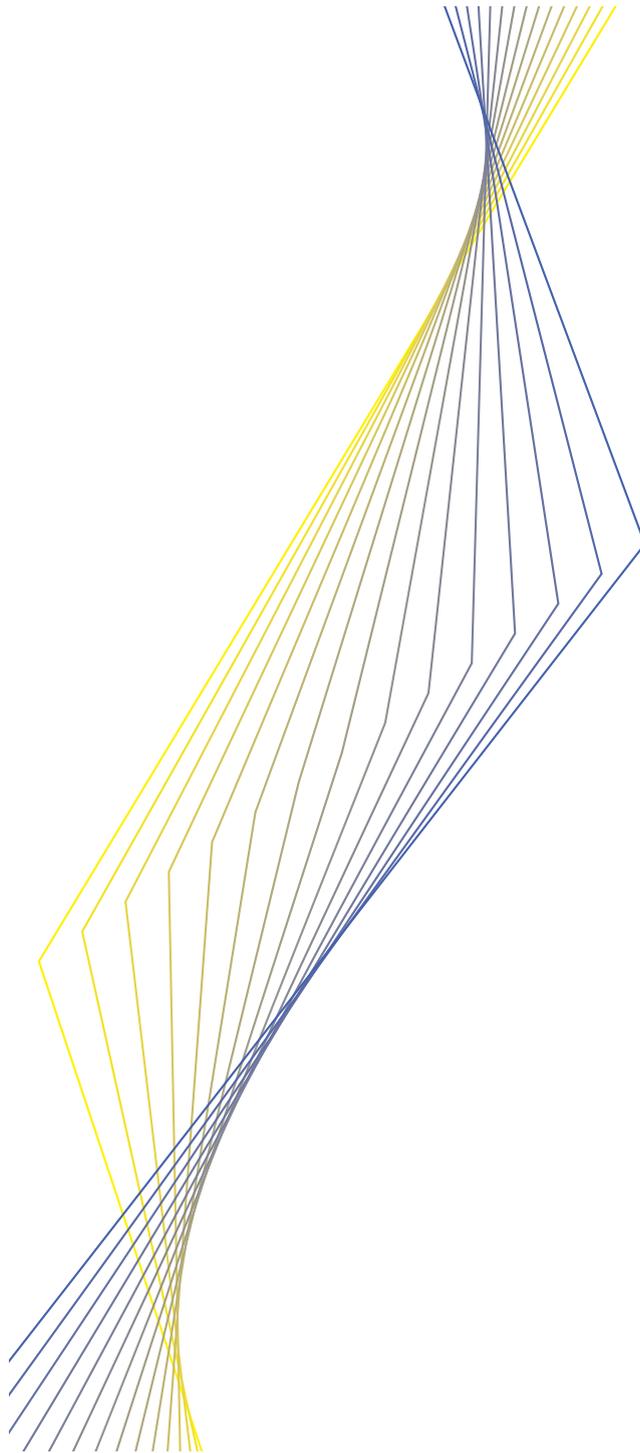
ECB EZB EKT BCE EKP

MONATSBERICHT

Mai 2000



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



MONATSBERICHT

Mai 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 10. Mai 2000.

ISSN 1561-0292

Inhalt

Editorial	5
Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet	7
Monetäre und finanzielle Entwicklung	7
Preisentwicklung	23
Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung	26
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	35
Kästen:	
1 Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 23. April endete	14
2 Jüngste Tendenzen bei der Volatilität von Aktienkursindizes	20
3 Struktur und Entwicklung der Wertschöpfung im Euro-Währungsgebiet	28
Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik	41
Entwicklung und Strukturmerkmale der Arbeitsmärkte im Euro- Währungsgebiet	61
Statistik des Euro-Währungsgebiets	1*
Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	67*
Publikationen der Europäischen Zentralbank (EZB)	69*

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.

Der EZB-Rat hat seit der letzten Ausgabe des Monatsberichts zwei Sitzungen abgehalten. Auf der ersten Sitzung am 27. April 2000 beschloss der EZB-Rat, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems, die weiterhin als Mengentender durchgeführt werden, um 25 Basispunkte auf 3,75 % zu erhöhen. Dies galt erstmals für das am 4. Mai 2000 abgewickelte Geschäft. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität wurden mit Wirkung vom 28. April 2000 ebenfalls um 25 Basispunkte auf 4,75 % bzw. 2,75 % angehoben. Auf der darauf folgenden Sitzung am 11. Mai 2000 beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen der EZB unverändert zu lassen.

Der Beschluss des EZB-Rats vom 27. April 2000 stand im Einklang mit der Politik, den Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht vorbeugend entgegenzuwirken. Solche Aufwärtsrisiken ergaben sich nach Einschätzung des EZB-Rats aus dem starken Wachstum der Geldmengen- und Kreditaggregate sowie aus dem niedrigen Euro-Wechselkurs im Umfeld einer rasch expandierenden Wirtschaft.

Auf seiner Sitzung am 11. Mai 2000 stellte der EZB-Rat fest, dass sich der Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 für den Zeitraum von Januar bis März 2000 auf 6 % erhöhte, nachdem im Zeitraum von Dezember 1999 bis Februar 2000 eine Zunahme um 5,9 % verzeichnet wurde. Dies ist auf ein kräftiges saisonbereinigtes M3-Wachstum im März 2000 zurückzuführen. Das M3-Wachstum blieb daher rund 1 ½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4 ½ %. Der allgemeine Eindruck einer großzügigen Liquiditätsversorgung im Eurogebiet wurde weiter verstärkt durch den Anstieg der jährlichen Wachstumsrate der Kreditvergabe an den privaten Sektor auf 10,9 % im März 2000, gegenüber 10,4 % im Vormonat.

Was die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum betrifft, bestätigen die jüngsten Informationen die äußerst positiven Aussichten für kräftiges Wachstum im Eurogebiet. Alle vorliegenden Indikatoren weisen nach dem Auf-

schwung in der zweiten Jahreshälfte 1999 auf eine Phase anhaltenden Wirtschaftswachstums hin. Der Wiederanstieg der saisonbereinigten Industrieproduktion im Februar 2000 bestätigt, dass sich das Wachstum in diesem Sektor weiter verstärkt hat. Die Kapazitätsauslastung verzeichnete im April 2000 einen Anstieg. Ebenso erhöhte sich die Zuversicht in der Industrie, die im achten Monat in Folge zunahm und den in der ersten Jahreshälfte 1989 verzeichneten Höchststand nahezu erreichte. Darüber hinaus dürften angesichts einer nach wie vor auf Rekordniveau verharrenden Zuversicht der Verbraucher sowie einer weiterhin rückläufigen Arbeitslosigkeit die privaten Konsumausgaben ihre jüngste Stärke beibehalten. Im Hinblick auf das externe Umfeld des Euroraums hat der Aufschwung in der Weltwirtschaft in den letzten Monaten sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern eine breitere Grundlage erreicht. Die positiven Aussichten für eine Zunahme sowohl der Inlands- als auch der Auslandsnachfrage haben dazu beigetragen, dass die Prognosen für das Wachstum der Wirtschaftstätigkeit im Eurogebiet in den Jahren 2000 und 2001 in den letzten Monaten nach oben revidiert wurden.

Die Anleiherenditen im Euroraum stiegen im April und Anfang Mai leicht und erreichten einen Stand von knapp über 5,5 %. Zum Teil spiegelte dies einen globalen Trend wider, da sich die Renditen in den Vereinigten Staaten ebenfalls erhöhten. Im Eurogebiet flachte die Zinsstrukturkurve im gleichen Zeitraum auf Grund des jüngsten Anstiegs der kurzfristigen Zinssätze leicht ab. Dennoch blieb sie relativ steil, worin sich die Erwartung einer Fortsetzung des Wirtschaftswachstums im Eurogebiet im gegenwärtigen oder einem höheren Tempo ausdrückt.

Trotz der allgemeinen Erwartung einer Verringerung der internationalen Wachstumsunterschiede zwischen den wichtigen Wirtschaftsräumen schwächte sich der nominale effektive Wechselkurs des Euro im April 2000 weiter ab. Somit steht der Wechselkurs des Euro immer weniger im Einklang mit den zunehmend positiven wirtschaftlichen Funda-

mentaldaten für den Euroraum sowie den internationalen Zahlungsbilanzpositionen. Bis sich die Abweichungen der Wechselkurse von den Fundamentaldaten umgekehrt haben, könnten sie zu unerwünschten Fehlallokationen bei den weltweiten Handelsströmen und den globalen Finanzierungsmustern führen.

Bis die Abschwächung des Euro-Wechselkurses sich umgekehrt hat, wird sie auf Grund ihrer Auswirkungen auf die Importpreise die Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Frist erhöhen. Die EZB wird diese Entwicklung genau beobachten.

Der Anstieg der Verbraucherpreise, gemessen am Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), erhöhte sich von 2,0 % im Februar auf 2,1 % im März 2000. Dies war eine Folge der Entwicklung der Ölpreise und des Euro-Wechselkurses. Eine ähnliche Entwicklung zeigte sich beim Erzeugerpreisindex, dessen jährliche Veränderungsrate von 5,8 % im Februar auf 6,2 % im März 2000 stieg. Dieser Anstieg war vor allem auf die Zunahme der Veränderungsrate der Preise für Vorleistungsgüter zurückzuführen, die am unmittelbarsten durch die höheren Ölpreise und, allgemeiner, durch die gestiegenen Importpreise beeinflusst werden. Darüber hinaus wurden auch bei den Preisen für Investitions- und Konsumgüter Aufwärtsbewegungen beobachtet, deren jährliche Veränderungsrate sich seit der ersten Jahreshälfte 1999 auf einem Aufwärtstrend befinden. Einerseits dürften in den kommenden Monaten vor allem Basiseffekte, die den Anstieg der Inflationsraten gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat dämpfen, eine abschwächende Wirkung auf die jährlichen HVPI-Inflationsraten ausüben. Andererseits könnten sich mit zeitlicher Verzögerung die Effekte der Abschwächung des Euro in die entgegengesetzte Richtung auswirken.

Diese kurzfristigen Bewegungen der Preissteigerungsraten sollten jedoch nicht von der Tatsache ablenken, dass für die Geldpolitik die Aussichten für die Preisstabilität auf mittlere Frist ausschlaggebend sind. In diesem Zusammenhang zeigen beide Säulen der geld-

politischen Strategie des Eurosystems an, dass die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität anhalten, was in den jüngsten Entwicklungen der Geldmengen- und Kreditaggregate und der Abwertung des Euro-Wechselkurses seinen Niederschlag findet. Angesichts des gegenwärtigen kräftigen Aufschwungs im Euro-Währungsgebiet sind dies ernst zu nehmende Risiken.

Die Geldpolitik bleibt wachsam, um diesen Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität vorausschauend zu begegnen, und gewährleistet, dass die Preisstabilität auf mittlere Frist beibehalten wird. Anhaltende Preisstabilität und niedrige Inflationserwartungen werden dazu beitragen, den gegenwärtigen Aufschwung in eine lange Periode kräftigen Wirtschaftswachstums mit rückläufiger Arbeitslosigkeit umzusetzen, und die Grundlagen für einen starken Euro schaffen.

Derzeit gibt es gute Gründe für die Überzeugung, dass das Eurogebiet über einen lang anhaltenden Zeitraum hinweg robustes, inflationsfreies Wirtschaftswachstum genießen wird. Eine Fortsetzung der gegenwärtigen Lohnzurückhaltung, weitere Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte und die Umsetzung struktureller Reformen auf den Güter- und Arbeitsmärkten werden diesen Prozess entscheidend unterstützen.

Dieser Monatsbericht enthält zwei Artikel. Der erste Artikel mit dem Titel „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“ befasst sich damit, wie die Zinsstruktur und die Kurse der Zinsderivate durch eine Zentralbank analysiert werden können, um wertvolle Informationen über Markterwartungen hinsichtlich künftiger makroökonomischer Entwicklungen zu gewinnen. Der zweite Artikel mit dem Titel „Entwicklung und Strukturmerkmale der Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet“ untersucht strukturelle Faktoren, die der derzeit hohen Arbeitslosigkeit im Eurogebiet zu Grunde liegen, und erörtert ein breites Spektrum politischer Maßnahmen, die die bestehenden Probleme lösen könnten.

Wirtschaftliche Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

I Monetäre und finanzielle Entwicklung

Geldpolitische Beschlüsse des EZB-Rats

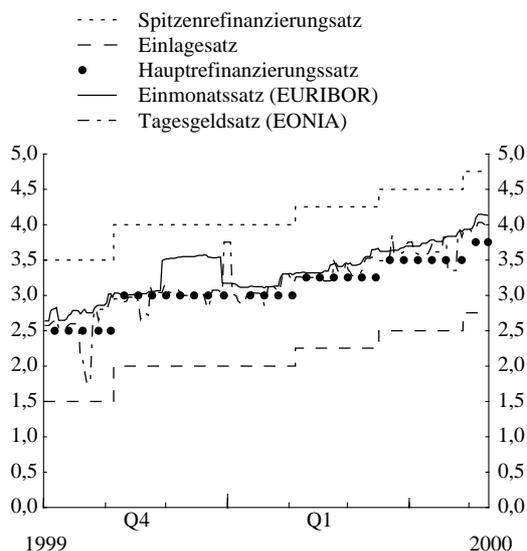
Auf seiner Sitzung am 27. April 2000 beschloss der EZB-Rat, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (die weiterhin als Mengentender ausgeschrieben werden) um 25 Basispunkte auf 3,75 % zu erhöhen, beginnend mit dem am 4. Mai 2000 abzuwickelnden Geschäft. Die Zinssätze für die Einlagefazilität und für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden ebenfalls um 25 Basispunkte auf 2,75 % bzw. 4,75 % heraufgesetzt, jeweils mit Wirkung vom 28. April 2000. In der folgenden EZB-Ratssitzung am 11. Mai wurden die EZB-Leitzinsen unverändert gelassen (siehe Abbildung 1).

Kräftiges M3-Wachstum im März 2000

Im März 2000 erhöhte sich das Wachstum des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 auf eine Jahresrate von 6,5 %, verglichen mit 6,1 % im Februar 2000 (diese Zahl wurde von 6,2 % nach unten revidiert). Der Dreimonatsdurchschnitt der Zwölfmonatsraten von M3

Abbildung 1
EZB-Zinssätze und Geldmarktsätze

(in % p.a.; Tageswerte)



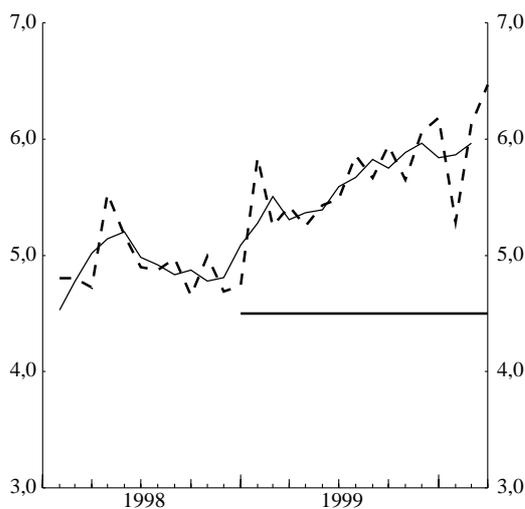
Quellen: EZB und Reuters.

Abbildung 2

M3-Wachstum und der Referenzwert

(Veränderungen gegen Vorjahr in %)

- - M3
- M3 (zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt)
- Referenzwert (4½%)



Quelle: EZB.

für das erste Quartal 2000 ist leicht gestiegen, und zwar auf 6,0 %, gegen 5,9 % im vorangegangenen Dreimonatszeitraum. Folglich lag das M3-Wachstum weiterhin rund 1½ Prozentpunkte über dem Referenzwert von 4½ % (siehe Abbildung 2).

Die jüngste Entwicklung von M3 bestätigt, dass die Liquiditätsausstattung im Euroraum nach wie vor reichlich ist. Der Anstieg von M3 gegenüber dem Vormonat war im März 2000 wie schon im Monat zuvor sehr ausgeprägt. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet erhöhte sich die Sechsmonatsrate von M3 im März 2000 auf 7,4 %, verglichen mit 6,3 % im Sechsmonatszeitraum bis Ende Februar 2000.

Der Anstieg von M3 gegenüber dem Vormonat belief sich im März auf 32 Mrd €. Saisonbereinigt nahm M3 im März 2000 um 46 Mrd € bzw. 1,0 % zu (siehe Tabelle I). Zu dieser Expansion gegenüber dem Vormonat haben alle Hauptkomponenten von M3 beigetragen.

Tabelle I

Die Geldmenge M3 und ihre Hauptkomponenten

(Monatsendstände und Veränderungen der saisonbereinigten Werte gegen Vormonat)

	März 2000 Bestand	Jan. 2000 Veränderung		Febr. 2000 Veränderung		März 2000 Veränderung		Jan. 2000 bis März 2000 Durchschnittliche Veränderung	
	Mrd €	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
M3	4 841,8	24,5	0,5	39,0	0,8	45,7	1,0	36,4	0,8
Bargeldumlauf und täglich fällige Einlagen (= M1)	1 970,1	41,3	2,2	25,6	1,3	19,6	1,0	28,8	1,5
Sonstige kurzfristige Einlagen (= M2 - M1)	2 151,3	-17,9	-0,8	8,1	0,4	11,1	0,5	0,4	0,0
Marktfähige Finanzinstrumente (= M3 - M2)	720,4	1,2	0,2	5,4	0,8	15,0	2,1	7,2	1,0

Quelle: EZB.

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

Nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen wuchs das eng gefasste Geldmengenaggregat M1, das neben dem Bargeldumlauf die täglich fälligen Einlagen umfasst, um 20 Mrd € bzw. 1,0 %, während die kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) um 11 Mrd € bzw. 0,5 % und die marktfähigen Finanzinstrumente um 15 Mrd € bzw. 2,1 % zunahm.

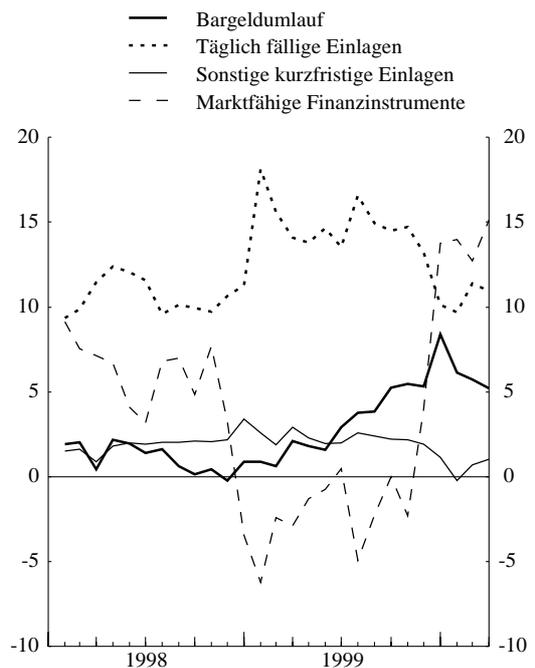
Der Bargeldumlauf erhöhte sich im März 2000 im Vergleich zur entsprechenden Vorjahrszeit um 5,2 %, gegenüber 5,7 % im Februar. Außerdem sind die täglich fälligen Einlagen im Vorjahrsvergleich weiterhin kräftig gewachsen (um 11,0 %, verglichen mit 11,4 % im Februar 2000). Im ersten Quartal 2000 war bei diesen Einlagen ein sehr ausgeprägter Zuwachs zu verzeichnen, womit der Rückgang in der zweiten Jahreshälfte von 1999 unterbrochen wurde. Da zu erwarten gewesen wäre, dass die steigenden Geldmarktzinsen im Euroraum im ersten Quartal 2000 die Nachfrage nach diesen Einlagen dämpfen würden, dürfte ihr kräftiges Wachstum im ersten Quartal 2000 vor allem das robuste Wirtschaftswachstum im Eurogebiet widerspiegeln. Hinzu kommt, dass angesichts der relativ großen Unsicherheit an den Aktienmärkten des Eurogebiets im ersten Quartal 2000 teilweise Vorsichtsgründe für die höhere Liquiditätspräferenz ausschlaggebend waren (siehe Kasten 2). Infolge dieser Entwicklun-

gen beim Bargeldumlauf und den täglich fälligen Einlagen ging die Vorjahrsrate der Geldmenge M1 im März 2000 auf 9,9 % zurück, gegenüber 10,4 % im Vormonat.

Abbildung 3

Komponenten der Geldmenge M3

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

Die kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) nahmen leicht zu und übertrafen ihren Vorjahrsstand im März 2000 um 1,0 %, verglichen mit 0,7 % im Februar. Dabei entwickelten sich die einzelnen Teilkomponenten recht unterschiedlich. Die Vorjahrsrate der Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren ging im März in den positiven Bereich über (1,1 % gegenüber - 0,5 % im Februar). Dies war vermutlich auf die allmählich steigenden kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Euroraum und die damit verbundene Abflachung der Renditekurve im ersten Quartal 2000 zurückzuführen (siehe Abbildung 5 und 6). Gleichzeitig hat sich das Wachstum der Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten im Vergleich zum Vorjahr weiter verlangsamt (auf 1,0 %, gegenüber 1,6 % im Februar). Damit setzte sich die seit den letzten Monaten des Jahres 1999 zu beobachtende rückläufige Nachfrage nach diesen Einlagen fort, vermutlich weil ihre Verzinsung an Attraktivität verloren hat, seit die Geldmarktzinsen im Euroraum im Vergleich zu den Bankzinsen für diese Einlagen gestiegen sind. Da bei M1 eine niedrigere und bei den kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) eine höhere Vorjahrsrate zu verzeichnen war, belief sich das Wachstum des mittleren Geldmengenaggregats M2 im März 2000 unverändert auf eine Jahresrate von 5,1 %.

Die in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente übertrafen ihr Vorjahrsniveau im März um 15,1 %, nach 12,7 % im Februar. Dies war hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass der Rückgang der Repogeschäfte im Vergleich zum Vorjahr im März 2000 mit 5,4 % weniger ausgeprägt war als im Vormonat (-12,9 %). Gleichzeitig haben die Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit bis zu zwei Jahren binnen Jahresfrist erneut sehr kräftig zugenommen (34,8 %, gegenüber 36,8 % im Februar). Auch bei den Geldmarktfondsanteilen und Geldmarktpapieren war mit gut 22 % nach wie vor ein starker Zuwachs gegenüber dem Vorjahr zu verzeichnen. Insgesamt gesehen dürften sich in dem hohen Wachstumstempo der marktfähigen Instrumente der Anstieg der

Kurzfristzinsen, die Abflachung der Renditekurve und die hohe Volatilität an den Aktienmärkten im Euroraum im ersten Quartal 2000 widerspiegeln. Diese Angaben sind allerdings mit einer gewissen Vorsicht zu betrachten, da nach den vorliegenden Informationen ein erheblicher Teil der von MFIs im Eurogebiet 1999 und 2000 begebenen Geldmarktpapiere von Ansässigen außerhalb des Währungsgebiets gekauft wurde und somit nicht in der Geldmenge M3 erfasst werden sollte.

Stärkeres Wachstum der Kreditgewährung an den privaten Sektor

Bei den Gegenposten der Geldmenge M3 ging die Jahresrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs von 7,3 % im Februar auf 6,8 % im März zurück. Bei den Teilkomponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten verringerte sich die jährliche Wachstumsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren auf 4,4 %, verglichen mit 5,1 % im Vormonat. Die Vorjahrsrate der Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von über zwei Jahren sank ebenfalls, und zwar von 6,0 % auf 5,4 %. In beiden Fällen dürfte dies mit dem abnehmenden Spread zwischen den kurz- und langfristigen Marktzinsen im März 2000 zusammenhängen. Wie schon in den Vormonaten war die Jahresrate der Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten weiter – wenn auch weniger stark – negativ (-6,0 % gegenüber - 7,3 % im Februar). Kapital und Rücklagen übertrafen ihr entsprechendes Vorjahrsniveau nur um 14,6 %, nach 15,1 % im Vormonat.

Die Jahreswachstumsrate der Einlagen von Zentralstaaten verringerte sich im März 2000 auf 0,4 %, gegenüber 3,3 % im Februar 2000.

Auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors sank die Jahreswachstumsrate der gesamten Kreditvergabe an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet von 7,9 % im Februar auf 7,7 % im März 2000. Dieser leichte Rückgang war auf eine deutliche Verringerung der Kreditgewährung an die öffentlichen

Tabelle 2**Die Geldmenge M3 und ihre wichtigsten Gegenposten***(Mrd €)*

	Bestände	Zwölfmonatsveränderungen					
	2000 März	1999 Okt.	1999 Nov.	1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.	2000 März
1 Kredite an den privaten Sektor	6 342,4	576,1	601,1	580,7	535,0	588,6	622,3
2 Kredite an öffentliche Haushalte	2 040,4	30,8	39,3	35,9	30,2	18,9	-26,3
3 Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	181,0	-208,7	-202,6	-172,6	-183,5	-122,9	-187,8
4 Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten	3 635,5	223,7	236,1	257,5	240,2	245,4	229,2
5 Sonstige Gegenposten (Nettoverbindlichkeiten)	86,5	-72,1	-64,5	-90,1	-97,6	-37,0	-113,6
M3 (=1+2+3-4-5)	4 841,8	246,5	266,2	276,7	239,0	276,2	292,6

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

Haushalte (um 1,3 % im Vergleich zum Vorjahr, nach einer Zunahme von 0,9 % im Februar) zurückzuführen. Dagegen stieg die Jahreswachstumsrate der Kredite an den privaten Sektor im März weiter auf 10,9 % (nach 10,4 % im Vormonat).

Die rückläufige Jahresrate der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte hängt damit zusammen, dass die Wertpapiere ohne Aktien im Vorjahresvergleich um 1,6 % abnahmen, während sie im Februar noch um 2,7 % zugenommen hatten. Dagegen gingen die Direktkredite an die öffentlichen Haushalte im Vorjahresvergleich nur geringfügig zurück (um 0,8 % im März gegenüber 1,6 % im Februar).

Der Anstieg der Kreditvergabe an den privaten Sektor war bei allen Teilkomponenten zu beobachten. Die Direktkredite an den privaten Sektor nahmen im März im Vergleich zum Vorjahr um 9,7 % zu (verglichen mit 9,4 % im Februar). Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet belief sich die Dreimonatsrate im März auf 12,8 % und die Sechsmonatsrate auf 10,1 %. Diese kräftige Zunahme der Direktkredite an den privaten Sektor im ersten Quartal 2000 erfolgte trotz der in den letzten Monaten tendenziell steigenden Kreditzinsen im Kundengeschäft der Banken. Das große Vertrauen der Verbraucher und der Industrie dürfte dazu beigetragen haben, dass die Kreditnachfrage des privaten Sektors in

den letzten Monaten unverändert stark geblieben ist. Zudem dürfte der erwartete Anstieg der kurzfristigen Zinsen im Euroraum die privaten Haushalte und Unternehmen veranlassen haben, ihre geplanten Kreditaufnahmen vorzuziehen. Ferner spielen bei dieser Entwicklung auch die regen Fusions- und Übernahmeaktivitäten im Eurogebiet und die steigenden Immobilienpreise in einigen EWU-Ländern eine Rolle. Auch die MFI-Bestände an Wertpapieren des privaten Sektors sind im März 2000 im Vorjahresvergleich gestiegen. Die Bestände an Schuldverschreibungen übertrafen ihren Vorjahresstand im März um 17,8 %, verglichen mit 16,1 % im Februar, während die Bestände an Aktien und sonstigen Dividendenwerten im März 25,2 % höher waren als ein Jahr zuvor (nach 22,6 % im Februar 2000).

Im März 2000 nahmen die Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euroraum an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets in absoluter und nicht saisonbereinigter Rechnung um 68 Mrd € ab. In den zwölf Monaten bis März 2000 sind sie um 188 Mrd € zurückgegangen.

Insgesamt hat sich die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Zwölfmonatszeitraum bis März 2000 um 622 Mrd € erhöht, während die Kreditgewährung an die öffentlichen Haushalte um 26 Mrd € zurückgegangen ist. Die-

se Zunahme der Gesamtkreditgewährung auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors führte jedoch nicht zu einem entsprechenden Anstieg der Verbindlichkeiten, da die Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets um 188 Mrd € zurückgegangen sind. Auf der Passivseite belief sich das Wachstum von M3 gegenüber dem Vorjahr auf 293 Mrd €, und die längerfristigen MFI-Verbindlichkeiten nahmen um 229 Mrd € zu. Bei den übrigen Posten der MFI-Bilanz gingen die Netto-Verbindlichkeiten um 114 Mrd € zurück.

Hoher Absatz von Schuldverschreibungen im Februar

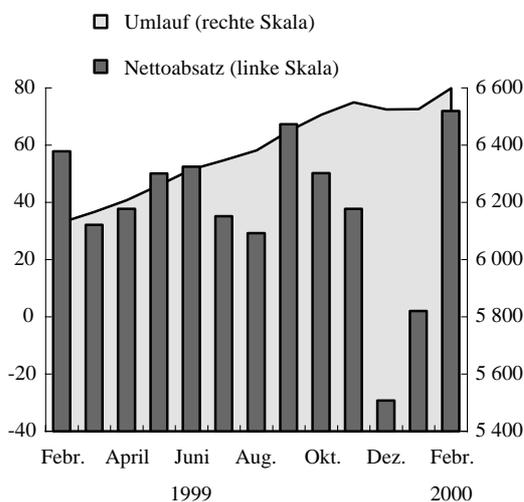
Der Bruttoabsatz von Schuldverschreibungen, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, betrug im Februar 2000 insgesamt 377,9 Mrd €, verglichen mit 308,0 Mrd € im Februar 1999 und einem durchschnittlichen monatlichen Absatz von 311,3 Mrd € in den zwölf Monaten zuvor. Kurzfristige Schuldverschreibungen machten im Februar fast 67 % des gesamten Bruttoabsatzes an Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet aus. Dieser Anteil lag somit geringfügig über dem in den letzten zwölf Monaten verzeichneten Monatsdurchschnitt von 62 %. Im Februar 2000 wurden Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euroraum im Wert von 306,0 Mrd € getilgt. Damit erreichte der Nettoabsatz im Februar 71,9 Mrd € (siehe Abbildung 4) und somit das höchste Niveau des monatlichen Nettoabsatzes von Schuldverschreibungen seit Beginn der dritten Stufe der WWU. Der Umlauf an von Ansässigen im Eurogebiet begebenen Schuldverschreibungen kehrte damit wieder zu dem Wachstum zurück, das mit Ausnahme der Monate um den Jahrtausendwechsel im gesamten Verlauf des Jahres 1999 zu beobachten war. Er betrug Ende Februar 6 599,0 Mrd €, verglichen mit 6 129,9 Mrd € ein Jahr zuvor, was einer Zwölfmonatsrate von 7,6 % entspricht.

Nach Emittentengruppen aufgegliedert zeigt sich, dass die Emissionstätigkeit der MFIs auch

Abbildung 4

Absatz von Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

(Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Der Nettoabsatz weicht auf Grund von Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und anderen Anpassungen von der Veränderung des Umlaufs ab.

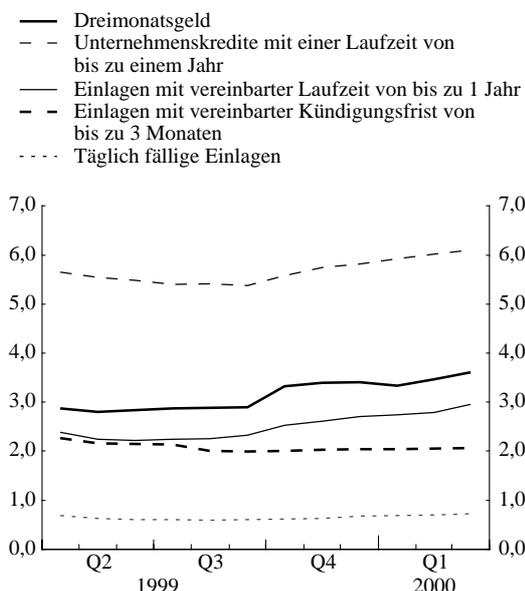
im Februar 2000 hoch war. Auf sie entfielen insgesamt 59 % des gesamten Bruttoabsatzes von Euro-Schuldverschreibungen von Ansässigen des Euro-Währungsgebiets in diesem Monat. In den zwölf Monaten zuvor hatte sich der Anteil der MFIs am Bruttoabsatz im Monatsdurchschnitt nur auf 52 % belaufen. Die Emissionstätigkeit in diesem Sektor hat seit August 1999 stetig zugenommen, was damit zusammenhängen könnte, dass sich die MFIs angesichts der anhaltend starken Kreditnachfrage zunehmend über den Markt refinanzieren. Dagegen lag der Anteil der Zentralstaaten am gesamten Bruttoabsatz von auf Euro lautenden Schuldverschreibungen im Februar unter dem Durchschnitt der vergangenen zwölf Monate. Dementsprechend erhöhte sich von Februar 1999 bis Februar 2000 der Umlauf an Schuldverschreibungen, nach Emittentengruppen aufgeschlüsselt, bei den MFIs um 10,1 %, bei den Zentralstaaten um 3,5 % und bei den nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften um 40,6 %.

Kurzfristige Zinsen im Kundengeschäft der Banken im März weiter gestiegen

Die kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Eurogebiet erhöhten sich im März 2000 erneut nach dem Anstieg der Geldmarktsätze im Gefolge der Zinserhöhungen der EZB am 3. Februar und 16. März. Angesichts der Tatsache, dass sich die Zinsen im Kundengeschäft der Banken gewöhnlich erst mit einer zeitlichen Verzögerung an die vergleichbaren Geldmarktsätze anpassen, fiel der Anstieg bei den durchschnittlichen kurzfristigen Zinsen im Kundengeschäft der Banken im Februar und März geringer aus als bei den vergleichbaren Geldmarktsätzen während desselben Zeitraums (siehe Abbildung 5). Der durchschnittliche Zinssatz für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr stieg um 17 Basispunkte auf 3,0 %. Demgegenüber erhöhten sich die Durchschnittszinsen für Tagesgeldeinlagen und Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, die in der Regel weniger empfindlich auf Veränderungen der Geldmarktsätze reagieren, nur um 1 bis 2 Basispunkte

Abbildung 5 Kurzfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Geldmarktsatz

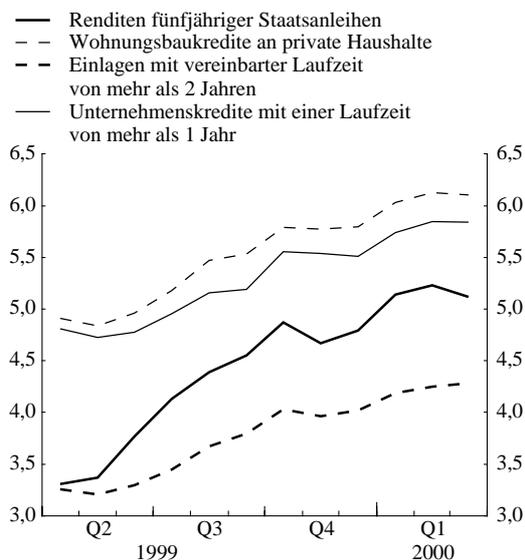
(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

Abbildung 6 Langfristzinsen im Kundengeschäft der Banken und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; monatliche Durchschnittswerte)



Quellen: EZB-Aggregation der nationalen Angaben und Reuters.

auf 0,7 % bzw. 2,1 %. Der Durchschnittszins für Unternehmenskredite mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr stieg im März um 9 Basispunkte auf 6,1 %, sodass sich der kumulative Anstieg dieses Zinssatzes gegenüber dem durchschnittlichen Stand von September 1999 auf über 70 Basispunkte beläuft. Insgesamt lagen die meisten kurzfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im März 2000 auf Grund der erheblichen Anstiege nach den Sommermonaten 1999 weit über den Ständen von vor einem Jahr.

Bei den längerfristigen Laufzeiten haben sich die durchschnittlichen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken im März nach dem Rückgang der langfristigen Kapitalmarktzinsen im Februar und März 2000 kaum verändert. Eine etwas gegenläufige Entwicklung war bei den Einlagenzinsen, die im März weiter leicht stiegen, und den Zinsen für längerfristige Kredite, die leichte Rückgänge verzeichneten, zu beobachten (siehe Abbildung 6). Der Durchschnittszins für Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren erhöhte sich im März um 3 Basispunkte auf 4,3 %. Der Durchschnittzinssatz für Wohnungsbau-

kredite an private Haushalte ermäßigte sich um 3 Basispunkte auf 6,1 %. Außerdem sank der Durchschnittssatz für Unternehmenskredite leicht auf 5,8 % im März. Insgesamt sind sämtliche langfristigen Zinssätze im Kundengeschäft der Banken seit Mai 1999 jedoch erheblich gestiegen, und im März 2000 waren sie deutlich höher als im März 1999.

Weiterer Anstieg der Geldmarktsätze im April

Die Geldmarktsätze setzten im April und Anfang Mai ihre Aufwärtsbewegung fort. In den ersten Aprilwochen schwankte der Tagesgeldsatz gemessen am EONIA meistens zwischen 3,6 % und 3,7 %, das heißt oberhalb des geltenden Hauptrefinanzierungssatzes von 3,50 %. Diese Konstellation dürfte wohl größtenteils die Präferenz der Banken widerspiegeln, ihren Reserveverpflichtungen vor dem langen Osterwochenende, das auf das Ende der Erfüllungsperiode fiel, die am 24. März begonnen hatte und am 23. April endete, nachzukommen (siehe Kasten I). Sie war auch auf gewisse Markterwartungen bezüglich einer Zinserhöhung durch die EZB im Verlauf der Mindestreserve-Erfüllungsperiode zurückzuführen. Diese Erwartungen traten erneut zu Beginn der neuen Erfüllungsperiode auf, als sich der EONIA auf über 3,8 % belief, was zeigt, dass der Markt den Beschluss des EZB-Rats vom 27. April 2000, den Hauptrefinanzierungssatz um 25 Basispunkte auf 3,75 % zu erhöhen, antizipiert hatte. Nach der Bekanntgabe dieses Beschlusses bewegte sich der EONIA weitgehend zwischen 3,9 % und 4 %.

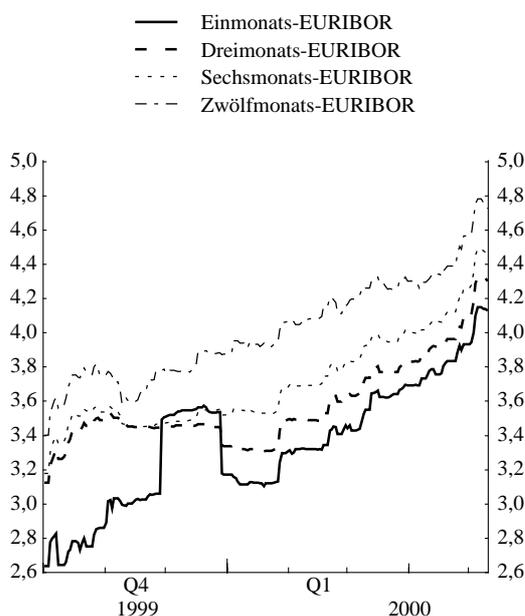
Die Geldmarkt-Zinsstrukturkurve hat sich zwischen Ende März und dem 10. Mai in allen Laufzeitbereichen nach oben verlagert (siehe Abbildung 7). Zwischen Ende März und der EZB-Ratssitzung am 27. April stiegen sowohl der Einmonats- als auch der Dreimonats-EURIBOR in Antizipation der Zinserhöhung durch die EZB um circa 20 Basispunkte. Bis zu dem Zeitpunkt, an dem der Zinsbeschluss bekannt gegeben wurde, erwarteten die Finanzmärkte durchgehend eine Erhöhung um 25 Basispunkte. Dies zeigt sich darin, dass die

Geldmarktsätze unmittelbar nach der Bekanntgabe des Zinserhöhungsbeschlusses der EZB weitgehend unverändert blieben. Jedoch war in den darauf folgenden Tagen ein weiterer Anstieg des Einmonats- und Dreimonats-EURIBOR zu beobachten. Zwischen dem 27. April und dem 10. Mai sind beide Sätze um circa 25 Basispunkte gestiegen. Am 10. Mai lag der Einmonats-EURIBOR bei 4,13 % und der Dreimonats-EURIBOR bei 4,30 % und damit 44 bzw. 47 Basispunkte über dem Stand von Ende März 2000.

Ein ähnliches Muster war beim impliziten EURIBOR für Futures-Kontrakte mit Fälligkeit in der zweiten Hälfte des Jahres 2000 festzustellen; daran zeigt sich, dass sich im April und Anfang Mai die Erwartungen am Markt bezüglich weiterer Zinsanhebungen durch die EZB in der zweiten Jahreshälfte verstärkten. Am 10. Mai lagen der Sechsmonats-EURIBOR und der Zwölfmonats-EURIBOR bei 4,45 % bzw. 4,73 % und damit 45 bzw. 43 Basispunkte über dem Stand von Ende März 2000.

Abbildung 7
Kurzfristzinsen im Euro-
Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

Kasten I

Geldpolitische Geschäfte und Liquiditätsbedingungen in der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 23. April 2000 endete

Zuteilungen im Rahmen von geldpolitischen Geschäften

In der vierten Mindestreserve-Erfüllungsperiode dieses Jahres, die vom 24. März bis 23. April 2000 dauerte, führte das Eurosystem vier Hauptrefinanzierungsgeschäfte und ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft durch. Alle Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden zu einem festen Zinssatz von 3,50 % abgewickelt. Das Zuteilungsvolumen bewegte sich zwischen 48 Mrd € und 89 Mrd €. Das Bietungsaufkommen bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften lag zwischen 2 869 Mrd € und 4 290 Mrd €. Das durchschnittliche Bietungsaufkommen belief sich auf 3 615 Mrd €, verglichen mit 2 589 Mrd € in der vorherigen Erfüllungsperiode. Für die hohen Bietungsbeträge, besonders bei den beiden letzten Geschäften, gab es zwei Gründe: Erstens fiel das Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode mit dem langen Osterwochenende zusammen, und die Kreditinstitute zogen es vor, ihr Mindestreserve-Soll früher als üblich, das heißt vor dem Ende der Erfüllungsperiode, zu erfüllen, und zweitens spielten erneute Zinsänderungserwartungen eine Rolle. Die Repartierungssätze bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften bewegten sich zwischen 1,36 % und 2,94 %, gegenüber einer Spanne von 2,04 % bis 3,13 % in der vorherigen Erfüllungsperiode.

Das Eurosystem führte am 29. März ein längerfristiges Refinanzierungsgeschäft in Form eines Zinstenders mit einem zuvor bekannt gegebenen Zuteilungsvolumen von 20 Mrd € durch. Insgesamt nahmen 325 Bieter an dem Geschäft teil, die Gebote in Höhe von insgesamt 75 Mrd € abgaben. Der marginale Zuteilungssatz betrug 3,78 %, der Durchschnittssatz 3,80 %.

Während der gesamten Erfüllungsperiode mit Ausnahme des letzten Tags lag der EONIA über dem Hauptrefinanzierungssatz. Am 31. März stieg er auf Grund der üblichen Dispositionen zum Quartalsende auf 3,75 %. Während der gesamten Mindestreserve-Erfüllungsperiode war die Liquiditätsversorgung eher großzügig; selbst zu Beginn der Periode fiel das übliche Liquiditätsdefizit relativ niedrig aus. Der anhaltend

Beiträge zur Liquidität des Bankensystems

(Mrd €)

Tagesdurchschnitt während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode vom 24. März bis 23. April 2000

	<i>Liquiditätszuführend</i>	<i>Liquiditätsabschöpfend</i>	<i>Nettobeitrag</i>
(a) Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems	197,9	0,9	+197,0
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	136,7	-	+136,7
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	61,0	-	+61,0
Ständige Fazilitäten	0,2	0,9	-0,7
Sonstige Geschäfte	0,0	0,0	0,0
(b) Sonstige die Liquidität des Bankensystems beeinflussende Faktoren	377,1	464,4	-87,3
Banknotenumlauf	-	349,7	-349,7
Einlagen der öffentlichen Haushalte beim Eurosystem	-	45,6	-45,6
Nettoposition des Eurosystems in Fremdwährung (einschließlich Gold)	377,1	-	+377,1
Sonstige Faktoren (netto)	-	69,1	-69,1
(c) Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten beim Eurosystem (a) + (b)			109,7
(d) Mindestreserve-Soll			108,7

Quelle: EZB.

Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

positive Spread zwischen dem EONIA und dem Hauptrefinanzierungssatz war daher hauptsächlich auf die oben erwähnte frühzeitige Mindestreserve-Erfüllung einiger Geschäftspartner wegen des langen Osterwochenendes am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode sowie erneut aufgekommene Erwartungen einer Zinserhöhung zurückzuführen. Am letzten Tag der Mindestreserve-Erfüllungsperiode ging der EONIA wegen der reichlich vorhandenen Liquidität nach der letzten Zuteilung, die für einen reibungslosen Abschluss der Mindestreserve-Erfüllungsperiode sorgen sollte, auf 3,35 % zurück.

Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten

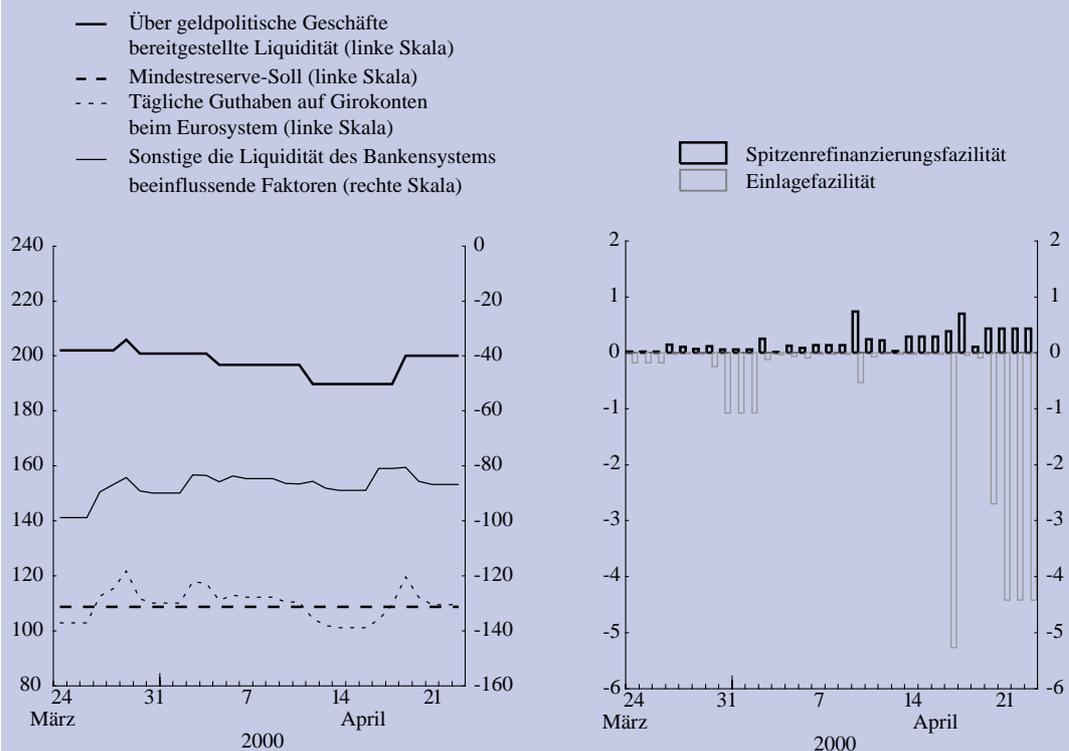
Gegenüber der vorherigen Erfüllungsperiode belief sich die durchschnittliche Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität unverändert auf 0,2 Mrd €, während die durchschnittliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität von 0,3 Mrd € auf 0,9 Mrd € zunahm. Am Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode wurde die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit 0,4 Mrd € in Anspruch genommen. Im Rahmen der Einlagefazilität wurden am 20. April, dem letzten TARGET-Geschäftstag der Erfüllungsperiode, 2,7 Mrd € angelegt, und die Inanspruchnahme dieser Fazilität erhöhte sich vom 21. bis 23. April auf 4,4 Mrd €. Da der Karfreitag (21. April) in manchen Ländern des Euroraums ein Werktag war und die Echtzeit-Bruttosysteme (RTGS-Systeme) einiger nationaler Zentralbanken geöffnet blieben, war auch an diesem Tag eine Inanspruchnahme der ständigen Fazilitäten möglich.

Nicht mit geldpolitischen Geschäften verbundene Liquiditätsfaktoren

Die autonomen Faktoren, das heißt die nicht mit der Geldpolitik zusammenhängenden Faktoren (Posten (b) in der obigen Tabelle), entzogen dem Bankensystem per Saldo Liquidität in Höhe von durchschnittlich 87,3 Mrd € und somit 6,3 Mrd € weniger als in der vorangegangenen Erfüllungsperiode. Dies war in erster

Zur Liquidität des Bankensystems beitragende Faktoren in der am 23. April 2000 endenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode

(Mrd €; Tageswerte)



Linie auf einen Rückgang der Einlagen der öffentlichen Haushalte und höhere Netto-Auslandsforderungen zurückzuführen. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich zwischen 80,4 Mrd € und 98,9 Mrd €.

Guthaben des Finanzsektors auf Girokonten

Die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten beliefen sich auf 109,7 Mrd € und das Mindestreserve-Soll auf 108,7 Mrd €. Die Differenz betrug folglich 1,0 Mrd €. Davon sind rund 0,2 Mrd € auf Girokontoguthaben zurückzuführen, die nicht der Erfüllung der Mindestreservepflicht dienen, während 0,8 Mrd € Überschussreserven darstellen, die wahrscheinlich wegen des langen Osterwochenendes am Ende der Erfüllungsperiode höher als üblich waren.

In dem am 27. April abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems belief sich der marginale Zuteilungssatz auf 4,00 % und der durchschnittliche Zuteilungssatz auf 4,01 %. Sie lagen einige Basispunkte unter dem Dreimonats-EURIBOR an dem Tag, an dem das Geschäft durchgeführt wurde.

Anstieg der langfristigen Anleiherenditen im April

Nach den erheblichen Rückgängen der langfristigen Zinsen zwischen Mitte Februar und Ende März 2000 gab es bei den Anleiherenditen im Eurogebiet Anfang April einen Richtungswechsel (siehe Abbildung 8). Zwischen Ende März und dem 10. Mai 2000 ist das durchschnittliche Niveau der zehnjährigen Anleiherenditen im Euroraum um rund 15 Basispunkte auf 5,55 % gestiegen. Teilweise war dies scheinbar auf die erheblichen Anstiege der US-Anleiherenditen während dieses Zeitraums zurückzuführen, wobei allerdings die inländischen Einflussfaktoren die Aufwärtstendenz der EWU-Anleiherenditen verstärkten. In den Vereinigten Staaten erhöhten sich die Renditen von Staatsanleihen stärker als im Euro-Währungsgebiet; dies führte zwischen Ende März und dem 10. Mai zu einer Ausweitung des Spreads zwischen den US- und EWU-Anleiherenditen im Zehnjahresbereich um rund 25 Basispunkte auf nahezu 110 Basispunkte.

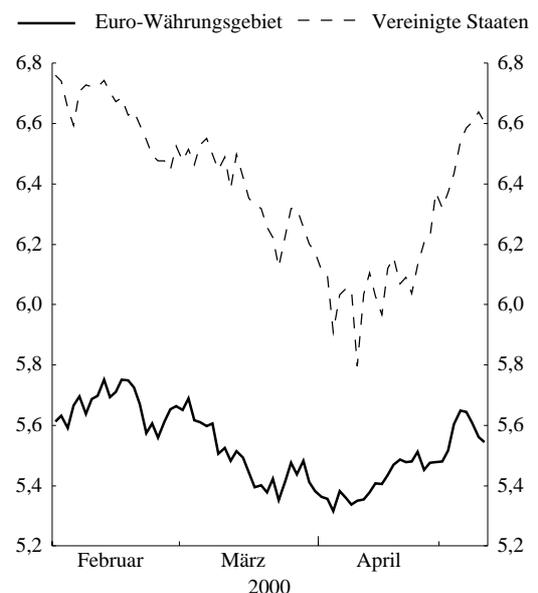
Mit Blick auf den Einfluss der internationalen Rentenmärkte auf die Entwicklung der EWU-

Anleihemärkte ist festzustellen, dass die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten zwischen Ende März und dem 10. Mai 2000 in einem relativ volatilen Marktumfeld um mehr als 40 Basispunkte auf 6,6 % gestiegen sind. Diese Entwicklung folgte auf eine Phase kräftiger Rückgänge bei den Renditen langfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten zwischen Ende Januar und Anfang April, als sich die zehnjährigen Anleiherenditen um rund 100 Basispunkte ermä-

Abbildung 8

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

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: Reuters.

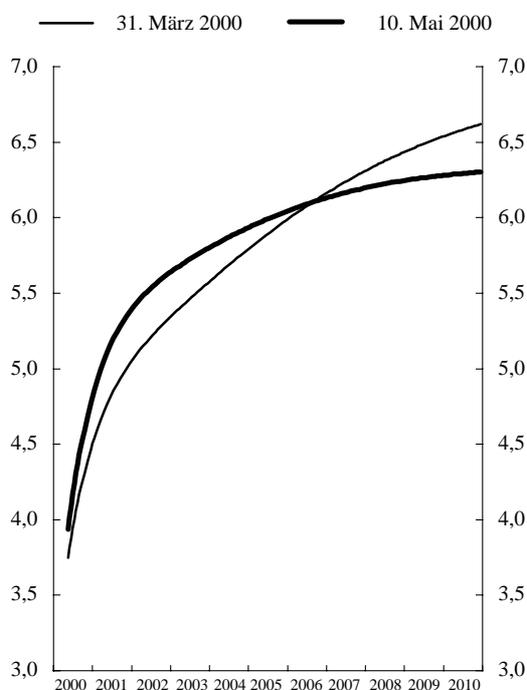
Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegenden Laufzeiten.

Bigten. Dies war größtenteils auf die Pläne des amerikanischen Finanzministeriums zurückzuführen, in Umlauf befindliche US-Staatsanleihen vor Fälligkeit zurückzukaufen. Die Umkehr dieser Abwärtsbewegung bei den Anleiherenditen scheint in erster Linie im Zusammenhang zu stehen mit der wachsenden Besorgnis über die Inflationsrisiken in den Vereinigten Staaten in einem Umfeld, in dem die Konjunkturdynamik nach wie vor kräftig ist und die angespannte Lage am Arbeitsmarkt sich weiter verschärft. In Japan sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen zwischen Ende März und dem 10. Mai um rund 5 Basispunkte auf gut 1,7 % zurückgegangen, obwohl es weitere Anzeichen für eine Konjunkturerholung in Japan gab.

Neben den Sogwirkungen, die von den US-amerikanischen Anleihemärkten im April und

Abbildung 9 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



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

Anfang Mai 2000 ausgingen, haben andere Faktoren anscheinend ebenfalls eine Rolle bei der Erklärung der Entwicklung der EWU-Anleiherenditen in diesem Zeitraum gespielt. Insbesondere scheint in jüngster Zeit die Besorgnis der Marktteilnehmer hinsichtlich eines möglichen Aufwärtsdrucks auf die Preise im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht etwas zugenommen haben. Bei den Faktoren, die wohl zu dieser Erwartungsänderung beigetragen haben, sind die M3-Wachstumsrate für März, die höher als erwartet ausfiel, sowie möglicherweise gestiegene Inflationserwartungen im Zusammenhang mit dem jüngsten erheblichen Rückgang des Wechselkurses des Euro zu nennen. Gleichwohl hat sich die Termin-Zinsstrukturkurve im Eurogebiet im Verlauf des Aprils und Anfang Mai erheblich abgeflacht (siehe Abbildung 9). Dies fand trotz der Aufwärtsbewegung bei den langfristigen Anleiherenditen statt und spiegelte den Anstieg der Kurzfristzinsen im Zusammenhang mit dem Zinsanhebungsbeschluss des EZB-Rats vom 27. April wider.

Am Markt für französische, indexierte Anleihen war die Realrendite zehnjähriger Anleihen zwischen Ende März und dem 10. Mai 2000 kaum verändert. Gleichzeitig stieg im selben Zeitraum die zehnjährige „Breakeven“-Inflationsrate, das heißt die Differenz zwischen nominalen und realen zehnjährigen Anleiherenditen, um rund 10 Basispunkte. Diesem Indikator zufolge scheint der jüngste Anstieg der nominalen Anleiherenditen im Euroraum in erster Linie in Zusammenhang mit den leicht gestiegenen langfristigen Inflationserwartungen und nicht mit den höheren Realzinsen zu stehen. Jedoch ist – wie bereits in vorherigen Monatsberichten erwähnt wurde – angesichts bestimmter Einschränkungen gewisse Vorsicht bei der Analyse von Inflationserwartungen geboten, die auf der Entwicklung französischer, an Preisindizes gebundener Anleiherenditen beruht.

Hohe Aktienmarktvolatilität im April

Im April und Anfang Mai 2000 war bei den Aktienkursen sowohl innerhalb als auch au-

Berhalb des Eurogebiets ein hohes Maß an Volatilität zu beobachten, die sich anscheinend vom Technologiesektor auf andere Sektoren des Aktienmarkts übertrug. Insgesamt sind die EWU-Aktienkurse, gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex, zwischen Ende März und dem 10. Mai um knapp 4 % gefallen, sodass sie circa 2 % über dem Stand von Ende 1999 lagen. Im selben Zeitraum sind die Aktiennotierungen sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Japan erheblich gesunken (siehe Abbildung 10).

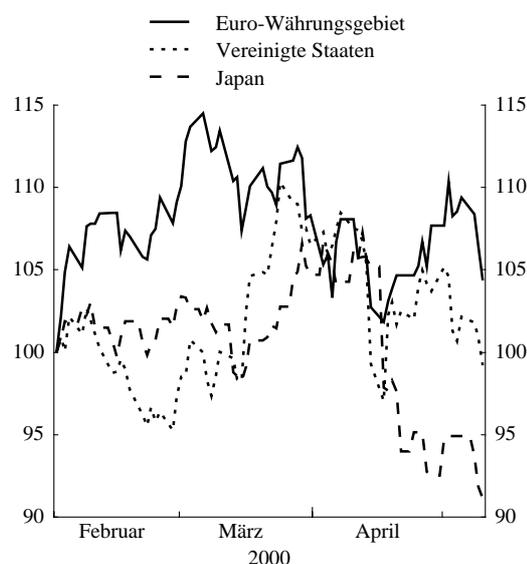
Betrachtet man zunächst das internationale Börsenumfeld, so ist in den Vereinigten Staaten der Standard-&-Poor's-500-Index zwischen Ende März und dem 10. Mai um fast 8 % gefallen. Damit wurde der leichte Anstieg im ersten Quartal 2000 wieder eingebüßt, sodass der Index rund 6 % unter dem Stand von Ende 1999 notierte. Die hohe Aktienmarktvolatilität, die sich bis Anfang April primär auf den Technologiesektor konzentrierte, sich dann aber auf andere Marktsek-

toren ausweitete, führte zu teilweise kräftigen Rückgängen über die gesamte Marktbreite. Insbesondere die sehr marktbreiten Aktienkursindizes sowie die Small-Cap-Indizes (Indizes von Unternehmen mit einer geringen Marktkapitalisierung) sind zwischen Ende März und dem 10. Mai in den Vereinigten Staaten erheblich gesunken; dies zeigt, dass der Abwärtsdruck bei einer Vielzahl von US-amerikanischen Unternehmen, auch kleineren Unternehmen, zu spüren war. In diesem Zeitraum war das Ausmaß der Aktienmarktvolatilität bei den Nasdaq-Indizes, die einen hohen Anteil an Technologiewerten umfassen (siehe Kasten 2), besonders groß. So fiel zwischen Ende März und dem 10. Mai der Nasdaq-Composite-Index um 26 % und erreichte einen Stand, der 17 % unter dem Wert von Ende 1999 lag. In der zweiten Aprilhälfte trug ein weiterer Faktor, die Veröffentlichung von unerwartet hohen Steigerungsraten bei den amerikanischen Verbraucherpreisindizes und den amerikanischen Arbeitskosten, zur Abwärtstendenz der Aktienkurse bei.

In Japan sind die Aktienkurse, gemessen am Nikkei-225-Index, zwischen Ende März und dem 10. Mai um rund 13 % zurückgegangen und haben damit die vorherigen Kursgewinne wieder eingebüßt, sodass sie nun 6,5 % über dem Stand von 1999 notieren. Trotz der Veröffentlichung einiger Daten, die eine Verbesserung der Konjunktorentwicklung und der allgemeinen konjunkturellen Einschätzung in jüngster Zeit signalisieren, schienen die japanischen Aktienkurse in diesem Zeitraum gegenüber den von den kräftigen Kursverlusten in den Vereinigten Staaten ausgehenden Sogwirkungen kurzfristig anfällig zu sein. Insbesondere bei den Sektoren Technologie und Telekommunikation des japanischen Aktienmarkts waren zwischen Ende März und dem 10. Mai Kursrückgänge zu verzeichnen. Jedoch schien insbesondere Ende April der Nikkei-225-Index auf Grund technischer Faktoren im Vorfeld von Veränderungen in der Zusammensetzung des Index nach unten verzerrt zu sein. Daher dürfte die Entwicklung dieses Index im April nicht vollständig die Erwartungen der Marktteilnehmer widerspiegeln.

Abbildung 10
Aktienkursindizes im Euro-
Währungsgebiet, in den Vereinigten
Staaten und in Japan

(Index: 1. Februar 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.

Vor dem Hintergrund der kräftigen Kursrückgänge in den Vereinigten Staaten und Japan war im Euro-Währungsgebiet zwischen Ende März und dem 10. Mai eine hohe Aktienkursvolatilität zu beobachten, und die Aktiennotierungen sind um nahezu 4 % gefallen. Ähnlich wie in den Vereinigten Staaten und Japan schien in der ersten Aprilhälfte die Aktienkursvolatilität vom Technologiesektor und Telekommunikationssektor auf andere Bereiche des EWU-Aktienmarkts überzugreifen. In der zweiten Aprilhälfte, nach der Veröffentli-

chung einiger Indikatoren, die eine weitere Beschleunigung der Konjunktorentwicklung im Eurogebiet signalisierten, erholten sich die Aktienkurse leicht. Gleichzeitig blieb die Aktienkursvolatilität im Euroraum hoch, insbesondere im Technologiesektor und im Telekommunikationssektor. Insgesamt ging zwischen Ende März und dem 10. Mai die einzige nennenswerte Belastung für die Aktienkursentwicklung im Eurogebiet vom Telekommunikationssektor aus, der erhebliche Kursverluste von 19 % erlitt.

Kasten 2

Jüngste Tendenzen bei der Volatilität von Aktienkursindizes

Aktienkurse können bei der Analyse wirtschaftlicher Entwicklungen im Rahmen der zweiten Säule der geldpolitischen Strategie des Eurosystems wichtige Informationen liefern. Beispielsweise können sich Aktienkursbewegungen auf den wirtschaftlichen Wohlstand und die konjunkturelle Stimmungslage auswirken und auf diese Weise auch die inländischen Ausgabenentscheidungen beeinflussen. Außerdem weisen Aktienkursbewegungen auf veränderte Erwartungen des privaten Sektors im Hinblick auf die Wirtschaftsperspektiven hin. In den vergangenen Wochen war das Börsengeschehen von einer relativ hohen Volatilität gekennzeichnet, die sich insbesondere auf den Technologiesektor konzentrierte, aber zeitweise auch weitere Bereiche des Aktienmarkts zu betreffen schien.

Hohe historische Volatilität im Technologiesektor in den vergangenen Jahren

Bevor auf die aktuellere Entwicklung eingegangen wird, sollte darauf hingewiesen werden, dass die durchschnittliche Volatilität der Aktienkursentwicklung im Technologiesektor in den vergangenen Jahren durchweg stärker ausgeprägt war als die Volatilität der Aktienmärkte insgesamt. Zwischen Ende 1991 und dem 10. Mai 2000 lag die historische Volatilität des Technologiesektors in den Vereinigten Staaten bei 26 % pro Jahr, verglichen mit 14 % beim Dow-Jones-Gesamtindex und einem Median von 16 % bei den zehn wichtigsten Wirtschaftssektoren nach dem Dow Jones (siehe die unten stehende Tabelle). Im Eurogebiet lagen die entsprechenden Werte bei 24 % für den Technologiesektor, 16 % für den Dow-Jones-Euro-STOXX-Index und 17 % für den Median. Die hohe Volatilität, die allgemein bei den Technologiewerten zu verzeichnen ist, scheint den höheren Anteil neuer Unternehmen mit unsicheren Geschäftsaussichten im Technologiesektor widerzuspiegeln, was sich in höheren Aufwärts- und Abwärtsrisiken bei den entsprechenden Aktienkursen niederschlägt.

Historische Volatilität von Aktienkursindizes

(in % p.a.)

	Euro-Währungsgebiet			Vereinigte Staaten		
	Ende Dez. 1991 bis 10. Mai 2000	Ende Okt. 1999 bis 10. Mai 2000	Ende März 2000 bis 10. Mai 2000	Ende Dez. 1991 bis 10. Mai 2000	Ende Okt. 1999 bis 10. Mai 2000	Ende März 2000 bis 10. Mai 2000
Grundstoffe	17,0	23,3	20,8	15,5	25,6	24,6
Konjunkturabhängige						
Konsumgüter	17,1	23,3	29,6	15,1	21,3	25,3
Konjunkturunabhängige						
Konsumgüter	15,8	18,6	15,3	14,7	20,2	21,0
Energie	18,5	26,2	23,8	17,6	26,8	23,2
Finanzsektor	17,2	17,3	22,1	17,5	27,0	32,2
Gesundheitswesen	19,3	28,6	26,7	18,4	26,0	22,2
Industrie	15,7	23,2	23,1	13,8	22,0	30,0
Technologie	24,1	46,3	64,0	26,2	37,1	60,3
Telekommunikation	26,1	47,1	59,9	17,0	24,7	31,3
Versorgungsunternehmen	15,6	19,3	19,8	11,0	17,6	18,2
Gesamtindex ^{a)}	15,8	22,0	27,2	13,7	19,9	28,3
Median ^{b)}	17,1	23,3	23,4	16,3	25,1	24,9

Quellen: STOXX, Dow-Jones-Indizes und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die historische Volatilität, auf Jahresrate hochgerechnet, wird als die Standardabweichung der täglichen Veränderungen der Indexstände berechnet, multipliziert mit der Quadratwurzel von 250 (die ungefähre Anzahl der Geschäftstage in einem Jahr).

(a) Dow-Jones-Euro-STOXX-Index für das Euro-Währungsgebiet; Dow-Jones-Gesamtmarkindex für die Vereinigten Staaten.

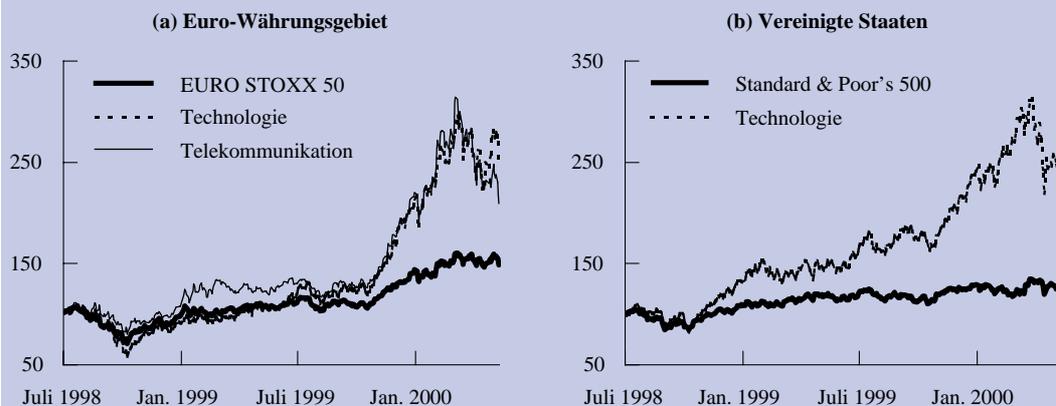
(b) Median der zehn Sektoren.

Außergewöhnlich starke Schwankungen bei den Technologiewerten in den vergangenen Wochen

Aus der Tabelle wird überdies ersichtlich, dass die Volatilität der Aktienkursentwicklungen in den vergangenen Wochen außergewöhnlich hoch war – sie lag deutlich über dem längerfristigen Durchschnitt – und im Technologiesektor besonders ausgeprägt war. Im April und Anfang Mai schienen diese starken Ausschläge die zunehmende Unsicherheit der Marktteilnehmer widerzuspiegeln, ob die Technologieunternehmen nach den kräftigen Kursanstiegen bei den Technologiewerten in den vergangenen Monaten in der Lage sein würden, die in ihren Aktienkursen implizierten hohen Erträge zu erzielen. In den Vereinigten Staaten stieg der technologieelastige Nasdaq-Composite-Index zwischen Ende Oktober 1999 und seinem Höchststand am 27. März 2000 um 67 % und fiel dann bis zum 10. Mai um 32 %. In denselben Zeiträumen nahm in den Vereinigten Staaten der Technologie-Teilindex des Dow-Jones-Gesamtmarktindex zunächst um 76 % zu und ging anschließend um 30 % zurück (siehe Abbildung A (b) unten). Im Eurogebiet entwickelten sich die Aktienindizes für Technologiewerte ähnlich wie in den Vereinigten Staaten. Der Dow-Jones-Euro-STOXX-Technologieindex legte zwischen Ende Oktober 1999 und dem 27. März 2000 um beachtliche 104 % zu und nahm dann zwischen dem 27. März und dem 10. Mai 2000 um 10 % ab. Der Dow-Jones-Euro-STOXX-Telekommunikationsindex, der Unternehmen mit umfangreichen Aktivitäten im Bereich Kommunikationstechnologie umfasst, stieg zunächst um 101 % an und sank dann wieder um 25 % (siehe Abbildung A (a) unten).

Abbildung A: Jüngste Entwicklung der Aktienindizes

(Index: Ende Juni 1998 = 100, Tageswerte)



Quellen: Reuters, STOXX und Chicago Board Options Exchange.

Wie aus der oben stehenden Abbildung ersichtlich wird, erhöhte sich die Volatilität bei den marktbreiten Aktienindizes zwischen Ende Oktober 1999 und dem 10. Mai 2000 leicht, war jedoch bedeutend niedriger als die Volatilität bei den Technologieaktien. Gemessen anhand der Standardabweichung der täglichen Veränderungen der Indexstände belief sich die historische Volatilität des Standard-&-Poor's-500-Index von Ende Oktober 1999 bis zum 10. Mai 2000 auf 23 % pro Jahr. Im gleichen Zeitraum lag die historische Volatilität des amerikanischen Technologiesektorindex bei einer Jahresrate von 37 %. Im Euro-Währungsgebiet erreichte die historische Volatilität des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index 22 % pro Jahr; auch diese lag deutlich unter der historischen Volatilität des Technologiesektorindex, die sich auf 46 % pro Jahr belief (siehe Tabelle auf Seite 20).

Implizite Volatilität von Aktienkursen in jüngster Zeit gestiegen, insbesondere im Technologiesektor

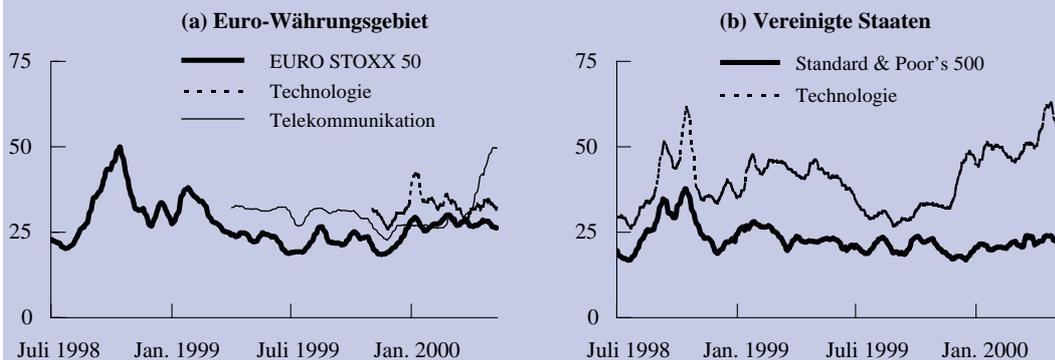
Die implizite Volatilität von Aktienindizes kann auch aufschlussreich für die Einschätzung der Erwartungen der Marktteilnehmer sein. Die aus Optionspreisen auf Aktienindizes abgeleiteten Messgrößen der impliziten

Volatilität geben Hinweise auf die Marktmeinung bezüglich des Grads der Unsicherheit über die zukünftige Entwicklung von Aktienkursen (siehe den Artikel „Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik“ in diesem Monatsbericht).

Während der letzten Monate war die implizite Volatilität im amerikanischen Technologiesektor besonders hoch. Die implizite Volatilität des Chicago-Board-Options-Exchange-Technologieindex nahm kontinuierlich von 33 % pro Jahr Ende Oktober 1999 auf 55 % pro Jahr am 10. Mai 2000 zu und lag damit auf einem Stand, der fast den Spitzenwerten entsprach, die während der Finanzmarkturbulenzen im Herbst 1998 erreicht worden waren (siehe Abbildung B (b)). Im gleichen Zeitraum stieg die implizite Volatilität des Standard-&-Poor's-500-Index von 22 % auf 24 % pro Jahr. Im Gegensatz dazu, und trotz der erheblichen Schwankungen in den letzten Wochen, blieb die implizite Volatilität des europäischen Dow-Jones-STOXX-Technologieindex zwischen Ende Oktober 1999 und dem 10. Mai 2000 mit 32 % pro Jahr weitgehend unverändert (siehe Abbildung B (a)). Die implizite Volatilität des Dow-Jones-STOXX-Telekommunikationsindex nahm dagegen deutlich zu; während sie Ende Oktober 1999 noch bei 28 % pro Jahr gelegen hatte, erreichte sie am 10. Mai 2000 50 %, wobei die stärkste Zunahme im Verlauf des April zu verzeichnen war. Die implizite Volatilität des Dow-Jones-Euro-STOXX-Index erhöhte sich, wohl auf Grund der gestiegenen Unsicherheit, die mit dem allgemeinen Anstieg der Aktienkurse im Euro-Währungsgebiet zusammenhängen dürfte, von 22 % pro Jahr Ende Oktober 1999 auf 26 % pro Jahr am 10. Mai 2000.

Abbildung B: Jüngste Entwicklung der impliziten Volatilität von Aktienindizes

(in % p.a., 14-tägige Durchschnitte)



Quellen: Bloomberg, Reuters, STOXX, Chicago Board Options Exchange und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Auf Grund nicht vorhandener Optionen auf Aktienkurs-Teilindizes für das Eurogebiet entsprechen bei den Sektoren Technologie und Telekommunikation die impliziten Volatilitäten den Indizes einschließlich der Unternehmen mit Sitz außerhalb des Euro-Währungsgebiets, aber innerhalb der Europäischen Union.

Insgesamt beeinflusst der in den letzten Monaten verzeichnete Anstieg der Volatilität an den Aktienmärkten tatsächlich die Beurteilung der von Aktienkursentwicklungen ausgehenden Signale für die zukünftige Wirtschaftsentwicklung und Inflation. Prinzipiell können sich höhere Aktienkurse, sofern sie dauerhaft sind, positiv auf das Vermögen und das Vertrauen auswirken, was wiederum die Gesamtausgaben positiv beeinflussen kann. Besteht jedoch ein hoher Grad an Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Aktienkurse, wie dies durch die Aktienkursvolatilität angezeigt wird, so ist davon auszugehen, dass Anleger im Allgemeinen erwarten, dass Gewinnen auch Verluste folgen können; ihre Ausgabenentscheidungen werden nicht im gleichen Maß auf aus Aktienkursentwicklungen resultierenden Vermögenseffekten beruhen, wie dies in Phasen niedriger Volatilität der Aktienkurse der Fall wäre. Entsprechend haben auch andere aus hohen Aktienkursen resultierende Effekte, etwa der Rückgang der Kosten für Beteiligungskapital, bei hoher Volatilität der Aktienpreise eine geringere Auswirkung als bei niedriger Volatilität.

2 Preisentwicklung

Anstieg der Verbraucherpreisinflation auf 2,1 % im März 2000 vorrangig energiepreisbedingt

Im März 2000 verstärkte sich die Verbraucherpreisinflation weiter. Der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Eurogebiet erhöhte sich auf 2,1 % gegenüber dem Vorjahr, verglichen mit 2,0 % im Vormonat (siehe Tabelle 3). Ausschlaggebend hierfür war der im Vorjahresvergleich sehr kräftige Anstieg der Energiepreise. Ohne die Preise für Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel fiel die jährliche Steigerungsrate des HVPI mit einem gegenüber Februar 2000 unveränderten Wert von 1,1 % im März 2000 nach wie vor niedriger aus.

Die Beschleunigung der Inflationsrate nach dem HVPI-Gesamtindex im März 2000 war vor allem auf die stärkere Energieverteuerung zurückzuführen, die wiederum hauptsächlich mit den bis Mitte März 2000 deutlich anziehenden Weltmarktpreisen für Öl sowie mit dem Rückgang des Euro-Wechselkurses zusammenhing. Die jährliche Steigerungsrate der Energiepreise insgesamt erhöhte sich im März auf 15,3 %; sie war damit um 1,8 Prozentpunkte höher als im Februar 2000 (siehe Abbildung 11). Der kräftigere Auftrieb bei den Energiepreisen machte sich vor allem bei Heizöl und Kraftstoffen bemerkbar, aber auch die Gaspreise stiegen auf der Verbraucherseite stärker an als ein Jahr zuvor. Hingegen waren die Strompreise auf Grund der Liberalisierung des Strommarkts in einigen EWU-

Tabelle 3

Preis- und Kostenentwicklung im Euro-Währungsgebiet

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

	1997	1998	1999	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	1999 Nov.	1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.	2000 März	2000 April
Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI) und seine Komponenten													
Gesamtindex	1,6	1,1	1,1	1,0	1,1	1,5	2,0	1,5	1,7	1,9	2,0	2,1	.
<i>darunter:</i>													
Waren	1,2	0,6	0,8	0,6	0,9	1,5	2,4	1,5	1,9	2,2	2,3	2,6	.
Nahrungsmittel	1,4	1,6	0,5	0,6	-0,2	0,4	0,4	0,4	0,5	0,4	0,6	0,4	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,4	0,9	0,8	0,6	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	1,4	1,9	0,0	0,3	-1,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,5	0,0	-0,5	.
Industrieerzeugnisse	1,0	0,1	1,0	0,6	1,4	2,1	3,4	2,0	2,6	3,2	3,3	3,8	.
Industrieerzeugnisse (außer Energie)	0,5	0,9	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,8	0,5	0,6	.
Energie	2,8	-2,6	2,2	0,5	4,6	7,8	13,6	7,1	10,0	12,0	13,5	15,3	.
Dienstleistungen	2,4	2,0	1,6	1,6	1,5	1,5	1,6	1,5	1,6	1,7	1,6	1,6	.
Weitere Preis- und Kostenindikatoren													
Industrielle Erzeugerpreise ¹⁾	1,1	-0,8	0,0	-1,3	0,7	3,2	5,7	3,1	4,1	5,1	5,8	6,2	.
Lohnstückkosten ²⁾	0,7	0,0	1,1	1,6	0,8	0,4	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitsproduktivität ²⁾	1,7	1,4	0,8	0,5	1,1	1,7	.	-	-	-	-	-	-
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer ²⁾	2,4	1,4	1,9	2,1	2,0	2,1	.	-	-	-	-	-	-
Gesamtarbeitskosten pro Stunde ³⁾	2,5	1,7	2,1	1,9	2,2	2,2	.	-	-	-	-	-	-
Ölpreise (€ je Barrel) ⁴⁾	17,1	12,0	17,1	15,0	19,7	23,0	27,1	23,5	24,8	24,9	27,6	28,4	24,5
Rohstoffpreise ⁵⁾	12,9	-12,5	-3,1	-8,2	1,1	14,0	19,9	11,9	19,3	19,4	20,0	20,2	19,4

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.

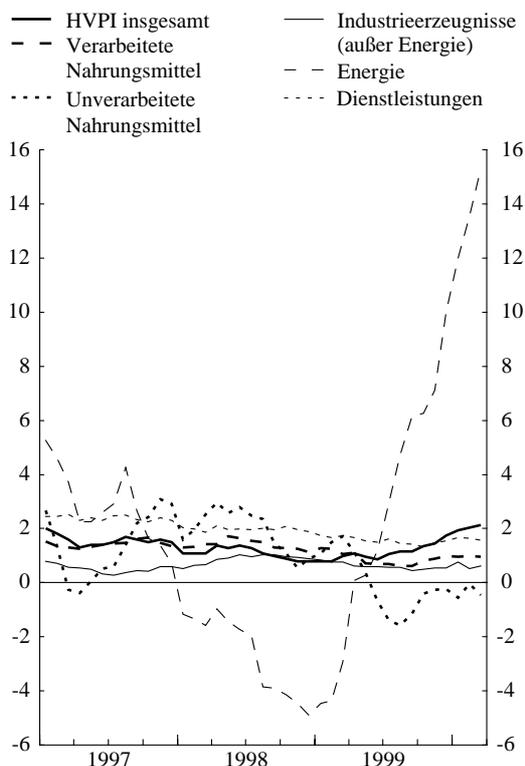
Ländern im März 2000 um 0,2 % niedriger als ein Jahr zuvor. In Zukunft dürfte sich die Jahresrate der Energiepreise ab März 2000 deutlich abschwächen, da sich frühere Preiserhöhungen nach und nach nicht mehr in der Zwölfmonatsrate niederschlagen. Auch die Ölpreisentwicklung in jüngerer Zeit, insbesondere der Rückgang des Ölpreises von durchschnittlich 28,4 € je Barrel im März 2000 auf 24,5 € je Barrel im April 2000, dürfte dazu beitragen, den jährlichen Anstieg der Energiepreise zu bremsen.

Im Gegensatz zu den Energiepreisen, die die Inflation in jüngster Zeit deutlich in die Höhe trieben, gingen die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel im Zwölfmonatszeitraum bis März 2000 um 0,5 % zurück, womit sie leicht von der seit Mitte 1999 beobachteten Aufwärtsbewegung abwichen. Der jüngste Preisrückgang war hauptsächlich den Obst- und Gemüsepreisen zuzuschreiben, die auf Grund des jahreszeitlich bedingten relativ großen Angebots rückläufig waren. Allerdings haben sich die Fleischpreise, die zweite wichtige Komponente des Teilindex der unverarbeiteten Nahrungsmittel, weiter von ihrem in der ersten Jahreshälfte 1999 erreichten Tiefstand erholt.

Die im März 2000 mit 1,1 % gegenüber Februar 2000 unveränderte jährliche Steigerungsrate des HVPI ohne die Preise für Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel lässt sich dadurch erklären, dass der Preisanstieg bei den verarbeiteten Nahrungsmitteln im März 2000 bereits im vierten Monat in Folge konstant bei 1,0 % gegenüber dem Vorjahr blieb. Auch der Anstieg der Preise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) erhöhte sich im Vorjahresvergleich nur geringfügig von 0,5 % im Februar 2000 auf 0,6 % im März. Demzufolge gibt es bislang keine Anzeichen dafür, dass sich die höheren industriellen Erzeugerpreise wesentlich auf die Verbraucherpreise für Industrieerzeugnisse (außer Energie) innerhalb des HVPI ausgewirkt haben. Daneben hing die gleich bleibende Steigerungsrate des HVPI ohne die Preise für Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel auch mit der Preisentwicklung bei den Dienstleistungen zusammen, die im März 2000 1,6 %

Abbildung 1 I Die Teuerungsrate im Euro-Währungsgebiet nach dem HVPI und seinen Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

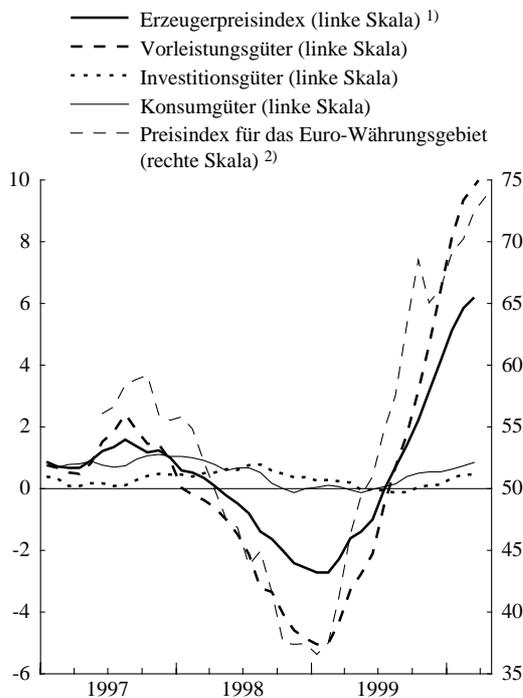
höher waren als ein Jahr zuvor und sich damit mit derselben Rate verteuerten wie im Februar bzw. im Durchschnitt des Jahres 1999. Insgesamt lässt der weiterhin relativ gedämpfte Anstieg des HVPI ohne die Preise für Energie und saisonabhängige Nahrungsmittel bis März 2000 darauf schließen, dass die Ölpreis- und die Wechselkursentwicklung bislang nur in begrenztem Maße zu einem Anstieg der Verbraucherpreise (ohne die Energiepreise) geführt haben. Allerdings haben sich diese Entwicklungen höchstwahrscheinlich noch nicht in vollem Umfang im HVPI niedergeschlagen, und der Rückgang des Euro-Wechselkurses in der jüngeren Zeit könnte einen weiteren Aufwärtsdruck ausüben, wenn er sich nicht umkehrt.

Vorleistungspreise treiben Anstieg der industriellen Erzeugerpreise im März 2000 weiter in die Höhe

Im März 2000 erhöhte sich die Zwölfmonatsrate der industriellen Erzeugerpreise im Euroraum weiter auf 6,2 %, gegenüber 5,8 % im Februar 2000 (siehe Tabelle 3). Wie schon in den Vormonaten war dies vor allem auf den kräftigeren Anstieg der Vorleistungspreise zurückzuführen, der wiederum mit den Auswirkungen der anziehenden Öl- und sonstigen Rohstoffpreise auf die Vorleistungskosten sowie dem deutlichen Rückgang des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro zusammenhing. Hinsichtlich der Entwicklung der übrigen Komponenten des Erzeugerpreisindex beschleunigte sich der jährliche Anstieg der Konsumgüterpreise im März 2000 weiter auf 0,8 %, während die Jahresrate der Investitionsgüterpreise mit 0,4 % im selben Monat gleich blieb (siehe Abbildung 12). Zwar war die Preissteigerungsrate sowohl bei den Konsum- als auch bei den Investitionsgütern im März immer noch recht moderat, doch ist hier seit der ersten Jahreshälfte 1999 eine allmähliche Aufwärtsbewegung festzustellen. Dies lässt darauf schließen, dass sich die Verteuerung der Vorleistungsgüter über die Produktionskette leicht preistreibend auf die übrigen Erzeugerpreise auswirkt. Daneben hat sich auch der von Reuters veröffentlichte Preisindex für das Euro-Währungsgebiet im April 2000 weiter erhöht und einen historischen Höchststand erreicht (siehe auch Abbildung 12). Da die Entwicklung dieses Index in den letzten Jahren weitgehend mit der Entwicklung der industriellen Erzeugerpreise übereinstimmte, deutet dies darauf hin, dass die steigenden Vorleistungskosten im April 2000 einen weiteren Aufwärtsdruck auf die Erzeugerpreise im Eurogebiet ausgeübt haben könnten.

Gemäß den verfügbaren Statistiken zu den Arbeitskosten hat sich der von der Lohnentwicklung ausgehende Preisauftrieb bis zum vierten Quartal 1999 weiter in Grenzen gehalten. Die jährliche Steigerungsrate der Gesamtarbeitskosten pro Stunde betrug im vierten Quartal 1999 2,2 %; damit war sie

Abbildung 12
Erzeugerpreise und Vorleistungspreise im Verarbeitenden Gewerbe für das Euro-Währungsgebiet
(Monatswerte)



Quellen: Eurostat und Reuters.

1) Industrielle Erzeugerpreise; 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.

gegenüber dem vorangegangenen Quartal unverändert (siehe Tabelle 3). Überdies hat sich die jährliche Steigerungsrate der Lohnstückkosten im vierten Quartal 1999 den aktuellsten Schätzungen zufolge gegenüber dem dritten Quartal um 0,4 Prozentpunkte auf 0,4 % abgeschwächt. Dies ist auf eine weitere konjunkturbedingte Zunahme der Arbeitsproduktivität zurückzuführen, die sich im vierten Quartal auf 1,7 % im Vorjahresvergleich erhöhte, sowie auf die nach wie vor relativ moderaten Nominallohnsteigerungen. Nach den zum gegenwärtigen Zeitpunkt vorliegenden Informationen über die Tarifabschlüsse im Euro-Währungsgebiet sind die tariflichen Lohnerhöhungen für das Jahr 2000 weiter recht maßvoll ausgefallen.

3 Produktions-, Nachfrage- und Arbeitsmarktentwicklung

Laut revidierten BIP-Schätzungen nur geringfügige Wachstumsabschwächung im Jahr 1999

Nach der jüngsten Schätzung von Eurostat für das vierte Quartal 1999 ist nun davon auszugehen, dass das reale BIP im Euroraum gegenüber dem Vorquartal um 0,8 % gestiegen ist. Verglichen mit der früheren Schätzung von 0,9 % wurde diese Zahl leicht nach unten korrigiert. Während die Schätzung für das reale BIP-Wachstum im dritten Quartal des letzten Jahres mit 1,0 % unverändert blieb, sind die Schätzungen für das erste und zweite Quartal 1999 um jeweils 0,1 Prozentpunkte auf 0,7 % bzw. 0,6 % nach oben revidiert worden (siehe Tabelle 4). Insgesamt ändert diese geringfügige Korrektur des Wachstumsverlaufs nichts an dem Eindruck einer deutlichen Konjunkturbelebung in der zweiten Hälfte des letzten Jahres. Das Gesamtwachstum für das Jahr 1999 wird nun mit 2,4 % beziffert, während es 1998 noch bei

2,7 % gelegen hatte. Im Rückblick dürfte die Wachstumsverlangsamung im Jahr 1999 daher nicht so ausgeprägt gewesen sein, wie frühere Prognosen erwarten ließen.

Dass das reale BIP-Wachstum für das vierte Quartal 1999 nach unten korrigiert wurde, ist in erster Linie auf einen gegenüber der vorherigen Schätzung geringeren Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen zurückzuführen, der teilweise durch einen etwas höheren und mittlerweile positiven Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags ausgeglichen wurde. Der Beitrag der inländischen Endnachfrage (d. h. der inländischen Nachfrage ohne Vorratsveränderungen) blieb unverändert. Zusammengenommen bekräftigen die korrigierten Schätzungen für das vierte Quartal 1999 den Eindruck, dass das Wachstum des BIP insgesamt vor allem von der deutlichen Zunahme der Exporte und der privaten Konsumausgaben getragen wird.

Tabelle 4

Zusammensetzung des realen BIP-Wachstums im Euro-Währungsgebiet

(soweit nicht anders angegeben, Veränderung in %, saisonbereinigt)

	Jahresraten ¹⁾									Quartalsraten ²⁾				
	1997	1998	1999	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	1998 Q4	1999 Q1	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,3	2,7	2,4	2,0	1,9	2,0	2,5	3,1	0,3	0,7	0,6	1,0	0,8	
<i>darunter:</i>														
Inländische Verwendung	1,7	3,4	2,9	3,3	2,9	2,9	3,0	2,6	1,0	0,8	0,4	0,6	0,7	
Private Konsumausgaben	1,5	3,0	2,5	3,1	2,8	2,4	2,4	2,5	0,6	0,8	0,3	0,7	0,7	
Konsumausgaben des Staates	0,8	0,9	1,4	1,0	1,5	1,3	1,6	1,4	0,3	1,1	-0,1	0,3	0,2	
Bruttoanlageinvestitionen	2,1	4,5	4,9	3,9	4,0	5,5	5,1	4,9	0,7	1,8	0,9	1,6	0,5	
Vorratsveränderungen ^{3) 4)}	0,2	0,5	0,1	0,4	0,2	0,1	0,1	-0,2	0,5	-0,2	0,1	-0,2	0,2	
Außenbeitrag ³⁾	0,6	-0,6	-0,4	-1,1	-1,0	-0,9	-0,4	0,5	-0,7	-0,2	0,1	0,4	0,1	
Exporte ⁵⁾	10,3	6,9	4,4	2,2	0,6	2,3	5,5	9,1	-1,3	0,6	2,6	3,5	2,1	
Importe ⁵⁾	8,8	9,4	6,0	6,1	3,8	5,2	7,0	8,0	0,9	1,1	2,4	2,4	1,8	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Jahresraten: Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

3) Als Beitrag zum realen BIP-Wachstum; in Prozentpunkten.

4) 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.

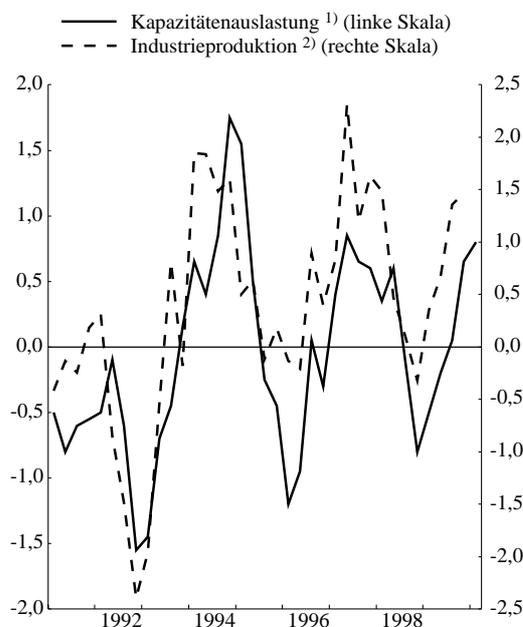
Belegung des Wachstums der Industrieproduktion im Februar 2000

Gemessen anhand saisonbereinigter Daten, hat die Industrieproduktion im Euroraum den Schätzungen von Eurostat zufolge im Februar 2000 besonders kräftig zugenommen, nachdem sie in den beiden Monaten zuvor leicht rückläufig gewesen war (siehe Tabelle 5). Im Dreimonatszeitraum von Dezember 1999 bis Februar 2000 stieg die Produktion in der Industrie ohne Baugewerbe gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum um 0,9 %; damit lag der Anstieg etwas unter den Dreimonatsraten von 1,2 % bis 1,5 %, die im zweiten Halbjahr 1999 verzeichnet wurden. Da dies jedoch auf die vorübergehende Abkühlung im Dezember 1999 und Januar 2000 zurückzuführen war, stehen die Ergebnisse nach wie vor im Einklang mit dem Trend weiterhin kräftigen Produktionswachstum, das schon in den letzten Monaten zu verzeichnen war. Die gute konjunkturelle Situation in der Industrie schlägt sich auch in der höheren Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe) nieder, die im vierten Quartal 1999 um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen ist (weitere Informationen über die Wertschöpfung im Euroraum siehe Kasten 3).

Abbildung 13

Kapazitätsauslastung und Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

(Verarbeitendes Gewerbe; saisonbereinigte Daten; Quartalsdurchschnitt)



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

- 1) Veränderung gegenüber der Vorperiode in Prozentpunkten.
- 2) Veränderung gegenüber der Vorperiode in %.

Im Verarbeitenden Gewerbe nahm die Produktion im Dreimonatszeitraum bis Februar 2000 verglichen mit den drei Monaten bis

Tabelle 5

Industrieproduktion im Euro-Währungsgebiet

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

	1998		1999			2000			1999					2000
			1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.	1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.	1999 Sept.	1999 Okt.	1999 Nov.	1999 Dez.	2000 Jan.	
						Im Vergleich zum Vormonat			Gleitender Dreimonatsdurchschnitt					
Industrie insgesamt														
ohne Baugewerbe	4,3	1,8	5,0	3,4	5,4	-0,1	-0,2	1,2	1,3	1,4	1,5	1,2	0,9	
Verarbeitendes Gewerbe	4,8	1,8	5,6	3,3	6,4	0,2	-0,4	1,5	1,7	1,2	1,3	1,0	1,1	
nach Hauptgruppen:														
Vorleistungsgüter	4,0	2,1	7,1	4,6	6,6	0,3	-0,2	1,3	1,5	1,7	1,7	1,7	1,4	
Investitionsgüter	7,0	1,6	4,1	6,2	6,9	0,6	0,8	0,4	1,7	1,5	1,4	1,7	1,9	
Konsumgüter	3,3	2,2	4,4	1,0	4,4	-0,5	-1,4	2,3	1,3	0,8	0,9	0,2	0,2	
Gebrauchsgüter	6,2	3,4	7,5	7,2	10,8	1,1	1,1	2,4	2,7	0,6	0,9	1,2	3,4	
Verbrauchsgüter	1,8	1,7	3,5	-1,4	1,1	0,0	-0,3	0,2	0,6	0,5	0,4	0,2	0,0	

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 saison- und arbeitstäglich bereinigter Daten berechnet.

Kasten 3

Struktur und Entwicklung der Wertschöpfung im Euro-Währungsgebiet

Das Bruttoinlandsprodukt (BIP) umfasst die Waren und Dienstleistungen, die in den einzelnen Wirtschaftssektoren hergestellt bzw. erbracht werden. Da das BIP an der Wertschöpfung gemessen wird, werden nur die Werte berücksichtigt, die in jeder Produktionsstufe neu erwirtschaftet werden. Im vorliegenden Monatsbericht werden erstmals Angaben zur gesamten Bruttowertschöpfung im Eurogebiet, aufgeschlüsselt nach sechs maßgeblichen Wirtschaftszweigen, vorgelegt. Diese werden in der unten stehenden Tabelle wie folgt bezeichnet: Landwirtschaft und Fischerei, Industrie (ohne Baugewerbe), Baugewerbe, Handel und Verkehr, Finanzierung und Unternehmensdienstleister sowie öffentliche Verwaltung (siehe auch Tabelle 5.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in diesem Monatsbericht). Diese Aufgliederung liefert vor allem wertvolle Informationen zur Produktionsentwicklung in den Dienstleistungssektoren des Euroraums, für die ansonsten nur wenige kurzfristige Indikatoren auf EWU-Ebene verfügbar sind. Bei den Angaben zur Wertschöpfung handelt es sich um Schätzungen der EZB auf der Grundlage nationaler Statistiken, die gemessen an den BIP-Gewichten 97 % des Eurogebiets abdecken, da Irland, Luxemburg und Portugal noch keine vierteljährliche Aufschlüsselung der Wertschöpfung veröffentlichen. Für den Zeitraum vor 1995 und in den Fällen, in denen bei der Schätzung für das Euro-Währungsgebiet noch Angaben einiger Länder zum jüngsten Berichtsquartal fehlen, ist der Erfassungsgrad niedriger. Um die Schätzungen als EZB-eigene Berechnungen zu kennzeichnen, werden sie in Form von Indizes dargestellt. Diese werden jedoch durch die entsprechenden auf Euro lautenden Werte und Volumina ersetzt, die künftig von Eurostat berechnet werden.

Wachstum der realen Wertschöpfung im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Veränderung in %; saisonbereinigt)

	G ³⁾	Jahresraten ¹⁾								Quartalsraten ²⁾				
		1998 1999		1998 1999		1999 1999		1999 1999		1998 1999		1999 1999		
		Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
Reale Bruttowertschöpfung	100,0	2,8	2,3	2,0	1,8	1,9	2,5	2,9	0,3	0,6	0,6	1,0	0,7	
<i>darunter:</i>														
Landwirtschaft und Fischerei ⁴⁾	2,6	2,3	2,2	1,0	1,5	1,2	3,3	2,8	0,6	1,0	0,2	1,5	0,0	
Industrie	29,7	2,3	1,8	0,4	0,2	1,0	2,2	3,7	-0,4	0,5	0,8	1,3	1,1	
ohne Baugewerbe ⁵⁾	23,7	3,1	1,7	0,8	0,2	0,7	2,0	3,8	-0,6	0,3	0,9	1,4	1,1	
Baugewerbe	6,0	-1,1	2,1	-1,4	0,0	2,5	2,9	3,3	0,3	1,4	0,3	0,9	0,7	
Dienstleistungen	67,7	3,0	2,5	2,8	2,5	2,3	2,6	2,6	0,6	0,6	0,5	0,9	0,6	
Handel und Verkehr ⁶⁾	20,7	4,2	3,3	3,5	3,1	3,1	3,6	3,6	0,6	1,2	0,5	1,3	0,5	
Finanzierung und Unternehmensdienstleister ⁷⁾	25,4	3,5	3,0	3,2	3,0	2,7	3,0	3,1	0,8	0,5	0,8	0,9	0,8	
Öffentliche Verwaltung ⁸⁾	21,6	1,4	1,2	1,6	1,4	1,1	1,1	1,1	0,3	0,1	0,2	0,4	0,3	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Jahresraten: Veränderung gegenüber dem entsprechenden Vorjahrszeitraum in %.

2) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %.

3) Gewichte: Bezogen auf 1995.

4) Umfasst auch Forstwirtschaft.

5) Umfasst Bergbau, Gewinnung von Steinen und Erden, Verarbeitendes Gewerbe, Energie- und Wasserversorgung.

6) Umfasst auch Reparaturarbeiten, Beherbergungs- und Gaststättendienstleistungen sowie Nachrichtenübermittlungsdienstleistungen.

7) Umfasst auch Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Vermietung beweglicher Sachen.

8) Umfasst auch Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen, Dienstleistungen des Gesundheitswesens sowie sonstige Dienstleistungen.

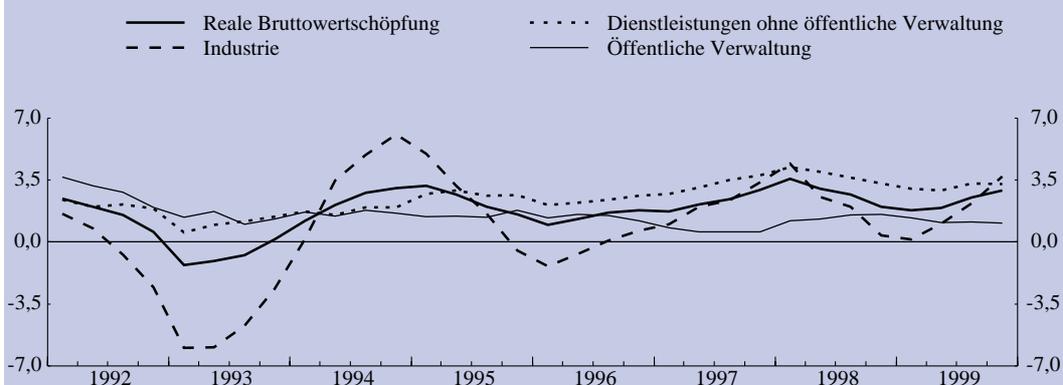
Die Schätzungen zur Wertschöpfung im Euroraum bestätigen, dass das Eurogebiet im Hinblick auf die Struktur und Entwicklung des sektoralen Produktionswachstums die Merkmale aufweist, die gemeinhin einer „reifen“ industrialisierten Volkswirtschaft zugeschrieben werden. Nach Sektoren aufgegliedert entfällt nur knapp ein Drittel der gesamten Bruttowertschöpfung auf die Industrie, während der Dienstleistungssektor

zwei Drittel ausmacht. Landwirtschaft und Fischerei leisten nur einen geringen Beitrag von weniger als 3 % zur Gesamtwertschöpfung (siehe Tabelle oben). Die Dienstleistungen umfassen eine Vielzahl von Bereichen, und die drei in der aktuellen Gliederung aufgeführten Teilspektoren haben jeweils ein Gewicht von 20 % bis 25 % an der Bruttowertschöpfung insgesamt.

Gemessen an der Entwicklung der Wertschöpfung in den Neunzigerjahren weist die Industrie die stärksten konjunkturellen Schwankungen auf, während das Wachstum im Dienstleistungssektor deutlich stabiler war (siehe Abbildung unten). Zurückzuführen ist diese relative Stabilität des Wachstums bei den Dienstleistungen im Wesentlichen auf das robuste Wachstum der Wertschöpfung im Teilssektor „Finanzierung und Unternehmensdienstleister“, der auch die Bereiche „Grundstücks- und Wohnungswesen“ sowie „Vermietung beweglicher Sachen“ umfasst. Diese Dienstleistungen sind der Tendenz nach weniger konjunkturagibel und haben im Berichtszeitraum die etwas ausgeprägteren konjunkturellen Schwankungen im Teilssektor „Handel und Verkehr“ gedämpft. Bei der Wertschöpfung im Teilssektor „Öffentliche Verwaltung“, zu dem u. a. Erziehungs- und Unterrichtsdienstleistungen sowie Dienstleistungen des Gesundheitswesens zählen, war ebenfalls ein relativ glatter Wachstumsverlauf zu beobachten, was angesichts der Art der in diesem Bereich erbrachten Dienstleistungen auch zu erwarten ist. Die Wertschöpfung in diesem Teilssektor spiegelt weitgehend Nichtmarktaktivitäten und damit im Wesentlichen das Arbeitnehmerentgelt in den jeweiligen Bereichen wider. Sie entwickelte sich in der zweiten Hälfte der Neunzigerjahre relativ gedämpft, was zum Teil auf die Anstrengungen der EWU-Mitgliedstaaten zur Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zurückzuführen war.

Produktionswachstum im Euro-Währungsgebiet nach Sektoren

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



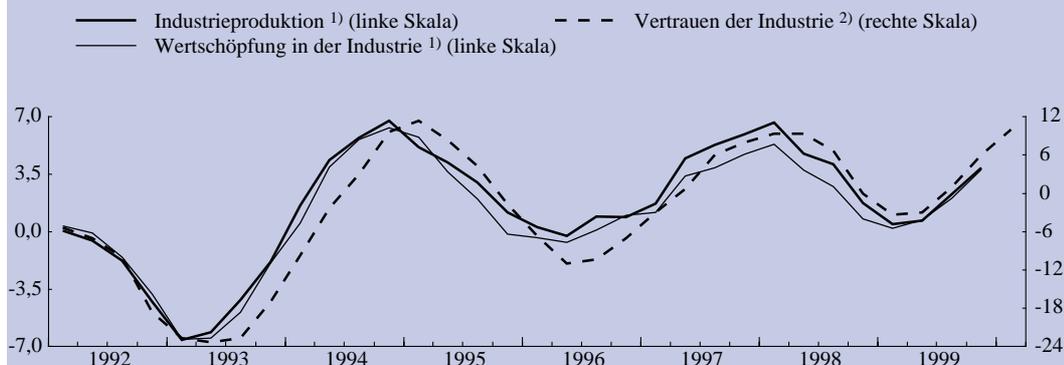
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Zu weiteren Informationen über die verwendeten Daten siehe Tabelle in diesem Kasten.

Mit Blick auf die jüngste Entwicklung lassen die Schätzungen zur Wertschöpfung im Einklang mit den von anderen Indikatoren abgeleiteten Informationen darauf schließen, dass die konjunkturelle Belebung im Verlauf des vergangenen Jahres vor allem auf den kräftigen Anstieg des Produktionswachstums in der Industrie zurückzuführen war. Generell entwickelt sich die Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe) analog zum Wachstum der Industrieproduktion, wenngleich zum Teil geringfügige Unterschiede erkennbar sind (siehe Abbildung unten). Im Gegensatz zu den vorherigen konjunkturellen Abschwungphasen der Neunzigerjahre war beispielsweise in den Jahren 1998/99 das Wachstum der Industrieproduktion offenbar etwas stärker rückläufig als die Zuversicht und das Wachstum der Wertschöpfung in der Industrie (ohne Baugewerbe). Mangels geeigneter kurzfristiger Indikatoren auf EWU-Ebene lassen sich keine entsprechenden Quervergleiche mit den Schätzungen zur Wertschöpfung im Dienstleistungssektor anstellen.

Produktionswachstum und Vertrauen in der Industrie im Euro-Währungsgebiet

(Quartalswerte)



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

1) Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %; ohne Baugewerbe.

2) Salden in %, Abweichungen vom Durchschnitt aus dem Zeitraum seit dem ersten Quartal 1985.

November 1999 um 1,1 % zu. Damit war die Wachstumsrate weitgehend unverändert gegenüber den in den vorangegangenen Dreimonatszeiträumen verzeichneten Zuwächsen. In den Vorleistungs- und Investitionsgütersektoren nahm die Produktion weiterhin mit durchschnittlichen Dreimonatsraten von rund 1 ½ % zu, während die Wachstumsentwicklung in der Konsumgüterproduktion uneinheitlicher verlief. Für den Dreimonatszeitraum bis Februar 2000 deuten die Daten auf eine kräftige Wachstumsbelebung bei der Produktion von Gebrauchsgütern hin, während bei den Verbrauchsgütern eine weitere Abschwächung des Produktionswachstums zu verzeichnen war.

Die Entwicklung der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe steht im Einklang mit dem anhaltend starken Wachstum der Industrieproduktion in den ersten Monaten dieses Jahres (siehe Abbildung 13). Im April 2000 stieg die Kapazitätsauslastung auf 83,5 % (nach 82,9 % im Januar 2000). Im Schnitt lag sie im ersten Quartal 2000 bei 83,2 % und damit 0,8 Prozentpunkte über der Auslastung im vierten Quartal 1999, als sie gegenüber dem Vorquartal um 0,6 Prozentpunkte zugenommen hatte.

Umfrageergebnisse im April deuten auf eine weiterhin günstige Entwicklung hin

Die Ergebnisse der Branchen- und Verbrauchenumfragen der Europäischen Kommission vom April 2000 lassen auf eine Fortsetzung der jüngsten Entwicklung schließen. Das Vertrauen in der Industrie nahm weiter zu, und der Vertrauensindikator für die Verbraucher verharrte unverändert auf Rekordniveau. Dies stützt die Erwartung, dass in den ersten Monaten dieses Jahres ein anhaltend kräftiges Wirtschafts- und Nachfragewachstum zu verzeichnen war. Der Indikator für die konjunkturelle Einschätzung stieg gegenüber dem im März 2000 verzeichneten hohen Niveau nicht weiter an, was auf den drastischen Rückgang des Aktienindex zurückzuführen ist, der den Anstieg des Vertrauensindikators für die Industrie und für das Baugewerbe wieder ausglich (siehe Tabelle 6).

Im April 2000 stieg der Vertrauensindikator für die Industrie im achten Monat in Folge und erreichte fast seinen in der ersten Jahreshälfte 1989 verzeichneten Höchststand. Was die einzelnen Indikatorbestandteile angeht, schlägt sich in der Zunahme vom April 2000 eine positivere Beurteilung der Auftragslage und der Fertigwarenlager nieder, während die Produktionserwartungen unverändert hoch blieben. Der Eindruck günstiger Wachstumsbedingungen im

Tabelle 6**Ergebnisse der Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission für das Euro-Währungsgebiet***(saisonbereinigte Daten)*

	1997	1998	1999	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	1999 Nov.	1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.	2000 März	2000 April
Indikator für die konjunkturelle Einschätzung ¹⁾	2,4	2,7	-0,2	-0,6	0,1	0,9	1,0	0,6	0,2	0,4	0,4	0,1	0,0
Vertrauensindikator für die Verbraucher ²⁾	-4	6	9	7	7	10	11	10	10	10	11	11	11
Vertrauensindikator für die Industrie ²⁾	3	6	0	-3	1	6	10	6	7	8	10	11	12
Vertrauensindikator für das Baugewerbe ²⁾	-11	3	15	15	15	19	22	22	18	24	20	22	24
Vertrauensindikator für den Einzelhandel ²⁾	-3	3	1	2	-1	-1	6	-3	4	4	3	11	3
Kapazitätsauslastung (%) ³⁾	81,4	82,9	81,9	81,7	81,8	82,4	83,2	-	-	82,9	-	-	83,5

Quelle: Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

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) 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 darauf folgenden Quartals. Jahresangaben sind Durchschnitte von Quartalswerten.

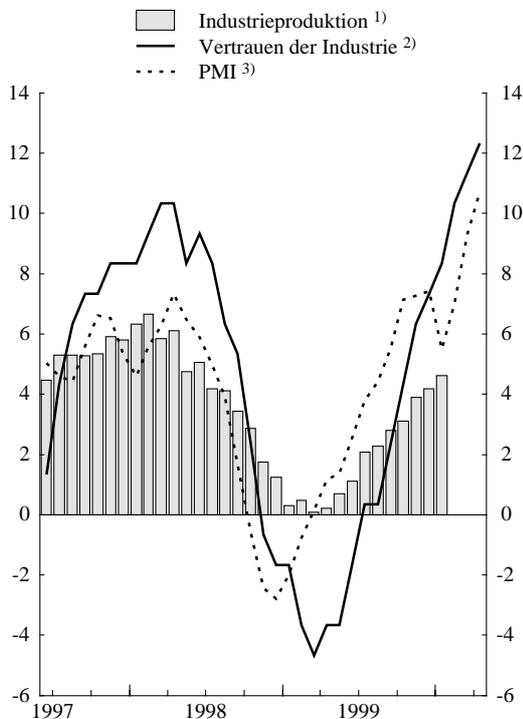
Verarbeitenden Gewerbe wird auch durch den Purchasing Managers' Index (PMI) für das Euro-Währungsgebiet bestätigt. Im April 2000 stieg dieser Einkaufsmanager-Index erneut steil an und erreichte einen neuen Höchststand seit seiner Einführung Mitte 1997 (siehe Abbildung 14). Eine Betrachtung der einzelnen PMI-Komponenten zeigt, dass der Anstieg des Gesamtindex im April in erster Linie auf eine weitere deutliche Zunahme der Produktion und eine erneute erhebliche Verlängerung der Lieferzeiten der Anbieter zurückzuführen ist, was mit der anziehenden Konjunktur und dem gestiegenen Nachfragegedruck auf die Anbieter zusammenhängt. Auch eine Zunahme bei Auftragseingang und Beschäftigung wirkte sich positiv auf den Einkaufsmanager-Index aus. Die Einkaufsbestände blieben dagegen den Angaben zufolge weitgehend unverändert.

Der Vertrauensindikator für die Verbraucher lag im April 2000 unverändert auf einem Niveau, das dem historischen Höchststand entspricht, der im Februar dieses Jahres und davor im ersten Quartal 1999 verzeichnet wurde. Insgesamt nahm die Zuversicht der Verbraucher im Jahr 1999 nur geringfügig ab, was vor allem auf eine vorübergehend pessimistischere Einschätzung der allgemeinen

Wirtschaftslage zurückzuführen war. Der entsprechende Vertrauensindikator liegt nun bereits im sechsten Monat in Folge wieder auf Rekordniveau. Während die Zuversicht der Verbraucher insgesamt im April 2000 unverändert blieb, waren bei den einzelnen Komponenten dieses Vertrauensindikators gegenläufige Entwicklungen festzustellen. So wurde insbesondere die optimistischere Bewertung der allgemeinen Wirtschaftslage seitens der privaten Haushalte durch eine etwas ungünstigere Beurteilung ihrer finanziellen Situation in den kommenden Monaten und eine zurzeit geringere Bereitschaft zu größeren Anschaffungen ausgeglichen.

Das nach wie vor große Vertrauen der Verbraucher würde auch mit der anhaltend kräftigen Zunahme der privaten Konsumausgaben in den ersten Monaten dieses Jahres im Einklang stehen. Seit der Veröffentlichung der Aprilausgabe des Monatsberichts wurden keine neuen Daten zu den Einzelhandelsumsätzen im Euroraum veröffentlicht. Die Entwicklung bis Januar 2000 lässt auf ein zur Jahreswende 1999/2000 weitgehend unverändertes Umsatzwachstum im Einzelhandel schließen. Nach rückläufigen Zahlen im zweiten Halbjahr 1999 nahm die Anzahl der Pkw-Neuzu-

Abbildung 14
Industrieproduktion, Vertrauen der Industrie und PMI für das Eurogebiet



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

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

lassungen im ersten Quartal dieses Jahres gegenüber dem Vorquartal um 3,5 % zu.

Angesichts der Anzeichen für ein anhaltend starkes Wachstum der Industrieproduktion und der privaten Konsumausgaben bestehen nach wie vor insgesamt gute Aussichten, dass das vierteljährliche Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2000 ähnlich hoch ausfällt wie in der zweiten Jahreshälfte 1999.

Arbeitslosigkeit im März weiter gesunken

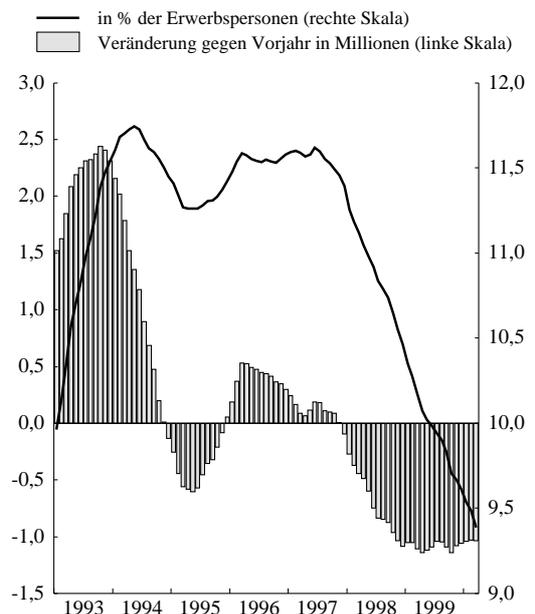
Im März 2000 lag die standardisierte Arbeitslosenquote im Euro-Währungsgebiet bei 9,4 % und damit 0,1 Prozentpunkte unter der

Quote vom Februar 2000 (siehe Tabelle 7). Die Zahlen für März bestätigen den in Einklang mit den Angaben im Monatsbericht vom April erwarteten weiteren Abbau der Arbeitslosigkeit. Tatsächlich fiel der Rückgang im März 2000 doppelt so stark aus wie im Februar. Damit setzte sich der seit Ende des vergangenen Jahres zu beobachtende Abwärtstrend bei der Arbeitslosenquote im ersten Quartal 2000 fort (siehe Abbildung 15).

Nach Altersgruppen betrachtet ging die Arbeitslosenquote sowohl bei den unter 25-Jährigen als auch bei den über 25-Jährigen im Verlauf des ersten Quartals dieses Jahres zurück. Die Jugendarbeitslosigkeit war in diesem Zeitraum weniger stark rückläufig als im letzten Quartal 1999. Allerdings war der Rückgang im März 2000 deutlich ausgeprägter als in den zwei vorangegangenen Monaten und auch höher als der im Jahr 1999 verzeichnete durchschnittliche Rückgang gegenüber dem jeweiligen Vormonat. Bei den über 25-Jährigen sank die Arbeitslosenquote im ersten Quartal 2000 erneut, nachdem sie in den letzten Monaten des Jahres 1999 weitge-

Abbildung 15
Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

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

	1997	1998	1999	1999 Q2	1999 Q3	1999 Q4	2000 Q1	1999 Okt.	1999 Nov.	1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.	2000 März
Insgesamt	11,5	10,9	10,0	10,0	9,9	9,7	9,5	9,7	9,7	9,6	9,5	9,5	9,4
Unter 25 Jahren ¹⁾	23,2	21,3	19,0	19,2	18,8	18,1	17,8	18,3	18,2	18,0	17,9	17,9	17,6
25 Jahre und älter ²⁾	9,9	9,4	8,7	8,8	8,7	8,5	8,3	8,5	8,5	8,5	8,4	8,3	8,3

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Nach Empfehlungen der IAO.**1) 1999 entfielen auf diese Gruppe 23,1 % der Arbeitslosen insgesamt.**2) 1999 entfielen auf diese Gruppe 76,9 % der Arbeitslosen insgesamt.*

hend unverändert geblieben war. Auf nationaler Ebene schließlich war im ersten Quartal 2000 weiterhin insgesamt ein breit angelegter Rückgang der Arbeitslosigkeit zu verzeichnen, der mit einer stärkeren Angleichung der Arbeitslosenquoten in den einzelnen Ländern einherging.

Positiver Beitrag der Industrie zum Beschäftigungswachstum im letzten Quartal 1999

Seit der Aprilausgabe des Monatsberichts sind keine neuen Zahlen zur Beschäftigung bekannt gegeben worden. Den vorliegenden nationalen Statistiken zufolge dürfte die Gesamtbeschäftigung im vierten Quartal 1999 um 0,3 % im Quartalsvergleich zugenommen haben; damit blieb die Zuwachsrate gegenüber den bei-

den vorangegangenen Quartalen unverändert (siehe Tabelle 8). Dem Nettozuwachs an Arbeitsplätzen förderlich war im vierten Quartal 1999 das Beschäftigungswachstum in der Industrie, wo in den letzten Monaten des vergangenen Jahres Anzeichen einer Erholung erkennbar waren. Den kürzlich veröffentlichten Eurostat-Daten zufolge nahm die Beschäftigung in der Industrie im vierten Quartal 1999 um 0,1 % zu, nachdem sie zuvor zwei Quartale in Folge gesunken war. Dieser Anstieg war im Wesentlichen auf die positive Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe bei anhaltender Dynamik im Baugewerbe zurückzuführen. Angaben aus verschiedenen Quellen lassen darauf schließen, dass sich die Voraussetzungen für einen Zuwachs an Arbeitsplätzen im Verarbeitenden Gewerbe im Eurogebiet weiter verbessern werden. So deuten unter anderem die jüngsten Angaben zur In-

Tabelle 8**Beschäftigungswachstum im Euro-Währungsgebiet***(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)*

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

*Quellen: Nationale Statistiken und Eurostat (Kurzfristige Unternehmensstatistik).**1) Quartalsraten: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %; saisonbereinigt.**2) Ohne Belgien und Irland; saisonbereinigt.*

dustrieproduktion auf eine weiterhin lebhafte Konjunktur in der Industrie hin. Im Dienstleistungssektor war den Schätzungen zufolge im vierten Quartal 1999 ein weitgehend unveränderter Beschäftigungszuwachs zu verzeichnen. Dies steht im Einklang mit den Angaben

zum Purchasing Managers' Index (PMI) für den Dienstleistungssektor und den Ergebnissen der Branchen- und Verbrauchenumfragen der Europäischen Kommission zu den Beschäftigungserwartungen im Einzelhandel.

4 Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung

Abwärtsdruck auf den Euro steht in immer stärkerem Widerspruch zur wirtschaftlichen Entwicklung

Im April und Anfang Mai war der Euro an den Devisenmärkten einem deutlichen Abwärtsdruck gegenüber einer Anzahl von Währungen, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, ausgesetzt. Diese Entwicklung scheint immer stärker im Widerspruch zur wirtschaftlichen Entwicklung und den konjunkturellen Aussichten zu stehen, die vermuten lassen würden, dass der Euro steigt. Auch gegenüber dem japanischen Yen, dem Pfund Sterling und einer Reihe weiterer Währungen in Schwellenländern wertete der Euro weiter ab. In nominaler effektiver Rechnung verlor der Euro zwischen dem 12. April und dem 10. Mai 2000 rund 3 % an Wert.

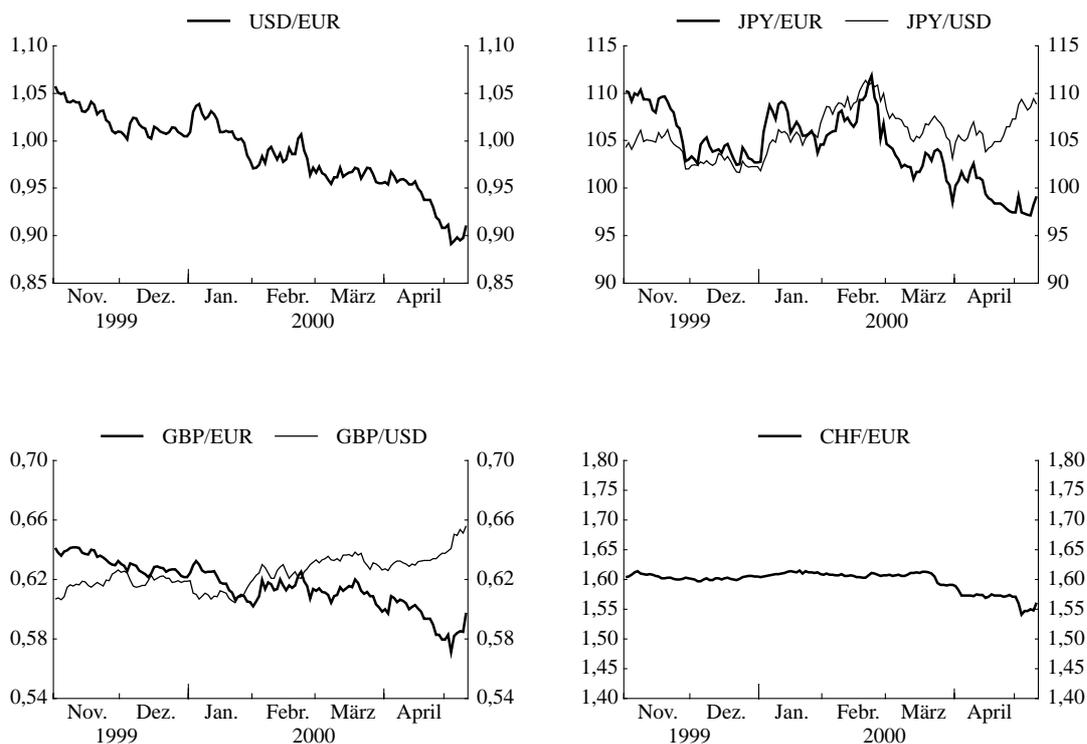
Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro trotz der Wirtschaftsdaten, die auf eine kon-

junkturelle Verbesserung im Euro-Währungsgebiet und auf vermehrte Anzeichen von Ungleichgewichten in der amerikanischen Wirtschaft hindeuteten, zwischen Mitte April und dem 10. Mai rund 5 % ab. Im Euroraum war bei der Konjunktur weiterhin eine steigende und ausgeglichene Tendenz zu verzeichnen; dies spiegelte sich in einer zunehmenden Binnennachfrage und in einem starken Außenbeitrag wider, wurde aber auch durch die Vertrauensindikatoren für die Verbraucher und die Industrie bestätigt, die Spitzenwerte erreichten oder ihnen nahe kamen. Infolgedessen kann man davon ausgehen, dass der Unterschied beim Wirtschaftswachstum zwischen dem Eurogebiet und den Vereinigten Staaten rückläufig ist. Gleichzeitig wiesen in den Vereinigten Staaten veröffentlichte Daten auf Ungleichgewichte beim amerikanischen Wirtschaftswachstum hin. Dies spiegelte sich im Anstieg der jährlichen Teuerungsrate auf 3,7 % im März 2000, einem

Abbildung 16

Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Rekordwert beim Außenhandelsdefizit und einer deutlichen Zunahme bei der Finanzmarktvolatilität wider. Am 10. Mai notierte der Euro bei 0,911 USD (siehe Abbildung 16).

Der japanische Yen wies Ende April und Anfang Mai geringfügig schwächere Schwankungen als zu Beginn des Jahres auf. Er wertete gegenüber dem Euro auf, zeigte sich jedoch gegenüber dem US-Dollar schwächer. Veröffentlichte Daten deuteten weitgehend auf eine breiter gefächerte Erholung der japanischen Wirtschaft hin, und es gab Anzeichen dafür, dass der private Verbrauch wieder anzieht. Die Daten zur Industrieproduktion und der Ertragslage der Unternehmen haben sich bereits verbessert. Die japanische Zentralbank unterstrich die jüngste Verbesserung der Wirtschaftsaussichten Japans, beschloss jedoch auf ihrer Sitzung Anfang Mai die Leitzinsen zunächst nahe null zu belassen. Am 10. Mai 2000 notierte der Euro bei 99,13 JPY und damit rund 2 % unter seinem Wert von Mitte April.

Das Pfund Sterling gewann gegenüber dem Euro von Mitte April bis Mitte Mai 2000 leicht an Wert, obwohl die Ende April veröffentlichten Zahlen zum BIP-Wachstum im Vereinigten Königreich für das erste Quartal geringfügig niedriger als erwartet ausfielen. Wie aus den jüngsten Außenhandelsangaben entnommen werden kann, hat die Stärke des Pfund Sterling, das derzeit handelsgewichtet den höchsten Stand der letzten 15 Jahre erreicht hat, allerdings negative Auswirkungen auf die Exporttätigkeit. Am 10. Mai notierte der Euro bei 0,598 GBP.

Die Währungen des WKM II blieben weitgehend stabil (siehe Abbildung 17). Die griechische Drachme verlor im Zusammenhang mit Schwankungen und einigen Korrekturen am griechischen Aktienmarkt, die teilweise auf Gewinnmitnahmen beruhten, leicht an Wert. Am 10. Mai lag die griechische Drachme 1,3 % über ihrem Leitkurs von 341 GRD je Euro. Der Kurs der dänischen Krone blieb weitgehend unverändert bei rund 7,45 DKK je Euro.

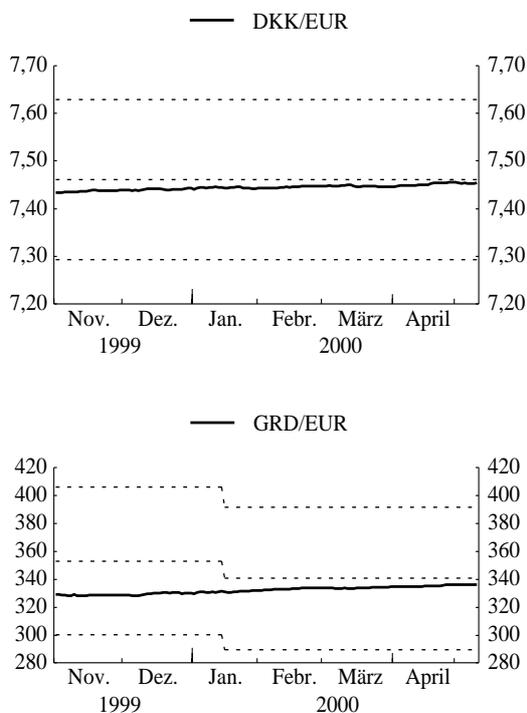
Der Schweizer Franken wertete weiterhin leicht gegenüber dem Euro auf, und mit 1,56 CHF je Euro lag er am 10. Mai rund 3 % über seinem Durchschnitt im ersten Quartal dieses Jahres. Der Kursanstieg des Schweizer Franken steht wohl im Zusammenhang mit einer Straffung der Geldpolitik um 75 Basispunkte, die im März in der Schweiz durchgeführt wurde.

Die Devisenmärkte in den Schwellenländern blieben größtenteils unbeeindruckt von der starken Volatilität und den Korrekturen auf den weltweiten Aktienmärkten. Eine Ausnahme bildete Brasilien, dessen Währung infolge eines stark nachgebenden Aktienmarkts in jüngster Zeit erneut unter Druck geraten ist.

Mitte Mai lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro rund 15 % unter seinem Stand im ersten Quartal 1999 (siehe Abbil-

Abbildung 17
Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte)

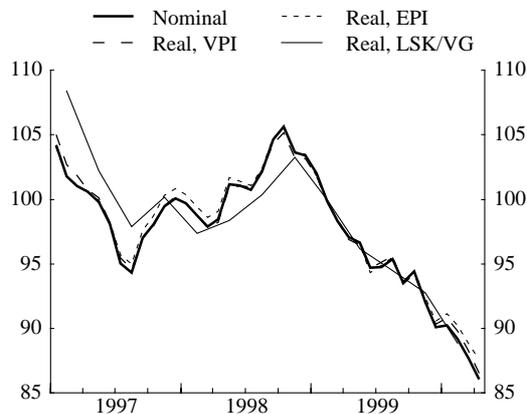


Quelle: EZB.

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 18 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 April 2000 und für den auf den Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe beruhenden realen effektiven Wechselkurs auf das 1. Quartal 2000.

2) Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe.

dung 18). Angesichts der Tatsache, dass seit der Einführung des Euro die relativen Preisunterschiede zwischen dem Euro-Währungsgebiet und seinen wichtigsten Handelspartnern vernachlässigt werden konnten, weist der reale effektive Wechselkurs des Euro auf der Basis von Verbraucherpreisen, Erzeugerpreisen und Lohnstückkosten – die einen Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums darstellen – ein ähnliches Verlaufsmuster wie der nominale Wechselkurs auf.

Kräftiges Wachstum des Ausfuhrvolumens

Im Februar 2000 nahm der Leistungsbilanzüberschuss des Eurogebiets geringfügig auf 2,4 Mrd € zu, verglichen mit 2,3 Mrd € im entsprechenden Vorjahrsmonat. Dieser Anstieg war auf die geringeren Defizite bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie bei den Laufenden Übertragungen zurückzuführen, die den niedrigeren Außenhandelsüberschuss und die Drehung des Saldo der

Dienstleistungen in einen Fehlbetrag in Höhe von 2 Mrd € (siehe Tabelle 9) mehr als ausglich.

Wie bereits in den vorangegangenen Monaten haben sich im Februar 2000 sowohl die Ausfuhren als auch die Einfuhren gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsmonat dem Wert nach stark ausgeweitet. Die Ausfuhren stiegen in diesem Zeitraum um 14,4 Mrd € (oder rund 25 %), was in erster Linie mit dem zu Grunde liegenden kräftigen Wachstum des Ausfuhrvolumens in Folge der robusten Auslandsnachfrage und der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets zusammenhing. Gleichzeitig erhöhten sich auch die Einfuhren um 15,1 Mrd € (oder rund 30 %), wobei dieser Anstieg größtenteils auf den deutlichen Anstieg der Einfuhrpreise im Jahr 1999 auf Grund der höheren Ölpreise und der Abwertung des Euro zurückzuführen war.

Aus Tabelle 9 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in dieser Ausgabe des Monatsberichts ist ersichtlich, dass sich die Ausfuhren aus dem Euro-Währungsgebiet im Zwölfmonatszeitraum bis Dezember 1999 dem Volumen nach um fast 9 % ausweiteten, während die Ausfuhrpreise um rund 6,5 % stiegen. Letzteres deutet darauf hin, dass die Exporteure ihre Gewinnmargen ausgeweitet haben, da die Erzeugerpreise im Eurogebiet im selben Zeitraum nur um etwa 4 % anstiegen. Gleichzeitig war beim Einfuhrvolumen insgesamt ein Anstieg von weniger als 3 % zu verzeichnen; hierin spiegelt sich in erster Linie eine erhebliche Verlangsamung bei den Einfuhrvolumen ohne Energieeinfuhren wider, die sich auf die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit der Anbieter im Euroraum in Folge der Abwertung des Euro zurückführen lässt. Die Energieeinfuhren hingegen scheinen insbesondere auf kurze Frist eine etwas geringere Preiselastizität aufzuweisen.

In den ersten zwei Monaten des Jahres 2000 wies die Leistungsbilanz des Eurogebiets ein Defizit in Höhe von insgesamt 4,2 Mrd € auf, verglichen mit einem Defizit von 0,1 Mrd € im entsprechenden Vorjahrszeitraum. Die

Tabelle 9**Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets***(Mrd €; nicht saisonbereinigt)*

	1999 Jan. – Febr.	1999 Febr.	2000 Jan. – Febr.	1999 Dez.	2000 Jan.	2000 Febr.
Saldo der Leistungsbilanz	-0,1	2,3	-4,2	-0,5	-6,6	2,4
Einnahmen	190,4	95,1	225,2	121,3	110,8	114,4
Ausgaben	190,5	92,8	229,4	121,8	117,4	112,0
Saldo des Außenhandels	11,7	6,9	7,2	7,7	0,9	6,3
Ausfuhr	110,9	57,4	135,5	74,1	63,7	71,8
Einfuhr	99,2	50,5	128,3	66,4	62,8	65,6
Saldo der Dienstleistungen	-2,9	0,0	-3,9	-1,3	-1,9	-2,0
Einnahmen	32,1	17,2	35,6	22,2	17,8	17,9
Ausgaben	34,9	17,2	39,6	23,4	19,7	19,9
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen ¹⁾	-4,8	-2,5	-5,1	-1,9	-4,3	-0,8
Saldo der Laufenden Übertragungen	-4,2	-2,2	-2,3	-5,0	-1,3	-1,0
Saldo der Vermögensübertragungen	2,6	-0,1	1,6	2,8	1,4	0,2
Saldo der Kapitalbilanz	7,2	6,8	26,8	-6,4	17,1	9,7
Direktinvestitionen	-10,9	-6,2	146,8	-20,6	2,0	144,7
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-23,8	-12,0	-24,8	-35,2	-5,4	-19,4
Im Euro-Währungsgebiet	12,9	5,8	171,5	14,5	7,4	164,2
Wertpapieranlagen	-17,5	-26,4	-156,2	2,9	-17,5	-138,7
Aktiva	-35,3	-16,2	-93,2	-41,5	-25,1	-68,1
Passiva	17,8	-10,2	-63,0	44,4	7,6	-70,6
Finanzderivate	-2,3	-0,4	1,3	-0,3	-1,3	2,6
Übriger Kapitalverkehr	35,2	34,8	35,8	12,2	35,5	0,2
Währungsreserven	2,8	5,0	-0,8	-0,5	-1,6	0,8
Restposten	-9,7	-9,0	-24,3	4,0	-11,9	-12,3

Quelle: EZB.

Anmerkung: 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. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Die monatlichen Angaben für 1999 sind nicht vollständig mit den Angaben für spätere Berichtszeiträume vergleichbar.

Ausweitung des Defizits war insbesondere auf den Rückgang des Außenhandelsüberschusses um 4,5 Mrd € zurückzuführen.

Kapitalbilanz im Februar von einer einzelnen großen Direktinvestition geprägt

Im Februar wurden die Kapitalströme sehr stark von einer einzelnen Transaktion beeinflusst, nämlich von der Übernahme eines im Eurogebiet ansässigen Unternehmens durch ein gebietsfremdes Unternehmen, die durch einen Aktientausch abgewickelt wurde. Dieses Geschäft führte in der Zahlungsbilanz des Eurogebiets zu einem Kapitalzufluss bei den

Direktinvestitionen, dem ein Kapitalabfluss bei den Dividendenwerten im Rahmen der Wertpapieranlagen gegenüberstand.

Bei den Direktinvestitionen waren im Februar – vor allem auf Grund der oben erwähnten Transaktion – Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 144,7 Mrd € zu verzeichnen, die damit mehr als doppelt so hoch waren wie die Direktinvestitionen im Eurogebiet im gesamten Jahr 1999. Gleichzeitig wiesen die Wertpapieranlagen Netto-Kapitalabflüsse von 144,6 Mrd € auf, verglichen mit 56 Mrd € im Gesamtjahr 1999 (siehe Tabelle 8.4 in der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“). Die Abwicklung der Transaktion durch einen Aktientausch wirkte sich bei den Dividenden-

werten sowohl auf die Aktiva als auch auf die Passiva aus: Dadurch, dass Ansässige des Eurogebiets ihre Anteile an dem gebietsansässigen Unternehmen gegen Anteile am gebietsfremden Unternehmen tauschten, kam es zu einer Investition in ausländische Dividendenwerte, das heißt zu einem Kapitalabfluss bei den Aktiva. Allerdings waren die meisten Aktien des übernommenen gebietsansässigen Unternehmens bereits in den Händen Gebietsfremder. Der Umtausch dieser Aktien gegen Aktien des gebietsfremden Unterneh-

mens bedeutete einen Rückgang der Investitionen von gebietsfremden Anlegern in Dividendenwerte des Eurogebiets, das heißt einen Kapitalabfluss bei den Passiva.

Was die übrigen Posten der Kapitalbilanz betrifft, so waren bei den Schuldverschreibungen Netto-Kapitalzuflüsse in Höhe von 5,9 Mrd € zu verzeichnen, die vor allem auf erhebliche Investitionen von Gebietsfremden in Geldmarktinstrumente des Eurogebiets zurückzuführen waren.

Der Informationsgehalt von Zinssätzen und ihren Derivaten für die Geldpolitik

Die Zinsstruktur und die Preise von Zinsderivaten liefern den Zentralbanken eine Fülle von Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf eine Reihe von fundamentalen gesamtwirtschaftlichen Größen. In diesem Artikel wird beschrieben, wie auf verzinslichen Wertpapieren basierende Finanzmarktpreise nutzbar gemacht werden können, um Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der künftigen Konjunktur- und Inflationsentwicklung sowie künftiger Veränderungen der kurzfristigen Zinssätze zu gewinnen. Die Preise dieser Finanzaktiva geben nicht nur Aufschluss über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich dieser Faktoren, sondern auch wertvolle Hinweise auf den Grad der Unsicherheit, mit dem die künftige Entwicklung aus der Sicht des Markts behaftet ist. Solche finanziellen Indikatoren können zwar die unabhängigen internen Einschätzungen und Prognosen der Zentralbank nicht ersetzen, doch sind die von ihnen vermittelten Informationen für die Geldpolitik wichtig, weil mit ihrer Hilfe die von der Zentralbank vorgenommene Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität überprüft werden kann und sie damit die Entscheidung erleichtern, wie die Geldpolitik diesen Risiken am besten entgegenwirken kann.

I Einleitung

Die in den Marktpreisen verschiedener Finanzanlagen enthaltenen Informationen verschaffen den Zentralbanken zeitnahe vorausschauende Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich einer Reihe von Fundamentalfaktoren, wie etwa der künftigen Konjunktur- und Inflationsentwicklung und der Entwicklung der kurzfristigen Zinsen. Für eine vorausschauende Geldpolitik, die auf die Gewährleistung von Preisstabilität auf mittlere Sicht ausgerichtet ist, kommt der Analyse dieser Erwartungen große Bedeutung zu. So haben im Rahmen der geldpolitischen Zwei-Säulen-Strategie des Eurosystems zur Gewährleistung des vorrangigen Ziels der Preisstabilität insbesondere die Finanzmarktpreise bei der zweiten Säule eine wichtige Indikatorfunktion (siehe den Artikel „Die stabilitätsorientierte geldpolitische Strategie des Eurosystems“ im Monatsbericht vom Januar 1999).

Ein wesentliches Merkmal der geldpolitischen Strategie des Eurosystems besteht darin, dass sie keine mechanistischen Reaktionen der Geldpolitik auf Indikatoren oder Prognosen vorsieht. Dies gilt auch für die Erwartungen der Marktteilnehmer, die aus Finanzmarktpreisen abgeleitet werden. Solche Markterwartungen können überdies die eigene unabhängige Einschätzung der Wirtschaftslage und der künftigen Konjunkturentwicklung durch die Zentralbank niemals ersetzen. Sie sollten

vielmehr als Indikatoren betrachtet werden, die eigenständige und ergänzende Informationen liefern, anhand derer die internen Einschätzungen und Prognosen der Zentralbank überprüft werden können. Die Erwartungen der Marktteilnehmer können zwar grundsätzlich von einer Vielzahl von Finanzmarktpreisen abgeleitet werden, doch beschränkt sich dieser Beitrag auf diejenigen Finanzmarktpreise, die auf festverzinslichen Wertpapieren wie Anleihen, Geldmarktinstrumenten und darauf bezogenen Derivaten basieren.

Finanzmarktpreise spiegeln die Erwartungen der Marktteilnehmer wider, weil sie ihrem Wesen nach vorausschauend sind. Der aktuelle Preis einer Finanzanlage ergibt sich aus dem diskontierten erwarteten Wert seines Stroms künftiger Auszahlungen. Im Allgemeinen bestimmen zwei Faktoren die für die Preisbildung bei Finanzanlagen verwendeten Diskontsätze: das Entgelt für die Verschiebung des Konsums auf einen späteren Zeitpunkt und das Entgelt für die Übernahme des mit der Unsicherheit über den künftigen Strom von Auszahlungen verbundenen Risikos. Zur Festsetzung des Preises eines Vermögenswerts müssen Anleger also grundsätzlich Erwartungen über den künftigen Ertrag der Finanzanlage bilden und festlegen, welche Diskontsätze – einschließlich Risikoprämien – sie anwenden sollten.

An einem liquiden und effizienten Markt sollte der Preis einer Finanzanlage also sowohl die von den Marktteilnehmern erwarteten künftigen Zahlungsströme als auch die diesen Preis bestimmenden Diskontsätze widerspiegeln. Bei einer Anleihe ohne Ausfallrisiko und mit einer bekannten Laufzeit und bekannten Kuponzahlungen besteht das Problem der Preisfestsetzung allein darin, die Zinsen einschließlich der Risikoprämien zu bestimmen, die notwendig sind, um jede der restlichen Kuponzahlungen und den Kapitalbetrag zurückzudiskontieren. Diese Zinszahlungen wiederum werden von den Erwartungen über die zu Grunde liegenden Fundamentalfaktoren, wie etwa die künftige Inflation und die künftigen Realzinsen, bestimmt, sowie vom Entgelt für die Risiken, die sich aus den Unsicherheiten ergeben, mit denen diese Erwartungen behaftet sind. Aus den Preis-

schwankungen von Anlagewerten wie Anleihen müsste man also Aufschluss darüber erhalten können, wie sich die Erwartungen der Marktteilnehmer im Zeitablauf ändern.

Neben den „klassischen“ Finanzanlagen enthalten die Preise von Derivaten Informationen über eine Reihe anderer mit den Erwartungen der Marktteilnehmer zusammenhängender Merkmale (siehe Kasten I). Beispielsweise kann mit Hilfe von Derivaten, wie etwa Optionskontrakten, die erwartete künftige Volatilität des Ertrags einer Anlage geschätzt werden, die ein Maß für die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die künftige Entwicklung ist. Aus Optionen kann man auch ableiten, ob die Unsicherheit in den Augen der Marktteilnehmer symmetrisch verteilt ist oder hauptsächlich in eine bestimmte Richtung tendiert. Bei einer ausreichenden An-

Kasten I

Überblick über übliche Derivatkontrakte

Forward-Kontrakte, Futures-Kontrakte und Optionen

Derivatkontrakte sind Finanzmarktinstrumente mit einem Ertrag, der vom künftigen Preis eines Basisobjekts, beispielsweise einer Anleihe, abhängt. Die zwei wichtigsten Typen von weltweit börsengehandelten Derivaten sind Futures und Optionen, wobei es allerdings noch eine Vielzahl anderer derivativer Finanzinstrumente gibt, die hauptsächlich außerbörslich („over-the-counter“ – OTC) gehandelt werden, beispielsweise Forwards und Swaps. In diesem Kasten werden die Grundzüge der üblichsten Finanzderivate und die Modelle für ihre Preisfestsetzung kurz beschrieben.

Ein *Forward*-Kontrakt ist eine Vereinbarung über den Kauf oder Verkauf eines bestimmten Basiswerts zu einem im Voraus festgelegten Preis (dem Lieferungspreis) zu einem bestimmten künftigen Zeitpunkt (dem Liefer- oder Fälligkeitstag). Der Käufer des Forward-Kontrakts verpflichtet sich, den Basiswert am Fälligkeitstag zum Lieferungskurs zu kaufen, während sich der Verkäufer verpflichtet, ihn zu verkaufen. Der Lieferungspreis wird so festgesetzt, dass der Wert des Forward-Kontrakts bei Vertragsabschluss gleich null ist. Dieser Lieferungskurs wird als „Terminkurs“ bezeichnet.

Ein ähnliches Finanzinstrument ist der *Futures*-Kontrakt. Im Gegensatz zu Forward-Kontrakten sind Futures hinsichtlich Laufzeit, Kontraktgröße usw. standardisiert und börsengehandelt. Bei Futures-Kontrakten sind außerdem Einzahlungen auf ein Margin-Konto erforderlich, über das Gewinne und Verluste täglich ausgeglichen werden (so genannte „Marktbewertungsmethode“), während Forward-Kontrakte erst bei Lieferung abgerechnet werden. Wie bei Forwards wird der ursprünglich vereinbarte Lieferungspreis so festgesetzt, dass der Anfangswert des Futures-Kontrakts gleich null ist; der entsprechende Lieferungskurs wird als „Terminkontraktpreis“ oder „Futures-Preis“ bezeichnet.

Eine *Option* ist ein Finanzinstrument, das den Eigentümer berechtigt, aber nicht verpflichtet, den Basiswert zu einem im Voraus festgelegten Preis, dem so genannten „Ausübungspreis“ (Basispreis oder Strike-Preis), zu

einem bestimmten künftigen Zeitpunkt (dem Verfall- oder Fälligkeitstag) zu kaufen oder zu verkaufen. Eine Call-Option (Kaufoption) gibt dem Inhaber das Recht, den Basiswert zu erwerben, während eine Put-Option (Verkaufsoption) dem Inhaber das Recht gibt, den Basiswert zu verkaufen. Der Verkäufer der Option hat sich somit verpflichtet, den Basiswert zum Ausübungspreis zu verkaufen (im Fall einer Call-Option) bzw. zu kaufen (im Fall einer Put-Option), wenn der Eigentümer der Option beschließt, diese auszuüben. Es gibt zwei Grundtypen von Optionen: „amerikanische Optionen“, die der Eigentümer jederzeit bis zum Verfalltag ausüben kann, und „europäische Optionen“, die nur am Verfalltag ausgeübt werden können. Eine Option ist „am Geld“ (at the money), wenn der aktuelle Terminkurs oder -preis des Basiswerts gleich dem Ausübungspreis der Option ist. Ist der Ausübungspreis einer Call-(Put-)Option höher (niedriger) als der Terminkurs oder -preis, so liegt die Option „aus dem Geld“ (out of the money), während sie „im Geld“ (in the money) ist, wenn das Gegenteil der Fall ist.

Ein anderer wichtiger Typ von derivativen Finanzinstrumenten ist der *Swap*-Kontrakt, bei dem zwei Parteien den Austausch regelmäßiger Zahlungen für einen im Voraus festgelegten Zeitraum vereinbaren. Zinsswaps werden in Kasten 2 näher erläutert.

Preisfestsetzung bei Derivaten

Bevor erörtert wird, welche Indikatoren von Derivate-Preisen abgeleitet werden können, mag ein kurzer Überblick über die Preisermittlung bei Derivaten sinnvoll erscheinen. Bei Forward-Kontrakten ist der interessante Aspekt die Festsetzung des Terminkurses, da der Anfangspreis gleich null ist. Unter der Annahme, dass das Basisobjekt ein marktfähiges Wertpapier ist, bei dem bis zur Fälligkeit keine Auszahlungen erfolgen, ergibt sich der Terminkurs aus dem aktuellen Wert des Basistitels zuzüglich der bis zur Fälligkeit des Kontrakts für diesen Wert aufgelaufenen Zinsen. Der Grund hierfür ist, dass der Cashflow eines Terminkontrakts, der bei Fälligkeit abgerechnet wird, durch eine Zweistufenstrategie vollkommen repliziert werden kann. Dabei wird (1) der Basiswert heute gekauft und dieser Kauf durch eine Kreditaufnahme zum aktuellen Zinssatz finanziert und (2) der Basiswert am Liefertag zum dann geltenden Marktpreis verkauft und der Kredit zurückgezahlt. Der Rückzahlungsbetrag entspricht dem aktuellen Wert des Basistitels zuzüglich der Zinsen auf diesen Betrag bis zur Fälligkeit. Er muss gleichzeitig dem Terminkurs entsprechen, um Arbitragemöglichkeiten auszuschließen. Der Futures-Preis entspricht weitgehend dem Terminkurs; unter bestimmten Umständen können beide identisch sein.

Bei den Optionen wurde der am weitesten verbreitete Ansatz für die Preisgestaltung europäischer Optionen von Black und Scholes (1973)¹ entwickelt. Nach ihrem Modell wird der Wert einer Option von fünf Faktoren bestimmt: dem aktuellen Kurs des Basiswerts, dem Ausübungspreis, der Laufzeit der Option, der risikofreien Verzinsung während der Laufzeit der Option und der Volatilität des Ertrags aus dem Basiswert. Die wichtigste Annahme hierbei ist, dass der Preis des Basiswerts einem Prozess folgt, der impliziert, dass die Erträge normal verteilt sind sowie einen konstanten Mittelwert und eine konstante Volatilität aufweisen. Alle Faktoren bis auf die Volatilität sind unmittelbar beobachtbar, das heißt, letztere muss geschätzt werden, um den Preis einer Option errechnen zu können.

Diese Berechnung kann auch umgekehrt werden, das heißt, bei einem beobachteten Optionspreis kann ein Wert für die Volatilität gefunden werden, der mit Hilfe eines Optionspreismodells wie dem Modell von Black und Scholes einen Optionspreis ergibt, der dem beobachteten Marktpreis entspricht. Dieser Wert für die Volatilität wird als implizite Volatilität bezeichnet. Bei entsprechenden Annahmen kann die implizite Volatilität als die beste Schätzung der Marktteilnehmer zur erwarteten Volatilität des Basiswertpreises während der Restlaufzeit der Option angesehen werden; sie liefert somit ein Maß für die Unsicherheit bezüglich der Entwicklung des Basiswertpreises während der Laufzeit der Option.

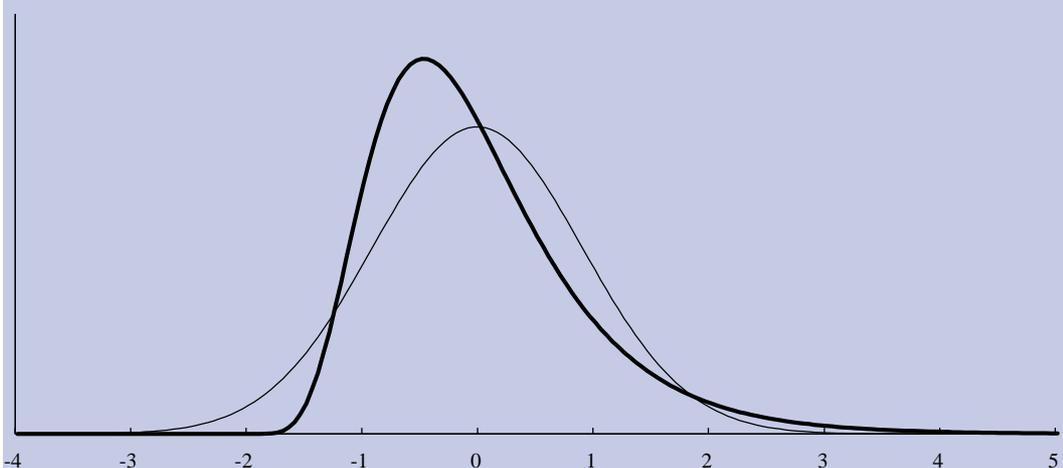
¹ Black, F. und Scholes, M. S. (1973), „The pricing of options and corporate liabilities“, *Journal of Political Economy*, 81, Seite 637–654.

Bemerkenswert am Black-Scholes-Modell und (bei bestimmten Annahmen) an Optionspreismodellen überhaupt ist, dass der erwartete Ertrag aus dem Basiswert für die Preisgestaltung einer Option ohne Bedeutung ist. Aus der Tatsache, dass der erwartete Ertrag, der die Risikopräferenzen der Anleger durch Einschluss einer Risikoprämie widerspiegeln sollte, nicht in die Berechnung von Optionspreisen eingeht, kann geschlossen werden, dass der Preis einer Option nicht von den Risikopräferenzen der Anleger abhängt. Vereinfacht gesagt ist dies darauf zurückzuführen, dass sich die Festsetzung des Optionspreises auf eine Arbitragebedingung stützt, wonach der Gewinn aus einer Option durch ein Portefeuille anderer gehandelter Wertpapiere vollkommen repliziert werden kann. Um Arbitragemöglichkeiten auszuschließen, muss der Wert der Option dem Wert des Portefeuilles entsprechen, das den Gewinn aus der Option repliziert - eine Bedingung, die unabhängig von den Präferenzen der einzelnen Anleger gilt. Da Präferenzen bei der Preisgestaltung von Optionskontrakten keine Rolle spielen, kann beispielsweise angenommen werden, dass Anleger risikoneutral sind, was die Preisermittlung bei Optionen erleichtert. Diese Methode wird gelegentlich als risikoneutrale Preisgestaltung bezeichnet.

Das Black-Scholes-Modell wird zwar regelmäßig zur Preisgestaltung von Optionen und zur Berechnung impliziter Volatilitäten benutzt, doch ist allgemein bekannt, dass viele der ihm zu Grunde liegende Annahmen nicht der Wirklichkeit entsprechen. Insbesondere die Annahme, dass die Erträge aus dem Basiswert normal verteilt sind und eine konstante Volatilität aufweisen, gilt für die große Mehrheit der Basiswerte nicht. Tatsächlich schwankt die Volatilität der Tendenz nach im Zeitablauf, und die Ertragsverteilung weist mehr Wahrscheinlichkeitsmasse für extreme Werte auf als die Normalverteilung (d. h., ausgeprägte Preisbewegungen sind häufiger, als auf Grund einer Normalverteilung zu erwarten wäre). In vielen Fällen ist die Verteilung auch schief, das heißt, große Preisbewegungen ergeben sich häufiger in eine Richtung als in die andere, wie aus der Abbildung unten erkennbar ist. Sie zeigt zwei hypothetische Ertragsverteilungen mit identischen Mittelwerten und Varianzen, wobei die Verteilung einmal symmetrisch und einmal positiv schief ist. Die positive Schiefe der Verteilung ist daran zu erkennen, dass das rechte Ende der Verteilung länger und breiter als das linke Ende ist, sodass Ergebnisse weit außen am rechten Ende (d. h. positive Ergebnisse) wahrscheinlicher sind als Ergebnisse, die weit am linken Ende liegen. Bei symmetrischer Verteilung sind dagegen positive und negative Abweichungen identischen Ausmaßes vom Durchschnitt gleich wahrscheinlich.

Diese Abweichungen von den Annahmen beeinflussen natürlich die Optionspreise, was bei den aus den beobachteten Optionspreisen gewonnenen Informationen berücksichtigt werden muss. Insbesondere kann man viele der mit den Abweichungen von den Standardannahmen verbundenen Aspekte mit einbeziehen, wenn nicht nur die implizite Volatilität, sondern die gesamte implizite Verteilung des Basiswertpreises am Verfalltag der Option geschätzt wird (zu näheren Einzelheiten siehe den Anhang am Ende dieses Artikels).

Symmetrische und positiv schiefe Verteilung



Anmerkung: Die Mittelwerte und Varianzen der Verteilungen sind identisch.

zahl von Optionspreisen kann man sogar ein Maß für die Wahrscheinlichkeitsverteilung aus der Sicht der Marktteilnehmer in Bezug auf den künftigen Preis eines Anlagewerts ableiten.

Diese auf Finanzmarktpreisen basierenden Indikatoren sind jedoch mit gewissen Vorbehalten zu betrachten. Es besteht zwar Einigkeit darüber, dass Finanzmarktpreise die Einschätzung des Markts in Bezug auf die künftige Konjunktorentwicklung wiedergeben, aber über die praktischen Folgen und insbesondere die Methoden zur Ableitung von Erwartungen herrscht noch keine endgültige Klarheit. Folglich müssen die in Finanzmarkt-

preisen enthaltenen Informationen mit Hilfe verschiedener Modelle – oft in Kombination mit a-priori-Annahmen bezüglich des Zusammenhangs zwischen finanziellen Variablen und der wirtschaftlichen Entwicklung – interpretiert werden. Außerdem können Finanzmarktpreise zeitweise durch nicht fundamentale Faktoren beeinflusst werden, die sich beispielsweise aus institutionellen Marktgegebenheiten oder zeitweiligen Ungleichgewichten zwischen verschiedenen Arten von Marktakteuren ergeben. Aus diesem Grund müssen solche Faktoren stets berücksichtigt werden, um die Erwartungen der Marktteilnehmer richtig einschätzen zu können.

2 Auf langfristigen festverzinslichen Wertpapieren basierende Indikatoren

Die Preise langfristiger festverzinslicher Wertpapiere, wie zum Beispiel Staatsanleihen, können herangezogen werden, um daraus auf die am Markt erwartete künftige Konjunktur- und Inflationsentwicklung zu schließen. Darüber hinaus können aus den Preisen von Derivaten dieser Wertpapiere gewisse Aufschlüsse über den Grad der Unsicherheit, mit denen diese Erwartungen behaftet sind, gewonnen werden. Im Folgenden wird auf diese beiden Aspekte näher eingegangen.

Ableitung von Erwartungen über die Konjunktur und Inflation

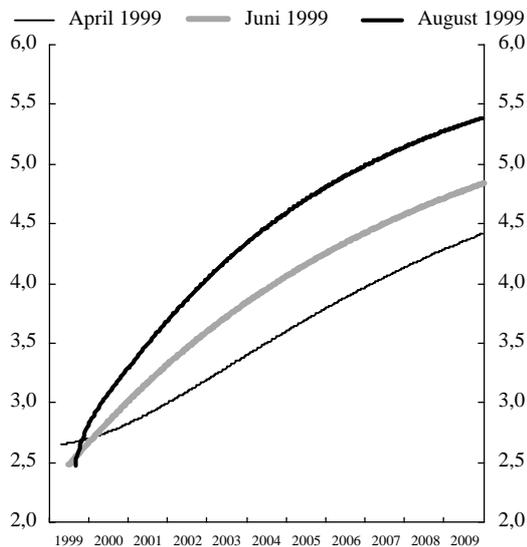
Die Nominalrendite einer Staatsanleihe setzt sich grundsätzlich aus drei Elementen zusammen: dem erwarteten Realzins, den Anleger dafür verlangen, dass sie die Anleihe bis zur Fälligkeit halten, einem Entgelt zum Ausgleich der erwarteten Inflationsrate während der Laufzeit der Anleihe und einer Komponente, die verschiedene Risikoprämien beinhaltet. Der langfristige Realzins dagegen ist nach allgemeiner Auffassung an Erwartungen über das künftige Wirtschaftswachstum gekoppelt. Schwankungen der langfristigen Anleiherenditen im Zeitablauf könnten daher grundsätz-

lich als Veränderungen des erwarteten Konjunkturverlaufs, der erwarteten Inflation, der Risikoprämien oder einer Kombination dieser Faktoren interpretiert werden. Da Anleihekurse ständig aktualisiert werden, können aus ihnen zeitnahe Informationen über die Erwartungen der Marktteilnehmer gewonnen werden, in denen sich die neuesten dem Markt zur Verfügung stehenden Informationen niederschlagen.

Hinsichtlich der Erwartungen über die künftige Konjunktorentwicklung gilt die Steigung der Renditenstrukturkurve seit jeher als nützlicher Indikator. Eine Versteilung der Renditekurve wird in der Regel als Zeichen dafür gewertet, dass mit einer Wachstumsbeschleunigung gerechnet wird, während eine Abflachung oder gar ein inverser Verlauf der Renditekurve als Hinweis darauf gedeutet wird, dass eine Wachstumsabschwächung erwartet wird. Es gibt eine Reihe möglicher Begründungen dafür, warum ein solcher Zusammenhang zwischen der Steigung der Renditekurve und den Erwartungen über das künftige realwirtschaftliche Wachstum bestehen könnte. Wenn private Marktakteure zum Beispiel glauben, dass sich das reale Wirtschaftswachstum in Zukunft abschwächen

Abbildung I Nullkupon-Zinsstrukturkurve im Euroraum

(in % p.a.)



Quellen: Reuters und EZB-Schätzung.

Anmerkung: Die Nullkuponzinsen werden nach der von Svensson (1994) erweiterten Methode von Nelson und Siegel (1987) geschätzt, die auf die Geldmarkt- und Swapdaten im Euroraum angewandt wird. Siehe Nelson, C. R. und Siegel, A. F. (1987), „Parsimonious modeling of yield curves“, *Journal of Business*, 60, Seite 473–489, und Svensson, L. E. O. (1994), „Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992–94“, IMF WP/94/114, Washington D. C.

wird, werden sie tendenziell verstärkt langfristige Anleihen nachfragen in der Erwartung, dass die Auszahlungen bei diesen Anleihen die Einkommensverluste kompensieren werden, wenn sich die konjunkturelle Lage verschlechtert hat. Dadurch steigt tendenziell der Kurs langfristiger Anleihen gegenüber kurzfristigen Anleihen, sodass die langfristigen Anleiherenditen im Vergleich zu den kurzfristigen Anleiherenditen sinken und die Renditekurve abflacht. Rechnen die privaten Marktakteure andererseits in der Zukunft mit einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage, konsumieren sie vielleicht mehr und sparen weniger und fragen dementsprechend weniger langfristige Anleihen nach, sodass die Renditekurve tendenziell steiler würde, wenn mit einem kräftigeren Wirtschaftswachstum gerechnet wird.

Man könnte den Zusammenhang auch folgendermaßen erklären: Wenn die Märkte ein hö-

heres nominales Wachstum erwarten, ist damit zu rechnen, dass die Zentralbank darauf in der Zukunft mit einer Anhebung der kurzfristigen Zinsen reagieren wird, um die Inflationstendenzen zu dämpfen. Dies würde dann zu höheren heutigen Langfristzinsen führen, da die langfristigen Zinsen als Durchschnitt der erwarteten künftigen kurzfristigen Zinsen zuzüglich Risikoprämien betrachtet werden können. Somit würde der Verlauf der Renditekurve der Tendenz nach positiv mit den erwarteten künftigen Veränderungen der realen Produktion korrelieren.

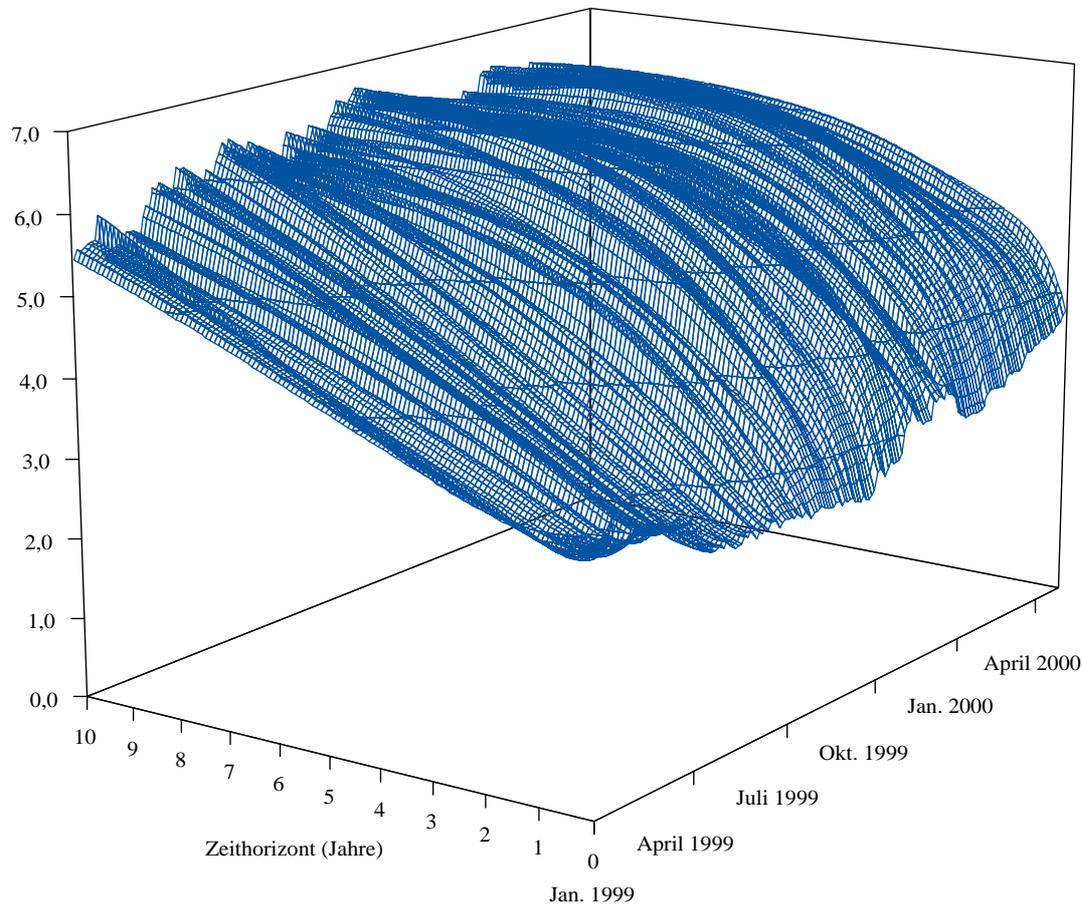
Um zu illustrieren, wie sich der Kurvenverlauf relativ rasch verändern kann, wenn die Erwartungen hinsichtlich der künftigen Konjunktorentwicklung revidiert werden, sind in Abbildung I die geschätzten Nullkupon-Renditekurven im Euroraum im Frühjahr und Sommer 1999 zu drei gleich weit auseinander liegenden Zeitpunkten dargestellt. In der relativ flachen Renditekurve im April, insbesondere bei den kürzeren Laufzeiten, kamen die damals herrschenden Erwartungen zum Ausdruck, dass es relativ lange dauern könnte, bis auf die Konjunkturabschwächung, die Ende 1998 eingesetzt hatte, ein Konjunkturaufschwung folgen würde. Diese Einschätzung wurde dann jedoch bald revidiert; nun wurde mit einer kräftigeren und rascheren wirtschaftlichen Erholung im Eurogebiet gerechnet, was sich in einer deutlich stärkeren Steigung der Renditekurve in den folgenden Monaten niederschlug.

Ein steilerer Verlauf der Renditekurve kann also einerseits anzeigen, dass eine Konjunkturbelebung erwartet wird, andererseits aber auch bedeuten, dass die Marktteilnehmer mit einem Preisauftrieb rechnen. Es ist also denkbar, dass die Versteilung der Renditekurve in Abbildung I teilweise darauf zurückzuführen war, dass die Marktteilnehmer eine leichte Inflationsbeschleunigung erwarteten. Dies erscheint durchaus plausibel, da die Anfang 1999 in der Renditekurve enthaltenen Inflationserwartungen durch eine Überreaktion auf die von den Krisen in den Schwellenländern in der zweiten Jahreshälfte 1998 ausgelösten Finanzmarkturbulenzen übermäßig gedämpft

Abbildung 2

Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euroraum seit Anfang 1999

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Reuters und EZB-Schätzung. Die impliziten Terminzinssätze werden nach der von Svensson erweiterten Methode von Nelson und Siegel (1987) geschätzt, die auf die Geldmarkt- und Swapdaten im Euroraum angewandt wird.

worden waren. Diese Überreaktion könnte die langfristigen Anleiherenditen zeitweise nach unten gezogen haben.

Der Einfluss der Wachstumserwartungen auf die Renditekurve lässt sich mit Hilfe zusätzlicher Indikatoren bis zu einem gewissen Grad von dem der Inflationserwartungen trennen. Ein häufig verwendeter Indikator ist die Kurve der impliziten momentanen Terminzinssätze, die gelegentlich als „implizite Terminzinssatzkurve für Tagesgeld“ bezeichnet wird. Sie stellt sehr kurzfristige Zinssätze (praktisch für Tagesgeld) zu verschiedenen Anlagehorizonten in der Zukunft dar, die durch die beobachtete Fristigkeitsstruktur der Zinssätze impliziert werden (siehe Kasten 4 im Monatsbericht vom Januar 1999). Die im-

pliziten Terminzinssätze für Tagesgeld können als Indikator der Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der kurzfristigen Zinssätze zu bestimmten künftigen Zeitpunkten interpretiert werden, wobei allerdings zu beachten ist, dass die impliziten Terminzinssätze nur bei Abwesenheit von Terminprämien gleich den erwarteten künftigen Zinssätzen wären. Mit anderen Worten misst also die Nullkupon-Zinsstrukturkurve den erwarteten Durchschnitt der künftigen kurzfristigen Zinsen und die implizite Terminzinssatzkurve für Tagesgeld die Entwicklung der erwarteten künftigen kurzfristigen Zinsen im Zeitablauf.

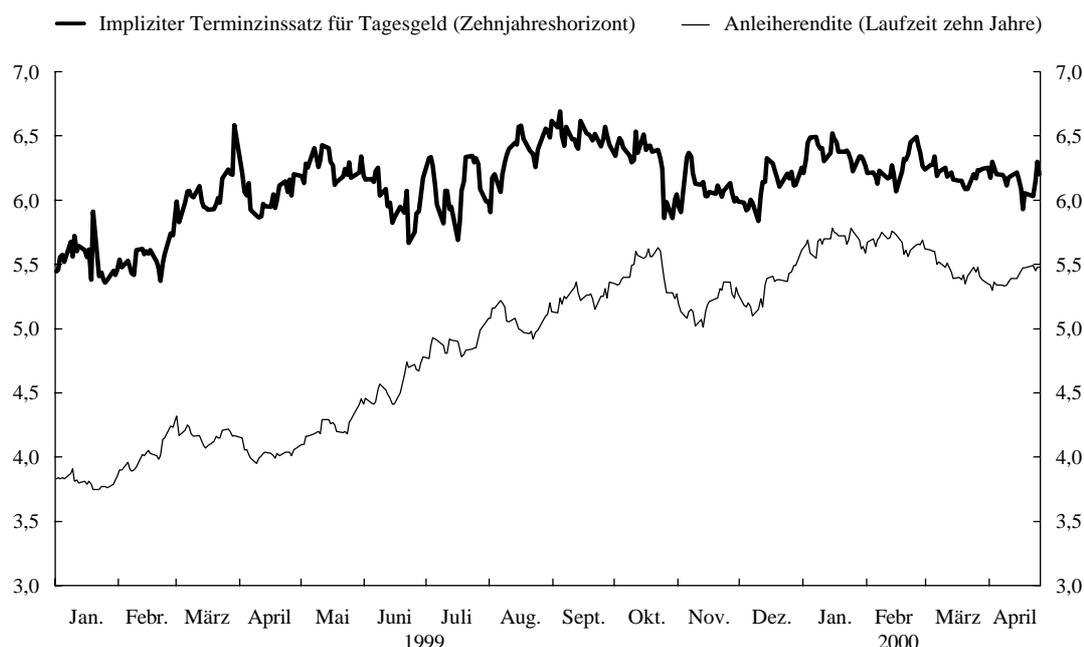
Abbildung 2 zeigt die geschätzten Kurven der täglichen impliziten Terminzinssätze für Ta-

gesgeld im Eurogebiet von Anfang 1999 bis Ende April 2000. In der Abbildung sind das Schätzdatum, der Zeithorizont des Terminzinses und die Höhe des impliziten Terminzinssatzes für Tagesgeld auf drei verschiedenen Achsen abgetragen. Es wird deutlich, dass im Verlauf der Terminzinskurve seit Anfang 1999 erhebliche Veränderungen zu verzeichnen waren. Insbesondere wird aus der Abbildung erkennbar, dass die Steigung der impliziten Terminzinskurve für Tagesgeld in den kurz- und mittelfristigen Laufzeitbereichen tendenziell zugenommen hat, während die impliziten Terminzinssätze am langen Ende der Kurve konstant geblieben sind. Diese Veränderungen sind ein Indiz dafür, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich der Entwicklung der künftigen kurzfristigen Zinsen im Euroraum sowohl für den kurz- als auch den mittelfristigen Anlagehorizont während dieses Zeitraums erheblich revidiert wurden. Somit könnte wohl der deutliche Anstieg der langfristigen Anleiherenditen nach den ersten Monaten des Jahres 1999 (siehe

Abbildung 3) weitgehend damit erklärt werden, dass kurz- bis mittelfristig mit höheren kurzfristigen Zinsen gerechnet wurde.

Die impliziten Terminzinssätze für kurze Anlagehorizonte können vor allem herangezogen werden, um Aufschluss über die Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Veränderungen der kurzfristigen Zinsen zu erhalten, und liefern damit Informationen über die Erwartungen in Bezug auf die Geldpolitik (siehe Abschnitt 3). Hingegen können aus den impliziten Terminzinssätzen für Tagesgeld für lange Zeithorizonte Informationen über die langfristigen Erwartungen in Bezug auf die Realzinsen und die erwartete Inflation zu weit in der Zukunft liegenden Zeitpunkten gewonnen werden. Unter der Annahme, dass die in der fernen Zukunft erwarteten Realzinsen und Risikoprämien weitgehend stabil sind, können die impliziten Terminzinssätze für lange Zeithorizonte dahingehend interpretiert werden, dass sie hauptsächlich die Erwartungen in Bezug auf die

Abbildung 3
Impliziter Terminzinssatz für Tagesgeld über den Zehnjahreshorizont und Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum
(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Reuters und EZB-Schätzung. Die impliziten Terminzinssätze werden nach der von Svensson erweiterten Methode von Nelson und Siegel (1987) geschätzt, die auf die Geldmarkt- und Swapdaten angewandt wird.

Kasten 2

Swapspreads als Indikatoren

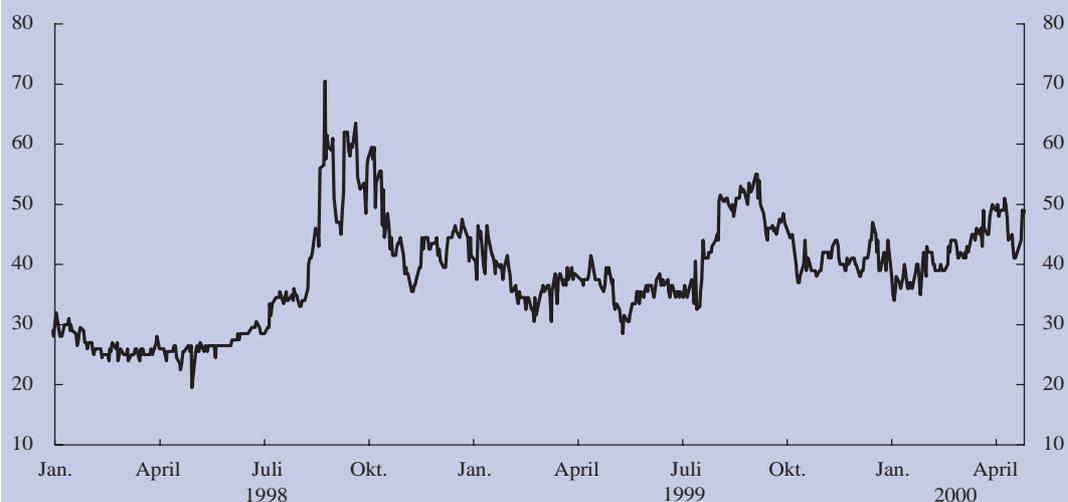
Ein Swap ist ein Kontrakt, bei dem zwei Parteien den Austausch regelmäßiger Zahlungen für einen im Voraus festgelegten Zeitraum vereinbaren. Ein normaler Zinsswap beinhaltet beispielsweise den Austausch einer Reihe von Zahlungen zu einem bestimmten festen (langfristigen) Zinssatz für einen Nominalwert gegen eine Reihe von Zahlungen zu einem variablen kurzfristigen Zinssatz für denselben Nominalwert. Der Kapitalbetrag an sich wird jedoch nicht ausgetauscht, das heißt, der Kapitalbetrag ist beim Ausfall des Partners bei der Swap-Vereinbarung nicht verloren. Swaps sind nicht standardisierte Kontrakte und werden im Allgemeinen außerbörslich gehandelt, in der Regel über eine Bank oder ein anderes Finanzinstitut, das als Händler fungiert.

Der Swapsread ist ein Indikator, der unter anderem nützliche Informationen über die Ausfallwahrscheinlichkeit liefern kann. Er ist definiert als die Differenz zwischen dem festen Zinssatz für einen Zinsswapkontrakt (im Folgenden „Swapsatz“ genannt) und der Rendite einer Staatsanleihe mit vergleichbarer Restlaufzeit. Unter der Annahme, dass die Finanzmarktteilnehmer, die einen Swapkontrakt abschließen, risikoneutral sind und über dieselbe Kreditwürdigkeit verfügen, ist der feste Swapsatz als der Satz festgelegt, bei dem der Gegenwartswert der erwarteten Reihe variabler Zinszahlungen dem Gegenwartswert zukünftiger Festzinszahlungen entspricht. Damit lässt sich demonstrieren, dass der Swapsatz und damit der Swapsread von Faktoren wie der Steilheit der Renditenstrukturkurve und den erwarteten Veränderungen in der zukünftigen Differenz zwischen dem in der Swapvereinbarung verwendeten kurzfristigen Referenz-Geldmarktsatz und dem entsprechenden Zinssatz ohne Ausfallrisiko beeinflusst werden.

Faktoren, die mit dem Ausfallrisiko der Teilnehmer am Swapmarkt in Zusammenhang stehen, dürften sich auf den Swapsatz und damit auf den Swapsread auswirken, sobald die Annahmen der Risikoneutralität und desselben Maßes an Kreditwürdigkeit fallen gelassen werden. Prinzipiell dürfte der beobachtete Swapsread wohl unter anderem auf Grund geänderter Markterwartungen bezüglich der Ausfallwahrscheinlichkeit insgesamt schwanken. Oder anders ausgedrückt: Wenn der Markt der Ansicht ist, dass die Ausfallwahrscheinlichkeit eines bestimmten Unternehmens zugenommen hat, wird sich der Swapsread – ceteris paribus – tendenziell ausweiten. Da die Ausfallwahrscheinlichkeit normalerweise in Erwartung oder während einer Rezession steigt, kann der Swapsread auch Informationen über die veränderten Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Konjunkturentwicklung enthalten. Außerdem ist es möglich, dass die angenommenen

Zehnjährige Swapsreads im Euro-Währungsgebiet

(Basispunkte; Tageswerte)



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Der Swapsread ist als die Differenz zwischen dem festen Zinssatz eines zehnjährigen Zinsswapkontrakts und der Rendite einer Staatsanleihe mit einer vergleichbaren Restlaufzeit definiert.

Veränderungen beim Liquiditätsrisiko den Swapsread temporär beeinflussen, während Schwankungen im Angebot und in der Nachfrage nach Unternehmens- und Staatsanleihen ebenfalls zu vorübergehenden Veränderungen des Swapsreads führen können.

Die Auswirkungen der Krisen in den Schwellenländern im Sommer 1998 und die darauf folgenden Turbulenzen an den Finanzmärkten zeigen sich eindeutig in einem starken Anstieg des Swapsreads im Eurogebiet, der sich anschließend gegen Jahresende und Anfang 1999 nach und nach wieder zurückbildete (siehe obige Abbildung). Während der zweiten Hälfte des Jahres 1999 hat sich der Swapsread erneut tendenziell erhöht, da sich die Besorgnis im Zusammenhang mit dem Jahrtausendwechsel allmählich auf den Markt auswirkte. Dieser Einfluss war jedoch nur von kurzer Dauer.

Inflation in einigen Jahren wiedergeben, das heißt, nachdem sich kurzfristige starke Schwankungen der Inflationsrate zurückgebildet haben. Aus diesem Grund gelten die impliziten Terminzinsen für Tagesgeld für sehr lange Zeithorizonte oft als Indikator dafür, wie die Marktteilnehmer die Glaubwürdigkeit einer Zentralbank hinsichtlich der langfristigen Gewährleistung von Preisstabilität einschätzen. Dabei ist bemerkenswert, dass der geschätzte implizite Terminzinssatz für Tagesgeld für den Anlagehorizont von zehn Jahren im Eurogebiet seit Anfang 1999 relativ geringe Schwankungen aufwies (siehe Abbildung 3). Dies scheint darauf hinzudeuten, dass das Vertrauen der Marktteilnehmer in Bezug auf die Gewährleistung von Preisstabilität im Euroraum auf mittlere bis lange Sicht seit Einführung der einheitlichen Währung relativ stabil geblieben ist.

Einen weiteren brauchbaren Indikator, mit dem man die langfristigen Erwartungen über das realwirtschaftliche Wachstum von den langfristigen Erwartungen über die Inflationsentwicklung trennen kann, erhält man, wenn man Anleihen mit Nominalrenditen mit Anleihen vergleicht, deren Renditen an einen Preisindex gebunden sind. Die Differenz zwischen der Rendite einer indexgebundenen Anleihe und der nominalen Rendite einer Anleihe mit gleicher Laufzeit wird als „Breakeven-Inflationsrate“ bezeichnet (siehe Kasten 2 im Monatsbericht vom Februar 1999, Seite 16/17). Bei Abwesenheit von Risikoprämien ist die Breakeven-Inflationsrate gleich der erwarteten durchschnittlichen Inflationsrate während der Laufzeit der Anlei-

hen, aus denen sie berechnet wurde. Da jedoch die Anleiherenditen wahrscheinlich verschiedene Prämien, insbesondere Liquiditäts- und Risikoprämien auf Grund der Unsicherheit über die Inflation, enthalten, ist die Höhe der Breakeven-Inflationsrate mit einiger Vorsicht zu interpretieren. Deshalb ist es vielleicht sinnvoller, den Blick auf die Veränderungen der Breakeven-Inflationsrate statt auf ihr Niveau zu richten. Dabei wird allerdings vorausgesetzt, dass die Prämien im Zeitablauf konstant bleiben.

Im Eurogebiet hat nur das französische Schatzamt indexgebundene Staatsanleihen mit Laufzeiten von zehn und 30 Jahren begeben. Die Breakeven-Inflationsrate dieser Anleihen bezieht sich nicht auf den Harmonisierten Index der Verbraucherpreise (HVPI) des Eurogebiets, den das Eurosystem zur Definition von Preisstabilität verwendet, sondern auf den französischen VPI, aus dem die Tabakkomponente herausgerechnet ist. Mangels ähnlicher, an den HVPI für den Euroraum insgesamt gebundener Anleihen wird die Entwicklung der aus französischen indexgebundenen Anleihen und Anleihen mit nominaler Rendite ermittelten Breakeven-Inflationsrate häufig herangezogen, um Aufschluss über die Veränderungen der langfristigen Inflationserwartungen an den Finanzmärkten im Euroraum insgesamt zu erlangen. Sie dient als brauchbarer Indikator der Erwartungen der Marktteilnehmer, insbesondere als Ergänzung zu Informationen, die aus anderen Messgrößen der erwarteten Inflation gewonnen werden.

Gleichzeitig mit den im Frühjahr 1999 zu- meist anziehenden Nominalrenditen im Eurogebiet stieg auch die französische Breakeven-Inflationsrate (siehe Abbildung 4). Dies mag darauf zurückzuführen sein, dass die Inflationserwartungen, die wegen der bereits erwähnten möglichen Überreaktion auf die Finanzmarkturbulenzen im Gefolge der Krisen in den Schwellenländern 1998 auf ein sehr niedriges Niveau gesunken waren, Anfang 1999 wieder anstiegen. Bemerkenswert ist, dass sich die Breakeven-Inflationsrate ab etwa Mitte 1999 innerhalb einer relativ engen Spanne bewegte. Ausschlaggebend für den Anstieg der nominalen Anleiherenditen während dieses Zeitraums dürfte deshalb wohl eher die deutlich gestiegene Realrendite gewesen sein. Dies deutet darauf hin, dass der nach der ersten Jahreshälfte 1999 zu beobachtende Anstieg der nominalen Anleiherenditen durch optimistischere Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf die künftige Konjunkturerwicklung und nicht durch steigende langfristige Inflationserwartungen

ausgelöst wurde. Insofern steht die Entwicklung der Breakeven-Inflationsrate im Einklang mit der Entwicklung der impliziten momentanen Terminzinsen für lange Anlagehorizonte und lässt darauf schließen, dass die Glaubwürdigkeit der EZB im Hinblick auf die langfristige Gewährleistung von Preisstabilität unverändert groß ist.

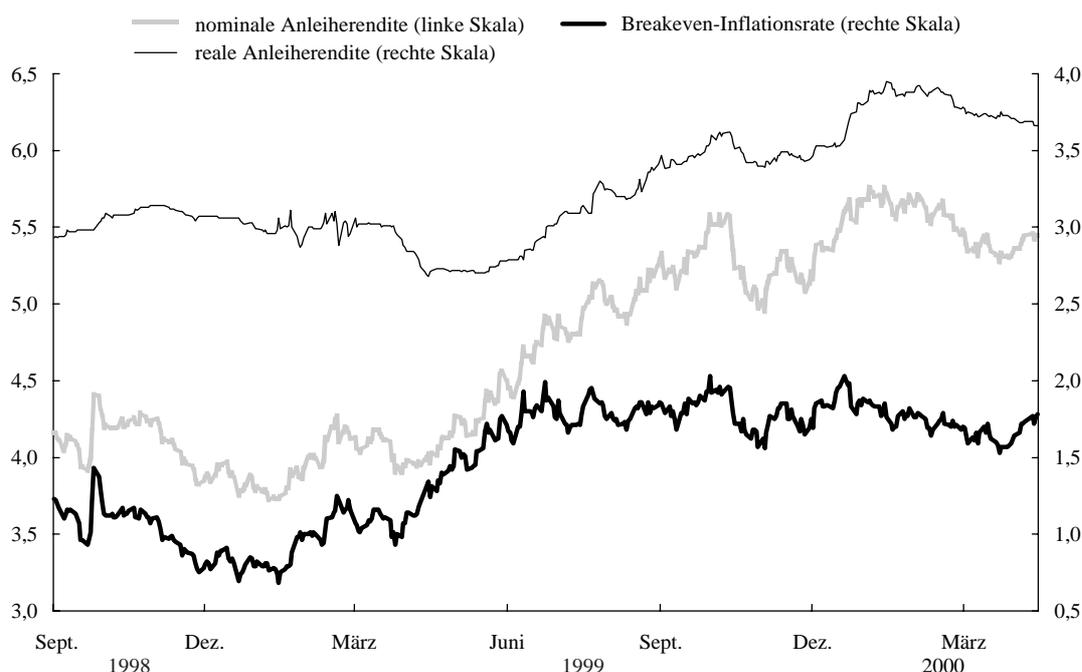
Ableitung und Interpretation von Indikatoren der Unsicherheit

Die Indikatoren, die im bisherigen Teil diskutiert wurden, liefern Informationen über die durchschnittlichen Markterwartungen bezüglich der Konjunkturerwicklung und Inflation sowie Veränderungen dieser Erwartungen im Zeitverlauf. Sie geben jedoch keinerlei Auskunft über das Ausmaß der Unsicherheit, die der Markt diesen Erwartungen beimisst. Da sich die wirtschaftlichen Bedingungen im Zeitverlauf ändern, ist es wahrscheinlich, dass die unterstellte Unsicherheit in der Marktein-

Abbildung 4

Breakeven-Inflationsrate auf der Basis des französischen VPI

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Französisches Schatzamt, ISMA und Reuters.

Anmerkung: Die realen Anleiherenditen werden von den Kursen französischer, an den französischen VPI (ohne Tabakkomponente) gebundener Anleihen mit Fälligkeit 2009 abgeleitet. Die nominalen Anleiherenditen werden von den Kursen französischer festverzinslicher Anleihen, ebenfalls mit Fälligkeit 2009, abgeleitet.

schätzung der zukünftigen Inflations- und Konjunkturperspektiven ebenfalls variiert. Außerdem ist es vorstellbar, dass andere Unsicherheitsfaktoren, wie beispielsweise die Frage, ob die Marktteilnehmer die Unsicherheit als ausgewogen verteilt oder in eine bestimmte Richtung tendierend ansehen, sich ebenfalls ändern können.

Wie bereits in Kasten I dargelegt wurde, enthalten Derivate Informationen hinsichtlich verschiedener Unsicherheitsaspekte. Swapspreads beispielsweise gelten diesbezüglich als aussagekräftige Indikatoren (siehe Kasten 2). Außerdem können Optionen auf langfristige Anleihen als Messgröße für den mit der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen verbundenen Grad der Unsicherheit dienen. Da die Anleiherenditen in einen ex ante realen Zinssatz, eine langfristige Inflationserwartung und eine mit verschiedenen Prämien verbundene Komponente zerlegt werden

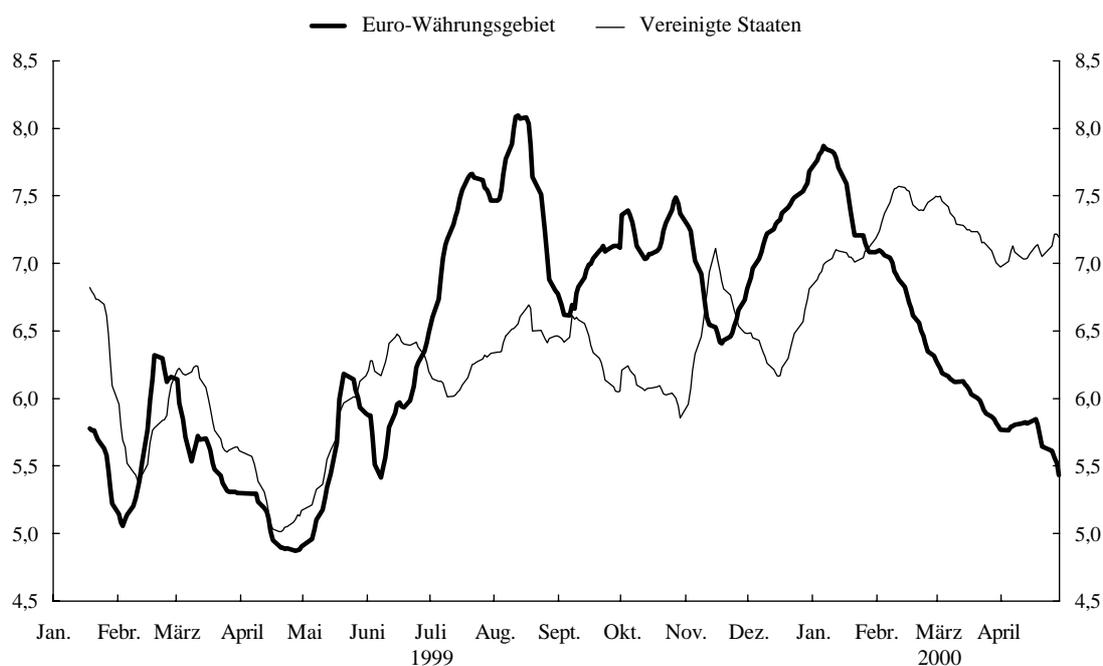
können, dürften sämtliche aus Anleiheoptionen abgeleiteten Messgrößen für die Unsicherheit auch die Unsicherheit bezüglich all dieser Komponenten widerspiegeln. Es besteht jedoch kein Konsens darüber, wie die Unsicherheit bezüglich der Inflationserwartungen von der Unsicherheit in Verbindung mit Veränderungen der Realzinsen oder Schwankungen der Risikoprämien zu trennen ist. Da die Erwartungen bezüglich all dieser Komponenten sich auf die Preisgestaltung der Derivate auf langfristige Anleihen auswirken, ist es besonders schwierig, die entsprechenden, in die Zukunft gerichteten Informationen aus den langfristigen Anleiheoptionen zu gewinnen und zu interpretieren.

Für das Euro-Währungsgebiet sind die liquidesten (und daher wahrscheinlich aussagekräftigsten) Derivatekontrakte auf langfristige Anleihen die zehnjährigen deutschen Bund-Futures und die auf diesen Kontrakten

Abbildung 5

Implizite Volatilität aus Optionen auf Futures-Kontrakte auf zehnjährige Bundesanleihen bzw. zehnjährige US-Schatzanleihen

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



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die impliziten Volatilitätsreihen in der obigen Abbildung stellen die implizite Volatilität aus Optionen, die nahe am Geld liegen, auf den nächstfälligen Futures-Kontrakt dar, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf durch den nächstfälligen Kontrakt ersetzt 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 vom dem der Fälligkeit nächstgelegenen Kontrakt zum darauf folgenden Kontrakt.

basierenden Optionen. Ein nützlicher Maßstab der allgemeinen Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Kursentwicklung des zehnjährigen Bund-Futures ist die implizite Volatilität, die bei entsprechenden Annahmen ein Maß für die erwartete Volatilität des zu Grunde liegenden Bund-Kontrakts während der Laufzeit der Option liefert (siehe Kasten I). Abbildung 5 zeigt die Entwicklung der impliziten Volatilität aus Optionen auf zehnjährige Bund-Futures sowie zu Vergleichszwecken die implizite Volatilität aus Optionen auf zehnjährige US-Schatzanweisungen.

Seit Anfang 1999 war die implizite Volatilität aus Optionen auf deutsche Bund-Futures-Kontrakte tendenziell starken Schwankungen unterworfen. Während sie die Entwicklung der entsprechenden Messgröße der impliziten Volatilität am US-amerikanischen Markt in den ersten Monaten des Jahres 1999 widerspiegelte, hat sich die implizite Volatilität aus Optionen auf den Bund-Futures-Kontrakt seit dem Frühsommer von den US-Werten gelöst und ist gestiegen. Diese erhöhte Unsicherheit ging mit steigenden nominalen Anleiherenditen im Eurogebiet einher, die, wie oben erwähnt wurde, anscheinend mit einem Aufwärtstrend der langfristigen Realzinsen auf Grund der verbesserten Konjunkturperspektiven in Zusammenhang standen. Es erscheint daher plausibel, dass die zu diesem Zeitpunkt beobachtete zunehmende Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Entwicklung der Anleiherenditen zu einem beträchtlichen Teil auf die gestiegene Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Realrenditen zurückzuführen war, da die Stärke und Nachhaltigkeit der Konjunkturerholung am Wendepunkt besonders ungewiss gewesen sein dürften. Ein Teil des Anstiegs der impliziten Volatilität dürfte jedoch auch mit der etwas höheren Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Inflation und/oder Risikoprämien in Verbindung gestanden haben, da bei den Marktteilnehmern die Unsicherheit über die Auswirkung der Konjunkturbelebung auf den Preissteigerungsdruck zugenommen haben dürfte.

Zum Zeitpunkt der Erhöhung der Zinssätze durch die EZB am 4. November 1999 war ein

bemerkenswerter Rückgang der erwarteten Volatilität zu beobachten. Diese Abnahme der impliziten Volatilität kann als ein Zeichen veringertter Unsicherheit bezüglich des zukünftigen Preisdrucks sowie der Inflationsrisikoprämien als Folge der geldpolitischen Straffung angesehen werden. Aus Abbildung 5 ist jedoch ersichtlich, dass der Rückgang der erwarteten Volatilität nur von relativ kurzer Dauer war, da die implizite Volatilität aus Optionen auf Bund-Futures bereits Mitte November wieder anstieg. Diese Tendenz setzte sich bis Ende 1999 fort, und ab diesem Zeitpunkt war bei der impliziten Volatilität eine rückläufige Tendenz festzustellen. Bei den Faktoren, die zum Rückgang der impliziten Volatilität Anfang des Jahres 2000 beigetragen haben, sind der Wegfall der Unsicherheit in Verbindung mit dem Jahrtausendwechsel und insbesondere die gestiegenen Erwartungen einer weiteren Zinserhöhung durch die EZB sowie die tatsächlichen Beschlüsse zur Anhebung der Zinsen am 3. Februar, 16. März und 27. April 2000 zu nennen.

Wie in Kasten I erwähnt wurde, können die aus Optionspreisen gewonnenen Informationen durch eine Schätzung der gesamten Wahrscheinlichkeitsverteilung der Finanzmarktpreise verbessert werden. Insbesondere können die beobachteten Preise für Optionen auf den selben Basiswert und mit den gleichen Fälligkeitsterminen, jedoch einer Bandbreite von Ausübungspreisen, eine Messgröße der „impliziten risikoneutralen Dichte“ liefern. Diese spiegelt bei Risikoneutralität der Marktteilnehmer die vom Markt unterstellte Wahrscheinlichkeitsverteilung des Kurses des zu Grunde liegenden Wertpapiers zum Fälligkeitstermin der Option wider. Da die implizite Dichte risikoneutral ist, entspricht die durchschnittliche Verteilung dem Terminkurs für den entsprechenden Zeithorizont. Da die Anleger generell risikoscheu sind, dürfte die implizite risikoneutrale Dichte jedoch etwas von der „wirklichen“ Marktsicht bezüglich der Wahrscheinlichkeitsverteilung abweichen.

Unter der Annahme, dass Risikoprämien in erster Linie den Mittelwert der Verteilung beeinflussen, dürfte die risikoneutrale Dichte den-

Kasten 3

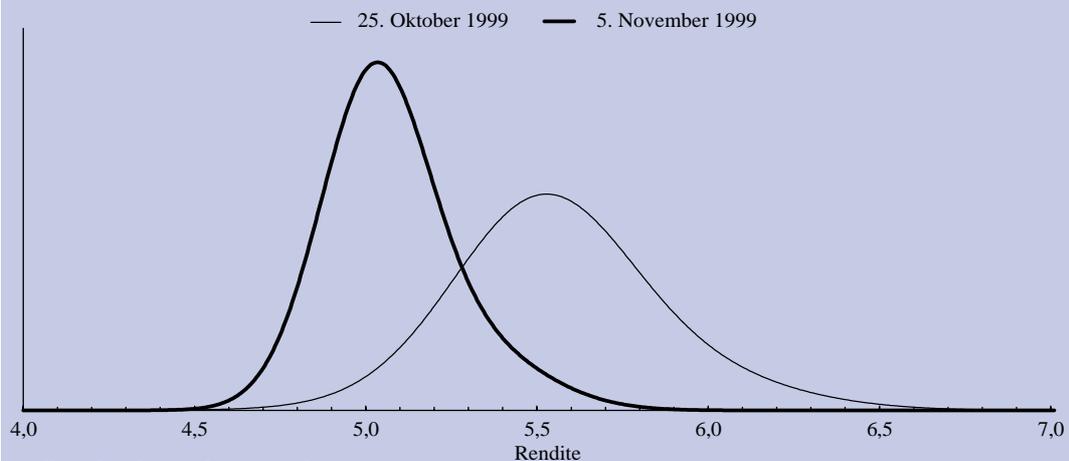
Implizite risikoneutrale Dichten aus Optionen auf Bund-Futures zum Zeitpunkt der EZB-Zinserhöhung im November 1999

Während des Zeitraums um die EZB-Zinserhöhung von Anfang November 1999 war ein interessantes Phänomen zu beobachten, nämlich eine rasche Änderung der Erwartungen am Markt. Wie aus Abbildung 3 zu sehen ist, waren die langfristigen Anleiherenditen zwischen Frühjahr 1999 und Ende Oktober tendenziell gestiegen. Die impliziten risikoneutralen Dichten des zehnjährigen Bund-Future-Kontrakts mit Fälligkeit Dezember 1999 wiesen gemäß den am 25. Oktober 1999, also anderthalb Wochen vor der Bekanntgabe des Zinsbeschlusses, vorherrschenden Optionspreisen eine relative große Streuung auf (siehe Abbildung unten); dies signalisiert, dass die Unsicherheit zu diesem Zeitpunkt als hoch eingeschätzt wurde.

Am 4. November 1999 gab der EZB-Rat seinen Beschluss bekannt, die Zinssätze um 50 Basispunkte anzuheben. Die implizite risikoneutrale Dichte für den 5. November zeigt, dass die Unsicherheit am Markt bezüglich der Entwicklung der zukünftigen Anleihekurse anschließend erheblich zurückgegangen war, während die Anleiherenditen beträchtlich gesunken waren. Der Rückgang der Anleiherenditen dürfte die verringerten Inflationserwartungen und die gesunkenen Inflationsrisikoprämien auf Grund der geldpolitischen Straffung widerspiegeln. Außerdem lässt sich von der verringerten Unsicherheit bezüglich des zukünftigen Verlaufs der langfristigen Anleiherenditen möglicherweise auf eine geringere Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Veränderungen der Inflationserwartungen schließen, sofern dem Beschluss des EZB-Rats eine stabilisierende Wirkung auf diese Erwartungen beigemessen wurde. In diesem Fall dürfte auch die Wahrscheinlichkeit größerer zukünftiger Schwankungen der Inflationsrisikoprämien gesunken sein und damit zusätzlich zum Rückgang der Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Anleiherenditen beigetragen haben.

Bemerkenswert hinsichtlich der impliziten risikoneutralen Dichte für den 5. November ist außerdem, dass diese erheblich stärker nach rechts tendierte als die Streuung für den 25. Oktober; dies signalisiert, dass die Wahrscheinlichkeit kräftiger Anstiege der Anleiherenditen höher eingeschätzt wurde als die Möglichkeit von Renditerückgängen im selben Ausmaß. Dies lässt sich möglicherweise damit erklären, dass nach den erheblichen Rückgängen der langfristigen Anleiherenditen innerhalb weniger Tage der Spielraum für weitere kräftige Rückgänge bei den langfristigen Anleiherenditen als relativ begrenzt angesehen wurde. Oder anders ausgedrückt: Die stärker ausgeprägte positive Schiefe der impliziten Streuung lässt vermuten, dass die Marktteilnehmer es für wahrscheinlicher hielten, in der Zukunft eher von unerwartet hohen als von unerwartet niedrigen Renditen überrascht zu werden.

Implizite risikoneutrale Dichten für zehnjährige Bund-Futures (Dezember-1999-Kontrakte)



Quellen: Bloomberg und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die impliziten risikoneutralen Dichten werden ursprünglich für die Bund-Future-Preise und nicht für die Renditen geschätzt. Diese Ergebnisse werden anschließend in risikoneutrale Dichten für die Rendite von Bundesanleihen mittels einer Näherung umgewandelt, die die Laufzeit und die Konvexität der günstigsten lieferbaren Anleihe am Tag der Schätzung (d. h. bei Festsetzung der Optionspreise) berücksichtigt.

noch nützliche Anhaltspunkte für andere Verteilungsaspekte liefern, wie beispielsweise die Streuung der Unsicherheit und etwaige Asymmetrien im Verteilungsverlauf. Wie bereits erwähnt, ist es durchaus möglich, dass die Marktteilnehmer zeitweise die Unsicherheit als in eine Richtung tendierend statt ausgewogen verteilt ansehen. Bei den Rentenmärkten können diese

Aspekte der unterstellten Marktunsicherheit anhand von aus Optionskontrakten auf den Bund-Future abgeleiteten Schätzungen der impliziten risikoneutralen Dichten untersucht werden. Zur Veranschaulichung zeigt Kasten 3, wie sich die implizite risikoneutrale Dichte des Bund-Future-Kontrakts zum Zeitpunkt der EZB-Zinserhöhung im November 1999 veränderte.

3 Auf kurzfristigen Geldmarktsätzen beruhende Indikatoren

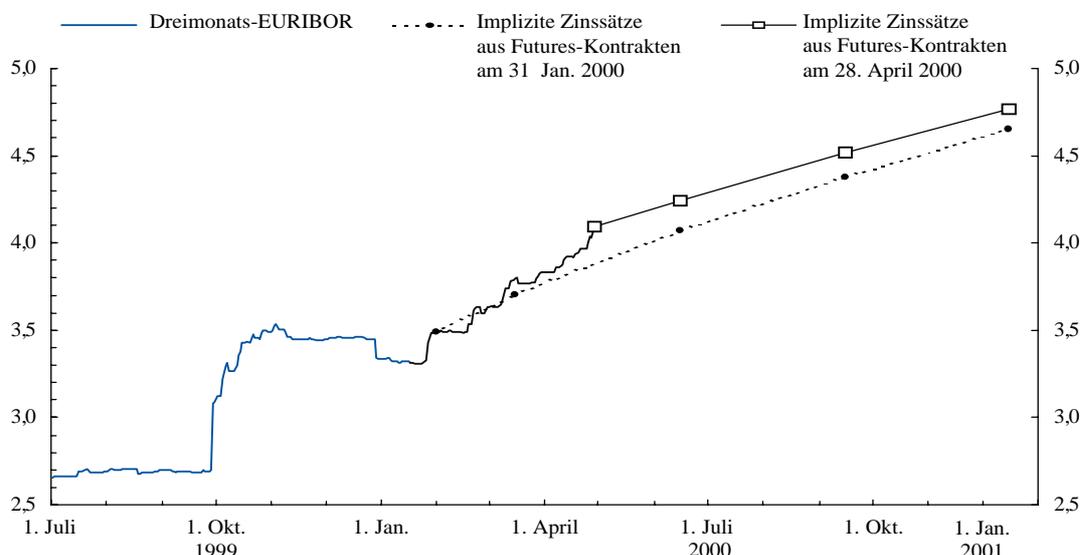
Wie oben erwähnt, können Finanzmarktpreise auch nützliche Informationen bezüglich der Erwartungen am Markt über die künftige Entwicklung der kurzfristigen Zinsen und der mit diesen Erwartungen verbundenen Unsicherheiten liefern. Da die Zentralbank die Zinssätze am sehr kurzen Ende stark beeinflusst, liefern die Finanzmarktpreise indirekt auch Hinweise auf die Einschätzung des Markts hinsichtlich zukünftiger Änderungen der Zentralbankpolitik.

Markterwartungen hinsichtlich der zukünftigen kurzfristigen Zinssätze

Aus der Geldmarkt-Zinsstrukturkurve oder aus den Futures-Kontrakten auf kurzfristige

Zinssätze können Informationen über die Markterwartungen bezüglich der Entwicklung der kurzfristigen Zinsen abgeleitet werden. Im Euro-Währungsgebiet stellt der EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) einen guten Indikator für die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze dar. Diese Sätze werden täglich für Fälligkeiten von einer Woche bis zwölf Monaten aus dem Durchschnitt der Angebotsätze einer Gruppe von Banken, die aktiv am Euro-Interbankenmarkt teilnehmen, berechnet. Anhand der Zinsstruktur der EURIBOR-Sätze können Informationen über die Markterwartungen bezüglich der zukünftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze abgeleitet werden. Die Futures-Kontrakte auf Dreimonats-EURIBOR-Sätze, die an verschiedenen Börsen für ein breites Spektrum von

Abbildung 6
Dreimonats-EURIBOR-Zinssätze und implizite Zinssätze aus Futures-Kontrakten

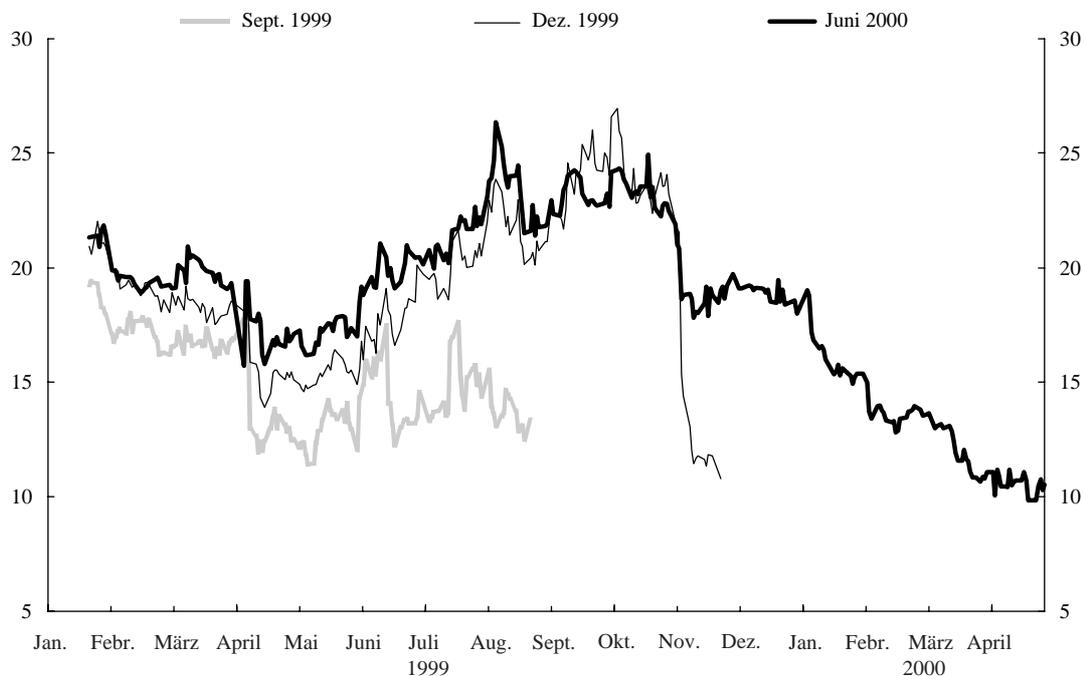


Quelle: Bloomberg.

Abbildung 7

Implizite Volatilität aus Optionen auf Dreimonats-EURIBOR-Futures-Kontrakte

(an der LIFFE gehandelt)



Quelle: Bloomberg.

Laufzeiten gehandelt werden, liefern ähnliche Anhaltspunkte. Die hohe Liquidität einiger dieser Märkte bedeutet, dass die Kurse dieser Instrumente die den Finanzmärkten zur Verfügung stehenden Informationen recht genau widerspiegeln dürften. In Abbildung 6 wurde die Linie, die die Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR-Satzes seit Mitte 1999 wiedergibt, mit den impliziten Zinssätzen aus den Futures-Kontrakten mit Fälligkeit Ende März, Juni, September und Dezember 2000 zum Marktschluss am 31. Januar und 28. April 2000 ergänzt.

Wie stets ist bei der Interpretation derartiger Indikatoren eine gewisse Vorsicht geboten, da die von den impliziten Zinssätzen aus Futures-Kontrakten abgeleiteten Erwartungen durch die an den Finanzmärkten herrschenden Zinsrisikoprämien verzerrt sein dürften. Insbesondere könnten die Auswirkungen von Risikoprämien bei Erwartungen mit einem längeren Zeithorizont relativ groß sein. Aus diesem Grund dürften die impliziten Zinssätze aus Futures-Kontrakten mit langem Zeithorizont die künftigen Kassa-Zinssätze stär-

ker überzeichnen als Futures-Kontrakte mit einer kurzen Laufzeit.

Indikatoren der Marktunsicherheit

Die Messgrößen der erwarteten Volatilität der zukünftigen kurzfristigen und langfristigen Zinssätze können der Zentralbank wertvolle Informationen über die Streuung der Markterwartungen oder die Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Zinssätze liefern. Eine nützliche Messgröße der erwarteten Volatilität ist die implizite Volatilität, die, wie bereits erläutert wurde, von den am Markt beobachteten Optionspreisen abgeleitet werden kann. Bei Optionen auf kurzfristige Zinssätze ist der liquideste Markt im Eurogebiet der Markt für Optionen auf den Dreimonats-EURIBOR-Future, für den verschiedene Laufzeiten aktiv gehandelt werden und tägliche Notierungen vorliegen.

Abbildung 7 zeigt die Entwicklung der erwarteten Volatilität, gemessen an der impliziten

Volatilität von Futures-Kontrakten mit Fälligkeit im September 1999, Dezember 1999 und Juni 2000, für den Zeitraum von Januar 1999 bis Ende April 2000. Daraus kann abgelesen werden, dass die implizite Volatilität Anfang 1999 eine rückläufige Tendenz aufwies und dann nach der Ankündigung des Zinssenkungsbeschlusses der EZB im April 1999 erheblich gesunken ist. Nachdem die Unsicherheit bezüglich der kurzfristigen Zinssätze ab Sommer 1999 zugenommen hatte, ging sie nach dem Zinserhöhungsbeschluss der EZB vom November 1999 erneut erheblich zurück. Seitdem weist die implizite Volatilität eine rückläufige Tendenz auf; dies signalisiert den allmählichen Rückgang der Unsicherheit bezüglich des Verlaufs der kurzfristigen Zinssätze in der Zukunft.

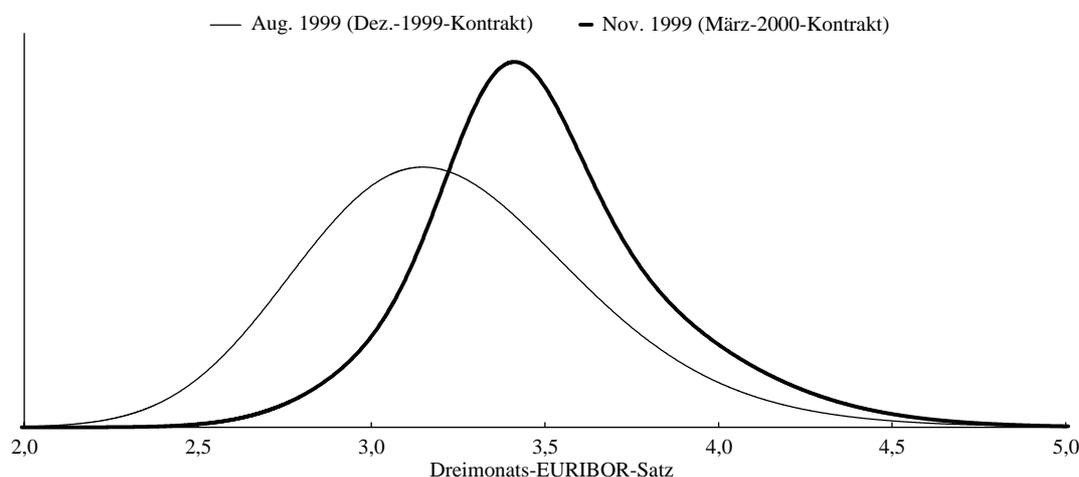
Wie bereits erwähnt sind die impliziten Volatilitäten allgemein bei Kontrakten mit unterschiedlichen Fälligkeitsterminen nicht konstant. So ist insbesondere die implizite Volatilität aus Optionen auf kurzfristige Zinssätze im Eurogebiet tendenziell umso höher, je länger die Restlaufzeit der Option ist. Während im Jahr 1999 die implizite Volatilität von Kontrakten mit Fälligkeit Juni 2000 weitgehend über der entsprechenden Volatilität des Kontrakts mit Fälligkeit Dezember 1999 lag, erhöhte sich jedoch am Ende des dritten Quartals 1999 die implizite Volatilität für De-

zember 1999 erheblich und lag über der impliziten Volatilität der Optionen mit Fälligkeit Juni 2000. Dies war wohl das Ergebnis der gestiegenen Besorgnis am Markt hinsichtlich des Jahrtausendwechsels und der Tatsache, dass die Kontrakte mit Fälligkeit Dezember 1999 am stärksten von der Unsicherheit bezüglich des Zeitpunkts eines geldpolitischen Kurswechsels der EZB betroffen waren. Die Erhöhung der Zinssätze durch die EZB am 4. November 1999 führte zu einem ausgeprägten Rückgang der impliziten Volatilität der Dezember-1999-Kontrakte, die deutlich unter das Niveau der impliziten Volatilität aus Optionen mit Fälligkeit Juni 2000 sank.

Wie bei den Rentenmärkten können die impliziten risikoneutralen Dichten die aus den Finanzmärkten gewonnenen Informationen verbessern, indem sie eine Untersuchung verschiedener Aspekte der am Markt unterstellten Unsicherheit gestatten. Zur Veranschaulichung werden in Abbildung 8 zwei implizite risikoneutrale Dichten verglichen, die von Optionen auf Futures-Kontrakte auf den Dreimonats-EURIBOR-Satz mit ähnlichen Restlaufzeiten abgeleitet wurden. Die eine Dichte wurde unter Verwendung der gegen Mitte August 1999 festgestellten Optionspreise für den Kontrakt Dezember 1999 geschätzt, und die zweite Dichte entspricht den wenige Tage nach dem Zinserhöhungs-

Abbildung 8

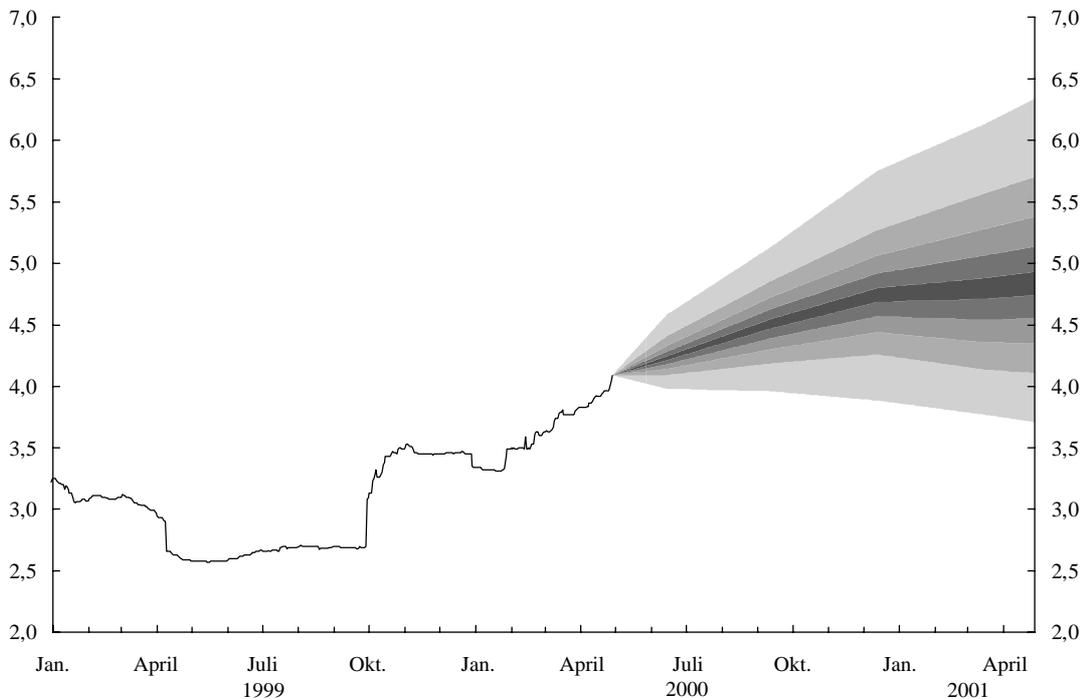
Implizite risikoneutrale Dichten für den Dreimonats-EURIBOR-Satz



Quellen: Reuters und EZB-Schätzung.

Abbildung 9

Dreimonats-EURIBOR-Satz und Konfidenzintervallbänder der impliziten risikoneutralen Dichten am 28. April 2000



Quellen: Reuters und EZB-Schätzung.

Anmerkung: Die ununterbrochene Linie zeigt die Entwicklung des Dreimonats-EURIBOR-Satzes zwischen Anfang 1999 und dem 28. April 2000, während die Konfidenzintervallbänder die Dezile des zukünftigen Dreimonats-EURIBOR-Satzes auf der Grundlage der impliziten risikoneutralen Dichten der Options- und Terminkurse am 28. April 2000 darstellen. Das dunkelste mittlere Band entspricht 10 % der impliziten risikoneutralen Wahrscheinlichkeitsmasse. Jedes weitere Band deckt weitere 20 Prozentpunkte ab, sodass das äußerste Band 90 % der impliziten Wahrscheinlichkeitsmasse umfasst.

beschluss der EZB vom 4. November 1999 gehandelten Optionspreisen für März 2000. Die Abbildung zeigt, dass der Grad der Unsicherheit der Finanzmarkterwartungen nach der Zinserhöhung eine geringere Streuung aufwies, während sich der Durchschnitt der Verteilung gegenüber drei Monaten zuvor nach rechts verlagert hatte. Diese Veränderungen der geschätzten risikoneutralen Dichte lassen vermuten, dass nach dem Zinsbeschluss die Marktunsicherheit bezüglich der Entwicklung der zukünftigen kurzfristigen Zinssätze abgenommen hatte, während das erwartete Niveau des Dreimonats-EURIBOR-Satzes auf Sicht von rund vier Monaten gemessen am Terminkurs gestiegen war. Jedoch signalisierte die gegenüber August 1999 etwas weniger starke positive Schiefe im November, dass der Markt nach dem Zinsbeschluss die Wahrscheinlichkeit unerwartet hoher Zinsen am Verfalltag der Op-

tionen geringer einschätzte als die Wahrscheinlichkeit unerwartet niedriger Zinsen.

Die in den impliziten risikoneutralen Dichten für Kontrakte mit unterschiedlichen Fälligkeiten enthaltenen Informationen können einfach und problemlos aufgezeigt werden, indem der historische Dreimonats-EURIBOR-Satz und ein „Fächer-Diagramm“ abgebildet werden, welches die unterschiedlichen Dezile des zukünftigen EURIBOR-Satzes anzeigt. Dies ist in Abbildung 9 zu sehen, wo eine Zeitreihe des Dreimonats-EURIBOR-Satzes für den Zeitraum von Anfang 1999 bis Ende April 2000 sowie die Konfidenzintervallbänder dargestellt sind, die den auf der Basis der Optionspreise vom 28. April geschätzten impliziten Wahrscheinlichkeiten von 10, 30, 50, 70 und 90 Prozent entsprechen. Das breiteste Band umfasst insgesamt 90 % der impliziten risikoneutralen Wahr-

scheinlichkeitsmasse für den zukünftigen EURIBOR-Satz. Oder anders gesagt: Anhand der vorherrschenden Optionspreise maß der Markt dem zukünftigen Dreimonats-EURIBOR-Satz, der zu verschiedenen zukünftigen Zeitpunkten innerhalb dieses Konfidenzintervallbands liegt, eine Wahrscheinlichkeit von 90 % bei. Die Abbildung zeigt einen Aufwärtstrend der erwarteten EURIBOR-Sätze, was den Marktpreisen der Futures-Kontrakte am 28. April entspricht. Darüber hin-

aus werden die Konfidenzintervallbänder mit steigendem Zeithorizont immer breiter; dies signalisiert die größere Unsicherheit über die künftigen Sätze zu weiter in der Zukunft liegenden Zeitpunkten. Außerdem ist die leicht positive Schiefe der impliziten risikoneutralen Dichten aus den Konfidenzintervallbändern oberhalb des mittleren Bands ersichtlich, die etwas breiter als die darunter liegenden Bänder sind.

4 Schlussbemerkungen

Finanzmarktindikatoren können Zentralbanken zeitnahe und in die Zukunft gerichtete Informationen in Form der Markterwartungen bezüglich einer Reihe von Fundamentalfaktoren wie etwa der zukünftigen Inflations- und Konjunkturentwicklung liefern, die für die Umsetzung der Geldpolitik wichtig sind. In diesem Zusammenhang sollte darauf hingewiesen werden, dass Finanzmärkte erwartete Veränderungen der Leitzinssätze bei der Festsetzung der Preise von Finanzanlagen antizipieren oder „einpreisen“. Es ist für die Geldpolitik daher stets nützlich, auch diese Markterwartungen bezüglich der Veränderungen der kurzfristigen Zinsen zu analysieren, um zu beurteilen, welche geldpolitischen Erwartungen den Erwartungen an den Finanzmärkten in Bezug auf das Wirtschaftswachstum und die Preissteigerung zu Grunde liegen.

Die geldpolitische Strategie des Eurosystem gewährleistet, dass die in den Finanzmarktvariablen enthaltenen Informationen bei der Umsetzung der Geldpolitik angemessen be-

rücksichtigt werden. So hat das Eurosystem für die Geldpolitik einen auf zwei Säulen beruhenden Ansatz gewählt, in dem der Analyse des Informationsgehalts der Geldmengenaggregate eine herausragende Rolle zugewiesen wird; daneben werden eine breite Palette anderer Indikatoren bei der Bewertung der Risiken für die Preisstabilität berücksichtigt. Die Finanzmarktpreise sind als zeitnahe und in die Zukunft gerichtete Indikatoren der Markterwartungen und der unterstellten Unsicherheiten für die zweite Säule der geldpolitischen Strategie von großer Bedeutung.

Die von den Finanzmarktpreisen abgeleiteten Markterwartungen bezüglich der Konjunktur- und Inflationsentwicklung können jedoch die eigene Einschätzung der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung durch die Zentralbank nicht ersetzen. Vielmehr können derartige Indikatoren lediglich zusätzliche Informationen liefern, die für eine Überprüfung der Einschätzung der Zentralbank herangezogen werden können.

Anhang

Schätzungen impliziter risikoneutraler Dichten

Dieser Anhang erläutert kurz, wie implizite risikoneutrale Dichten (RNDs) unter Verwendung der festgestellten Marktpreisnotierungen von Options- und Futures-Kontrakten geschätzt werden können. Zwar gibt es eine Reihe unterschiedlicher Verfahren für Schätzungen von impliziten RNDs, jedoch konzentriert sich dieser Anhang auf die Methode, die zur Ableitung der in diesem Artikel dargestellten Dichten verwendet wurde.¹ Wie bereits in Kasten 1 erwähnt wurde, kann der Preis von Optionen nach dem Prinzip der risikoneutralen

¹ Hinsichtlich einer Erörterung anderer Verfahren zur Schätzung impliziter RNDs siehe z. B. Jackwerth, J. C. (1999), „Option-implied risk-neutral distributions and implied binomial trees: A literature review“, *Journal of Derivatives*, Vol. 7, No. 2, Seite 66-82).

Bewertung festgelegt werden. Nach dieser Methode kann der Preis einer „europäischen“ Option als der Gegenwartswert der erwarteten zukünftigen Auszahlungen der Option ausgedrückt werden, wobei die Erwartungen als „risikoneutrale Wahrscheinlichkeitsmessgröße“ verstanden werden und der Diskontsatz der risikofreie Zinssatz während der Laufzeit der Option ist.

Betrachtet werden soll eine europäische Kaufoption mit Preis c zum Zeitpunkt t auf einen Basiswert mit Kurs S . Der Ausübungspreis der Option sei X und der Fälligkeitstag der Option der zukünftige Zeitpunkt T . Der Preis der Kaufoption zum Zeitpunkt t kann wie folgt dargestellt werden:

$$c = e^{-r(T-t)} \int_X^{\infty} f^*(S_T) (S_T - X) dS_T,$$

wobei r den risikofreien Zinssatz und $f^*(S_T)$ die risikoneutrale Dichtefunktion für den Kurs des Basiswerts am Verfalltag darstellt. Die Preise europäischer Verkaufsoptionen können ähnlich festgestellt werden. Da der Preis einer Option nach der obigen Formel eine Funktion der risikoneutralen Dichtefunktion darstellt, sollten die am Markt festgestellten Optionspreise Anhaltspunkte über diese Dichte liefern. In der Tat kann die RND $f^*(S_T)$ geschätzt werden, vorausgesetzt, dass eine hinreichend große Anzahl an zum selben Zeitpunkt notierten Optionen mit unterschiedlichen Ausübungspreisen vorhanden ist.

Eine Vorgehensweise bei einer Schätzung der RND besteht in der Annahme einer speziellen strukturellen Form für die Dichte und anschließend in einer Schätzung der speziellen Form der Dichte, die Optionspreise ergibt, die möglichst nahe an den beobachteten Marktpreisen liegen. Nach Melick und Thomas (1997)² erhält man das folgende Ergebnis, vorausgesetzt, eine Mischung von zwei Log-Normalverteilungen ist flexibel genug, die zugrundeliegende Verteilung für den zukünftigen Kurs des Basiswerts S_T zu beschreiben:

$$f^*(S_T) = \theta g_1(\alpha_1, \beta_1, S_T) + (1 - \theta) g_2(\alpha_2, \beta_2, S_T),$$

wobei gilt

$$g_i(\alpha_i, \beta_i, S_T) = \frac{1}{S_T \beta_i \sqrt{2\pi}} \exp\left(-\frac{(\ln S_T - \alpha_i)^2}{2\beta_i^2}\right), \quad i = 1, 2$$

und wobei α_i und β_i jeweils Lage- und Streuungsparameter für die Log-Normalverteilungen sind, die den Durchschnitt und die Varianz der Verteilungen bestimmen. Der Parameter θ ist ein Gewichtsparameter, der die relativen Gewichte der zwei Lognormalen in der Schlussverteilung bestimmt.

Vorausgesetzt, dass eine hinreichend große Anzahl an zum selben Zeitpunkt beobachteten Kaufs- und Verkaufsoptionspreisen mit gleichen Restlaufzeiten, aber unterschiedlichen Ausübungspreisen vorhanden ist, können die Parameter der Verteilung $\Theta = \{\alpha_1, \alpha_2, \beta_1, \beta_2, \theta\}$ bestimmt werden, indem sie so gewählt werden, dass die Unterschiede zwischen den festgestellten und den theoretischen Optionspreisen minimiert werden. Wenn c_j einen der m zu beobachtenden Preise der Kaufoption und p_j einen der n verfügbaren Preise der Verkaufsoption sowie $c_j^*(\Theta)$ und $p_j^*(\Theta)$ die entsprechenden Optionspreise aus der angenommenen RND darstellen, können die fünf Parameter der Mischung der Lognormalen durch eine Minimierung der Summe der Quadrate der Abweichungen zwischen den festgestellten Preisen und den entsprechenden theoretischen Preisen geschätzt werden:

$$\Theta = \underset{\Theta}{\operatorname{argmin}} \sum_{j=1}^m (c_j - c_j^*(\Theta))^2 + \sum_{j=1}^n (p_j - p_j^*(\Theta))^2$$

Zusätzliche Informationen erhält man, wenn der Terminkurs und der entsprechende theoretische Terminkurs aus der angenommenen Verteilung zusätzlich in die Minimierung einfließen. In der Praxis ist die Minimierung erheblich vereinfacht, da geschlossene Lösungen für Options- und Terminkurse bestehen, wenn die Annahme gilt, dass die Verteilung des Kurses des Basiswerts eine Mischung von Lognormalen ist.

² Melick, W. R. und Thomas, C. P. (1997), „Recovering an asset's implied PDF from option prices: An approach to crude oil during the Gulf crisis“, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 32, Seite 91-115.

Entwicklung und Strukturmerkmale der Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet

Die Arbeitslosenquote im Euroraum ist nach wie vor hoch. Sie hat sich seit Anfang der Sechzigerjahre ungefähr verdreifacht. Die in diesem Artikel untersuchte Entwicklung von Beschäftigung, Nichterwerbsbeteiligung und Arbeitslosigkeit verlief im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten sehr unterschiedlich. In den letzten 40 Jahren war im Euroraum eine insgesamt sinkende Beschäftigungsquote und eine steigende Arbeitslosenquote zu verzeichnen. Arbeitsmarktprobleme betreffen offenbar bestimmte Gesellschaftsgruppen besonders stark, wie zum Beispiel Frauen, jüngere und ältere sowie weniger qualifizierte Arbeitnehmer, während die Situation der Männer mittleren Alters (d. h. der 30- bis 59-Jährigen) im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten weitgehend vergleichbar ist. In einigen Ländern des Euroraums besteht ein deutliches regionales Gefälle bei der Arbeitslosigkeit. Außerdem stellt die Langzeitarbeitslosigkeit ein gravierendes EWU-weites Problem dar.

Die Probleme der Arbeitsmärkte im Euroraum dürften mit einer Reihe von strukturellen Faktoren zusammenhängen, zu denen Arbeitsanreize, zu hohe Arbeitskosten, mangelnde qualifikationsbedingte oder geographische Übereinstimmung von Arbeitsangebot und -nachfrage („Mismatch“), staatliche Regelungen und der langanhaltende Ausschluss aus dem Erwerbsleben zählen. Zur Behebung dieser Probleme wurden zahlreiche arbeitsmarktpolitische Maßnahmen ergriffen, die auch in diesem Artikel Erwähnung finden. In den letzten Jahren verstärkte die Europäische Union (EU) ihre Anstrengungen zur Förderung durchgreifender struktureller Reformen zur Verbesserung der Funktionsweise der Arbeitsmärkte. Die Umsetzung solcher Reformen ist jedoch in erster Linie Sache der nationalen Regierungen und der Sozialpartner, und die nötigen Reformen sind abhängig von den besonderen Gegebenheiten des Arbeitsmarktproblems im jeweiligen Land. Eine erhebliche und nachhaltige Verringerung der Arbeitslosigkeit im Euroraum erfordert weitere umfassende strukturelle Verbesserungen der Funktionsweise der Arbeitsmärkte.

I Einleitung

Trotz des jüngsten Rückgangs ist die Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet immer noch rund dreimal so hoch wie Anfang der Sechzigerjahre. Um die Ursachen für diesen trendmäßigen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verstehen sowie die Maßnahmen, die zur Gewährleistung der Nachhaltigkeit des jüngsten Rückgangs ergriffen werden könnten, muss die Entwicklung der Arbeitsmärkte im Euroraum, insbesondere der Beschäftigung und Nichterwerbsbeteiligung, genau untersucht werden. Aufschlussreich ist dabei eine Unterteilung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in drei Gruppen: Erwerbstätige, Nichterwerbspersonen und Arbeitslose (siehe Erläuterung in Kasten I). Dabei werden auch ausgewählte Vergleiche mit den Vereinigten Staaten gezogen.

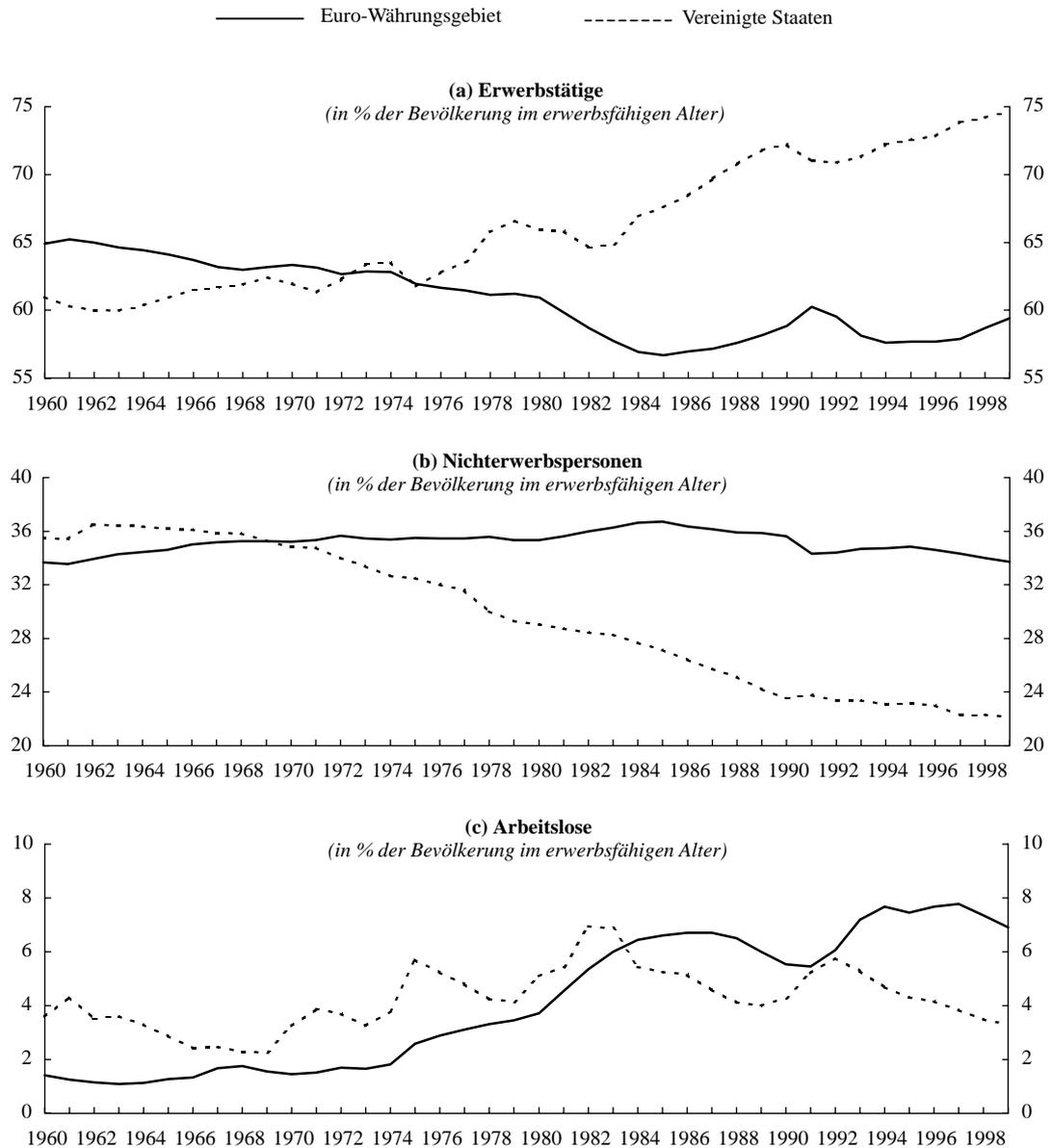
1960 waren 64,6 % der gesamten EWU-Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter erwerbstätig (siehe Abbildung I(a)). Die Quote lag damit 3,6 Prozentpunkte über dem entspre-

chenden Anteil in den Vereinigten Staaten. Danach sank die Beschäftigungsquote im Euroraum auf 59,4 % im Jahr 1999, während sie in den Vereinigten Staaten kontinuierlich - und ab 1984 deutlich beschleunigt - zunahm und 1999 74,6 % erreichte. In den Vereinigten Staaten ging die Beschäftigungszunahme mit einem deutlichen Anstieg der Erwerbsbeteiligung einher (siehe Abbildung I(b)).

Eine ähnliche Entwicklung ist auch bei der Arbeitslosigkeit zu beobachten (siehe Abbildung I(c)). 1960 waren nur 1,4 % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter im Euro-Währungsgebiet arbeitslos. Der Anteil der Arbeitslosen im erwerbsfähigen Alter stieg daraufhin kontinuierlich und ab 1975 besonders drastisch an, blieb jedoch bis 1984 unter der entsprechenden Quote in den Vereinigten Staaten. Seitdem lag der Anteil der Arbeitslosen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter im Euroraum konstant über der entsprechenden Quote in den Vereinigten

Abbildung 1

Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten von 1960 bis 1999



Quelle: OECD.

Anmerkung: Angaben zu Erwerbstätigen und Nichterwerbspersonen im Euroraum ohne Österreich und Frankreich von 1960 bis 1964 sowie ohne die Niederlande von 1960 bis 1968. Arbeitslosenquote des Euro-Währungsgebiets ohne Österreich von 1960 bis 1964 sowie ohne Luxemburg von 1960 bis 1973. Alle Angaben zum Euroraum für das Jahr 1999 ohne Finnland, Luxemburg, Irland und Portugal. Ausführliche Informationen siehe Kasten 1.

Staaten und erreichte im Jahr 1999 6,9 %. Demgegenüber waren 1999 in den USA nur 3,3 % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter arbeitslos. Dieser Anteil hat sich gegenüber 1960 trotz des vorübergehenden Rekordstands von 7,0 % im Jahr 1983 kaum geändert.

Im Gegensatz zu früheren Aufschwungphasen nahm die Beschäftigung im Euroraum in den beiden Phasen der wirtschaftlichen Erholung zwischen 1985 und 1991 sowie ab 1996 zu, was auch mit einer gewissen Verringerung der Arbeitslosigkeit verbunden war. Der weitere Anstieg der Arbeitslosigkeit in den

Kasten I

Analyse der Entwicklung am Arbeitsmarkt

Es gibt keinen einheitlichen Ansatz für die Analyse der Entwicklung und Merkmale des Arbeitsmarkts. In den letzten Jahren wurde die Arbeitsmarktentwicklung in der Fachliteratur zunehmend anhand von Stromgrößen untersucht. Unter diesem Blickwinkel setzt sich die Arbeitslosigkeit zusammen aus der Dauer der Arbeitslosigkeit und der Wahrscheinlichkeit arbeitslos zu sein, die mit den Bewegungen auf dem Arbeitsmarkt und aus dem Arbeitsmarkt heraus zusammenhängen. Diesem Analyseansatz zufolge ist die Arbeitslosigkeit umso größer, je länger sie dauert und je geringer die Bewegungen auf dem Arbeitsmarkt sind. Einige Studien, in denen die nationalen Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet mit dem Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten verglichen werden, legen nahe, dass die Bewegungen in den Vereinigten Staaten viel stärker sind. Die Studien bringen dies mit der größeren Arbeitsplatzsicherheit an den Arbeitsmärkten im Euroraum in Verbindung. Da jedoch auf EWU-Ebene keine vergleichbaren Stromgrößen vorliegen, schied dieser Ansatz für die Analyse in diesem Artikel aus.

Stattdessen konzentriert sich diese Untersuchung auf die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter (d. h. auf die 15- bis 64-Jährigen), die in drei große Gruppen unterteilt wird: Erwerbstätige, Nichterwerbspersonen und Arbeitslose. Der in der Einleitung dieses Artikels verwendete einfache Ansatz auf der Grundlage von OECD-Statistiken liefert aussagekräftige Ergebnisse, weil er um das Bevölkerungswachstum bereinigt ist, was bei einem Vergleich der Entwicklung im Euro-Währungsgebiet mit der in den Vereinigten Staaten von Bedeutung ist. Mit diesem Ansatz wird außerdem deutlich, welche Rolle Änderungen in der Beschäftigung und der Erwerbsbeteiligung bei der Entwicklung der Arbeitslosigkeit im Euroraum spielen. Indem man einen längeren Zeitraum untersucht, lässt sich auch ausschließen, dass die konjunkturellen gesamtwirtschaftlichen Faktoren als Hauptursache der beobachteten Entwicklung erscheinen. Im Hauptteil dieses Artikels werden Erwerbstätigkeit, Nichterwerbsbeteiligung und Arbeitslosigkeit unter Zugrundelegung der unten beschriebenen Daten aus den Arbeitskräfteerhebungen für den Euroraum eingehender untersucht.

Verwendete Definitionen und Daten

In diesem Artikel werden die standardisierten Definitionen der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) verwendet. Eine Ausnahme bildet die Einleitung, die auf nicht vollständig mit den IAO-Definitionen übereinstimmenden OECD-Statistiken beruht.

- Erwerbstätige: alle Personen, die im Berichtszeitraum als Arbeitnehmer beschäftigt waren oder als Selbständige einem Erwerb nachgingen. Dazu zählen auch jene Arbeitnehmer und Selbständigen, die vorübergehend, beispielsweise wegen Krankheit, Urlaub oder Arbeitskampf, nicht tätig waren.
- Arbeitslose: alle Personen, die im Berichtszeitraum keiner Beschäftigung nachgingen, die aber Arbeit suchten und tatsächlich verfügbar waren.
- Erwerbspersonen: alle Personen, die entweder zu den Erwerbstätigen oder zu den Arbeitslosen zu rechnen sind; die Nichterwerbspersonen umfassen dagegen alle Personen im erwerbsfähigen Alter, die nicht am Erwerbsleben beteiligt sind.

Die verwendeten Daten stammen aus drei Quellen: der von Eurostat durchgeführten Arbeitskräfteerhebung, den Labour Force Statistics der OECD sowie den US Bureau of Labor Statistics.

- Eurostat führt seit 1983 jedes Jahr im Frühjahr eine Arbeitskräfteerhebung in den EU-Mitgliedstaaten durch und wertet sie aus. Für die Länder des Euro-Währungsgebiets liegen keine Informationen aus der Zeit vor ihrem EU-Beitritt vor (d. h. für Spanien und Portugal vor 1986 und für Österreich und Finnland vor 1995). Die Angaben zum Euroraum vor 1995 sind daher geschätzt, wobei die noch nicht beigetretenen

Länder erforderlichenfalls unberücksichtigt blieben. Seit 1983 ist die Arbeitskräfteerhebung von Eurostat weiterentwickelt worden. Ausführlichere Fragebögen wurden eingeführt, und insbesondere im Jahr 1991 wurden wichtige Änderungen vorgenommen. Daher liegen manche Datenreihen erst ab 1991 vor (Arbeitsverhältnisse, Aufschlüsselung nach Sektoren und Altersklassen usw.). Bei Redaktionsschluss dieser Monatsberichtsausgabe waren detailliertere Daten aus der Arbeitskräfteerhebung für 1999 teilweise noch nicht verfügbar. Soweit nicht anders angegeben, stammen die Angaben für das Euro-Währungsgebiet in Punkt 2, 3, und 4 dieses Artikels aus der Arbeitskräfteerhebung.

- Die OECD pflegt einen Bestand an Arbeitsmarktdaten, die aus nationalen Umfragen gewonnen werden. Diese Datenbank ist für langfristige Analysen hilfreich, da die Datenreihen, wie aus dem ersten Teil dieses Artikels ersichtlich, bis Anfang der Sechzigerjahre zurückreichen.
- Für die Vereinigten Staaten wurden die Angaben, soweit keine Statistiken der OECD vorlagen, anhand der US Bureau of Labor Statistics auf einer möglichst vergleichbaren Basis errechnet.

Wegen der nur begrenzt verfügbaren Angaben ist es nicht immer möglich, bei den in diesem Artikel verwendeten Datenreihen denselben Zeitraum zu Grunde zu legen. Ferner enthalten die Tabellen und Abbildungen nicht alle in diesem Artikel genannten Zahlen. Die nicht dort aufgeführten Daten stammen aus den oben erwähnten Quellen und können auf Anfrage zur Verfügung gestellt werden.

Neunzigerjahren hing eher mit einem leichten Anstieg der Erwerbsbeteiligung ab Mitte der Achtzigerjahre zusammen als mit einem weiteren Rückgang der Beschäftigungsquote,

der zuvor ausschlaggebend gewesen war. Soweit Angaben dazu vorliegen, werden diese Entwicklungen im Folgenden genauer untersucht.

2 Beschäftigungsentwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Im zweiten Quartal 1999 gab es im Euroraum rund 117 Millionen Erwerbstätige. Wie bereits erläutert, ist die Beschäftigungsquote mit rund 60 % der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter seit Mitte der Achtzigerjahre weitgehend unverändert geblieben, während in den Vereinigten Staaten ein langanhaltender Aufwärtstrend bei der Beschäftigung zu verzeichnen war. Die Beschäftigungslage variiert in den einzelnen Ländern des Euroraums jedoch erheblich. In den Niederlanden, Österreich, Portugal, Deutschland und Finnland liegen die Beschäftigungsquoten zwischen 60 % und 70 %. In Luxemburg, Irland, Frankreich und Belgien werden Beschäftigungsquoten von annähernd 60 % und in den beiden anderen Ländern (Italien und Spanien) von rund 50 % verzeichnet. Hinter diesen aggregierten Zahlen verbergen sich außerdem erhebliche Unterschiede in der Entwicklung der einzelnen Beschäftigungsgruppen.

Niedrige Beschäftigungsquoten bei Frauen, Jugendlichen und Erwerbspersonen mit geringer Qualifikation

1999 lag der Anteil erwerbstätiger Frauen an der Gesamtbevölkerung im Euroraum 18 Prozentpunkte unter dem Anteil in den Vereinigten Staaten, und die jeweiligen Anteile erwerbstätiger Männer differierten um 12 Prozentpunkte. Seit Ende der Achtzigerjahre ist die Beschäftigungsquote der Frauen im Euro-Währungsgebiet jedoch gestiegen, während die der Männer kontinuierlich zurückgegangen ist. Infolgedessen hat sich der Unterschied zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum im Hinblick auf die Beschäftigungsquoten bei den Männern tendenziell vergrößert, ist bei den Frauen jedoch weitgehend gleich geblieben. Auch in den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets unterscheiden sich die Beschäftigungsquoten sowohl bei

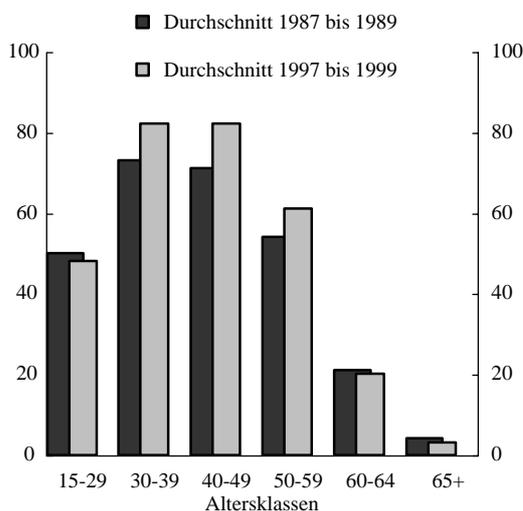
den Männern als auch bei den Frauen, wobei die Unterschiede zwischen den Beschäftigungsquoten der Frauen größer sind.

Eine Aufschlüsselung der Beschäftigungsquoten im Euroraum nach Altersklassen zeigt einen Anstieg bei den Erwerbstätigen mittleren Alters (zwischen 30 und 59 Jahren) und einen Rückgang bei den jungen (15- bis 29-jährigen) sowie bei den älteren (über 60-jährigen) Erwerbstätigen in den letzten 15 Jahren. Diese Entwicklung ist aus Abbildung 2 ersichtlich, die auf einen nach Altersklassen aufgeschlüsselten Vergleich der Beschäftigungsquoten Ende der Achtziger- und der Neunzigerjahre abstellt. Der Rückgang der Beschäftigungsquoten bei jungen Menschen könnte zum Teil auf längere Ausbildungszeiten zurückzuführen sein. Bei den älteren Arbeitnehmern hängt er möglicherweise mit der Umsetzung von Vorruhestandsregelungen in mehreren Ländern zusammen. In diesem Zusammenhang ist erwähnenswert, dass solche Regelungen oft als kurzfristige Lösung zum Abbau von Arbeitsplätzen in im Niedergang befindlichen Wirtschaftssektoren genutzt wurden. In jüngerer Zeit sind diese Regelungen zum Teil jedoch auch dazu eingesetzt worden, um die Arbeitsplätze älterer Erwerbstätiger für jüngere freizumachen, in der Hoffnung, dass so die Beschäftigungsaussichten für junge Menschen verbessert werden können.

In den letzten Jahren hat der Zuwachs an Arbeitsplätzen zu einem Anstieg des Anteils hoch qualifizierter Fachkräfte und einem Rückgang des Anteils der Arbeitnehmer mit geringer Qualifikation geführt. Im Jahr 1997 (aktuellere Angaben liegen noch nicht vor) verfügten rund 23 % der Erwerbstätigen im Alter von 25 bis 59 Jahren über eine Hochschulbildung. 1992 hatte dieser Anteil noch bei etwa 20 % gelegen. Gleichzeitig nahm der Anteil der Personen mit unterer Sekundarschulbildung oder niedrigerer Schulbildung von 43 % im Jahr 1992 auf 33 % im Jahr 1997 ab. Diese Entwicklung lässt sich teilweise durch einen Anstieg des durchschnittlichen Bildungsniveaus der Gesamtbevölkerung erklären, spiegelt jedoch auch die unter-

Abbildung 2 Beschäftigungsquote im Euro-Währungsgebiet nach Altersklassen

(in % der Gesamtbevölkerung in jeder Altersklasse)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Angaben für die Jahre vor 1994 sind Schätzungen der EZB.

schiedlichen Beschäftigungsaussichten dieser Erwerbspersonen wider. 1997 hatten über 80 % der hoch qualifizierten Fachkräfte einen Arbeitsplatz, verglichen mit weniger als 60 % der Erwerbspersonen mit geringer Qualifikation. Die Beschäftigungsentwicklung in den einzelnen Berufsgruppen verläuft ähnlich. Zum Beispiel ist der Anteil der hoch qualifizierten Fach- und Führungskräfte gestiegen, während der Anteil der Arbeitnehmer mit geringer Qualifikation, wie z. B. der Hilfsarbeitskräfte, rückläufig ist.

Sektorale Beschäftigung verlagert sich in Richtung Dienstleistungssektor

Wie in den Vereinigten Staaten ist auch im Euro-Währungsgebiet ein kontinuierlicher Trend zur Dienstleistungsgesellschaft zu beobachten (siehe Tabelle I), wobei jedoch bedeutende Unterschiede bestehen. Erstens ist trotz eines anhaltenden Rückgangs der Anteil der Erwerbstätigen in der Landwirtschaft im Euroraum ungefähr doppelt so hoch wie in den Vereinigten Staaten (5,1 % bzw. 2,7 % im Jahr 1998). Zweitens sind im Euro-Währungs-

Tabelle I
Erwerbstätige nach Wirtschaftssektoren

(in % der gesamten zivilen Erwerbstätigen)

	1978	1998
Euro-Währungsgebiet		
Landwirtschaft	11,8	5,1
Industrie	38,8	30,4
Dienstleistungssektor	49,4	64,5
Vereinigte Staaten		
Landwirtschaft	3,7	2,7
Industrie	31,1	23,6
Dienstleistungssektor	65,2	73,7

Quelle: OECD.

gebiet mehr Personen in der Industrie beschäftigt als in den Vereinigten Staaten (30 % bzw. 24 %). Und schließlich ist die Beschäftigung im Dienstleistungssektor des Euroraums zwar seit 1978 um rund 15 Prozentpunkte gestiegen, sie liegt jedoch noch immer deutlich unter dem Anteil in den Vereinigten Staaten (64 % bzw. 74 %). Dieser Unterschied dürfte teilweise damit zusammenhängen, dass die wirtschaftliche Liberalisierung im Euro-Raum langsamer – wenn auch mit zunehmendem Tempo – vorankommt und dass die Gründung neuer Unternehmen mit größeren administrativen Hürden verbunden ist, was die Entwicklung des Dienstleistungssektors beeinträchtigt haben könnte. Ferner haben verkrustete Lohnstrukturen im Euro-Währungsgebiet möglicherweise die Schaffung von weniger produktiven Arbeitsplätzen behindert, die einen Großteil des Beschäftigungspotentials im Dienstleistungssektor ausmachen. Die unterschiedlichen Beschäftigungsanteile im Dienstleistungssektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten spiegeln sich in den jeweiligen Anteilen an der gesamtwirtschaftlichen Produktion wider. Dies zeigt, dass sich der geringere Anteil der Beschäftigung im Dienstleistungssektor des Euroraums nicht aus der höheren Produktivität, sondern aus der geringeren Größe dieses Sektors ergibt.

Eine genauere Untersuchung der sektoralen Aufgliederung aller Arbeitnehmer außerhalb der

Landwirtschaft (siehe Abbildung 3) zeigt, dass der Unterschied zwischen der jeweiligen Größe des industriellen Sektors in erster Linie auf das Verarbeitende Gewerbe zurückgeht, das im Euroraum im Jahr 1999 einen Anteil von 23,8 % hatte, während es in den Vereinigten Staaten 14,3 % ausmachte. Es sollte jedoch betont werden, dass dies teilweise damit zusammenhängen könnte, dass der „Outsourcing“-Prozess in den Vereinigten Staaten weitreichender war als im Euroraum. In den Beschäftigungsstatistiken werden durch das Outsourcing einige berufliche Tätigkeiten nun unter dem Dienstleistungssektor statt dem Verarbeitenden Gewerbe erfasst. Dies betrifft sowohl die hoch qualifizierten Fachkräfte beispielsweise im IT-Bereich als auch die Arbeitnehmer mit geringer Qualifikation wie zum Beispiel Reinigungskräfte. Innerhalb des Dienstleistungssektors fällt auf, dass der Anteil der Erwerbstätigen im Bereich Handel, Instandhaltung und Reparatur in den Vereinigten Staaten höher ist. Dies könnte teilweise mit Beschränkungen der Öffnungszeiten in Europa sowie mit Schwierigkeiten bei der Beschäftigung gering qualifizierter Arbeitnehmer auf Grund hoher Arbeitskosten und unangemessener Lohnstrukturen zusammenhängen. Vor diesem Hintergrund wären Beschäftigungszuwächse infolge einer weiteren Liberalisierung im Euro-Raum, insbesondere bei den Dienstleistungen, denkbar.

Zunahme der Teilzeitarbeit

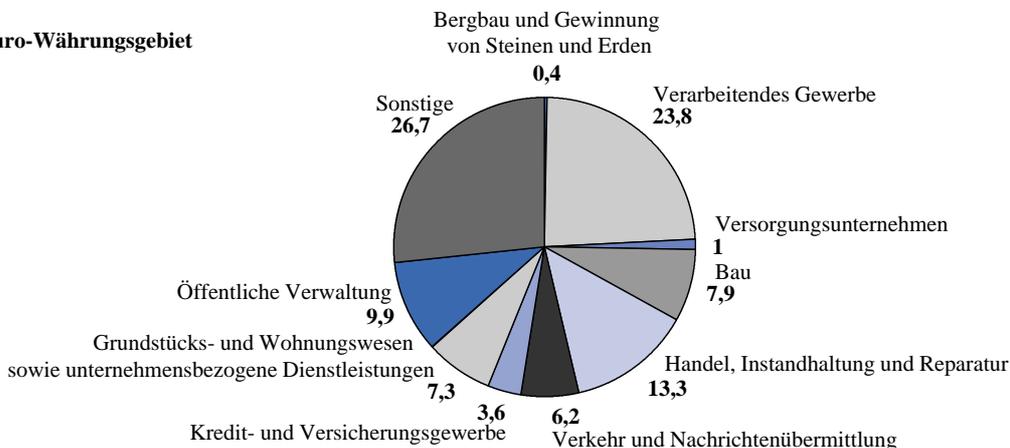
Ein wichtiger Faktor bei der Schaffung von Arbeitsplätzen im Euro-Währungsgebiet in den letzten Jahren war die Zunahme der Teilzeitbeschäftigung. So ist der Anteil der Teilzeitarbeit an der Gesamtbeschäftigung von 14,2 % im Jahr 1995 auf 16,7 % im Jahr 1999 gestiegen. Diese Zunahme machte mehr als die Hälfte des gesamten Nettozuwachses an Arbeitsplätzen aus. In den letzten Jahren wurden in den EWU-Ländern einige Initiativen gestartet, die diese Art von Arbeitsverträgen fördern sollen. Dazu gehören die Einführung von weniger starren Arbeitszeitregelungen und die Schaffung von besonderen Anreizen durch Verringerungen der Sozialversicherungsbeiträge.

Abbildung 3

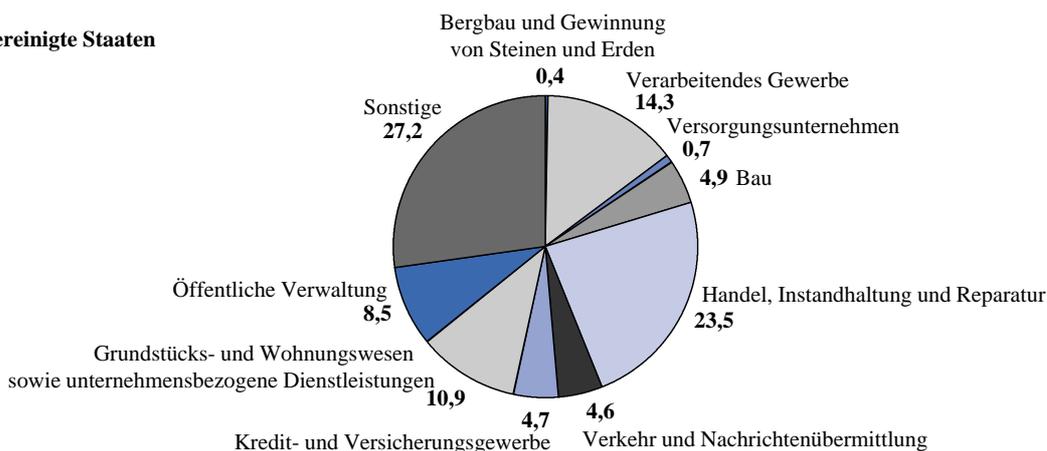
Arbeitnehmer im Jahr 1999 nach Sektoren

(in % aller Arbeitnehmer außerhalb der Landwirtschaft)

Euro-Währungsgebiet



Vereinigte Staaten



Quellen: Eurostat und US Bureau of Labor Statistics.

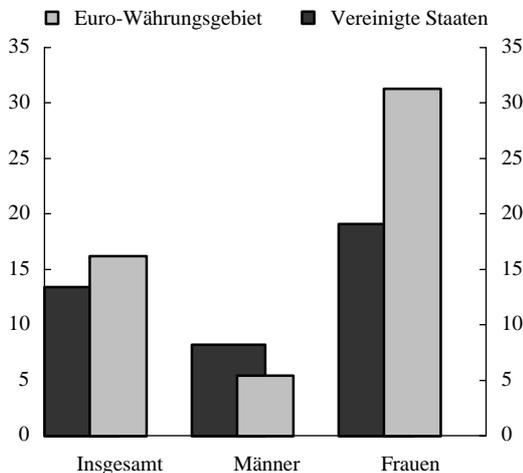
Das Euro-Währungsgebiet lässt sich nach dem jeweiligen Anteil der Teilzeitbeschäftigung in drei Ländergruppen unterteilen. Die Niederlande, in denen rund 40 % der Erwerbstätigen und 70 % der Frauen einer Teilzeitarbeit nachgehen, bilden dabei eine Gruppe für sich. Zur zweiten Gruppe gehören Deutschland, Frankreich, Belgien, Österreich und Irland, wo die Teilzeit-Beschäftigungsquote bei rund 15 % liegt. Finnland, Portugal, Spanien, Italien und Luxemburg bilden mit einer Quote von rund bzw. unter 10 % die dritte Gruppe. Mit Ausnahme der Niederlande spiegeln die länderspezifischen Unterschiede in erster Linie die Unterschiede in den Teilzeit-Beschäftigungsquoten der Frauen wider. Nach

Sektoren aufgeschlüsselt hat der Dienstleistungssektor mit 20 % den höchsten Teilzeitanteil, gefolgt von der Landwirtschaft mit 16 % und der Industrie mit 6,5 %.

Der jeweilige Anteil der Teilzeitarbeit im Euroraum und in den Vereinigten Staaten ist vergleichbar, obwohl er in den USA seit einigen Jahren unverändert auf demselben Niveau verharrt. Ferner ist erwähnenswert, dass zwar sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euro-Währungsgebiet mehr Frauen als Männer einer Teilzeitbeschäftigung nachgehen, dieser Unterschied im Euroraum aber ausgeprägter ist (siehe Abbildung 4).

Abbildung 4 Teilzeitbeschäftigte im Jahr 1999

(in % aller Beschäftigten)



Quellen: Eurostat und OECD.

Anmerkung: Die Angaben zu den Vereinigten Staaten beziehen sich auf 1998.

Zunehmender Anteil zeitlich befristeter Arbeitsverhältnisse

In den letzten Jahren haben die befristeten Arbeitsverträge im Euro-Währungsgebiet zugenommen. 1999 standen 14,9 % aller Erwerbs-

tätigen in einem befristeten Arbeitsverhältnis, während dieser Anteil im Jahr 1995 noch bei 13,2 % gelegen hatte. Männer und Frauen sind ungefähr gleichermaßen davon betroffen, doch zwischen den einzelnen Ländern bestehen große Unterschiede. Spanien hat mit mehr als 30 % die höchste Quote von Zeitarbeitsverträgen; dieser Anteil ist in den letzten Jahren jedoch leicht rückläufig. Italien, Belgien und Österreich rangieren mit einer Quote von rund 8 % am unteren Ende der Skala. In den restlichen Ländern wird ein Anteil befristeter Arbeitsverhältnisse von annähernd 15 % verzeichnet. Zeitarbeitsverträge haben zwar zweifelsohne Flexibilitätadvantage für die Unternehmen, doch könnte eine intensive Nutzung befristeter Arbeitsverträge auch ein Indiz für starre Arbeitsschutzbestimmungen sein, die dazu führen, dass die Unternehmen nur ungern unbefristete Arbeitsverhältnisse eingehen. So fällt auf, dass befristete Arbeitsverträge in Ländern mit weniger strengen Arbeitsschutzbestimmungen, wie den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich, deutlich seltener zum Einsatz kommen, obwohl auch in diesen Ländern in den letzten Jahren eine Zunahme zu beobachten ist.

3 Hoher Anteil von Nichterwerbspersonen im Euro-Währungsgebiet

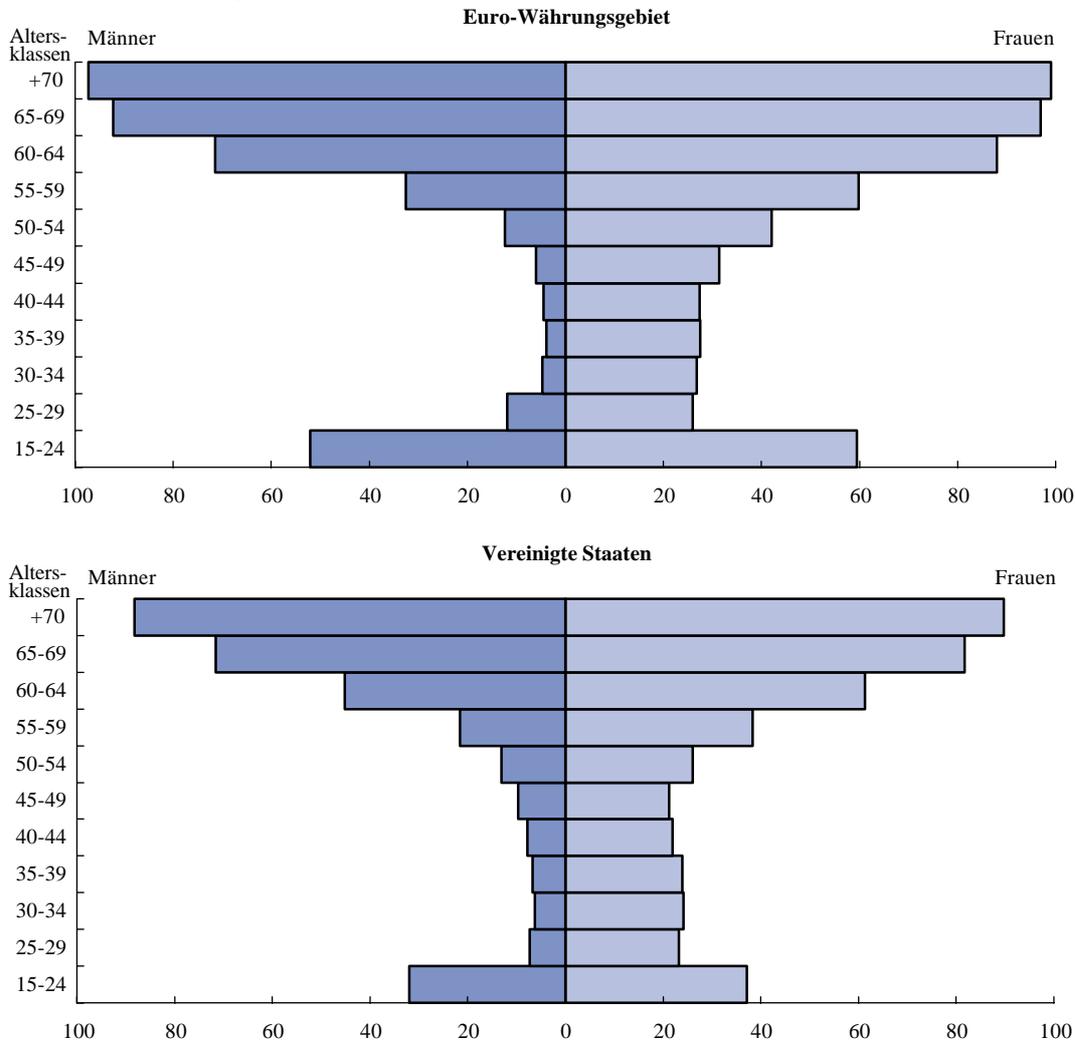
Wie unter Punkt 1 dargelegt, hat sich der Anteil der Nichterwerbspersonen innerhalb des Euro-Währungsgebiets seit den Sechzigerjahren sehr wenig verändert, wohingegen die entsprechende Quote in den Vereinigten Staaten kontinuierlich und rasch zurückgegangen ist. Eine Analyse der verschiedenen Altersklassen bei den Nichterwerbspersonen zeigt, dass der jeweilige Anteil der nicht zu den Erwerbspersonen zu rechnenden Männer im mittleren Altersbereich auf beiden Seiten des Atlantiks annähernd identisch ist, wenngleich die Vereinigten Staaten eine etwas höhere Quote aufweisen (siehe Abbildung 5). Bei den Jugendlichen, den Frauen mittleren Alters und den Älteren bestehen jedoch erhebliche Unterschiede; hier ist der Anteil der Nichterwerbspersonen im Eurogebiet wesentlich höher.

Ein Vergleich der Struktur und Entwicklung der Nichterwerbsbeteiligung in den einzelnen Ländern lässt in der Tendenz darauf schließen, dass die Erwerbsquote langfristig von den Arbeitsmarktbedingungen sowie institutionellen Anreizen und kulturellen Faktoren beeinflusst wird. Eine hohe Arbeitslosigkeit kann ein Hemmnis für den Eintritt von Arbeitnehmern, insbesondere Frauen, in das Erwerbsleben darstellen. Institutionelle Anreize, die vor allem jüngere und ältere Arbeitnehmer vom Eintritt in das Erwerbsleben abhalten, werden mitunter als eine Möglichkeit zur Verringerung der offiziell registrierten Arbeitslosenquote angesehen.

Abbildung 5

Anteil der Nichterwerbspersonen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten im Jahr 1999

(in % der Gesamtbevölkerung)



Quellen: Eurostat und US Bureau of Labor Statistics.

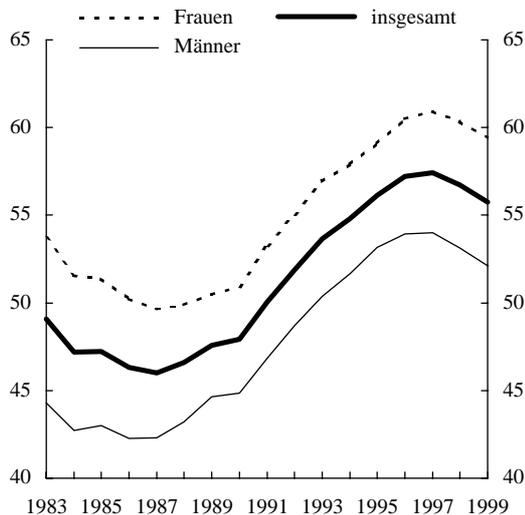
Junge Menschen treten später in das Erwerbsleben ein

Seit Anfang der Achtzigerjahre ist im Euroraum bei den Jugendlichen ein erheblicher Anstieg des Anteils der Nichterwerbspersonen zu verzeichnen, und zwar bei Männern und Frauen gleichermaßen. Während 1999 nur gut ein Drittel der jungen US-Amerikaner nicht im Erwerbsleben stand, schob mehr als die Hälfte der jungen Europäer in der EWU den Einstieg ins Berufsleben hinaus. Der Anteil der Nichterwerbspersonen stieg bei den 15- bis 24-jährigen von 49,0 % im

Jahr 1983 auf 55,7 % im Jahr 1999 (siehe Abbildung 6). Die Entwicklung verlief in allen EWU-Ländern ähnlich, mit Ausnahme der Niederlande, wo die Erwerbsbeteiligung junger Menschen höher ist als 1983. Dies dürfte zum Teil auf eine erhebliche Senkung der Mindestlöhne bei Jugendlichen Anfang der Achtzigerjahre zurückzuführen sein, wodurch sich die Beschäftigungsfähigkeit von Jugendlichen erhöhte. In jüngster Zeit sind in den Niederlanden zudem weitreichende arbeitsmarktpolitische Reformen eingeleitet worden, die vor allem eine frühzeitige und obligatorische Eingliederung arbeitsloser Jugendlicher in das

Abbildung 6
Anteil der Nichterwerbspersonen im
Euro-Währungsgebiet: Bevölkerung im
Alter von 15 bis 24 Jahren

(in % der Gesamtbevölkerung im Alter von 15 bis 24 Jahren)



Quelle: Eurostat.
 Anmerkung: Angaben für die Jahre vor 1994 sind Schätzungen der EZB.

Erwerbsleben begünstigen. In den anderen Mitgliedsländern, insbesondere in Portugal, Frankreich und Luxemburg, ist dagegen ein kräftiger Anstieg des Anteils der Nichterwerbspersonen bei den Jugendlichen zu verzeichnen.

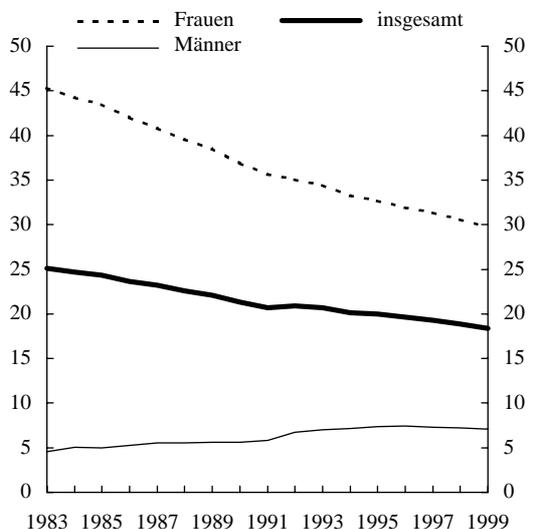
Dieser Trend muss vor dem Hintergrund eines erheblich gestiegenen Interesses an Aus- und Fortbildungsmaßnahmen gesehen werden. Jugendliche treten häufig später in das Berufsleben ein, um ihre berufliche Qualifikation und damit ihre Berufsaussichten zu verbessern. Neuere Untersuchungen weisen jedoch darauf hin, dass sich die ökonomischen und gesellschaftlichen Probleme auf eine „Kerngruppe“ benachteiligter Jugendlicher konzentrieren. Im Jahr 1999 war rund ein Fünftel aller Jugendlichen im Alter zwischen 18 und 24 Jahren im Eurogebiet ohne Arbeit, befand sich nicht in Ausbildung und hatte nur ein begrenztes Bildungsniveau erreicht. Diese Gruppe, die überwiegend aus jungen Männern besteht, machte in Portugal, Italien, Luxemburg und Spanien mehr als 30 % der Bevölkerung im Alter zwischen 18 und 24 Jahren aus.

Deutlicher Anstieg der
Erwerbsbeteiligung von Frauen

Die Beteiligung von Frauen am Erwerbsleben ist sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten seit dem Zweiten Weltkrieg trendmäßig gestiegen. Dies ist Ausdruck langfristiger ökonomischer und sozialer Faktoren, die eine höhere Erwerbsbeteiligung von Frauen bewirkt haben. Dadurch sank der durchschnittliche Anteil der nicht zu den Erwerbspersonen zählenden Frauen im Alter zwischen 25 und 54 Jahren im Eurogebiet deutlich von mehr als 45 % im Jahr 1983 auf 29,7 % im Jahr 1999 (siehe Abbildung 7). Im selben Zeitraum ging auch der entsprechende Anteil in den Vereinigten Staaten von 38,0 % auf 23,2 % zurück. Demzufolge sind Frauen im Alter zwischen 25 und 54 Jahren in den EWU-Ländern der Tendenz nach immer noch in geringerem Maße am Arbeitsmarkt präsent als ihre US-amerikanischen Altersgenossinnen, wenngleich sich der Abstand rasch verringert.

Abbildung 7
Anteil der Nichterwerbspersonen im
Euro-Währungsgebiet: Bevölkerung im
Alter von 25 bis 54 Jahren

(in % der Gesamtbevölkerung im Alter von 25 bis 54 Jahren)



Quelle: Eurostat.
 Anmerkung: Angaben für die Jahre vor 1994 sind Schätzungen der EZB.

Die größten Steigerungsraten im Euro-Währungsgebiet sind eindeutig in den Ländern zu verzeichnen, in denen seit jeher nur wenige Frauen erwerbstätig sind, z. B. in Spanien, den Niederlanden und Irland, wo der Anteil der Nichterwerbspersonen bei den Frauen seit 1983 um mehr als 40 Prozentpunkte gesunken ist. Dabei dürften vor allem in den Niederlanden flexiblere Arbeitszeitregelungen wie beispielsweise die Teilzeitarbeit eine Rolle gespielt haben.

Demgegenüber ist im selben Zeitraum der durchschnittliche Anteil der Nichterwerbspersonen bei den Männern mittleren Alters im Eurogebiet von 4,6 % im Jahr 1983 auf 7,1 % im Jahr 1999 gestiegen. Dahinter verbergen sich signifikante Unterschiede auf Länderebene. So hat sich in Italien die entsprechende Quote zwischen 1983 und 1999 mehr als verdoppelt (von 4,3 % auf fast 10 %), während sie in den Niederlanden weitgehend unverändert bei rund 7 % verharrte.

Ältere Arbeitnehmer gehen noch immer häufig in den Vorruhestand

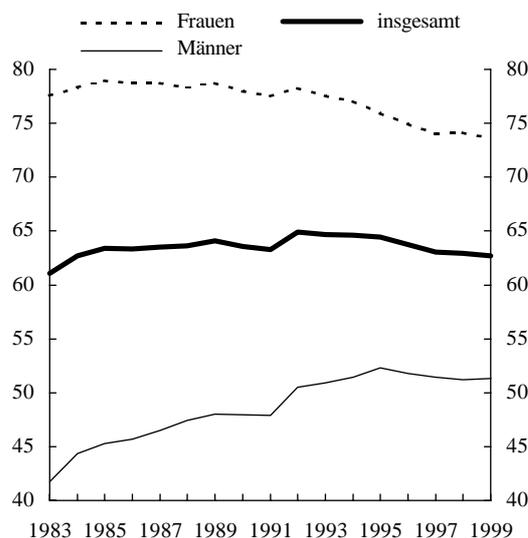
Der Anteil der nicht zu den Erwerbspersonen zählenden älteren Arbeitnehmer männlichen Geschlechts ist im Eurogebiet in den letzten zwei Jahrzehnten beträchtlich gestiegen. Trotz der in den weitaus meisten EWU-Ländern bestehenden Regelaltersgrenze von 65 Jahren nahm der Anteil der Nichterwerbspersonen bei männlichen Arbeitnehmern im Alter zwischen 55 und 64 Jahren von 42 % im Jahr 1983 auf 51 % im Jahr 1999 zu (siehe Abbildung 8). Im Vergleich dazu stieg der entsprechende Anteil in den Vereinigten Staaten im selben Zeitraum nur um zwei Prozentpunkte auf knapp 32 % im Jahr 1999.

Ältere Arbeitnehmer im Euro-Währungsgebiet scheiden früher aus dem Erwerbsleben aus als in den Vereinigten Staaten. Bis zum Alter von 60 Jahren hat sich die Hälfte der Arbeitnehmer in der EWU bereits aus dem Erwerbsleben zurückgezogen, in den Vereinigten Staaten hingegen nur rund ein Drittel. In der Altersklasse der 60- bis 64-Jährigen ist

Abbildung 8

Anteil der Nichterwerbspersonen im Euro-Währungsgebiet: Bevölkerung im Alter von 55 bis 64 Jahren

(in % der Gesamtbevölkerung im Alter von 55 bis 64 Jahren)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Angaben für die Jahre vor 1994 sind Schätzungen der EZB.

die Differenz noch größer (26,7 Prozentpunkte). Hier zeigt sich eine eindeutige Tendenz hin zu einem früheren Ausscheiden aus dem Arbeitsleben, die auf verstärkte institutionelle Anreize für den Vorruhestand zurückzuführen ist. In den meisten EWU-Ländern sind Vorruhestandsregelungen in Kraft, wobei in Portugal und Frankreich der Renteneintritt unter bestimmten Umständen bereits mit 56 oder 57 Jahren möglich ist. Ganz anders entwickelte sich der Anteil der Nichterwerbspersonen bei den älteren Frauen. Hier war die entsprechende Quote im selben Zeitraum in den meisten Ländern weitgehend unverändert oder gar rückläufig, sodass der Anteil der weiter im Erwerbsprozess befindlichen Frauen im Alter zwischen 55 und 64 Jahren seit Anfang der Achtzigerjahre gestiegen ist.

Zwar ist die wachsende Zahl der Nichterwerbspersonen bei älteren männlichen Arbeitnehmern zum Teil auf institutionelle Anreize wie beispielsweise relativ großzügige Versorgungsleistungen zurückzuführen, doch zeigt sich darin auch ein Problem der Beschäftigungsfähigkeit speziell älterer Arbeit-

nehmer. In den Vorruhestand gehen nachweislich vor allem Arbeitnehmer, die zuvor in Wirtschaftsbereichen mit geringem Wachstum – z. B. dem Verarbeitenden Gewerbe, dem Bergbau oder dem Baugewerbe – beschäftigt waren, sowie die gering qualifizierten Arbeitnehmer. Letztere haben auch ge-

ringere Fortbildungsmöglichkeiten als die besser geschulten Arbeitnehmer und dürften größere Schwierigkeiten haben, sich den veränderten beruflichen Anforderungen anzupassen. Dies dürfte zu ihrem frühzeitigen Ausscheiden aus dem Erwerbsleben beitragen.

4 Hohe Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet

Wie unter Punkt 1 erörtert, hat die Arbeitslosigkeit im Eurogebiet im Zeitverlauf zugenommen, wohingegen in den Vereinigten Staaten kein Anstieg zu verzeichnen war. Es erscheint allerdings sinnvoll, die Entwicklungen in verschiedenen Teilgruppen von Arbeitslosen zu analysieren, bei denen ganz unterschiedliche Verlaufsmuster auftreten können.

Hohe Arbeitslosigkeit vor allem unter Frauen, Jugendlichen und Personen mit geringer Qualifikation

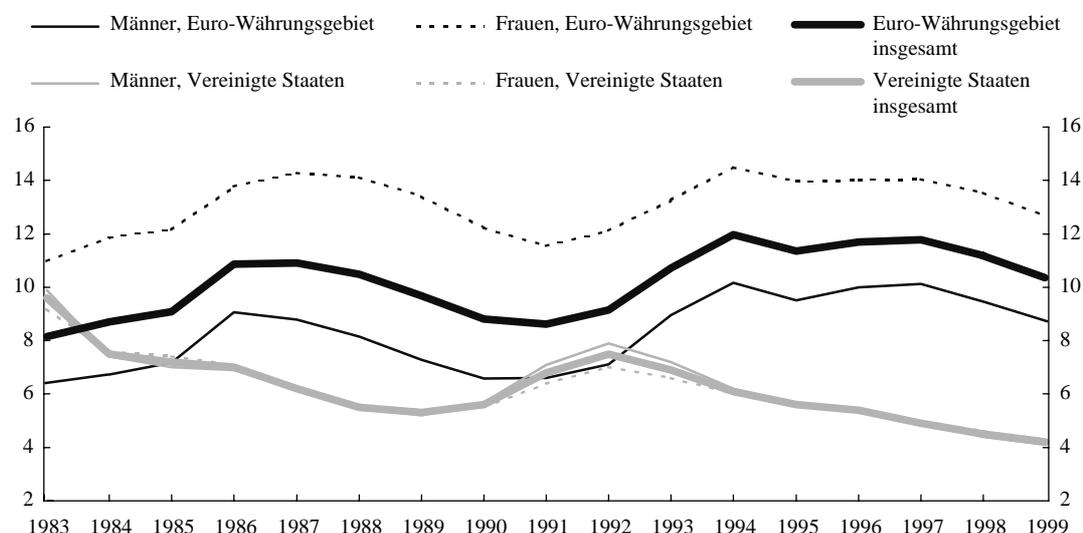
Die Arbeitslosigkeit bei Frauen ist stets höher gewesen als bei Männern (siehe Abbildung 9). Seit Anfang der Achtzigerjahre liegt

die Arbeitslosenquote bei den Frauen durchschnittlich 4,9 Prozentpunkte über der Quote bei den Männern. In den Vereinigten Staaten hingegen war die Arbeitslosigkeit bei den Frauen in den letzten drei Jahrzehnten im Durchschnitt etwas geringer als bei den Männern, wobei die Differenz zu keiner Zeit mehr als einen Prozentpunkt betrug. Die große und anhaltende Differenz zwischen den Arbeitslosenquoten bei den Männern bzw. Frauen im Euro-Währungsgebiet deutet auf strukturelle Hemmnisse für das Beschäftigungswachstum hin, die sich besonders nachteilig bei Frauen auswirken. Dazu gehören ein niedrigeres Bildungsniveau, der Mangel an bezahlbarer Kinderbetreuung sowie die Steuer- und Leistungssysteme. Letztere können verheira-

Abbildung 9

Arbeitslosenquoten nach Geschlechtern im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten

(in % der Erwerbspersonen)

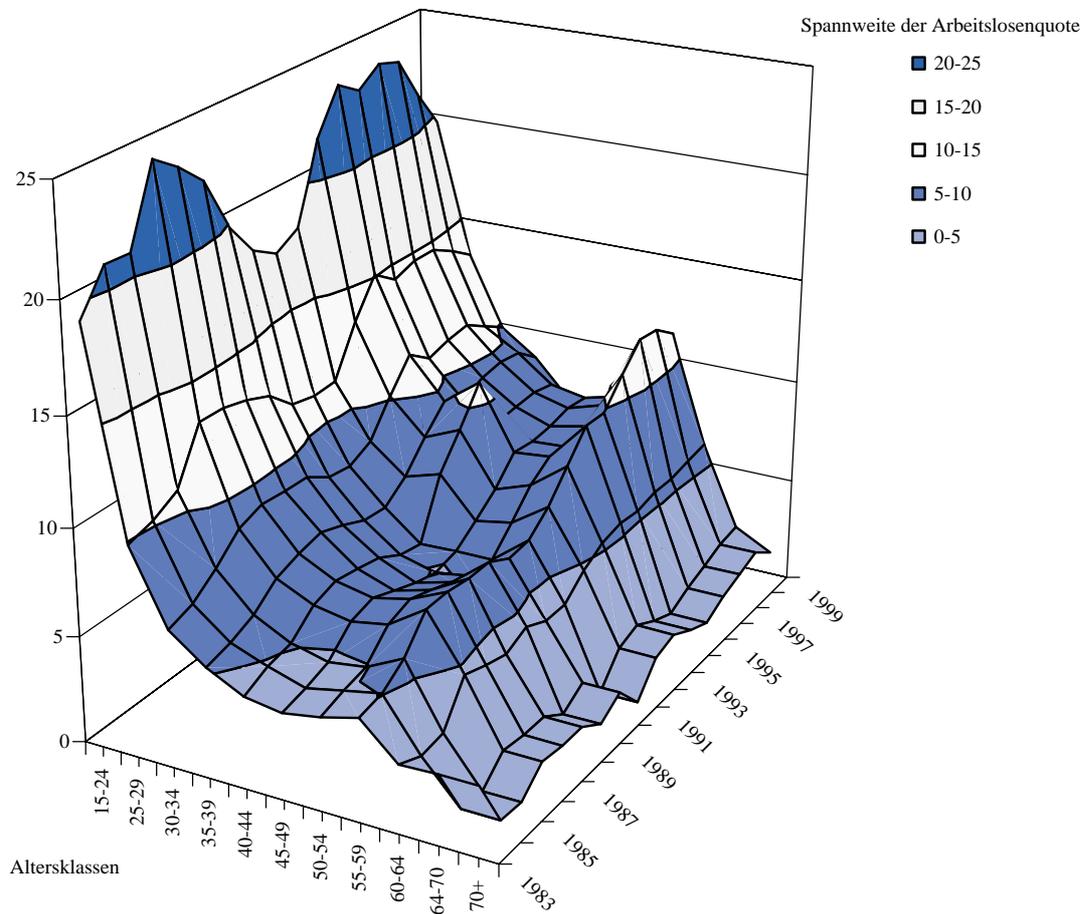


Quellen: Eurostat und OECD.
Anmerkung: Angaben für die Jahre vor 1994 sind Schätzungen der EZB.

Abbildung 10

Arbeitslosenquoten nach Altersklassen im Euro-Währungsgebiet

(in % der Erwerbspersonen in der jeweiligen Altersklasse)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Angaben für die Jahre vor 1994 sind Schätzungen der EZB.

tete Frauen (z. B. bei Bezug von Mutterchaftsgeld) davon abhalten, sich eine Arbeit zu suchen, wenn ihre Ehemänner berufstätig sind; Gleiches gilt für junge Mütter, die Sozialleistungen beziehen. Dies kann zu einer Verringerung ihres Humankapitals und damit ihrer Beschäftigungsfähigkeit führen, da sie für geraume Zeit dem Arbeitsmarkt nicht zur Verfügung stehen.

Auffallend ist, dass die Länder, in denen die Arbeitslosenquoten bei verschiedenen Teilgruppen des Arbeitsmarkts – insbesondere im Hinblick auf Geschlecht und Altersklassen – breit gestreut sind, tendenziell auch eine hohe Gesamtarbeitslosigkeit aufweisen. Daher ist eine Aufschlüsselung der Arbeitslosigkeit

in diese Teilgruppen ein wichtiger Faktor bei der Analyse der Arbeitsmärkte im Eurogebiet (siehe Abbildung 10). Die Jugendarbeitslosigkeit ist im Euroraum der Tendenz nach etwa doppelt so hoch wie die Arbeitslosenquote insgesamt. Gleiches gilt für die Vereinigten Staaten, wo die Probleme jedoch schwerpunktmäßig bei den Erwerbspersonen unter 20 Jahren liegen, die verglichen mit der entsprechenden Gruppe im Euro-Währungsgebiet in der Regel schlechter ausgebildet sind. Im Euroraum ist auch die Arbeitslosigkeit bei Jugendlichen zwischen 20 und 24 Jahren sehr hoch.

Ein weiteres Kennzeichen des Arbeitsmarkts im Eurogebiet, das ebenfalls im Gegensatz zu

Tabelle 2**Arbeitslosenquoten nach Bildungsniveau im Euro-Währungsgebiet***(in % der Erwerbspersonen mit entsprechendem Bildungsniveau)*

	1995	1996	1997
Hochschulbildung	6,1	6,2	6,3
Höhere Sekundarschulbildung	7,8	8,2	8,5
Untere Sekundarschulbildung oder niedriger	11,9	12,1	12,2

*Quelle: Eurostat.**Anmerkung: Angaben beziehen sich auf die Bevölkerung im Alter von 25 bis 59 Jahren.*

der Situation in den Vereinigten Staaten steht, ist der unaufhaltsame Anstieg der Arbeitslosenquote bei den 55- bis 59-Jährigen. Bei dieser Gruppe lag die Quote Ende der Neunzigerjahre bei über 10 % und war damit doppelt so hoch wie Anfang der Achtzigerjahre. Diese Entwicklung, der im Wesentlichen eine Zunahme der Arbeitslosigkeit bei den Männern in dieser Altersklasse zu Grunde liegt, hat ihre Ursache zum Teil in der umfassenden Umstrukturierung in einigen Wirtschaftsbereichen wie dem Bergbau, wo ältere und zumeist männliche Arbeitskräfte beschäftigt waren. Die beruflichen Fähigkeiten und Kenntnisse der älteren Arbeitnehmer in den im Niedergang befindlichen Industriezweigen decken sich nicht mit den Quali-

fikationen, die in den expandierenden Sektoren gefordert sind.

Wie bereits aus dem Abschnitt über die Beschäftigung hervorgeht, ist die Arbeitsmarktentwicklung in den letzten zwei Jahrzehnten für gering qualifizierte Arbeitnehmer nicht günstig verlaufen. Die Folge ist eine höhere Arbeitslosenquote bei dieser Personengruppe. Nach den vorliegenden Informationen ist die Arbeitslosenquote umso höher, je niedriger das Bildungsniveau ist (siehe Tabellen 2 und 3). Mehr als 22 % der Arbeitslosen gehören zu der geringer qualifizierten Gruppe (d. h. Arbeitslose, die zuvor als „Hilfsarbeitskräfte“ beschäftigt waren), während deren Anteil an den Beschäftigten insgesamt

Tabelle 3**Arbeitslose und Arbeitnehmer nach Art der Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet im Jahr 1997***(in % der Arbeitslosen bzw. Arbeitnehmer insgesamt)*

	Vorherige Beschäftigung der Arbeitslosen	Arbeitnehmer nach Beschäftigung
Angehörige gesetzgebender Körperschaften und Führungskräfte	2,5	6,4
Wissenschaftler	4,9	11,9
Techniker	9,7	15,6
Bürokräfte und kaufmännische Angestellte	10,5	13,1
Dienstleistungsberufe und Verkäufer	15,6	12,8
Landwirtschaft und Fischerei	2,5	4,1
Handwerks- und verwandte Berufe	22,4	16,6
Anlagen- und Maschinenbediener	9,6	8,8
Hilfsarbeitskräfte	22,2	9,3
Angehörige von Streitkräften	0,2	0,6
Keine Angaben	-	0,9
Arbeitslose bzw. Arbeitnehmer insgesamt	100,0	100,0

Quelle: Eurostat.

nur 9,3 % beträgt. Umgekehrt scheint bei hoch qualifizierten Personen das Risiko der Arbeitslosigkeit geringer zu sein.

zelen Ländern spiegeln zum Teil die geringe grenzüberschreitende Mobilität der Arbeitskräfte innerhalb der EWU wider.

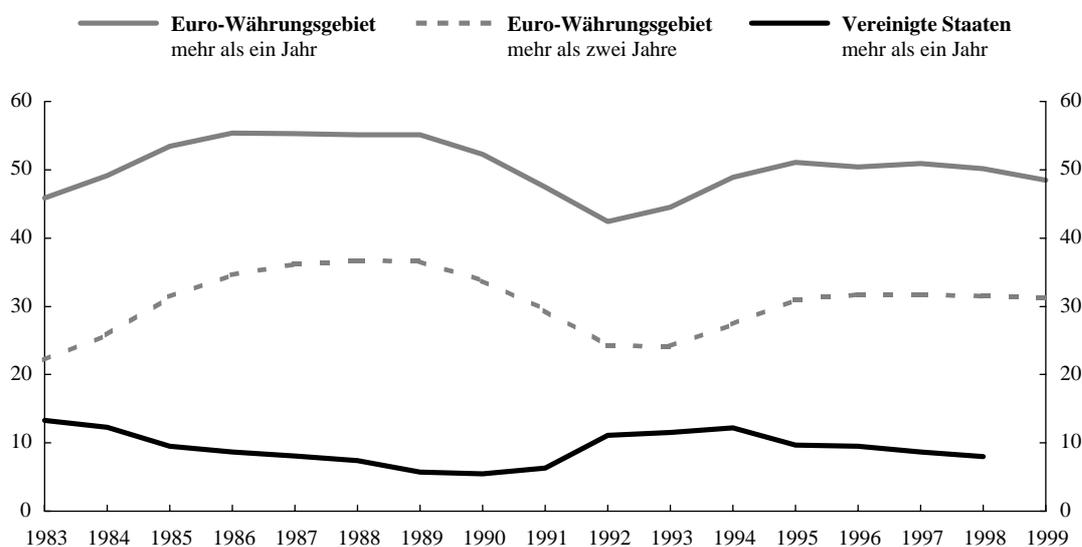
Starkes regionales Gefälle

Die Arbeitslosenquoten sind zudem auch auf nationaler und regionaler Ebene nicht gleichmäßig verteilt. Offenbar geht eine hohe Arbeitslosenquote auf nationaler Ebene mit einer breiten Streuung der Arbeitslosenquoten auf regionaler Ebene einher. Im Jahr 1998 betrug die Spanne zwischen den regionalen Arbeitslosenquoten in Italien und Spanien über 20 Prozentpunkte und in Deutschland über 18 Prozentpunkte. In Frankreich erreichte sie 15,7 Prozentpunkte, wenngleich dort die Standardabweichung der Arbeitslosenquoten deutlich geringer war als in den drei anderen Ländern. Große und dauerhafte regionale Differenzen in der Arbeitslosenquote können ein Indiz dafür sein, dass der Lohnbildungsprozess zu rigide gestaltet ist und sich dadurch die jeweiligen Arbeitsmarkt- und Produktivitätsbedingungen nicht in den Löhnen niederschlagen können. Die unterschiedlichen Arbeitslosenquoten in den ein-

Lange Dauer der Arbeitslosigkeit

Ein weiteres wichtiges Kennzeichen der Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet ist schließlich die hohe Langzeitarbeitslosigkeit. Dabei bildet die Situation im Euroraum einen scharfen Kontrast zu der Situation in den Vereinigten Staaten (siehe Abbildung 11). Im Jahr 1998 waren nur 8 % der Arbeitslosen in den Vereinigten Staaten mehr als ein Jahr lang auf Arbeitssuche, während 42,2 % weniger als einen Monat lang arbeitslos waren. Im Eurogebiet war im selben Zeitraum mehr als die Hälfte aller Arbeitslosen über ein Jahr lang ohne Beschäftigung, und der Anteil der Personen, die mehr als zwei Jahre lang arbeitslos waren, betrug nahezu ein Drittel der Arbeitslosen insgesamt. Langzeitarbeitslosigkeit ist ein grundsätzliches Problem der Arbeitsmärkte im Eurogebiet, da sie in allen Mitgliedstaaten, auch in den Ländern mit niedriger Gesamtarbeitslosigkeit, weit verbreitet ist. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, dass

Abbildung 11
Dauer der Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten
 (in % der Arbeitslosen)



Quellen: Eurostat und OECD.

Anmerkung: Angaben für die Jahre vor 1994 sind Schätzungen der EZB.

die Nachhaltigkeit eines aus ökonomischen Schocks resultierenden Anstiegs der Arbeitslosigkeit durch strukturelle Merkmale der Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet verstärkt wurde. Mit anderen Worten: Bei Verlust des Arbeitsplatzes in einer Phase der

Rezession setzte sich die Arbeitslosigkeit in der Folgezeit aus strukturellen Gründen fort, unter anderem auf Grund großzügiger Arbeitslosenunterstützung, was möglicherweise das Bestreben, rasch wieder Arbeit zu finden, in Grenzen hielt.

5 Der Einfluss struktureller Faktoren auf den Arbeitsmarkt

Die obige Analyse hat eine Reihe tief verwurzelter Probleme an den Arbeitsmärkten des Eurogebiets aufgezeigt, die sich auf Beschäftigung, Erwerbsbeteiligung und Arbeitslosigkeit auswirken. Im Wesentlichen kam die Untersuchung zu folgenden Ergebnissen:

- Im Euroraum waren in den vergangenen 40 Jahren ein trendmäßiger Rückgang der Beschäftigungsquote und ein Anstieg der Arbeitslosenquote zu verzeichnen. In den Vereinigten Staaten hingegen nahm die Beschäftigung zu, während die Arbeitslosenquote weitgehend konstant blieb.
- Der Dienstleistungssektor ist im Euroraum relativ unterentwickelt, während er in den Vereinigten Staaten erheblich zum jüngst verzeichneten Beschäftigungswachstum beigetragen hat.
- Im Euroraum scheinen die Arbeitsmarktprobleme vor allem bestimmte Gruppen der Gesellschaft zu betreffen, so z. B. Frauen, Jugendliche und ältere Arbeitnehmer sowie Personen mit geringer Qualifikation. Dies zeigt sich an den niedrigeren Beschäftigungsquoten, der höheren Arbeitslosigkeit und der geringeren Erwerbsbeteiligung dieser Personenkreise. Für Männer mittleren Alters mit hoher Qualifikation scheint die Lage am Arbeitsmarkt des Euro-Währungsgebiets im Großen und Ganzen vergleichbar mit der in den Vereinigten Staaten zu sein.
- In einigen Ländern des Euroraums besteht ein deutliches regionales Gefälle bei der Arbeitslosigkeit.

- Die Langzeitarbeitslosigkeit stellt im Euroraum ein gravierendes Problem dar. Die Quote der kurzzeitig Arbeitslosen im Eurogebiet entspricht jedoch weitgehend derjenigen in den Vereinigten Staaten.

Diese Merkmale sind, z. B. in der OECD Jobs Strategy, mit einer Reihe struktureller Faktoren in Verbindung gebracht worden, unter anderem mit Arbeitsanreizen, Arbeitskosten, Inkongruenzen („Mismatch“), staatlichen Regulierungen und dem langzeitigen Ausschluss aus dem Arbeitsmarkt. Diese Faktoren werden im Folgenden näher erläutert. Es wird jedoch häufig argumentiert, dass auch negative gesamtwirtschaftliche Schocks – im Zusammenspiel mit den Institutionen des Arbeitsmarkts – zum Anstieg der Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet beigetragen haben können. Ein übermäßig starrer institutioneller Rahmen könnte die erforderliche Anpassung an Veränderungen des wirtschaftlichen Umfelds verhindert und somit die Dauerhaftigkeit der Arbeitslosigkeit verstärkt haben.

Mangelnde Anreize zur Erwerbstätigkeit

Verschiedene arbeitsmarktrelevante Faktoren können den Anreiz mindern, einer Beschäftigung nachzugehen. Niedrigere Nettolöhne auf Grund hoher Steuersätze und Sozialabgaben können die Erwerbstätigkeit weniger attraktiv machen. Dasselbe gilt für großzügig bemessene oder nicht zeitlich begrenzte Arbeitslosenunterstützung bzw. andere Sozialleistungen, die Arbeitslosen oder Nichterwerbstätigen den Anreiz nehmen können, sich eine Arbeit zu suchen. Ältere Erwerbstätige können durch Vorruhestandsregelungen

den Ansporn verlieren, weiterzuarbeiten. Aber auch andere Einflussgrößen, etwa der Mangel an bezahlbarer Kinderbetreuung, können eine Erwerbstätigkeit weniger attraktiv machen. All diese Faktoren können die Bereitschaft mindern, eine Arbeit aufzunehmen, und somit die Beschäftigung herabsetzen, was zu einer höheren Arbeitslosigkeit und einer geringeren Erwerbsbeteiligung führt.

Überhöhte Arbeitskosten

Sind die Löhne zu hoch, kann es sein, dass Unternehmen ihre Nachfrage nach Arbeitskräften senken, was zu einer geringeren Beschäftigung führt. Die Arbeitskosten können nicht nur durch höhere Löhne steigen, sondern auch auf Grund von Lohnnebenkosten wie z. B. der Abgabenbelastung der Bruttoeinkommen aus unselbständiger Arbeit. Innerhalb des Eurogebiets können die negativen Auswirkungen hoher Arbeitskosten verstärkt bestimmte Gruppen innerhalb des Arbeitsmarkts oder auch bestimmte Regionen betreffen. Hohe Arbeitskosten können insbesondere für unterdurchschnittlich produktive Arbeitnehmer problematisch sein; dies trifft insbesondere auf Jugendliche und Arbeitnehmer mit geringer Qualifikation zu. Übermäßig hohe Löhne sowie eine geringe Lohnstreuung können darauf hinweisen, dass sich die Tarifverhandlungen zu sehr auf die derzeit Beschäftigten zu Lasten der Arbeitslosen konzentrieren und nicht genügend regionale Flexibilität gewährleisten. Festgesetzte Mindestlöhne können sich ebenfalls erheblich auf die Beschäftigung von Jugendlichen und Personen mit geringer Qualifikation auswirken, wenn diese Arbeitnehmer eine geringere Produktivität aufweisen.

Mangelnde qualifikationsbedingte oder geographische Übereinstimmung von Arbeitsangebot und -nachfrage („Mismatch“)

Hohe Arbeitslosigkeit kann damit zusammenhängen, dass Arbeitsangebot und -nachfrage in der Wirtschaft nicht übereinstimmen. Die

se Nichtübereinstimmung kann auf verschiedenen Ebenen auftreten. Trotz freier Stellen kann es sein, dass Arbeitnehmer nicht über die erforderlichen Qualifikationen verfügen und daher arbeitslos bleiben. Wie bereits erwähnt haben die Arbeitslosen im Euroraum tendenziell ein unterdurchschnittliches Qualifikationsniveau und sind daher eventuell nicht für die freien Stellen geeignet, die höher qualifizierten Arbeitskräften offen stehen. Die regionale Konzentration der Arbeitslosigkeit weist darauf hin, dass es zu geographischen Inkongruenzen kommen kann, wenn es Hinderungsgründe dafür gibt, dass Personen aus Regionen mit hoher Arbeitslosigkeit in solche mit niedriger Arbeitslosigkeit ziehen. Dies gilt sowohl für arbeitsbedingte Wanderungen innerhalb einzelner EWU-Länder als auch zwischen verschiedenen EWU-Ländern. Es existieren zahlreiche Gründe, die gegen den Umzug in ein anderes Land sprechen können. Dazu zählen unter anderem sprachliche und kulturelle Barrieren und nicht übertragbare Rentenansprüche. Innerhalb eines Landes kann beispielsweise die Wohnungsmarktsituation, insbesondere ein Mangel an erschwinglichem Mietwohnraum, die Umzugsbereitschaft mindern. Hinzu kommt, dass eine mangelhafte Verkehrsinfrastruktur Arbeitskräfte davon abhalten kann, auch nur relativ kurze Strecken zur Arbeit zu pendeln.

Staatliche Regulierungen

In einigen Bereichen können sich staatliche Regulierungen – unbeabsichtigt – negativ auf den Arbeitsmarkt auswirken. In vielen Bereichen, z. B. im Gesundheitswesen und bei der Sicherheit, werden staatliche Interventionen allgemein als angemessen erachtet, auch wenn sie die Flexibilität beeinträchtigen und Arbeitskosten in die Höhe treiben. Auf anderen Gebieten wie etwa Arbeitsschutzregelungen sind staatliche Eingriffe jedoch umstrittener. Zwar lässt sich nicht eindeutig empirisch belegen, dass solche Regelungen die strukturelle Arbeitslosigkeit erhöhen, doch wird vielfach anerkannt, dass sie die durchschnittliche Dauer der Arbeitslosigkeit verlängern, die Erwerbsbeteiligung verringern

und die Anpassung der Arbeitslosigkeit an ein verändertes wirtschaftliches Umfeld verlangsamen können. Die obige Analyse hat verdeutlicht, dass viele dieser Probleme derzeit im Eurogebiet aufzutreten scheinen. Allerdings können auch staatliche Maßnahmen, die nicht unmittelbar arbeitsmarktbezogen sind, das reibungslose Funktionieren des Arbeitsmarkts beeinträchtigen. Hierzu zählen beispielsweise gesetzliche Regelungen, die die Gründung von Unternehmen erschweren, aber auch allgemeine bürokratische Hemmnisse, die den Unternehmergeist dämpfen. Ebenso könnten Regelungen, die bestimmte Teile des Gütermarkts betreffen (etwa strenge Ladenschlussgesetze), die Entwicklung des Dienstleistungssektors im Eurogebiet bremsen.

6 Abschließende Bemerkungen

Die oben angeführten, tief verwurzelten Arbeitsmarktprobleme im Euro-Währungsgebiet sind überwiegend strukturell bedingt. Es wurde bereits eine Vielzahl arbeitsmarktpolitischer Maßnahmen ergriffen, um diese Probleme zu bewältigen. Die Lösung dieser Konflikte obliegt eindeutig den nationalen Regierungen und den Sozialpartnern, und die erforderlichen Strukturreformen müssen auf die spezifischen Probleme des jeweiligen Landes zugeschnitten sein. Dennoch verstärkte die EU in den vergangenen Jahren ihre Anstrengungen zur Förderung struktureller Reformen zur Verbesserung der Funktionsweise der Arbeitsmärkte (siehe Kasten 2). So zielt der Prozess, der mit der EU-Ratssitzung in Luxemburg 1997 eingeleitet wurde, auf die Koordinierung und Verbesserung der nationalen Politiken der Mitgliedstaaten im Hinblick auf Beschäftigungs- und Arbeitsmarkt-reformen ab. Im Rahmen dieses Prozesses erlassen die Mitgliedstaaten jährlich beschäftigungspolitische Leitlinien, die in den nationalen Aktionsplänen umgesetzt werden.

Bisher sind in dieser Hinsicht durch die Umsetzung von strukturellen Reformen sehr unterschiedliche Erfolge erzielt worden: In einigen Ländern wurde ein breites Spektrum an Maß-

Langfristiger Ausschluss vom Arbeitsmarkt

Die sehr hohe Langzeitarbeitslosigkeit im Euroraum weist darauf hin, dass es viele Personen gibt, die sich nicht einfach wieder in den Arbeitsmarkt eingliedern lassen. Während einer langen erwerbslosen Zeit gehen häufig wichtige Fähigkeiten für die Berufsausübung verloren, sodass Unternehmen dann weniger geneigt sind, solche Personen einzustellen. Mit der Zeit kann dies Langzeitarbeitslose dazu veranlassen, die aktive Arbeitssuche aufzugeben und sich effektiv vom Arbeitsmarkt zurückzuziehen, obwohl sie offiziell noch als „arbeitslos“ eingestuft sein können.

nahmen eingeführt, während andere Mitgliedstaaten sich weniger ehrgeizig zeigten. Es sind weitere Schritte zur Verbesserung der Funktionsweise der Gütermärkte unternommen worden, wohingegen die Arbeitsmarkt-reformen weniger rasch vorangeschritten sind. Die meisten Mitgliedstaaten des Eurogebiets verfolgen zurzeit aktive Arbeitsmarktmaßnahmen, die darauf ausgerichtet sind, Arbeitslose (insbesondere Langzeitarbeitslose sowie Personen mit geringer Qualifikation und Jugendliche) wieder in den Arbeitsmarkt zu integrieren. Auch im Bereich der Steuern und Sozialleistungen hat es einige Reformen gegeben, die verstärkt Anreize zur Erwerbstätigkeit schaffen und die Arbeitskosten der Unternehmen senken sollen. Solche Bemühungen waren bislang allerdings recht begrenzt. Einige Länder, in denen ein Mangel an Arbeitskräften herrscht, haben Maßnahmen zur Steigerung der Erwerbsbeteiligung ergriffen. Andere Länder haben ihre Regelungen im Hinblick auf Zeitverträge, kurzfristige Arbeitsverträge und Teilzeitarbeit überarbeitet.

Zwar dürfte die Arbeitslosigkeit angesichts des anhaltenden Konjunkturaufschwungs weiter zurückgehen, doch werden weitere umfangreiche strukturelle Verbesserungen der Funktionsweise des Arbeitsmarkts erforder-

lich sein, um einen wesentlichen und nachhaltigen Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet zu gewährleisten.

Kasten 2

Europäische Arbeitsmarktinitiativen

In den letzten drei Jahren haben die Initiativen auf Gemeinschaftsebene zur Bekämpfung der hohen Arbeitslosigkeit und der geringen Beschäftigung in Europa deutlich zugenommen. Dies zeigt sich auch an den Schlussfolgerungen der letzten Treffen des Europäischen Rats. In diesem Kasten werden die wichtigsten Maßnahmen näher erläutert.

Auf dem Treffen des Europäischen Rats in Luxemburg (am 12. und 13. Dezember 1997) zur Koordinierung der Wirtschaftspolitik in der Wirtschafts- und Währungsunion wurde beschlossen, eine koordinierte Beschäftigungsstrategie zu schaffen. Den Rahmen für diese Strategie bilden die Grundzüge der Wirtschaftspolitik, die beschäftigungspolitischen Leitlinien und die nationalen Aktionspläne. Während die nationalen Aktionspläne von den Mitgliedstaaten ausgearbeitet werden und für jedes Land bestimmte Aufgabenbereiche festlegen, stellen die beschäftigungspolitischen Leitlinien allgemeine Grundsätze zur Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt auf. Diese Grundsätze lassen sich in vier Schwerpunkte gliedern: (1) Verbesserung der Beschäftigungsfähigkeit, insbesondere für Jugendliche und Langzeitarbeitslose, (2) Entwicklung des Unternehmergeists durch die Erleichterung der Gründung und des Führens von Unternehmen, (3) Förderung der Anpassungsfähigkeit der Unternehmen und ihrer Arbeitnehmer, insbesondere durch flexiblere Arbeitsverträge, und (4) Stärkung der Maßnahmen für die Chancengleichheit von Frauen und Männern mit dem Ziel einer höheren Erwerbsbeteiligung von Frauen.

Da von einem besseren Funktionieren der Märkte und der Weiterentwicklung neuer Technologien positive Beschäftigungswirkungen erwartet werden können, wurde auf der Sitzung des Europäischen Rats in Cardiff (am 15. und 16. Juni 1998) ein Prozess beschlossen, mit dem Reformen zur Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und der Funktionsweise der Güter-, Dienstleistungs- und Kapitalmärkte eingeleitet werden sollen. Der Cardiff-Prozess bietet auch eine wichtige Gelegenheit, zu gewährleisten, dass die strukturellen Reformen so beschäftigungsfördernd wie möglich ausfallen.

Bei dem Wiener Treffen (am 11. und 12. Dezember 1998) beschloss der Europäische Rat, dass die Beschäftigungspolitik, zu der sowohl die gesamtwirtschaftliche Wachstums- und Stabilitätsausrichtung als auch die Umsetzung von strukturellen Reformen gehört, durch eine umfassende Strategie zu ergänzen sei. Der europäische Beschäftigungspakt, der auf der Kölner Sitzung (am 3. und 4. Juni 1999) verabschiedet wurde, ergänzt die beiden Säulen, die auf den Luxemburg- und Cardiff-Prozessen beruhen, um eine dritte Säule. Diese besteht aus einem regelmäßigen makroökonomischen Dialog aller beteiligten Wirtschaftsakteure, d. h. der Regierungen, der Europäischen Kommission, der Europäischen Zentralbank und der Sozialpartner, auf EU-Ebene.

Schließlich wurde auf der außerordentlichen Sitzung des Europäischen Rats in Lissabon (am 23. und 24. März 2000) im Hinblick auf die neuen Herausforderungen, die durch die Globalisierung und das Entstehen einer neuen, informationsbasierten Wirtschaft gegeben sind, eine offene Koordinierungsmethode definiert. Sie sieht regelmäßige Treffen vor, um die Fortschritte, die im Rahmen der Cardiff- und Luxemburg-Prozesse erzielt worden sind, zu überwachen und zu beurteilen.

