



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

05 | 2005

MONATSBERICHT

01 | 2005

02 | 2005

03 | 2005

04 | 2005

**05 | 2005**

06 | 2005

07 | 2005

08 | 2005

09 | 2005

10 | 2005

11 | 2005

12 | 2005

MONATSBERICHT  
MAI

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK



Auf allen  
Veröffentlichungen  
der EZB ist im  
Jahr 2005 ein  
Ausschnitt der  
50-€-Banknote  
abgebildet.



**MONATSBERICHT  
MAI 2005**

© Europäische Zentralbank, 2005

**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

*Für die Erstellung dieses Monatsberichts ist das Direktorium der EZB verantwortlich. Die Übersetzungen werden von den nationalen Zentralbanken angefertigt und veröffentlicht (deutsche Fassung von der Deutschen Bundesbank und der Oesterreichischen Nationalbank). In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.*

*Alle Rechte vorbehalten. Die Anfertigung von Fotokopien für Ausbildungszwecke und nichtkommerzielle Zwecke ist mit Quellenangabe gestattet.*

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 3. Mai 2005.*

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Internet-Version)



# INHALT

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>AUFSÄTZE</b>	
<b>WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN</b>	<b>7</b>	Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum	<b>65</b>
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	<b>7</b>	Konsolidierung und Diversifizierung im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets	<b>83</b>
Monetäre und finanzielle Entwicklung	<b>15</b>	Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance)	<b>93</b>
Preise und Kosten	<b>35</b>	<b>STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	<b>SI</b>
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	<b>45</b>	Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	<b>I</b>
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	<b>54</b>	Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2004	<b>V</b>
<b>Kästen:</b>		<b>GLOSSAR</b>	<b>XIII</b>
1 Jüngste Ölpreisentwicklung	<b>11</b>		
2 Ergebnisse der im April 2005 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet	<b>18</b>		
3 Umstellung der zur Berechnung langfristiger Breakeven-Inflationsraten herangezogenen indexgebundenen Anleihe	<b>28</b>		
4 Jüngste Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet	<b>36</b>		
5 Erwartungen des privaten Sektors für das Euro-Währungsgebiet: Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters für das zweite Quartal 2005	<b>41</b>		
6 Jüngste Entwicklung des Wachstumsgefälles zwischen den Euro-Ländern	<b>45</b>		
7 Jüngste Entwicklung der Investitionen nach Gütergruppen	<b>48</b>		
8 Teilnahme der Währungen Zyperns, Lettlands und Maltas am Wechselkursmechanismus II (WKM II)	<b>55</b>		
9 Entwicklung des Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2003	<b>61</b>		

## ABKÜRZUNGEN

### LÄNDER

BE	Belgien	HU	Ungarn
CZ	Tschechische Republik	MT	Malta
DK	Dänemark	NL	Niederlande
DE	Deutschland	AT	Österreich
EE	Estland	PL	Polen
GR	Griechenland	PT	Portugal
ES	Spanien	SI	Slowenien
FR	Frankreich	SK	Slowakei
IE	Irland	FI	Finnland
IT	Italien	SE	Schweden
CY	Zypern	UK	Vereinigtes Königreich
LV	Lettland	JP	Japan
LT	Litauen	US	Vereinigte Staaten
LU	Luxemburg		

### SONSTIGE

BIP	Bruttoinlandsprodukt
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
BPM5	Balance of Payments Manual des IWF (5. Auflage)
cif	Einschließlich Kosten für Fracht und Versicherung bis zur Grenze des importierenden Landes
EPI	Erzeugerpreisindex
ESVG 95	Europäisches System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995
ESZB	Europäisches System der Zentralbanken
EU	Europäische Union
EUR	Euro
EWI	Europäisches Währungsinstitut
EWK	Effektiver Wechselkurs
EZB	Europäische Zentralbank
fob	Frei an Bord an der Grenze des exportierenden Landes
HVPI	Harmonisierter Verbraucherpreisindex
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv
IAO	Internationale Arbeitsorganisation
IWF	Internationaler Währungsfonds
LSK/VG	Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe
LSK/GW	Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft
MFI	Monetäres Finanzinstitut
NACE Rev. 1	Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft (1. Überarbeitung)
NZB	Nationale Zentralbank
SITC Rev. 3	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (3. Überarbeitung)
VPI	Verbraucherpreisindex
WWU	Wirtschafts- und Währungsunion

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





## EDITORIAL

Auf seiner Sitzung am 4. Mai 2005 beschloss der EZB-Rat, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems unverändert bei 2,0 % zu belassen. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität blieben ebenfalls unverändert bei 3,0 % bzw. 1,0 %.

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen Analyse der wirtschaftlichen und monetären Entwicklung sind aus Sicht des EZB-Rats nach wie vor keine Anzeichen zu erkennen, dass sich im Euro-Währungsgebiet ein binnenwirtschaftlicher Inflationsdruck aufbaut. Daher hat er die Leitzinsen unverändert belassen. Der ungewöhnlich niedrige Stand der Zinsen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg wirkt sich auf die Konjunktur im Euroraum merklich stützend aus. Gleichzeitig ist im Hinblick auf die Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität weiterhin Wachsamkeit geboten.

Was die wirtschaftliche Analyse anbelangt, die der Einschätzung des EZB-Rats zugrunde liegt, so sind jüngste Daten und Umfrageergebnisse zur aktuellen Situation und zu den kurzfristigen Konjunkturaussichten insgesamt eher schwach. Manche der bereits früher benannten Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum, insbesondere solche im Zusammenhang mit den anhaltend hohen Ölpreisen, scheinen in den letzten Monaten teilweise eingetreten zu sein.

Wenn man gleichwohl über die kurze Frist hinausblickt, sind die Bedingungen für ein stärkeres Wachstum des realen BIP nach wie vor gegeben. Aus außenwirtschaftlicher Sicht sollten die Exporte des Euro-Währungsgebiets weiterhin von der Auslandsnachfrage gestützt werden. Binnenwirtschaftlich gesehen dürften die Investitionen von den äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen, der gegenwärtig guten Ertragslage der Unternehmen sowie deren fortlaufend verbesserter Effizienz profitieren. Die Konsumausgaben dürften im Großen und Ganzen entsprechend der erwarteten Entwicklung des verfügbaren Einkommens wachsen. Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum stehen weiterhin in Zusammenhang mit der Ent-

wicklung der Ölpreise und den Ungleichgewichten in der Weltwirtschaft.

Was die Preisentwicklung betrifft, so betrug die jährliche Teuerung nach dem HVPI der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im April 2,1 % und blieb damit gegenüber März unverändert. Für die nächsten Monate ist damit zu rechnen, dass die jährlichen HVPI-Preissteigerungsraten in etwa auf diesem Stand bleiben werden. Die Lohnsteigerungen haben sich in den letzten Quartalen in Grenzen gehalten, und vor dem Hintergrund des verhaltenen Wirtschaftswachstums und der schwachen Arbeitsmarktentwicklung dürfte sich dieser Trend zunächst fortsetzen. Insgesamt bestehen mit Blick auf die Zukunft keine deutlichen Anzeichen, dass sich im Euro-Währungsgebiet ein binnenwirtschaftlicher Inflationsdruck aufbaut, sodass sich der Preisanstieg im Einklang mit der Preisstabilität entwickeln dürfte.

Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bestehen allerdings nach wie vor. Dies ist hauptsächlich auf die Entwicklung der Ölpreise und eventuell daraus resultierender Zweitrundeneffekte bei der Lohn- und Preisbildung zurückzuführen. Um dies zu vermeiden, ist es wichtig, dass die Tarifpartner weiterhin ihrer Verantwortung gerecht werden.

Was die monetäre Analyse anbelangt, so hält das Geldmengen- und Kreditwachstum trotz einer zuletzt gemäßigeren Entwicklung unvermindert an. Diese Entwicklung ist vor allem auf den stimulierenden Effekt des niedrigen Zinsniveaus im Euro-Währungsgebiet zurückzuführen. Da die monetäre Dynamik im vergangenen Jahr in erster Linie von der Entwicklung der liquiden Komponenten der Geldmenge M3 bestimmt war, ist dies weiterhin ein Zeichen für das Bestehen von Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht.

Zusammenfassend lässt die wirtschaftliche Analyse den Schluss zu, dass sich der binnenwirtschaftliche Inflationsdruck nach wie vor in Grenzen hält. Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht müssen jedoch sorgfältig

tig beobachtet werden. Die Gegenprüfung anhand der monetären Analyse spricht dafür, hinsichtlich des Eintretens solcher Risiken weiterhin wachsam zu bleiben. Vor diesem Hintergrund müssen die längerfristigen Inflationserwartungen genau im Auge behalten werden.

Was die Finanzpolitik angeht, so deuten die jüngsten Informationen und Prognosen darauf hin, dass hinsichtlich des Abbaus von Haushaltsungleichgewichten im Euroraum nur geringe Fortschritte gemacht worden sind. Eine zeitnahe und vollständige Umsetzung der übernommenen Konsolidierungsverpflichtungen ist von wesentlicher Bedeutung. Dies wird das Vertrauen der Anleger und der Verbraucher in die Solidität der Wirtschaftspolitik stärken. Zugleich ist es entscheidend, die überarbeiteten Verfahren aus dem Stabilitäts- und Wachstumspakt, die in Kürze in Kraft treten werden, konsequent und zeitnah umzusetzen, um so die Glaubwürdigkeit in den finanzpolitischen Handlungsrahmen der EU zu fördern.

Der EZB-Rat hat sich mehrfach für Strukturreformen ausgesprochen, um das wirtschaftliche Wachstumspotenzial im Euro-Währungsgebiet zu erhöhen. Die Handlungsträger kennen diese strukturellen Hemmnisse und haben bereits wichtige Schritte unternommen, um sie zu beseitigen, doch müssen weitere Reformen durchgeführt werden, um den unvermeidlichen Herausforderungen zu begegnen, die aus einer fortschreitenden Verstärkung der internationalen Arbeitsteilung, dem rasanten technologischen Wandel und der Überalterung der Bevölkerung erwachsen. Es ist wichtig, der Öffentlichkeit darzulegen, dass diese Reformen mit der Zeit ein höheres Wachstum und einen Zuwachs an Arbeitsplätzen bringen werden, sodass die Gesellschaft in Europa insgesamt davon profitiert. Bestehende Unsicherheiten hinsichtlich der Maßnahmen zur Strukturreform scheinen in den letzten Jahren in manchen Ländern des Euro-Währungsgebiets bei Verbrauchern und Unternehmern den notwendigen Vertrauensanstieg verhindert zu haben. Ein klares Bekenntnis zur Umsetzung der Reformen und die Darstellung ihrer Vorteile dienen dazu, solche Unsicherhei-

ten zu verringern, und tragen damit wesentlich dazu bei, die Wirtschaftsaussichten im Eurogebiet zu verbessern.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste untersucht die Folgen regionaler Divergenzen in einer Währungsunion für die Wirtschaftspolitik, wobei den Auswirkungen von Inflationsdifferenzen auf die einheitliche Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet ein besonderes Augenmerk gilt. Der zweite befasst sich mit dem Ausmaß der Konsolidierung und Diversifizierung im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets. Der dritte Aufsatz geht schließlich der Frage nach, wie sich der Regelungsrahmen für die Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance) in den letzten Jahren entwickelt hat.

# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Die Weltwirtschaft expandiert weiterhin mit recht hohem Tempo. In einigen Ländern, einschließlich der Vereinigten Staaten, gibt es allerdings Hinweise auf eine allmähliche Verlangsamung des Wachstumstempos. Dagegen haben sich die Auftriebskräfte in Asien (ohne Japan) zuletzt offenbar wieder etwas verstärkt. Der weltweite Inflationsdruck hält sich nach wie vor in relativ engen Grenzen. Die Aussichten für die Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet bleiben recht günstig, obwohl eine weitere leichte Abflachung der globalen Wirtschaftsaktivität nicht auszuschließen ist. Die Hauptrisiken für diese Aussichten gehen weiterhin von der Ölpreisentwicklung und den anhaltenden weltwirtschaftlichen Ungleichgewichten aus.

### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

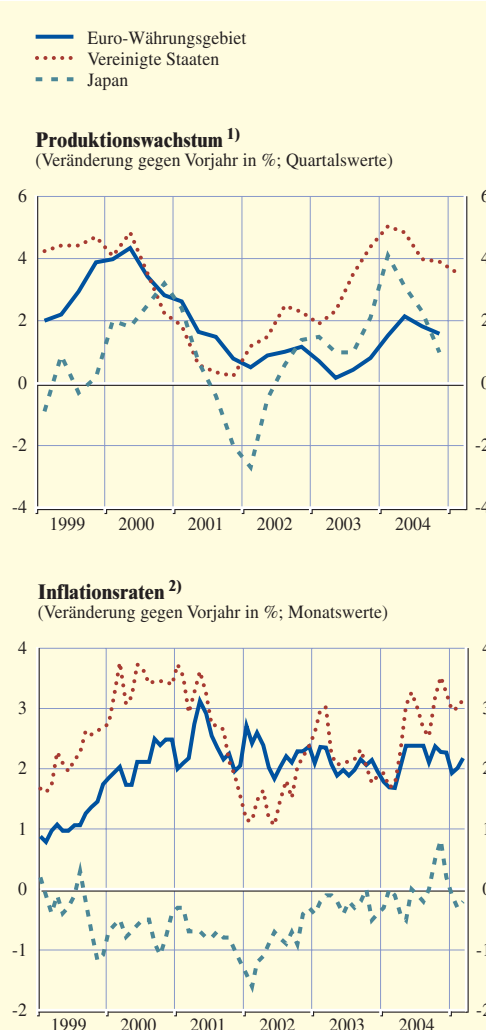
Das weltwirtschaftliche Wachstum bleibt relativ robust. Zwar gibt es in einigen Ländern wie den Vereinigten Staaten und anderen Ländern der westlichen Hemisphäre Anzeichen für eine allmählich nachlassende Dynamik, doch haben die Wachstumskräfte in Asien (ohne Japan) in letzter Zeit offenbar wieder etwas an Schwung gewonnen. In Japan wird allgemein damit gerechnet, dass sich das Wachstum in diesem Jahr beschleunigt, doch lassen die jüngsten Daten nach wie vor gewisse Schwächen erkennen. Der weltweite Inflationsdruck bleibt relativ begrenzt. Allerdings hat sich der Verbraucherpreisanstieg in mehreren Ländern, insbesondere in den Vereinigten Staaten und einigen asiatischen Volkswirtschaften, zuletzt beschleunigt, was teilweise die Entwicklung der Ölpreise widerspiegelt, die Anfang April ein neues Allzeithoch erreichten.

#### VEREINIGTE STAATEN

Vorausschätzungen zufolge verlangsamt sich das reale BIP in den Vereinigten Staaten im ersten Quartal 2005 aufs Jahr hochgerechnet auf 3,1 %. Die wichtigsten Wachstumsbeiträge wurden von den privaten Konsumausgaben und den Unternehmensinvestitionen erbracht, obwohl sich beide Komponenten gegenüber ihren sehr kräftigen Zuwachsraten vom Jahresende 2004 abgeschwächt haben. Der Anstieg des Exportwachstums ging mit einer weiteren Beschleunigung des ohnehin schon hohen Importwachstums einher, sodass sich aus dem Außenhandel im Ergebnis erneut ein wachstumshemmender Effekt für das reale BIP ergab.

Eine Reihe kürzlich veröffentlichter Daten deutet darauf hin, dass sich die US-Wirtschaft

Abbildung I Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern



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

1) Für das Euro-Währungsgebiet werden Eurostat-Daten verwendet, für die Vereinigten Staaten und Japan nationale Statistiken. Die BIP-Zahlen sind saisonbereinigt.

2) HVPI für das Euro-Währungsgebiet; VPI für die Vereinigten Staaten und Japan.



gegen Ende des ersten Quartals 2005 unter dem Einfluss der hohen Energiepreise abgekühlt haben könnte. Die Zuwachsraten bei den Unternehmensinvestitionen sind jüngsten Daten zufolge gegenüber ihren hohen Werten vom Jahresende 2004 zurückgegangen. Zudem scheint sich auch das Ausgabenwachstum der privaten Haushalte zuletzt abgeflacht zu haben. Zugleich blieb die Sparquote der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen im März mit 0,4 % auf einem historisch niedrigen Niveau. Die Arbeitsmarktdaten bis Ende März sprechen für eine anhaltende allmähliche Absorption von Arbeitskräften. Trotz gestiegener Unsicherheit über die kurzfristigen Entwicklungen wird damit gerechnet, dass die US-Wirtschaft ihren Wachstumskurs fortsetzt, wenn auch nicht mehr mit so hohen Raten wie in der zweiten Jahreshälfte 2004.

In den letzten Monaten zu beobachtende Anzeichen für einen zunehmenden Preisdruck spiegeln sich bis zu einem gewissen Grad in den Verbraucherpreisen ohne Nahrungsmittel und Energie wider. Die Jahresrate des VPI ohne Nahrungsmittel und Energie betrug im März 2,3 %, während die am Gesamt-VPI gemessene jährliche Inflation im selben Monat auf 3,1 % stieg. Die Veränderungen beim Deflator der privaten Konsumausgaben bis Februar waren ähnlich wie beim VPI. Die Jahresrate dieses Index ohne Nahrungsmittel und Energie erhöhte sich im März auf 1,7 %.

Was die Geldpolitik angeht, so entschied der Offenmarktausschuss der US-Notenbank auf seiner Sitzung am 3. Mai dieses Jahres, den Zielzinssatz für Tagesgeld zum achten Mal in Folge um 25 Basispunkte anzuheben, womit sich der Leitzins nunmehr auf 3,0 % beläuft. Darüber hinaus hielt der Offenmarktausschuss an seiner Erklärung fest, dass man den entgegenkommenden geldpolitischen Kurs wohl in maßvollen Schritten zurücknehmen könne.

## JAPAN

Die japanische Wirtschaft leidet nach wie vor unter einer gewissen Wachstumsschwäche, die sich in einer verhaltenen Exporttätigkeit und in den anhaltenden Lageranpassungen im Informations- und Kommunikationstechnologiesektor niederschlägt. Von den zuletzt veröffentlichten Daten gehen nicht ganz einheitliche Signale über die Verfassung der japanischen Wirtschaft aus. Zum einen ging die Industrieproduktion nach ihrem kräftigen Anstieg im Januar 2005 (3,2 %) sowohl im Februar als auch im März wieder zurück (um 2,3 % bzw. 0,3 %). Gleichzeitig schwächten sich die Exporte im ersten Quartal dieses Jahres – teilweise bedingt durch niedrigere Ausfuhren nach China – wert- und mengenmäßig weiter ab. Aus der neuesten Unternehmensumfrage des Finanzministeriums geht außerdem eine spürbare Verringerung der Investitionsausgaben (einschließlich der Ausgaben für Software) im Schlussquartal 2004 hervor. Zum anderen vermittelt die neueste Befragung der Privathaushalte ein vergleichsweise günstiges Bild des realen Konsums. Danach haben Arbeitnehmerhaushalte ihre realen Konsumausgaben im ersten Quartal 2005 kräftig erhöht (um 3,2 % gegenüber dem Vorquartal). Somit wird die derzeitige Schwäche trotz der nach wie vor gemischten kurzfristigen Aussichten für die japanische Wirtschaft allgemein nur als eine temporäre Unterbrechung des Wachstumsprozesses gesehen, und das Produktionswachstum dürfte im weiteren Jahresverlauf wieder etwas an Dynamik gewinnen.

Bei den Preisen hat sich im März der Rückgang der am VPI insgesamt wie auch am VPI ohne frische Nahrungsmittel gemessenen Verbraucherpreise im Vorjahresvergleich fortgesetzt, wenn auch etwas langsamer als im Februar. Die Jahresänderungsrate des VPI insgesamt betrug im März -0,2 %, während die entsprechende Rate des VPI ohne frische Nahrungsmittel bei -0,3 % lag. Hauptgrund für den Deflationsdruck der vergangenen Monate ist die Liberalisierung der Gebühren für Versorgungsdienste, insbesondere für Telefon, Strom und Gas. Laut dem von der Bank von Japan im April 2005 veröffentlichten halbjährlichen Bericht „Outlook for economic activity and prices“ rechnen die Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses nicht damit, dass der Rückgang

des VPI ohne frische Nahrungsmittel im Vorjahresvergleich noch vor dem Fiskaljahr 2006 zum Stillstand kommt.

### VEREINIGTES KÖNIGREICH

Im Vereinigten Königreich schwächte sich das Wirtschaftswachstum im ersten Quartal 2005 etwas ab, blieb aber insgesamt recht robust. Ersten Schätzungen zufolge stieg das reale BIP im ersten Vierteljahr um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal (das entspricht einem Anstieg von 2,9 % im Vorjahresvergleich), womit es leicht hinter dem Ergebnis des vorangegangenen Dreimonatsabschnitts zurückblieb. Die Industrieproduktion nahm im ersten Quartal ab, während der Dienstleistungssektor und das Baugewerbe zulegten, wenn auch nicht mehr so kräftig wie im Schlussquartal 2004. Die Konjunkturabkühlung könnte teilweise dem langsameren Wachstum der privaten Konsumausgaben während des ersten Quartals 2005 zuzuschreiben sein. So sind im ersten Vierteljahr insbesondere die Einzelhandelsumsätze in realer Rechnung nur noch um 0,3 % gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum gestiegen. Auf kürzere Sicht wird damit gerechnet, dass das Wachstum des realen BIP im laufenden Jahr relativ robust bleibt, obwohl es vor allem aufgrund der wohl langsamer wachsenden privaten Konsumausgaben etwas schwächer ausfallen könnte als im vergangenen Jahr.

Die Jahreststeuerung nach dem HVPI erhöhte sich im März auf 1,9 %, nachdem sie in den vorangegangenen drei Monaten jeweils bei 1,6 % verharret hatte. Der Teuerungsschub im März war vorwiegend durch Preissteigerungen bei Transport, Nahrungsmitteln, Möbeln und Bekleidung bedingt. Gleichzeitig setzten die industriellen Erzeugerpreise, insbesondere die energiebezogenen Preise, ihre Aufwärtsbewegung fort. Der Anstieg der durchschnittlichen Wochenverdienste hat sich im Februar bei nach wie vor angespanntem Arbeitsmarkt leicht beschleunigt. Die Lage am Wohnungsmarkt scheint sich stabilisiert zu haben; darauf deuten jedenfalls die Immobilienpreise hin, die im Februar erstmals seit drei Jahren nur noch mit einstelligen Jahresraten gestiegen sind.

### ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER

In den anderen nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Ländern setzte sich das kräftige Produktionswachstum in den letzten Monaten zwar fort, doch hat sich die konjunkturelle Gangart in den meisten Ländern gegenüber dem letzten Jahr eher etwas verlangsamt. In Dänemark und Schweden belief sich die Jahreswachstumsrate des realen BIP im vierten Quartal 2004 auf 2,9 % bzw. 2,8 %. Nachdem sich das Produktionswachstum in Dänemark im vierten Quartal beschleunigt hatte, blieb es offenbar auch im ersten Quartal dieses Jahres gestützt durch die Inlandsnachfrage robust. In Schweden hatte sich das reale BIP-Wachstum aufgrund eines durch die Lagerbestände bedingten negativen Effekts zwar verlangsamt, doch dürfte es im ersten Quartal dieses Jahres dank der Inlandsnachfrage wieder zugelegt haben. Der Preisauftrieb blieb in beiden Ländern in den ersten Monaten des laufenden Jahres gedämpft. Die HVPI-Inflation stieg in Dänemark im März auf eine Jahresrate von 1,3 % an, während sie sich in Schweden auf 0,5 % verringerte.

In den neuen EU-Mitgliedstaaten zog die Konjunktur im vierten Quartal 2004 weiter kräftig an, wobei das Tempo von Land zu Land variierte. In Polen schwächte sich das Produktionswachstum erneut ab, während es in Ungarn weitgehend unverändert blieb und in der Tschechischen Republik zunahm. Frühindikatoren für das erste Quartal 2005 deuten darauf hin, dass sich das Wirtschaftswachstum in allen drei Ländern verlangsamt haben könnte. Die Inflation in den neuen EU-Mitgliedstaaten setzte ihren 2004 begonnenen rückläufigen Trend in den ersten Monaten dieses Jahres fort und lag im März gemessen am HVPI bei durchschnittlich 2,9 %. Die inflationären Spannungen haben in letzter Zeit nachgelassen, was nicht zuletzt den geringeren Preiserhöhungen bei Nahrungsmitteln und Treibstoffen zuzuschreiben ist, wozu teilweise auch frühere Auf-

wertungen der Landeswährungen beigetragen haben. Darüber hinaus fallen die Effekte der Anhebungen indirekter Steuern von Anfang 2004 allmählich aus der Inflationsbetrachtung im Vorjahresvergleich heraus. Vor dem Hintergrund der verbesserten Inflationsaussichten haben die Magyar Nemzeti Bank, die Narodowy Bank Polski sowie die Česká národní banka ihre Leitzinsen Ende April gesenkt.

### ASIEN (OHNE JAPAN)

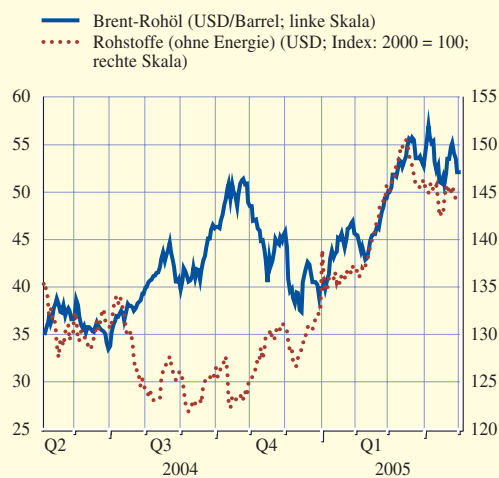
Nach einer kontinuierlichen Abschwächung im zweiten Halbjahr 2004 und zu Beginn dieses Jahres hat das Wirtschaftswachstum in Asien (ohne Japan) zuletzt wieder etwas an Schwung gewonnen. Das Wachstum der Exporte, das in den letzten Quartalen rückläufig gewesen war, hat sich stabilisiert. Gleichzeitig ist die Inlandsnachfrage in den meisten Volkswirtschaften der Region robust geblieben. Unterdessen hat sich der Inflationsdruck insbesondere in den Volkswirtschaften, in denen der Subventionsabbau bei Kraftstoffen für einen erheblichen Anstieg der Benzinpreise sorgte, leicht verstärkt.

In China legte die Wirtschaft auch im ersten Quartal 2005 wieder kräftig zu. Das reale BIP wuchs um 9,5 % gegenüber dem Vorjahr und damit im gleichen Umfang wie im Schlussquartal 2004. Im Quartalsvergleich fiel der Zuwachs noch stärker aus. Bedeutendster Wachstumsmotor waren die Exporte, die im ersten Quartal 2005 einen kräftigen Anstieg von 34,9 % gegenüber dem Vorjahr verbuchten und damit das Importwachstum bei weitem übertrafen. Das hauptsächlich durch die Herstellung exportorientierter Waren angetriebene Wachstum der Industrieproduktion beschleunigte sich im Vorjahresvergleich von 15 % im vierten Quartal 2004 auf 16,2 % im ersten Quartal dieses Jahres. Zugleich war die Inlandsnachfrage verhaltener, da sich der Zuwachs bei den Anlageinvestitionen und Einzelhandelsumsätzen im ersten Quartal 2005 auf 22,8 % bzw. 13,7 % abgeschwächt hat. Unterdessen gab die Jahreststeuerung der Verbraucherpreise im März auf 2,7 % nach.

### LATEINAMERIKA

In Lateinamerika ist die Wirtschaftsleistung nach wie vor kräftig gestiegen, wenngleich es Anzeichen dafür gibt, dass sich das Expansionstempo etwas verlangsamt hat. Im Jahresvergleich verringerte sich das Wachstum der Industrieproduktion im Februar in Brasilien auf 4,4 % und in Mexiko auf 2,0 %, während es in Argentinien im März auf 8,7 % zulegte. In den beiden erstgenannten Ländern ist trotz des recht robusten Exportwachstums eine geringere Dynamik zu verzeichnen, was möglicherweise auf die jüngsten Leitzinsanhebungen zurückzuführen ist. Die Wachstumsaussichten für die Region bleiben insgesamt positiv, wobei sich die Risiken mehr oder weniger die Waage halten. Die Inflationsraten liegen nicht zuletzt wegen der lebhaften Inlandsnachfrage und der Ölpreisentwicklung nach wie vor auf hohem Niveau und über den offiziellen Zielgrößen.

Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Bloomberg und HWWA.

## 1.2 ROHSTOFFMÄRKTE

Das Zusammenspiel aus hoher Ölnachfrage, die im ersten Quartal 2005 teilweise aufgrund des Kaltwettereinbruchs stärker als erwartet ausgefallen war, und begrenzten Kapazitätsreserven entlang der gesamten Ölversorgungskette sowie anhaltenden Sorgen um die Sicherheit der Öllieferungen trieb den Preis von Rohöl der Sorte Brent Anfang April auf ein neues Allzeithoch von 57,0 USD. Anschließend gaben die Notierungen zwar wieder etwas nach, doch war die Ölpreisentwicklung weiterhin von beträchtlicher Volatilität geprägt. Am 3. Mai notierte Rohöl der Sorte Brent bei 52,1 USD und damit 1,3 % niedriger als Ende März. Begrenzte Kapazitätsreserven und damit verbunden eine hohe Sensitivität gegenüber unerwarteten Störungen des Gleichgewichts zwischen Angebot und Nachfrage dürften auf absehbare Zeit für anhaltend hohe und volatile Ölpreise sorgen. Die Marktteilnehmer gehen davon aus, dass die Ölnotierungen bis Ende 2007 nur allmählich auf 48,7 USD sinken werden (nähere Einzelheiten finden sich in Kasten 1).

### Kasten 1

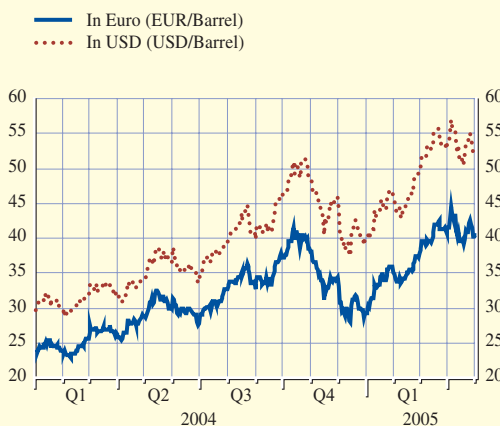
#### JÜNGSTE ÖLPREISENTWICKLUNG

Nach der Ölpreishausse im Jahr 2004 war im bisherigen Jahresverlauf ein weiterer Anstieg der Erdölpreise zu verzeichnen, die Anfang April 2005 historische Höchststände erreichten (so lag beispielsweise der Preis für Rohöl der Sorte Brent bei 57 USD). Die Entwicklung unterstreicht das von den Ölmärkten ausgehende anhaltende Risiko für die weltwirtschaftlichen Wachstumsaussichten. Vor diesem Hintergrund werden die jüngste Ölpreisentwicklung und ihre Determinanten in diesem Kasten näher betrachtet.

Der starke Anstieg der Erdölpreise im Verlauf des vergangenen Jahres wurde durch die Aufwertung des Euro gedämpft – so legten die Ölpreise im Jahr 2004 in Dollar gerechnet um 34,0 % zu, in Euro hingegen nur um 24,2 %. Seit Anfang 2005 hat die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar den Preisanstieg dann allerdings zusätzlich verstärkt: In Euro gerechnet stiegen die Ölpreise um 38,2 %, verglichen mit 30,5 % auf Dollarbasis (siehe Abbildung A).

Die wichtigsten Einflussgrößen für den Ölpreisanstieg im Jahr 2004 und im bisherigen Jahresverlauf waren die lebhaftere Nachfrage, Versorgungsengpässe und Bedenken hinsichtlich der Sicherheit der Ölversorgung, die teilweise mit geopolitischen Unwägbarkeiten in Zusammenhang standen. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur (IEA) hat die Ölnachfrage im Jahr 2004 so stark wie seit fast drei Jahrzehnten nicht mehr zugenommen, wozu vor allem das kräftige Wirtschaftswachstum in Asien und Nordamerika beitrug. Im Jahresverlauf 2004 mussten die Nachfrageprognosen fortwährend nach oben korrigiert werden, da der Bedarf die Erwartungen überstieg (siehe Abbildung B). Vor dem Hintergrund eines allgemein nachlassenden

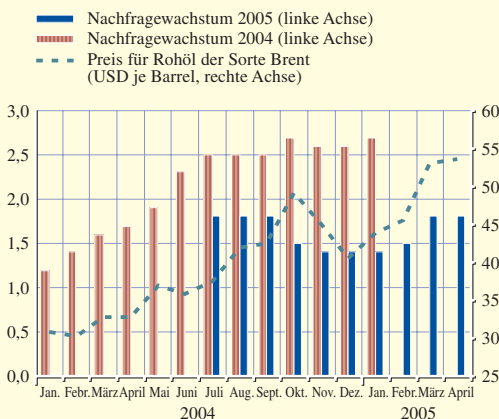
Abbildung A Rohöl der Sorte Brent



Quelle: Bloomberg.

Abbildung B Prognosen der Ölnachfrage

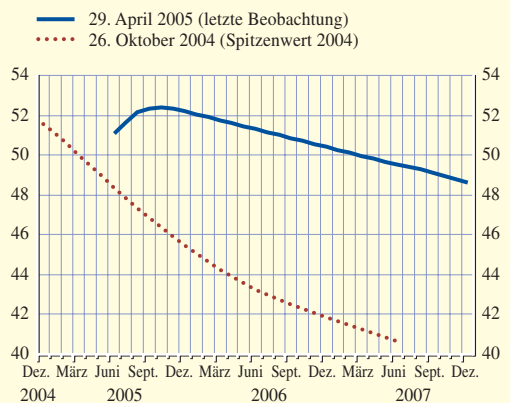
(Veränderung gegen Vorjahr in %; in USD)



Quellen: Internationale Energieagentur und Bloomberg.

Abbildung C Terminpreise für Brent-Rohöl

(USD/Barrel)



Quelle: Bloomberg.

Anmerkung: Die Kurven zeigen die Preise der an der Internationalen Rohölbörse gehandelten Terminkontrakte zur Lieferung von Rohöl der Sorte Brent für unterschiedliche Laufzeiten (horizontale Achse). Am 26. Oktober 2004 wurde der höchste Ölpreis des Jahres verzeichnet.

den Preisdrucks wurden die Nachfrageprognosen für das Jahr 2005 gegen Ende des Jahres 2004 nach unten korrigiert. Die anschließende Aufwärtskorrektur in den ersten Monaten des Jahres 2005 ging mit dem erneuten Anziehen der Preise einher.

Die IEA geht davon aus, dass das Wachstum der Ölnachfrage im Vergleich zum Vorjahrsniveau angesichts der leichten Abschwächung des globalen Wirtschaftswachstums in Zukunft etwas nachlassen wird. Insbesondere dürfte sich die Steigerung der Ölnachfrage in China nach den außergewöhnlich hohen Zuwachsraten im Jahr 2004 abschwächen. Die IEA erwartet jetzt für das Jahr 2005 eine Zunahme des weltweiten Ölbedarfs um insgesamt 2,1 %, verglichen mit einer Zunahme von 3,4 % im Jahr 2004.

Die Erhöhung der Fördermengen zur Deckung des sprunghaft gestiegenen Bedarfs hat die Kapazitätsreserven entlang der gesamten Ölversorgungskette geschmälert. Den Schätzungen der IEA zufolge sind die freien Förderkapazitäten der OPEC-Staaten (ohne den Irak) auf 1,2 bis 1,7 Mio Barrel pro Tag und somit auf weniger als 2 % der globalen Öllieferungen geschrumpft. Die sehr hohe Nachfrage nach Fertigprodukten wie Benzin, Dieselkraftstoff und Heizöl sowie Umweltschutzbestimmungen stellen eine starke Belastung für die vorhandenen Kapazitäten zur Verarbeitung schwerer und schwefelreicher Ölsorten dar. Dies dürfte vor allem im vergangenen Jahr eine wichtige Rolle gespielt haben, als die qualitätsbezogenen Prämien für hochwertige „leichte, süße“ Rohölsorten wie die europäische Bezugssorte Brent – im Gegensatz zu „schweren und sauren“ Rohölsorten wie beispielsweise der Marke Dubai Fateh – vorübergehend auf 14 USD je Barrel kletterten. Die Preisdifferenzen haben sich inzwischen zwar wieder verkleinert, sind aber immer noch etwa dreimal so groß wie ihr historischer Durchschnitt, was auf anhaltende Engpässe in der Verarbeitungsindustrie hindeutet. In Zukunft dürften sich die

Förder- und Verarbeitungskapazitäten erhöhen, während die Wiederaufstockung der Kapazitätsreserven nur sehr allmählich voranschreiten dürfte.

Die Unsicherheit in Bezug auf die Gewährleistung der Ölversorgung trug ebenfalls erheblich zum Preisanstieg im vergangenen Jahr bei. Zahlreiche Sabotageakte im Irak, die Bedrohungen für die Ölinfrastruktur anderer Ölförderländer im Nahen Osten und Unruhen in Nigeria gaben den Marktteilnehmern Anlass zur Sorge hinsichtlich möglicher Versorgungsengpässe. Obwohl sich diese Bedenken etwas gelegt haben, sind sie nach wie vor präsent und üben weiterhin Aufwärtsdruck auf die Preise aus. Insbesondere dürfte die Förderungsausweitung der Nicht-OPEC-Staaten im Jahr 2005 hinter der steigenden Nachfrage zurückbleiben, was bedeutet, dass die Nachfrage nach Öllieferungen der OPEC-Staaten auch in diesem Jahr steigen wird.

Ein wesentlicher Unterschied zwischen dem jüngsten Ölpreisanstieg und dem Anstieg im vergangenen Jahr besteht darin, dass die Märkte offenbar davon ausgehen, dass das gegenwärtig hohe Preisniveau über einen längeren Zeitraum hinweg anhalten wird. Während sich die Kassapreise für Öl in Euro gerechnet derzeit in etwa auf dem Spitzenniveau von Ende Oktober 2004 bewegen, sind die Terminpreise deutlich höher (siehe Abbildung C). Der Preis für Terminkontrakte mit Lieferung Mitte 2007 liegt derzeit beispielsweise fast 9 USD höher als im letzten Oktober. Darüber hinaus steigen die Terminpreise für Öl bei kürzeren Zeithorizonten mit Fälligkeit der Terminkontrakte („Contango“), ein Phänomen, das normalerweise nicht mit hohen Kassakursen einhergeht, während im Gegensatz dazu im letzten Oktober Terminabschläge zu beobachten waren („Backwardation“). Diese Marktstruktur dürfte auf Bedenken zurückzuführen sein, ob die Öllieferungen die im Sommer erwartete Bedarfsspitze decken können, und spiegelt somit das Bestreben der Marktteilnehmer wider, ihre Ölvorräte vor dem Nachfragehoch aufzustocken.

Die Erdölpreise stellen weiterhin ein erhebliches Risiko für die weltweiten Konjunkturaussichten dar. Die negativen Auswirkungen auf das Wachstum und die Inflation waren allerdings scheinbar bisher relativ begrenzt. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Weltwirtschaft widerstandsfähiger gegenüber Ölpreisschocks geworden ist als in früheren Phasen starker Ölpreiserhöhungen, was möglicherweise mit der allgemein geringeren Ölabhängigkeit in Zusammenhang steht. Falls es jedoch zu weiteren Preisanstiegen kommt oder die Preise länger als erwartet auf dem derzeitigen Niveau verharren, sind künftig sehr viel stärker ausgeprägte negative Effekte nicht auszuschließen. Daher ist mit Blick auf die Entwicklung am Ölmarkt auch weiterhin erhöhte Wachsamkeit geboten.

Die Notierungen von Rohstoffen (ohne Energie) gaben gegenüber ihren Höchstständen von Mitte März etwas nach. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie die Entwicklung der Preise für Nahrungsmittel und Getränke und, in geringerem Maße, die Entwicklung der Preise für industrielle Rohstoffe. Insgesamt lagen die Preise für Rohstoffe (ohne Energie) in US-Dollar gerechnet im April um 5,9 % über ihrem Stand vor Jahresfrist.



### I.3 AUSSICHTEN FÜR DIE AUSSENWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNG

Trotz der jüngsten Anzeichen für eine gewisse Mäßigung des Wachstums in einer Reihe von Ländern, insbesondere den Vereinigten Staaten, bleiben die Aussichten für die Weltwirtschaft und die Auslandsnachfrage im Euro-Währungsgebiet insgesamt recht günstig. Anhaltend gute Finanzierungsbedingungen und strukturelle Verbesserungen in den Unternehmensbilanzen in vielen Ländern sollten in Verbindung mit robusten Ertragszuwächsen zu einer weiteren Steigerung der Wirtschaftsleistung beitragen. Dennoch ist eine weitere allmähliche Abkühlung der globalen Wirtschaftsaktivität gegenüber den hohen, Anfang 2004 verzeichneten Ständen in Anbetracht des relativ fortgeschrittenen Stadiums des Konjunkturzyklus und des anhaltend hohen Ölpreises nicht auszuschließen. Die Hauptrisiken für diese Aussichten gehen nach wie vor von der Ölpreisentwicklung und den anhaltenden weltweiten Ungleichgewichten aus.

## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Wenngleich das jährliche Wachstum der Geldmenge M3 im März 2005 weiterhin kräftig war, lässt die kürzerfristige Dynamik auf eine etwas moderatere Expansion seit dem Jahreswechsel schließen. Der stimulierende Einfluss des niedrigen Zinsniveaus war im März nach wie vor die Haupttriebfeder für das Geldmengenwachstum, obwohl er zum Teil von der – wenn auch nur allmählich – fortschreitenden Normalisierung des Anlageverhaltens der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet ausgeglichen wurde. Daneben trugen die niedrigen Zinsen auch zu einer weiteren Beschleunigung der Kreditvergabe an den privaten Sektor bei. Insgesamt ist im Euroraum immer noch deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Hiervon könnten auf mittlere Sicht Risiken für die Preisstabilität ausgehen. Zudem könnte das Zusammenwirken eines hohen Liquiditätsüberschusses und eines starken Kreditwachstums insbesondere an den Immobilienmärkten zu einem merklichen Anstieg der Vermögenspreise führen.

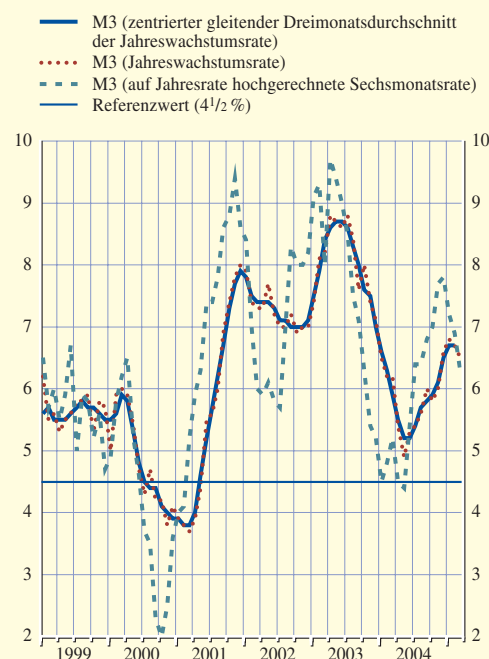
#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Die Jahreswachstumsrate des weit gefassten Geldmengenaggregats M3 ging von 6,7 % im Februar auf 6,5 % im März 2005 zurück (wobei die Angabe zum Februar eine Aufwärtskorrektur beinhaltet, durch die sich die jährlichen M3-Wachstumsraten für den Zeitraum von Dezember 2004 bis Februar 2005 um 0,2 bis 0,3 Prozentpunkte erhöhten). Der Dreimonatsdurchschnitt der Jahresraten für den Zeitraum von Januar bis März 2005 belief sich auf 6,7 % und war damit unverändert gegenüber dem vorangegangenen Zeitraum von Dezember 2004 bis Februar 2005; die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate von M3 sank von 6,9 % im Februar auf 6,3 % im März (siehe Abbildung 3). Wenngleich das jährliche M3-Wachstum nach wie vor kräftig ist, deutet die kürzerfristige Dynamik darauf hin, dass sich das Geldmengenwachstum seit der Jahreswende gegenüber dem zweiten Halbjahr 2004 etwas abgeschwächt hat.

Die Daten für März 2005 blieben mit der Einschätzung in Einklang, dass die Geldmengenentwicklung nach wie vor von zwei gegenläufigen Faktoren bestimmt wird. Einerseits regte das niedrige Zinsniveau weiterhin die Nachfrage sowohl nach den liquidesten Komponenten von M3 (auf der Passivseite der MFI-Bilanz) als auch nach Krediten an den privaten Sektor (auf der Aktivseite der MFI-Bilanz) an. Andererseits wird das Geldmengenwachstum durch die fortschreitende Normalisierung des Anlageverhaltens der Wirtschaftsakteure des Euroraums im Anschluss an die zwischen 2001 und 2003 außergewöhnlich hohe Liquiditätspräferenz gedämpft. Allerdings geht diese Normalisierung immer noch langsamer vonstatten, als auf der Grundlage früherer Erfahrungen zu erwarten gewesen wäre.

Abbildung 3 M3-Wachstum und Referenzwert

(Veränderung gegen Vorjahr in %; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.

Im Euroraum ist derzeit deutlich mehr Liquidität vorhanden, als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich ist. Zur Verringerung der Überschussliquidität ist eine weitere Normalisierung des Anlageverhaltens des Geldhaltenden Sektors im Eurogebiet notwendig. Mittel- bis längerfristig betrachtet könnte es aufgrund dieses Liquiditätsüberschusses zu Risiken für die Preisstabilität kommen, wenn bei einer Stimmungsaufhellung und realwirtschaftlichen Belebung ein Großteil dieser Liquidität der Transaktionskasse zuflösse. Außerdem könnte ein hoher Liquiditätsüberschuss in Verbindung mit einem starken Kreditwachstum einen spürbaren Anstieg der Vermögenspreise insbesondere an den Immobilienmärkten zur Folge haben.

### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Die Entwicklung der Geldmenge M1 trug auch im März am stärksten zum jährlichen Wachstum von M3 bei (siehe Tabelle 1). Bei den Komponenten von M1 war die Jahreswachstumsrate des Bargeldumlaufs mit 17,8 % im Berichtsmonat nach wie vor hoch (verglichen mit 18,3 % im Februar). Die Vorjahrsrate der täglich fälligen Einlagen ging im März auf 7,8 % (nach 8,8 % im Vormonat) zurück, wobei dies zum Teil mit einem Basiseffekt zusammenhing.

Die jährliche Zuwachsrate der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) erhöhte sich im März auf 4,8 % nach 4,3 % im Vormonat. Grund hierfür war vorwiegend die gestiegene Nachfrage der nichtmonetären Finanzinstitute (ausgenommen Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen) und der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nach dieser Anlagekategorie.

In den sechs Monaten von Oktober 2004 bis März 2005 waren bei den Geldmarktfondsanteilen – die häufig in Zeiten erhöhter Unsicherheit als sichere und liquide Anlageform gehalten werden – Mittelabflüsse zu verzeichnen. Diese Abflüsse waren darauf zurückzuführen, dass sich das Anlageverhalten der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet fortschreitend normalisiert, dass also Vermögen aus in der Geldmenge enthaltenen Anlageformen in risikoreichere und längerfristige Anlagen umgeschichtet wird. Allerdings vollzieht sich diese Normalisierung nach wie vor langsamer, als auf der Grundlage früherer Erfahrungen zu erwarten gewesen wäre.

**Tabelle 1** Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Febr.	2005 März
<b>M1</b>	<b>45,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,6</b>	<b>9,3</b>	<b>9,6</b>	<b>10,2</b>	<b>9,3</b>
Bargeldumlauf	7,2	21,6	20,3	19,1	18,0	18,3	17,8
Täglich fällige Einlagen	38,2	8,5	7,9	7,7	8,2	8,8	7,8
M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)	40,4	1,7	2,0	3,5	4,5	4,3	4,8
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	15,4	-6,9	-5,8	-2,4	0,6	0,3	1,7
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	25,0	8,1	7,6	7,4	7,1	6,9	6,8
<b>M2</b>	<b>85,7</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>	<b>7,1</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>
M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)	14,3	2,0	4,0	3,8	4,0	2,7	3,2
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,5</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>		<b>6,0</b>	<b>6,2</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,6</b>	<b>6,4</b>
Kredite an öffentliche Haushalte		6,3	6,3	3,7	3,4	4,1	2,3
Buchkredite an öffentliche Haushalte		2,3	2,3	0,7	-0,4	0,1	-2,1
Kredite an den privaten Sektor		5,9	6,2	6,6	7,3	7,3	7,5
Buchkredite an den privaten Sektor		5,6	6,2	6,8	7,3	7,3	7,6
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>8,3</b>	<b>8,6</b>	<b>8,9</b>	<b>9,5</b>	<b>9,8</b>	<b>9,7</b>

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des letzten Monats, für den Daten vorliegen. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

### HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3

Bei den Gegenposten zu M3 erhöhte sich die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor im März auf 7,6 % gegenüber 7,3 % im Vormonat. Darin spiegelte sich nicht nur der stimulierende Einfluss der niedrigen Zinsen wider, sondern auch die Verbesserung der Kreditangebotsbedingungen (siehe Kasten 2). Das im ersten Quartal 2005 im Vergleich zum Schlussquartal 2004 kräftigere Wachstum der Buchkredite war in allen Sektoren zu beobachten (siehe Tabelle 2). Angesichts der niedrigen Hypothekenzinsen und der weiterhin dynamischen Entwicklung der Wohnungsmärkte in einigen Teilen des Euro-Währungsgebiets (siehe Kasten 4) blieben die Wohnungsbaukredite an private Haushalte im ersten Quartal 2005 die wichtigste Triebfeder für die Buchkreditvergabe insgesamt; im März wiesen diese Kredite eine gegenüber dem Vormonat nahezu unveränderte Jahreswachstumsrate von 10,0 % auf. Die jährliche Zunahme der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften beschleunigte sich weiter, wobei der seit Anfang 2004 zu beobachtende Anstieg in erster Linie von der Entwicklung der Kredite mit kürzeren Laufzeiten angetrieben wird. Im Vorjahresvergleich weiteten sich die Buchkredite mit kürzerer Laufzeit im März allerdings immer noch langsamer aus als längerfristige Kredite.

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an die öffentlichen Haushalte sank im März 2005 auf 2,3 % nach 4,1 % im Vormonat (siehe Tabelle 1). Ausschlaggebend hierfür war ein starker Rückgang der MFI-Bestände an Wertpapieren, die von öffentlichen Haushalten begeben wurden, der möglicherweise auf eine gestiegene Präferenz des Geldhaltenden Sektors für Anlageformen mit längerer Laufzeit hindeutet.

Bei den übrigen Gegenposten zu M3 blieb die Jahreswachstumsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im März mit 9,7 % praktisch unverändert (siehe Tabelle 1). Auch diese Entwicklung stützt die Einschätzung, dass sich das Anlageverhalten der Ansässigen im Euro-Währungsgebiet weiterhin normalisiert und Gelder zunehmend in längerfristige Vermögensanlagen umgeschichtet werden, nachdem sie möglicherweise in großem Umfang aus Geldmarktfondsanteilen abgezogen wurden.

**Tabelle 2 Buchkredite der MFIs an den privaten Sektor**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; nicht um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Q1	2005 Febr.	2005 März
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>41,6</b>	<b>3,6</b>	<b>4,2</b>	<b>5,1</b>	<b>5,8</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>
Bis zu 1 Jahr	30,9	-2,4	-1,4	1,6	3,3	3,7	4,2
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	17,4	5,1	6,0	5,8	6,7	6,4	6,8
Mehr als 5 Jahre	51,7	7,0	7,3	7,0	6,9	6,9	6,8
<b>Private Haushalte<sup>2)</sup></b>	<b>50,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,4</b>	<b>7,9</b>	<b>8,1</b>	<b>8,1</b>	<b>8,0</b>
Konsumentenkredite <sup>3)</sup>	13,5	4,9	6,0	6,2	6,4	6,4	6,7
Wohnungsbaukredite <sup>3)</sup>	68,4	8,7	9,3	9,9	10,1	10,1	10,0
Sonstige Kredite	18,2	2,1	2,2	1,9	2,1	2,2	2,0
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,8</b>	<b>14,8</b>	<b>18,3</b>	<b>14,4</b>	<b>23,1</b>	<b>24,2</b>	<b>23,5</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>7,3</b>	<b>8,4</b>	<b>8,3</b>	<b>9,7</b>	<b>10,0</b>	<b>9,2</b>	<b>12,2</b>

Quelle: EZB.

Anmerkungen: MFI-Sektor einschließlich des Eurosystems; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95. Weitere Einzelheiten finden sich im „Technischen Hinweis“.

1) Stand am Ende des letzten Monats, für den Daten vorliegen. Buchkreditvergabe an die Sektoren in % der gesamten Buchkreditvergabe der MFIs an den privaten Sektor; Aufgliederung nach Laufzeiten und Verwendungszweck in % der MFI-Buchkredite an den jeweiligen Sektor. Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2) Entspricht der Definition im ESVG 95.

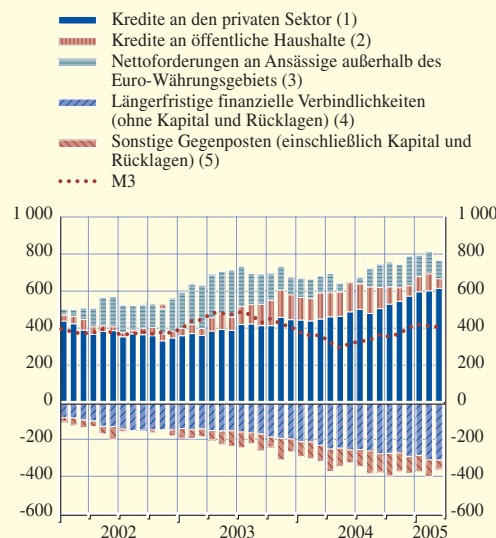
3) Die Abgrenzung der Konsumenten- und Wohnungsbaukredite ist im Euro-Währungsgebiet nicht ganz einheitlich.

Die Nettoforderungen der im Euroraum ansässigen MFIs an Gebietsfremde stiegen in den zwölf Monaten bis März mit 100 Mrd € weniger stark als im Zwölfmonatszeitraum bis Februar (121 Mrd €) an (siehe Abbildung 4). Da sich in der Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs Transaktionen zwischen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden widerspiegeln, die über den MFI-Sektor des Euroraums abgewickelt werden, bedeutet dieser Rückgang, dass Gebietsfremde ihre Anlageportfolios in geringerem Maße zugunsten auf Euro lautender Vermögenswerte umschichten bzw. dass der Geldhaltende Sektor im Euroraum wieder stärker in ausländische Anlagen investiert.

Fasst man die Entwicklungen der Gegenposten von M3 zusammen, so lässt sich einerseits feststellen, dass die steigende Nachfrage nach MFI-Buchkrediten, die auf das niedrige Zinsniveau zurückzuführen ist, weiterhin das M3-Wachstum ankurbelte. Andererseits lassen die anhaltend starke Ausweitung der längerfristigen finanziellen MFI-Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) und die Abschwächung des jährlichen Anstiegs der Nettoforderungen an Gebietsfremde auf eine Umstrukturierung der Portfolios zugunsten nichtmonetärer Anlageformen schließen, wodurch sich das M3-Wachstum verlangsamt. Ungeachtet der Anzeichen für eine Umschichtung der Anlageportfolios von in der Geldmenge enthaltenen Anlageformen in risikoreichere und längerfristige Anlagen scheint die offenbar immer noch recht hohe Risikoaversion der Anleger, insbesondere bei Investitionen in ausländische Vermögenswerte, eine raschere Normalisierung des Anlageverhaltens zu verhindern.

**Abbildung 4 Gegenposten zu M3**

(Veränderung gegen Vorjahr; in Mrd €; um Saison- und Kalendereffekte bereinigt)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: M3 wird lediglich zu Vergleichszwecken angeführt (M3 = 1+2+3-4+5). Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) werden mit umgekehrtem Vorzeichen ausgewiesen, da es sich hierbei um Verbindlichkeiten des MFI-Sektors handelt.

## Kasten 2

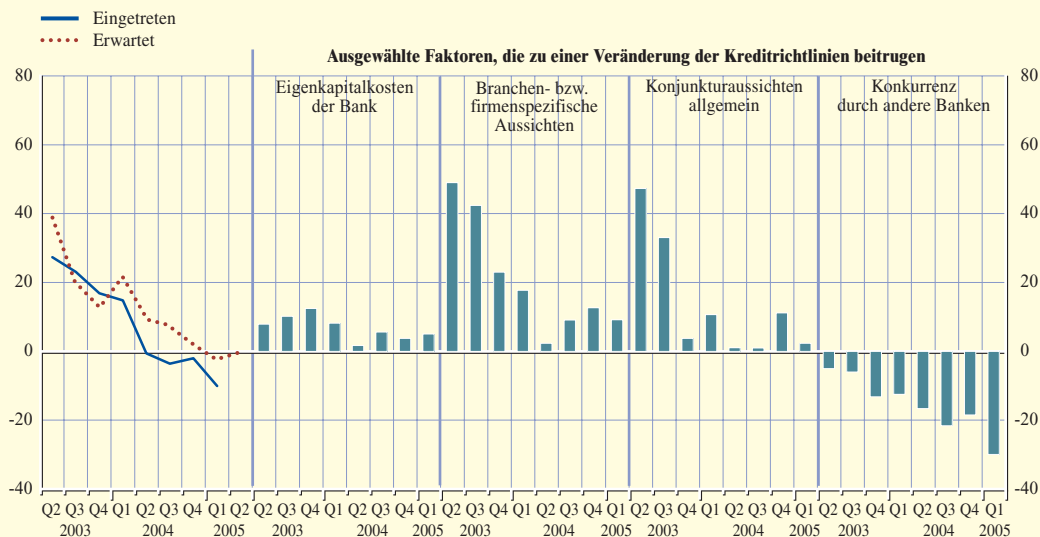
### ERGEBNISSE DER IM APRIL 2005 DURCHFÜHRTEN UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In diesem Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der im April 2005 vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet beschrieben.<sup>1</sup> Für das erste Quartal 2005 ergab die Umfrage insgesamt eine weitere deutliche Lockerung der Kreditrichtlinien für Unternehmen und private Haushalte. Die Ergebnisse deuten damit auf eine Festigung der bisherigen Trends der Kreditvergabepolitik der im Euroraum ansässigen Banken

<sup>1</sup> Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse der im April 2005 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet wurde am 6. Mai dieses Jahres veröffentlicht und kann auf der Website der EZB (unter [www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/money/lend/html/index.en.html)) abgerufen werden.

Abbildung A Veränderungen der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen (inklusive Kreditlinien)

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der April-Umfrage 2005 nach ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2005 gefragt.

hin. Für das zweite Quartal 2005 gehen die teilnehmenden Banken davon aus, dass die Richtlinien für die Gewährung von Unternehmenskrediten weitgehend unverändert bleiben, während bei den Kreditkonditionen für private Haushalte eine Lockerung erwartet wird.

### Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien)

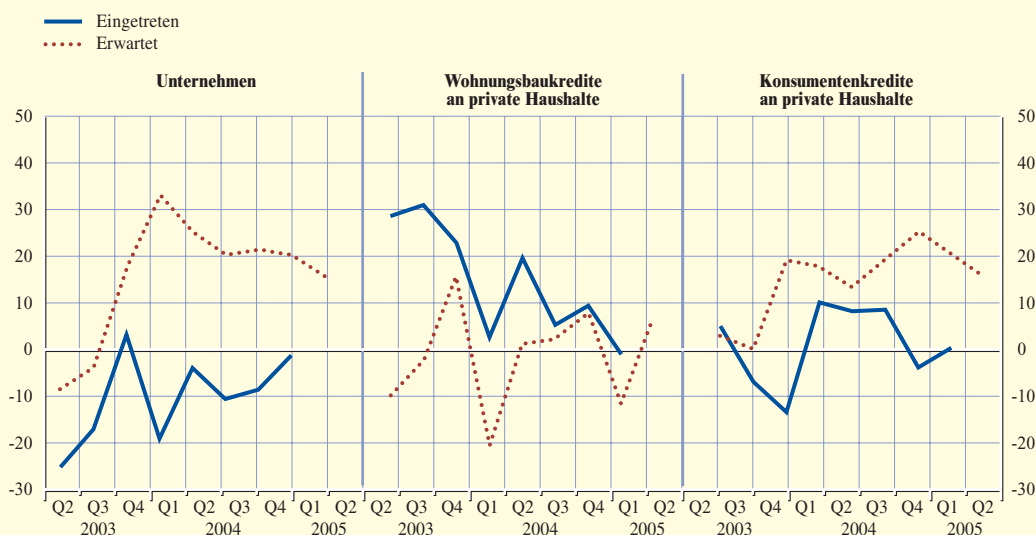
**Kreditrichtlinien:** Für das erste Quartal 2005 meldeten die Banken per saldo eine weitere Lockerung<sup>2</sup> der Richtlinien für Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien), die deutlich ausgeprägter war als im vorangegangenen Quartal (-10 % gegenüber -2 %). Damit wurden die Kreditrichtlinien im vierten Quartal in Folge im Ergebnis gelockert, womit sich der seit Beginn der Umfrage verzeichnete abnehmende Trend des Restriktionsgrads fortsetzte (siehe Abbildung A, erste Grafik). Unter den Faktoren, die für die Lockerung der Kreditrichtlinien maßgeblich waren, war vor allem die Konkurrenz durch andere Banken ausschlaggebend (siehe Abbildung A, fünfte Grafik). Gleichzeitig wurde das Risiko bezüglich der allgemeinen Konjunkturaussichten sehr niedrig eingeschätzt, wenngleich es weiterhin einen gegenläufigen Effekt hatte. Was die Kreditkonditionen angeht, so resultierte die weitere Lockerung der Kreditrichtlinien hauptsächlich aus den spürbar gesunkenen Margen für durchschnittliche Kredite und – erstmals seit Beginn der Umfrage – aus geringeren Kreditnebenkosten. Im Hinblick auf die Größe der kreditnehmenden Firmen meldeten die Banken per saldo eine Lockerung der Kreditrichtlinien sowohl für kleinere und mittlere als auch für große Unternehmen.

2 Man spricht von per saldo gelockerten Kreditrichtlinien, wenn der Anteil der Banken, die eine Lockerung der Kreditrichtlinien melden, größer ist, als der Anteil der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien angeben.



**Abbildung B Veränderungen der Nachfrage nach Krediten an Unternehmen und private Haushalte (inklusive Kreditlinien)**

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutlich gestiegen“ und „leicht gestiegen“ und der Summe der Angaben unter „leicht gesunken“ und „deutlich gesunken“ dar. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der April-Umfrage 2005 nach ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2005 gefragt.

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage<sup>3</sup> nach Unternehmenskrediten erhöhte sich im ersten Quartal 2005 leicht, war jedoch nach wie vor negativ (siehe Abbildung B, erste Grafik). Diese Entwicklung spiegelte insbesondere eine per saldo gestiegene Kreditnachfrage durch kleine und mittlere Unternehmen wider; damit wurde im zweiten Quartal in Folge ein solcher Anstieg verzeichnet. Hauptverantwortlich für die anhaltend negative Nettonachfrage waren der Umfrage zufolge die nach wie vor geringen Anlageinvestitionen, die Nutzung alternativer Quellen der Unternehmensfinanzierung (insbesondere der Innenfinanzierung aufgrund einer verbesserten Ertragslage) und die stärkere Konkurrenz durch andere Banken. Allerdings meldeten die Banken auch, dass ein gesteigener Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Lagerhaltung, Betriebsmittel und Fusionen und Übernahmen maßgeblich zur relativen Verbesserung der Nachfrage nach Unternehmenskrediten in den ersten drei Monaten dieses Jahres beitrug.

**Erwartungen:** Insgesamt rechnen die Banken für das zweite Quartal 2005 damit, dass die Richtlinien für Unternehmenskredite weitgehend gleich bleiben (siehe Abbildung A, erste Grafik). Gleichzeitig wird die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten nach Einschätzung der Banken deutlich höher ausfallen (siehe Abbildung B, erste Grafik). Diese geschätzte positive Nettonachfrage wird den Erwartungen zufolge bei kleinen und mittleren Unternehmen höher ausfallen als bei Großunternehmen.

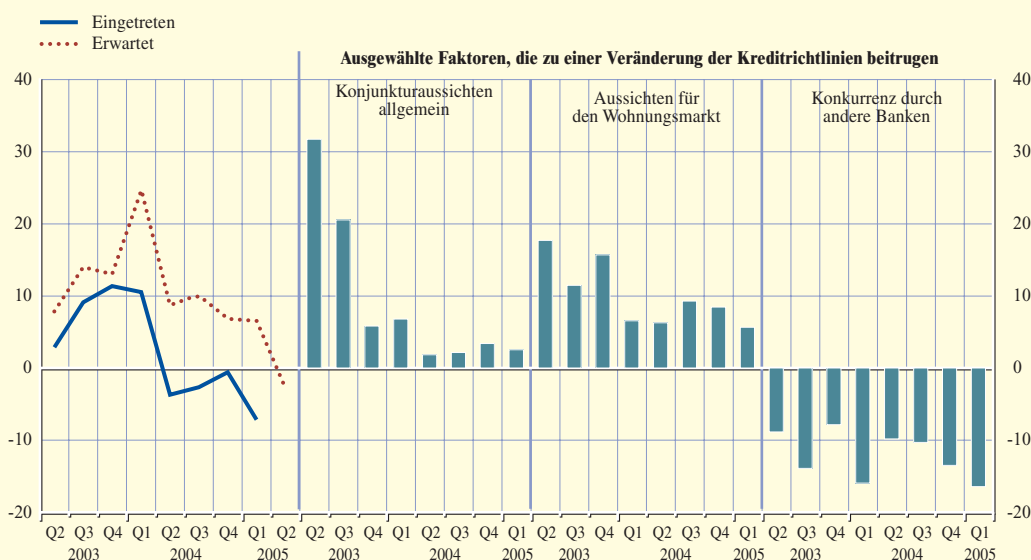
### Wohnungsbaukredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Die Banken meldeten per saldo für das erste Quartal 2005 eine geringfügige Lockerung der Richtlinien für die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte

<sup>3</sup> Die Nettonachfrage ist die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die einen Anstieg der Kreditnachfrage melden, und dem Anteil der Banken, die einen Rückgang der Kreditnachfrage angeben.

Abbildung C Veränderungen der Richtlinien für die Gewährung von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der April-Umfrage 2005 nach ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2005 gefragt.

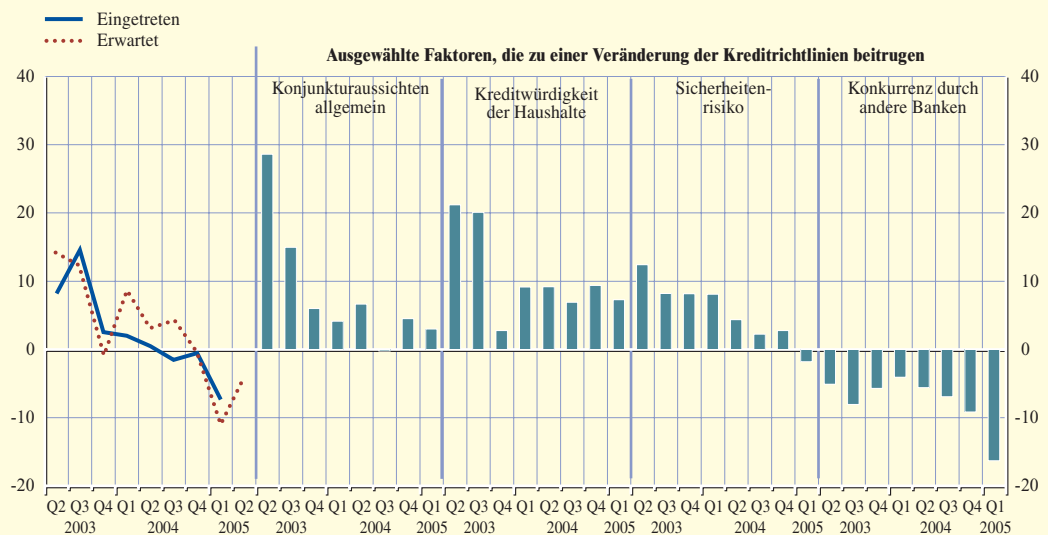
(siehe Abbildung C, erste Grafik). Dahinter verbirgt sich zum Teil eine weiter gestiegene Konkurrenz durch andere Banken (siehe Abbildung C, vierte Grafik), während die Risikoeinschätzung der Banken für die Konjunkturaussichten allgemein und die Aussichten für den Wohnungsmarkt im ersten Quartal 2005 per saldo einen etwas geringeren verschärfenden Einfluss auf die Richtlinien als in vorangegangenen Quartalen hatte (siehe Abbildung C, zweite und dritte Grafik). Mit Blick auf die Kreditkonditionen berichteten die Banken, dass die per saldo gelockerten Richtlinien für Wohnungsbaukredite hauptsächlich aus den merklich niedrigeren Margen für durchschnittliche Kredite und – in geringerem Umfang – aus einer längeren Laufzeit neuer Kredite resultierten.

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten ging im ersten Vierteljahr 2005 zurück und kehrte sich erstmals seit Beginn der Umfrage ins Negative (siehe Abbildung B, zweite Grafik). Verantwortlich für diese Entwicklung waren vor allem das gesunkene Verbrauchervertrauen und ein Anstieg der Konsumausgaben, die nicht in Zusammenhang mit der Beschaffung von Wohnraum stehen.

**Erwartungen:** Für das zweite Quartal 2005 erwarten die teilnehmenden Banken per saldo eine leichte Lockerung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite (siehe Abbildung C, erste Grafik). Dies ist das erste Mal, dass die Banken per saldo von einer Lockerung der Kreditrichtlinien ausgingen, da die Kreditkonditionen tendenziell lockerer ausfielen als von den Banken vorhergesagt. Außerdem wird sich die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten der Umfrage zufolge im zweiten Vierteljahr 2005 erholen und wieder positive Werte aufweisen (siehe Abbildung B, zweite Grafik).

**Abbildung D Veränderungen der Richtlinien für die Gewährung von Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte**

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach Faktoren wird definiert als die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die berichteten, dass der jeweilige Faktor zu einer Verschärfung geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einer Lockerung geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte sind die aus den Antworten der vorherigen Erhebung errechneten prozentualen Salden. So wurden die Banken beispielsweise in der April-Umfrage 2005 nach ihren Erwartungen für das zweite Quartal 2005 gefragt.

### Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Bei den Richtlinien für Konsumentenkredite an private Haushalte war im ersten Jahresviertel 2005 per saldo eine weitere Lockerung zu beobachten (siehe Abbildung D, erste Grafik). Zu dieser Entwicklung trug vor allem die deutlich stärkere Konkurrenz durch Nichtbanken und andere Banken bei (siehe Abbildung D, fünfte Grafik). Die als bedeutsam wahrgenommenen Risiken bezüglich der Kreditwürdigkeit der Haushalte und Bedenken hinsichtlich der Konjunkturaussichten allgemein hatten weiterhin einen gegenläufigen Effekt, wenn auch weniger stark als im Vorquartal (siehe Abbildung D, zweite und dritte Grafik). Die Banken lockerten ihre Konditionen für Konsumentenkredite vor allem über niedrigere Margen für durchschnittliche Kredite.

**Kreditnachfrage:** Laut Umfrage blieb die Nettonachfrage der privaten Haushalte nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten im ersten Quartal 2005 weitgehend unverändert (siehe Abbildung B, dritte Grafik). Dahinter dürften sich gegenläufige Faktoren verbergen. Einerseits wurde die Nettonachfrage in den ersten drei Monaten dieses Jahres insbesondere durch die Eintrübung des Verbrauchervertrauens gedämpft. Andererseits trugen jedoch den Banken zufolge die geringeren Ersparnisse der privaten Haushalte im ersten Vierteljahr 2005 zu der insgesamt gestiegenen Nachfrage nach diesen Krediten bei.

**Erwartungen:** Für das zweite Quartal 2005 erwarten die Banken per saldo eine Lockerung der Kreditrichtlinien (siehe Abbildung D, erste Grafik) und einen Anstieg der Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten (siehe Abbildung B, dritte Grafik).

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Getragen von der regen Emissionstätigkeit des Finanzsektors hat sich das Wachstumstempo bei den von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen im Februar gegenüber dem Vorjahr erhöht. Gleichzeitig blieb der Absatz börsennotierter Aktien durch Gebietsansässige verhalten.

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

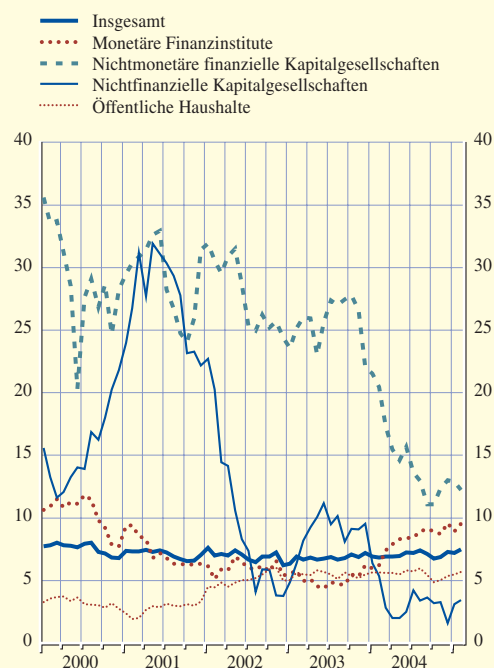
Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Februar 2005 auf 7,5 % gegenüber 7,2 % im Vormonat (siehe Abbildung 5). Bei den kurzfristigen Schuldverschreibungen stieg die entsprechende Rate gegenüber Januar um 1,7 Prozentpunkte auf 3,4 % im Februar. Die Emission langfristiger Schuldverschreibungen, vor allem solcher mit variabler Verzinsung, legte in dieser Zeit mit einer Rate von 7,9 % weiter kräftig zu.

Die Aufschlüsselung nach Emittentengruppen zeigt, dass die jährliche Zuwachsraten der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen mit 9,5 % im Februar 2005 weiter deutlich zunahm (siehe Tabelle 3), womit sich der seit Mitte 2003 zu beobachtende Aufwärtstrend fortsetzte. Innerhalb dieses Sektors erhöhte sich die Emission langfristiger Schuldverschreibungen mit variabler Verzinsung am kräftigsten (20,1 % im Februar). Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass die Banken die – insbesondere bei variablen Zinssätzen – günstigen Fremdfinanzierungskosten zur Finanzierung der anhaltend kräftigen Ausweitung ihrer Kreditvergabe, insbesondere von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte und zuletzt auch von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, nutzten.

Die Jahreswachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen Schuldverschreibungen erhöhte sich im Februar 2005 geringfügig auf 3,4 % und kehrte damit auf den Stand vom November 2004 zurück. Längerfristig betrachtet ist die Emission von Schuldtiteln durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Vergleich zu den im Anschluss an die Euro-Einführung sehr kräftigen durchschnittlichen Wachstumsraten noch recht verhalten. Die per saldo geringe Begebung von Schuldverschreibungen hängt sehr wahrscheinlich mit der positiven Entwicklung der Ertragslage der Unternehmen im Jahr 2004 zusammen. Hierdurch haben sich die Innenfinanzierungsmöglichkeiten allgemein verbessert, sodass folglich der Außenfinanzierungsbedarf der Unternehmen abgenommen hat. Gleichzeitig scheint das geringe Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen hinter der jüngsten Beschleunigung

Abbildung 5 Aufgliederung der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet.

**Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet**

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2004 Q4	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4	2005 Jan.	2005 Febr.
<b>Schuldverschreibungen</b>	<b>9 305</b>	<b>6,9</b>	<b>7,0</b>	<b>7,3</b>	<b>6,9</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>
MFIs	3 592	6,3	8,0	8,7	9,0	8,9	9,5
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	757	20,5	15,5	13,3	11,8	12,9	12,2
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	593	5,9	2,2	3,6	3,0	3,1	3,4
Öffentliche Haushalte	4 363	5,6	5,6	5,8	5,1	5,5	5,7
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	4 114	4,8	5,0	5,2	4,6	5,0	5,3
Sonstige öffentliche Haushalte	250	21,4	18,5	16,4	14,4	14,8	12,7
<b>Börsennotierte Aktien</b>	<b>4 035</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
MFIs	644	1,9	2,3	1,7	2,0	2,9	2,5
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	406	3,1	1,6	1,7	1,5	0,8	0,9
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2 985	0,9	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8

Quelle: EZB.

1) Einzelheiten finden sich im „Technischen Hinweis“ zu Tabelle 4.3 und 4.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“.

gung der MFI-Kreditgewährung an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzubleiben. Dies signalisiert möglicherweise eine gelockerte Kreditvergabepolitik der MFIs, die auch aus der im April durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft hervorgeht (siehe Kasten 2).

MFIs und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften können Außenfinanzierungsmittel auch indirekt über die Einschaltung nichtmonetärer finanzieller Kapitalgesellschaften aufnehmen. Wie schon in den vorangegangenen Monaten nahm die Emissionstätigkeit dieses Sektors mit einer Rate von 12,2 % im Februar 2005 weiter kräftig zu, verglichen mit durchschnittlich 15,1 % im Jahr 2004.

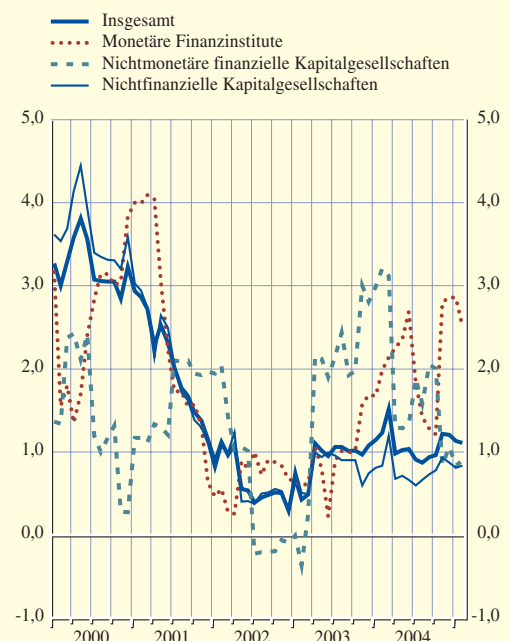
Die jährliche Wachstumsrate der von Zentralstaaten begebenen Schuldverschreibungen stieg im Februar mit 5,3 % weiter leicht an und lag damit über dem Durchschnitt des vergangenen Jahres (4,9 %). Gleichzeitig blieb die Vorjahresrate der von sonstigen öffentlichen Haushalten, insbesondere den Gemeinden, begebenen Schuldverschreibungen hoch, wenngleich sie sich im Februar nur noch auf 12,7 % belief.

#### BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

Die Emission von Aktien blieb im Februar 2005 verhalten, und die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet

**Abbildung 6 Aufgliederung der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien nach Emittentengruppen**

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet.

platzierten börsennotierten Aktien lag im Berichtsmonat ähnlich wie im Vormonat bei 1,1 % (siehe Abbildung 6 und Tabelle 3). Das jährliche Wachstum der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien verharrte mit 0,8 % im Februar auf einem besonders niedrigen Stand. Die Jahresrate der von MFIs emittierten börsennotierten Aktien ging im Februar 2005 etwas zurück (auf 2,5 %), während die Jahresrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften (einschließlich Versicherungsgesellschaften) ausgegebenen börsennotierten Aktien unverändert 0,9 % betrug. Der verhaltene Nettoabsatz börsennotierter Aktien spiegelt den begrenzten Außenfinanzierungsbedarf und die äußerst niedrigen Fremdfinanzierungskosten wider.

### 2.3 GELDMARKTSÄTZE

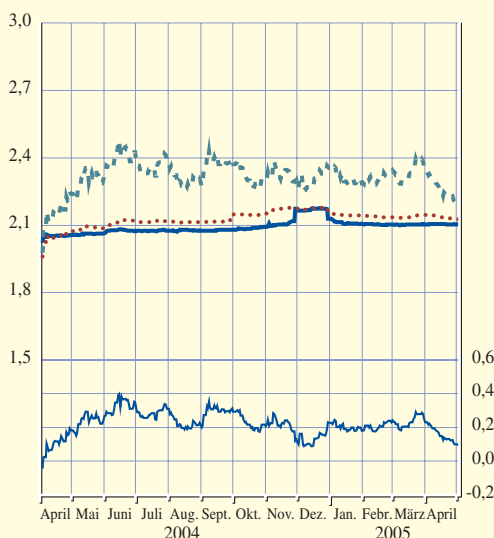
Die kurzfristigen Geldmarktsätze änderten sich im April 2005 kaum, während die längerfristigen Sätze allmählich zurückgingen. Infolgedessen flachte sich die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt im Verlauf des Monats ab.

Im April 2005 blieben die Geldmarktsätze am kurzen Ende der Zinsstrukturkurve weitgehend unverändert. Der Zwölfmonats-EURIBOR gab im selben Zeitraum gegenüber dem Vormonat etwas nach. Die Zinsstrukturkurve am Geldmarkt flachte sich daher im Monatsverlauf ab. Die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR hatte sich mit 9 Basispunkten am 3. Mai gegenüber Ende März um 16 Basispunkte verringert (siehe Abbildung 7).

Abbildung 7 Geldmarktsätze

(in % p.a.; in Prozentpunkten; Tageswerte)

- Einmonats-EURIBOR (linke Skala)
- ... Dreimonats-EURIBOR (linke Skala)
- - - Zwölfmonats-EURIBOR (linke Skala)
- Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR (rechte Skala)

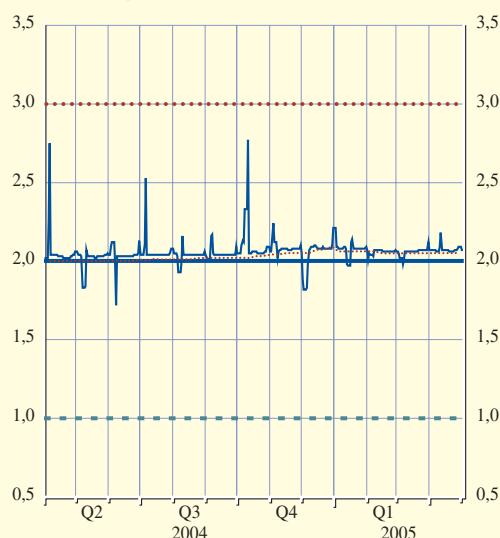


Quelle: Reuters.

Abbildung 8 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p.a.; Tageswerte)

- Mindestbietungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften
- ... Spitzenrefinanzierungssatz
- - - Einlagesatz
- Tagesgeldsatz (EONIA)
- ... Marginaler Zuteilungssatz bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften



Quellen: EZB und Reuters.



Von Ende März bis zum 3. Mai gaben die in den Preisen für Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakte mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2005 implizierten Zinsen um bis zu 32 Basispunkte nach und lagen zuletzt bei 2,11 %, 2,11 % bzw. 2,17 %.

Die Geldmarktsätze am ganz kurzen Ende blieben im Berichtsmonat weitgehend unverändert auf einem Niveau nahe dem Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGs) des Eurosystems. Der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz bei den HRGs des Eurosystems lagen in diesem Monat bei rund 2,05 %. Der EONIA (Euro Overnight Index Average) blieb im Monatsverlauf zumeist unverändert bei rund 2,07 %. Am letzten Tag der am 12. April abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperiode allerdings stieg der EONIA bedingt durch eine Nettoinanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 0,9 Mrd € auf 2,18 %. Auch am 29. April erhöhte sich der EONIA – aufgrund des Ultimoeffekts – geringfügig auf 2,09 %. Am 3. Mai lag er wieder auf seinem vor Ende April verzeichneten Niveau, also bei 2,07 % (siehe Abbildung 8).

Bei dem am 28. April 2005 abgewickelten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft des Eurosystems lagen der marginale Zuteilungssatz und der gewichtete Durchschnittssatz bei 2,08 % bzw. 2,09 % und damit 1 Basispunkt unter den entsprechenden Sätzen des vorangegangenen Tenders (vom 31. März 2005) sowie 5 bzw. 4 Basispunkte unter dem am 28. April verzeichneten Dreimonats-EURIBOR.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

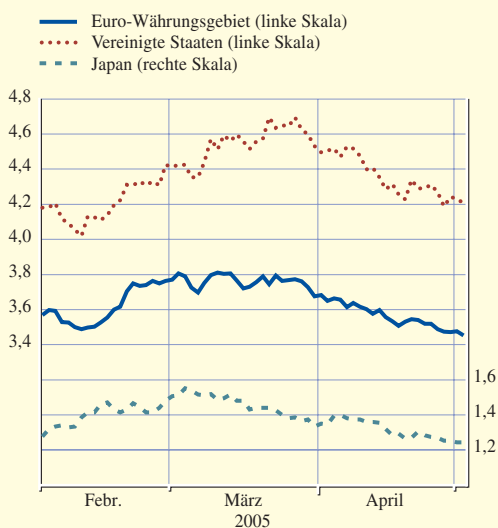
*Die Renditen langfristiger Staatsanleihen gingen im April an den wichtigsten Märkten zurück, worin sich wahrscheinlich eine weniger günstige Einschätzung der Wachstumsaussichten durch die Marktteilnehmer niederschlug. Deren Inflationserwartungen hingegen unterlagen in diesem Umfeld keinem wesentlichen Wandel; hierauf deuten die lediglich geringfügig geänderten Breakeven-Inflationsraten hin.*

Die Langfristzinsen an den weltweit größten Märkten entwickelten sich im April weitgehend ähnlich. Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten gingen zwischen Ende März und dem 3. Mai um rund 20 bzw. 30 Basispunkte zurück (siehe Abbildung 9). Infolgedessen verringerte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Staatsanleihen in den USA und im Eurogebiet etwas; am 3. Mai betrug er rund 75 Basispunkte. Auch in Japan gaben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in diesem Zeitraum um rund 10 Basispunkte nach. Der allgemeine Rückgang dürfte nicht zuletzt die verstärkte Besorgnis der Marktteilnehmer über die globalen Wachstumsaussichten widerspiegeln, die sich infolge der jüngsten Konjunkturdaten in den entsprechenden Ländern eingestellt hat. Darüber hinaus dürften auch Portfolioumschichtungen der Anleger in sicherere Anlageformen – von Aktien in Anleihen – zu den niedrigeren Anleiherenditen beigetragen haben. Dessen ungeachtet blieb die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der kurzfristigen Entwicklung an den Anleihenmärkten (gemessen an der impliziten Volatilität an den Rentenmärkten) in den großen Volkswirtschaften verhältnismäßig gering (siehe Abbildung 10).

In den Vereinigten Staaten gingen die Staatsanleiherenditen im Berichtszeitraum über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg zurück. Dabei beruhte insbesondere der Rückgang bei den kürzerfristigen Anleihen zum Teil auf der Reaktion des Marktes auf die Veröffentlichung der Protokolle der Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank im März 2005. Die Protokoll-

Abbildung 9 Renditen langfristiger Staatsanleihen

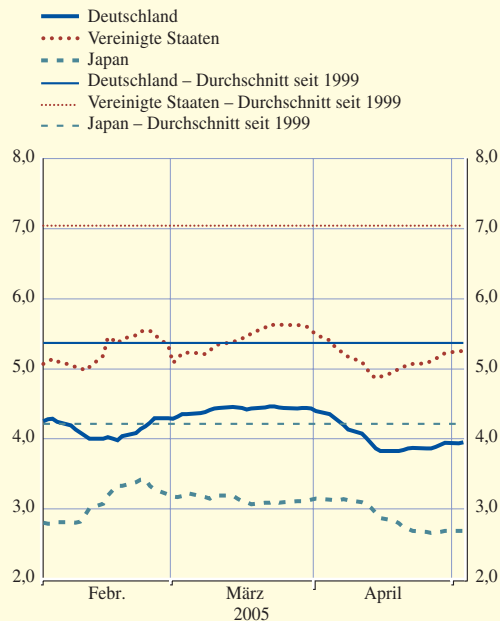
(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Bloomberg und Reuters.  
Anmerkung: Die Renditen langfristiger Staatsanleihen beziehen sich auf den Zehnjahresbereich bzw. die nächstliegende Restlaufzeit.

Abbildung 10 Implizite Volatilität an den Anleihemärkten

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



Quelle: Bloomberg.  
Anmerkung: Die implizite Volatilität leitet sich aus Optionen auf den nächstfälligen Terminkontrakt ab, der – gemäß der Definition von Bloomberg – 20 Tage vor Ablauf ersetzt wird. Dies bedeutet, dass 20 Tage vor Ablauf der Kontrakte ein Wechsel in der Wahl des Kontrakts, der zur Bestimmung der impliziten Volatilität verwendet wird, erfolgt, und zwar von dem der Fälligkeit nächstgelegenen Kontrakt zum darauf folgenden Kontrakt.

veröffentlichung veranlasste die Anleger offenbar, ihre Erwartungen in Bezug auf das Tempo, in dem die Geldpolitik in den USA gestrafft werden soll, etwas nach unten zu korrigieren. Der Renditerückgang bei den längeren Laufzeiten hing anscheinend eher mit der Veröffentlichung von Konjunkturdaten zusammen, insbesondere mit den jüngsten Beschäftigungs- und Einzelhandelszahlen, die in der Einschätzung der Marktteilnehmer hinter den Erwartungen zurückblieben. Die nach Anlegermeinung hieraus resultierende Eintrübung der künftigen Konjunkturaussichten schlug sich in einer niedrigeren Verzinsung zehnjähriger inflationsindexierter US-Anleihen nieder. Zugleich dürften die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer für die US-Wirtschaft – darauf deuten unter anderem die zehnjährigen Breakeven-Inflationsraten hin – im April leicht zurückgegangen sein (siehe Kasten 3) und sich somit gegenüber dem im März geringfügig höher als erwartet ausgefallenen Ergebnis für die VPI-Inflation in den USA als robust erwiesen haben.

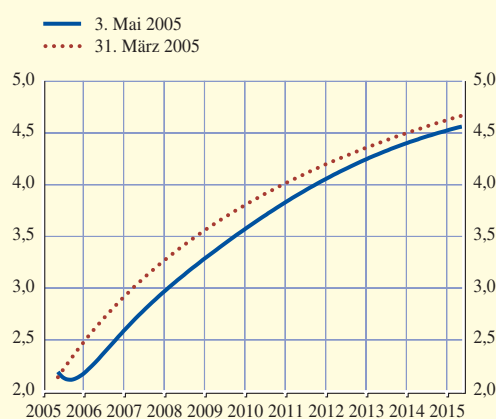
Im Euroraum fielen die Renditen langfristiger Staatsanleihen im April auf ein im historischen Vergleich sehr niedriges Niveau. Der jüngste Rückgang der Langfristzinsen im Eurogebiet hing hauptsächlich damit zusammen, dass die Anleger ihre Wachstumserwartungen für die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet nach unten korrigierten. Ferner dürften Portfolioumschichtungen von den Aktienmärkten hin zu den Staatsanleihemärkten über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg für zusätzlichen Druck auf die Anleiherenditen im Euro-Währungsgebiet gesorgt haben. Insbesondere in Bezug auf die kurz- bis mittelfristigen Wachstumsperspektiven schien unter den

Anlegern Besorgnis aufzukommen. Dementsprechend verringerte sich die reale Rendite indexgebundener (an den HVPI des Euroraums ohne Tabakwaren gekoppelter) italienischer Staatsanleihen mit Fälligkeit im Jahr 2008 um rund 20 Basispunkte, während der Rückgang der realen Rendite vergleichbarer französischer inflationsindexierter Staatsanleihen mit Fälligkeit 2015 von Ende März bis zum 3. Mai mit rund 10 Basispunkten weniger deutlich ausfiel. Die implizite Terminzinsstrukturkurve für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet im kurzen und mittleren Anleihelaufzeitenbereich verschob sich im April besonders stark nach unten (siehe Abbildung 11).

Die Besorgnis der Marktteilnehmer hinsichtlich des Inflationsdrucks im Euroraum scheint im April etwas abgenommen zu haben. Diesen Schluss legt der Rückgang der zehnjährigen Breakeven-Inflationsrate (die sich aus der Renditedifferenz zwischen nominalen und indexierten französischen Staatsanleihen mit Fälligkeit im Jahr 2015 ableitet) um rund 10 Basispunkte – auf rund 2,1 % am 3. Mai – nahe.

**Abbildung 11 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quelle: EZB-Schätzung.

Anmerkung: Die implizite Terminzinsstrukturkurve, die sich aus der am Markt beobachteten Zinsstruktur ableitet, spiegelt die Markterwartungen hinsichtlich der künftigen Höhe der Kurzfristzinsen wider. Das Verfahren für die Berechnung dieser impliziten Terminzinsstrukturkurven ist im Monatsbericht vom Januar 1999 erläutert. Die in der Schätzung verwendeten Daten sind von Swapkontrakten abgeleitet.

### Kasten 3

#### UMSTELLUNG DER ZUR BERECHNUNG LANGFRISTIGER BREAKEVEN-INFLATIONS-RATEN HERANGEZOGENEN INDEXGEBUNDENEN ANLEIHE

Langfristige Breakeven-Inflationsraten – die sich aus der Renditedifferenz zwischen einer klassischen nominalen Anleihe und einer von derselben Stelle emittierten indexierten Anleihe vergleichbarer Laufzeit errechnen – sind aussagekräftige Indikatoren der durchschnittlichen Inflationserwartungen, die die Marktteilnehmer für die Restlaufzeit der betreffenden Anleihen hegen.<sup>1</sup> Seit dem EZB-Monatsbericht vom Februar 2002 werden die (zehnjährigen) Referenz-Breakeven-Inflationsraten für das Euro-Währungsgebiet auf der Grundlage der inflationsindexierten französischen Staatsanleihe mit Fälligkeit 2012 berechnet, die im November 2001 emittiert wurde. Allerdings hat diese Anleihe inzwischen nur mehr eine Restlaufzeit von circa 7 ½ Jahren. Da die französische Regierung im November 2004 eine inflationsindexierte Anleihe mit Fälligkeit 2015 emittiert hat, die gleichfalls an den HVPI des Eurogebiets ohne Tabakwaren gekoppelt ist, bot sich eine Umstellung der zur Ermittlung der Referenz-Breakeven-Inflationsrate herangezogenen Anleihen an, damit diese Rate die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer wieder für einen Zeitraum von annähernd zehn Jahren anzeigt.

<sup>1</sup> Siehe hierzu auch EZB, Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen, Monatsbericht November 2004.

Abbildung A Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)

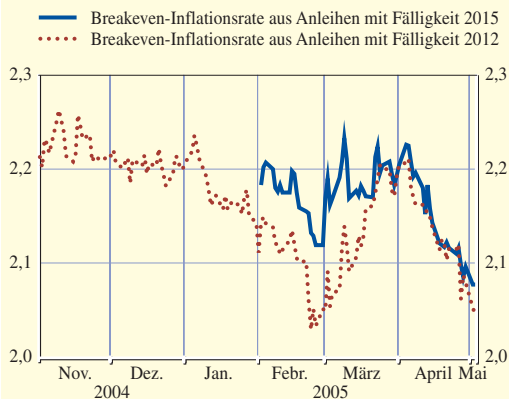
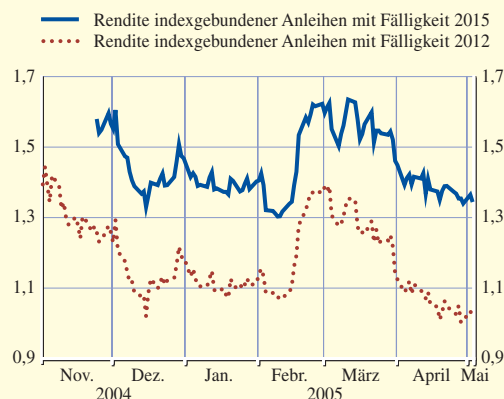


Abbildung B Renditen indexgebundener Anleihen im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

In diesem Kasten wird aufgezeigt, welche Folgen die Umstellung der Anleihen hat, die den im Monatsbericht regelmäßig ausgewiesenen Referenz-Breakeven-Inflationsraten im Eurogebiet zugrunde liegen. Der Einheitlichkeit halber wurde zur Berechnung der Breakeven-Inflationsraten für die Vereinigten Staaten eine vergleichbare Umstellung vorgenommen.

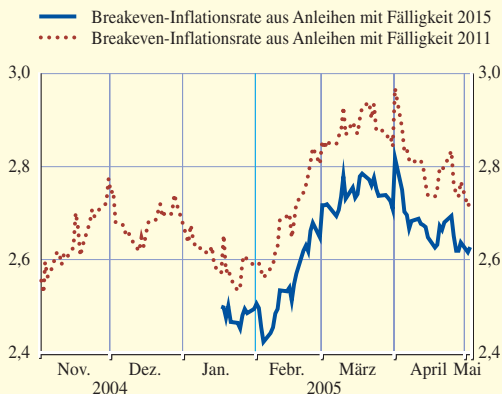
Wie aus Abbildung A hervorgeht, hatte die Umstellung von der 2012 fällig werdenden Anleihe auf die Anleihe mit Fälligkeit 2015 bisher lediglich eine geringfügige Differenz bei den ausgewiesenen langfristigen Breakeven-Inflationsraten zur Folge.<sup>2</sup> Am 3. Mai beliefen sich die Breakeven-Inflationsraten auf der Grundlage sowohl der alten als auch der neuen Referenzanleihen auf rund 2,1 %. Allerdings zeigt Abbildung A auch, dass die aus der Anleihe mit Fälligkeit 2015 abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten zwischen Anfang Februar und Mitte März einige Basispunkte über jenen lagen, die auf der Grundlage der 2012 fälligen Anleihe errechnet wurden. Von Marktfaktoren einmal abgesehen könnten diese geringfügigen Differenzen auf etwas höhere Laufzeitprämien, die mit zunehmender Laufzeit steigen, sowie auf eine im Zeitverlauf variierende Inflationsunsicherheit und die damit zusammenhängenden Inflationsrisikoprämien, die sich in den jeweils verwendeten Anleihen niederschlagen, zurückzuführen sein. Beispielsweise können Ölpreissteigerungen in jenem Zeitraum dazu beigetragen haben, dass die Inflationsunsicherheit für die kurze bis mittlere Frist vorübergehend stärker ausfiel als bei längerer Betrachtung.

Was hingegen die Renditen lang laufender indexierter Anleihen (eine Messgröße der realen Langfristzinsen im Euroraum) betrifft, so war die Rendite der 2015 fällig werdenden Anleihe am 3. Mai rund 30 Basispunkte höher als die Rendite der Anleihe mit Fälligkeit 2012 (siehe Abbildung B). Dies liegt daran, dass der Verlauf der realen Zinsstrukturkurve zurzeit aufwärts gerichtet ist.

<sup>2</sup> Die aus den inflationsindexierten Anleihen mit Fälligkeit 2012 und 2015 abgeleiteten Breakeven-Inflationsraten werden anhand eines Vergleichs mit entsprechenden nominalen französischen Staatsanleihen ermittelt. Zur Vermeidung von auf Laufzeitinkongruenzen beruhenden Verzerrungen werden nominale Anleihen gewählt, deren Laufzeit weitestgehend jener der inflationsindexierten Anleihen entspricht. Für die inflationsindexierten Anleihen mit Fälligkeit 2012 und 2015 wurden nominale Anleihen herangezogen, deren Laufzeit drei Monate früher endet. Aus diesem Grund konnten die auf der Anleihe mit Fälligkeit 2015 beruhenden Breakeven-Inflationsraten erst im Februar 2005 ermittelt werden, als die zugrunde liegende Nominalanleihe emittiert wurde.

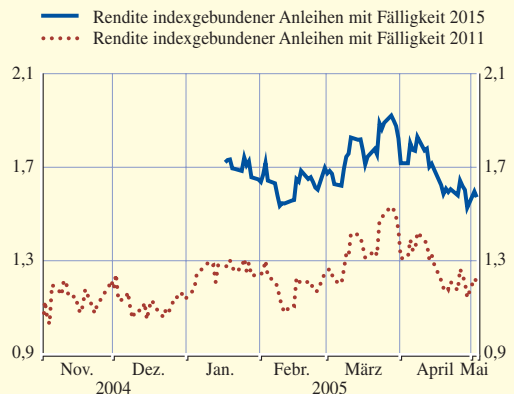
**Abbildung C Breakeven-Inflationsraten in den Vereinigten Staaten**

(in % p.a.; Tageswerte)



**Abbildung D Renditen indexgebundener Anleihen in den Vereinigten Staaten**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

Eine ähnliche Umstellung der zur Berechnung der Breakeven-Inflationsrate herangezogenen Anleihen wurde auch für die Vereinigten Staaten vorgenommen, um die Vergleichbarkeit mit den Angaben für das Eurogebiet zu gewährleisten. Die ausgewiesenen Renditen inflationsindexierter Anleihen und die entsprechenden Breakeven-Inflationsraten in den Vereinigten Staaten beruhen nun auf einer kürzlich emittierten inflationsindexierten US-Staatsanleihe mit Fälligkeit im Jahr 2015 statt der bisher verwendeten Anleihe mit Laufzeitende 2011. Am 3. Mai war die aus den 2015 fällig werdenden Anleihen abgeleitete Breakeven-Inflationsrate rund 10 Basispunkte niedriger als die auf den Anleihen mit Fälligkeit 2011 beruhende Rate (siehe Abbildung C). Hierin mag sich widerspiegeln, dass die Marktteilnehmer derzeit auf kurze bis mittlere Frist mit einer höheren Inflation rechnen als für langfristige Zeiträume. Die ausgewiesene reale Zehnjahresrendite für die indexgebundene Anleihe mit Fälligkeit 2015 war am 3. Mai rund 40 Basispunkte höher als jene der entsprechenden Anleihe mit Laufzeitende 2011 (siehe Abbildung D).

## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

*Die kurzfristigen MFI-Zinsen veränderten sich im Februar 2005 in der Mehrzahl kaum. Gleichzeitig gingen die langfristigen MFI-Zinsen für Neukredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte etwas zurück.*

Die kurzfristigen Einlagen- und Kreditzinsen im Neugeschäft der MFIs blieben im Februar 2005 überwiegend unverändert (siehe Abbildung 12 und Tabelle 4). Die einzig nennenswerte Ausnahme hiervon bildete der kurzfristige Zinssatz für Konsumentenkredite, der sich um 75 Basispunkte verringerte. Ausschlaggebend hierfür war in erster Linie ein drastischer Rückgang dieses Zinses in einem einzelnen Land.

Blickt man etwas weiter zurück, so zeigt sich, dass sich die meisten kurzfristigen MFI-Zinssätze seit Juli 2003 kaum verändert haben, worin sich die Entwicklung der vergleichbaren Geldmarkt-

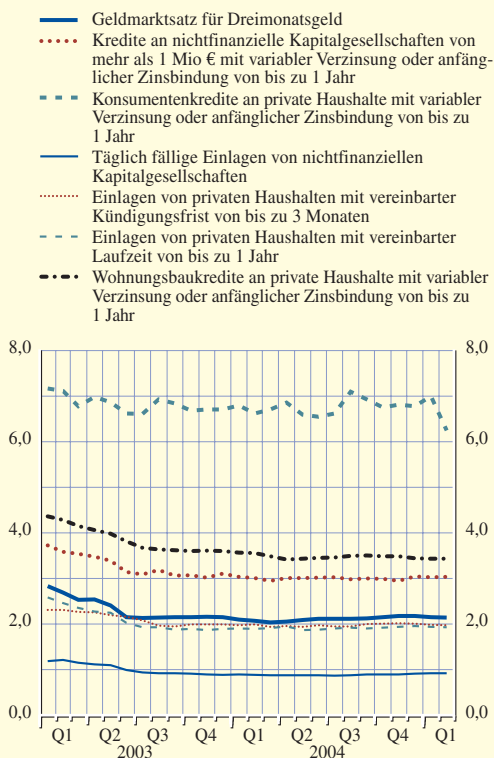
sätze widerspiegelt. So blieben von Juni 2004 bis Januar 2005 die Kurzfristzinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften sowie für Wohnungsbaukredite im Allgemeinen unverändert. Der Zinssatz für Einlagen von privaten Haushalten wie auch von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu einem Jahr stieg in diesem Zeitraum nur geringfügig (um rund 5 Basispunkte).

Die Mehrzahl der langfristigen MFI-Zinssätze im Neugeschäft ging am längeren Ende im Februar leicht zurück (siehe Abbildung 13 und Tabelle 4). Die einzige nennenswerte Ausnahme bildete der Zinssatz für langfristige Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren, der in diesem Monat um rund 30 Basispunkte zulegte und damit den in den vorangegangenen beiden Monaten in ähnlicher Größenordnung verzeichneten Gesamtrückgang dieses Zinssatzes wieder ausglich.

Über einen längeren, bis Juni 2004 zurückreichenden Betrachtungshorizont sind die meisten langfristigen MFI-Zinsen im Einklang mit den Marktzinsen bei vergleichbaren Laufzeiten zu-

Abbildung 12 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

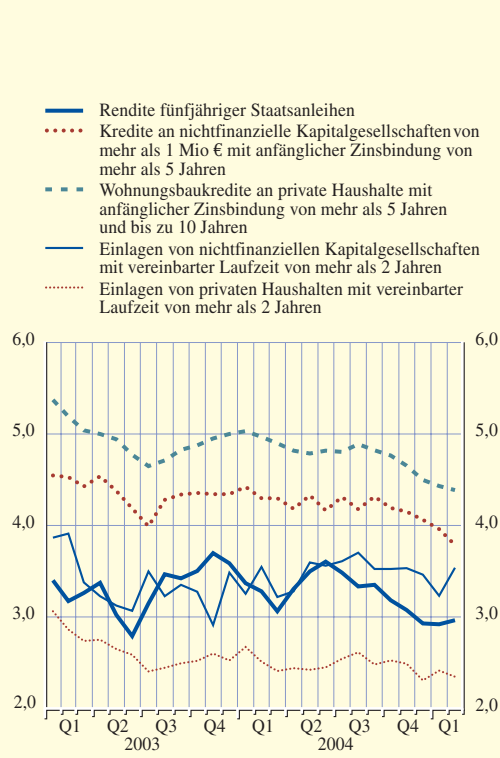
(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; gewichtet<sup>1)</sup>)



Quelle: EZB.  
1) Die MFI-Zinssätze werden anhand von Ländergewichten ermittelt, die auf Basis des gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens (ab Dezember 2003) bzw. auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 (von Januar bis November 2003) berechnet wurden. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht August 2004.

Abbildung 13 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz

(in % p.a.; Zinssätze im Neugeschäft; gewichtet<sup>1)</sup>)



Quelle: EZB.  
1) Die MFI-Zinssätze werden anhand von Ländergewichten ermittelt, die auf Basis des gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens (ab Dezember 2003) bzw. auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 (von Januar bis November 2003) berechnet wurden. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht August 2004.



rückgegangen (die Rendite für fünfjährige Staatsanleihen beispielsweise ist seit Juni 2004 um rund 65 Basispunkte gesunken). Im gleichen Zeitraum gaben die MFI-Zinsen für langfristige Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf Jahren) und für langfristige Wohnungsbaukredite an private Haushalte (mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als fünf und bis zu zehn Jahren) um rund 35 bzw. 45 Basispunkte nach. Die Zinsen für Einlagen von privaten Haushalten mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren wurden im selben Zeitraum nur geringfügig (um etwa 10 Basispunkte) zurückgenommen, während der Zinssatz für die entsprechenden Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Wesentlichen unverändert blieb.

**Tabelle 4 Zinssätze der MFIs im Neugeschäft**

(in % p.a.; in Basispunkten; gewichtet<sup>1)</sup>)

							Veränderung in Basispunkten bis Febr. 2005		
	2004 Sept.	2004 Okt.	2004 Nov.	2004 Dez.	2005 Jan.	2005 Febr.	2003 Jan.	2004 Nov.	2005 Jan.
<b>Einlagenzinsen der MFIs</b>									
Einlagen von privaten Haushalten									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	1,90	1,92	1,94	1,95	1,94	1,92	-66	-1	-1
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	2,48	2,53	2,49	2,31	2,41	2,35	-71	-14	-7
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	2,00	2,00	2,02	2,01	1,98	1,97	-33	-4	-1
Mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als 3 Monaten	2,52	2,52	2,51	2,52	2,49	2,49	-79	-2	0
Täglich fällige Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	0,89	0,89	0,89	0,91	0,92	0,92	-26	2	0
Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften									
Mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr	2,00	2,04	2,04	2,08	2,04	2,04	-68	0	0
Mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	3,52	3,53	3,53	3,46	3,23	3,54	-33	1	31
<b>Kreditzinsen der MFIs</b>									
Konsumentenkredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	6,93	6,75	6,81	6,78	7,00	6,25	-92	-56	-75
Wohnungsbaukredite an private Haushalte									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	3,50	3,49	3,48	3,44	3,43	3,43	-93	-5	0
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 und bis zu 10 Jahren	4,82	4,76	4,65	4,50	4,43	4,38	-99	-27	-5
Überziehungskredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	5,38	5,40	5,37	5,27	5,36	5,30	-77	-6	-6
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von bis zu 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	3,99	4,01	4,01	3,98	3,98	3,94	-93	-7	-4
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	4,70	4,65	4,55	4,44	4,46	4,36	-79	-19	-9
Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio €									
Mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	3,00	2,98	2,95	3,04	3,02	3,03	-70	8	0
Mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren	4,32	4,19	4,15	4,06	3,96	3,79	-76	-36	-17
<b>Nachrichtlich</b>									
Dreimonats-Geldmarktsatz	2,12	2,15	2,17	2,17	2,15	2,14	-69	-3	-1
Rendite zweijähriger Staatsanleihen	2,60	2,47	2,41	2,36	2,39	2,45	-18	4	6
Rendite fünfjähriger Staatsanleihen	3,35	3,18	3,08	2,93	2,92	2,97	-44	-11	4

Quelle: EZB.

1) Die MFI-Zinssätze werden anhand von Ländergewichten ermittelt, die auf Basis des gleitenden Zwölfmonatsdurchschnitts des Neugeschäftsvolumens (ab Dezember 2003) bzw. auf Basis des durchschnittlichen Neugeschäftsvolumens im Jahr 2003 (von Januar bis November 2003) berechnet wurden. Weitere Einzelheiten finden sich in: EZB, Analyse der Zinssätze der MFIs im Euro-Währungsgebiet, Kasten 3, Monatsbericht August 2004.

## 2.6 AKTIENMÄRKTE

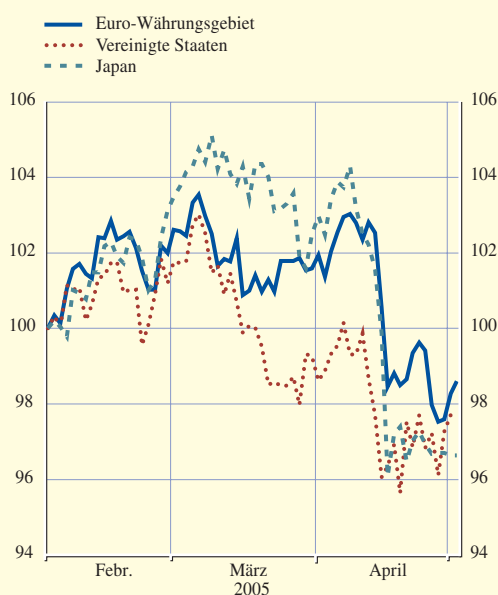
Die Aktienkurse sind im April insgesamt weltweit stark gefallen. Zunehmende Sorgen der Anleger hinsichtlich der Wachstumsaussichten für die großen Volkswirtschaften trugen sowohl zum Rückgang der Aktienkurse als auch zum weltweiten Anstieg der Unsicherheit an den Aktienmärkten bei.

Die Aktienkurse in den großen Volkswirtschaften waren im April rückläufig und setzten damit den im Vormonat begonnenen Abwärtstrend fort (siehe Abbildung 14). Insgesamt gaben sie im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten gemessen am Dow-Jones-Euro-STOXX-Index und am Standard-&-Poor's-500-Index von Ende März bis zum 3. Mai um rund 3 % bzw. 2 % nach. Auch der japanische Nikkei 225 fiel im selben Zeitraum um nahezu 6 %. Gleichzeitig stieg die Unsicherheit an den wichtigsten Aktienmärkten, gemessen an der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Volatilität, blieb aber weiter deutlich unter dem seit 1999 verzeichneten Durchschnitt (siehe Abbildung 15).

Die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten wurden im April durch mehrere Faktoren beeinflusst. Die Veröffentlichung von ungünstiger als erwartet ausgefallenen Beschäftigungs- und Einzel-

Abbildung 14 Aktienindizes

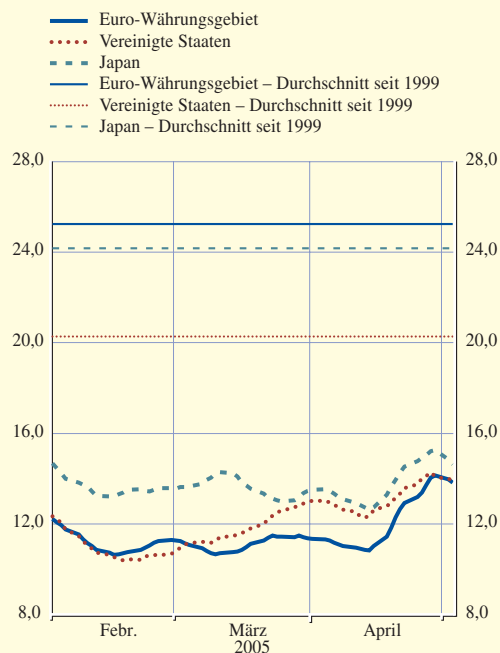
(Index: 1. Februar 2005 = 100; Tageswerte)



Quellen: Reuters und Thomson Financial Datastream.  
Anmerkung: Dow-Jones-Euro-STOXX-Gesamtindex für das Euro-Währungsgebiet, Standard-&-Poor's-500-Index für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

Abbildung 15 Implizite Aktienkursvolatilität

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



Quelle: Bloomberg.  
Anmerkung: Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderungen der Aktienkurse in einem Zeitraum von bis zu drei Monaten dar, wie sie in den Preisen von Optionen auf Aktienindizes zum Ausdruck kommt. Die implizite Volatilität bezieht sich auf die folgenden Aktienindizes: Dow Jones Euro STOXX 50 für das Euro-Währungsgebiet, Standard & Poor's 500 für die Vereinigten Staaten und Nikkei 225 für Japan.

handelszahlen nährte gewisse Bedenken hinsichtlich der Stärke des künftigen Wachstums der US-Wirtschaft. Hinzu kamen von den Anlegern geforderte höhere Aktienrisikoprämien, die die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten ebenfalls zu belasten schienen. Dieser Einschätzung entsprach auch ein zunehmender Eindruck von Unsicherheit, die in der aus Aktienoptionen abgeleiteten impliziten Volatilität zum Ausdruck kam. Allerdings dürften die Meldungen über ein weiterhin relativ starkes Gewinnwachstum und die geringeren Renditen langfristiger Anleihen – als Diskontierungsfaktor für die erwartete künftige Liquidität in den Unternehmen – dazu beigetragen haben, die Kursverluste der US-Aktien zu begrenzen.

Auch im Euroraum war der Rückgang der Aktienkurse im April auf Wachstumssorgen der Anleger zurückzuführen. In der Hauptsache wurden diese durch eine Reihe von Datenveröffentlichungen ausgelöst, die auf eine sich in naher Zukunft abschwächende Konjunktur im Eurogebiet hindeuteten. Zugleich dürfte aber ein gegenläufiger Impuls von der anhaltend positiven Ertragslage der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und den niedrigeren Anleiherenditen ausgegangen sein.

Eine Aufschlüsselung nach Branchen zeigt, dass der Gesundheitssektor besser als der marktweite Dow-Jones-Euro-STOXX-Index abschnitt. Die Aktienkurse der Unternehmen aus dem Konsumgüter- und Dienstleistungsbereich hingegen blieben hinter dem Gesamtindex zurück, worin möglicherweise Sorgen der Anleger, dass die Endnachfrage in diesen Sektoren weniger kräftig als ursprünglich angenommen ausfallen könnte, ihren Niederschlag fanden.

### 3 PREISE UND KOSTEN

Die HVPI-Inflation im Euro-Währungsgebiet lag im März 2005 unverändert bei 2,1 %. Einerseits erhöhte sich der Inflationsbeitrag der Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel aufgrund der Ölpreissteigerungen und der in einigen Euro-Ländern herrschenden kalten Witterung. Andererseits hatte ein Basiseffekt im Zusammenhang mit der im März 2004 in einigen Ländern vorgenommenen Erhöhung der Tabaksteuer einen dämpfenden Effekt. Der Vorabschätzung von Eurostat zufolge lag die jährliche am HVPI gemessene Preissteigerungsrate auch im April 2005 bei 2,1 %. Die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise verharrte im März bei 4,2 %. Zwar gibt es Hinweise darauf, dass die höheren Energiekosten bis zu einem gewissen Grad auf die Erzeugerpreise für Investitions- und Vorleistungsgüter überwältigt werden, doch gibt es bislang noch keine Anzeichen für ein deutliches Durchwirken auf die Konsumgüterpreise. Was die Arbeitskosten betrifft, so stehen die jüngst veröffentlichten Indikatoren im Einklang mit dem Gesamtbild einer moderaten Lohnentwicklung. Die Aussichten für die HVPI-Inflation im Euroraum werden auf kurze Sicht weiterhin von den Ölpreisen bestimmt. Im Allgemeinen gibt es keine deutlichen Anzeichen dafür, dass sich im Eurogebiet ein grundlegender Preisdruck aufbaut; die Inflationsrate dürfte mit einer gewissen Verzögerung wieder auf unter 2 % sinken. Gleichwohl bestehen auf mittlere bis lange Sicht nach wie vor Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität.

#### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

##### VORABSCHÄTZUNG FÜR APRIL 2005

Der Vorabschätzung von Eurostat zufolge lag die HVPI-Inflation im April 2005 bei 2,1 %. Zwar liegt zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch keine Aufschlüsselung in einzelne Komponenten vor, aber von den Energiepreisen dürfte weiterhin ein Aufwärtsdruck ausgegangen sein. Da es sich um vorläufige Angaben handelt, ist diese Schätzung mit erheblicher Unsicherheit behaftet.

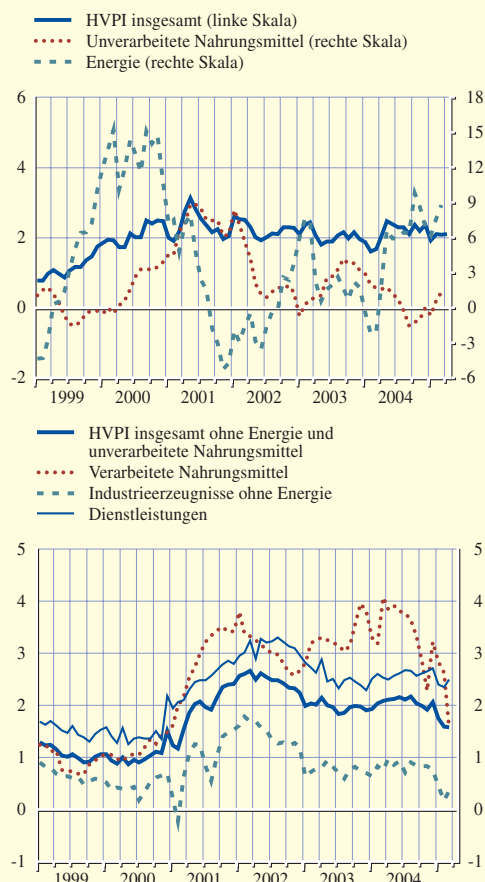
##### HVPI-INFLATION IM MÄRZ 2005

Die jährliche am HVPI gemessene Preissteigerungsrate betrug im März 2,1 % und blieb somit gegenüber Februar unverändert. Von den Preisen für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel ging ein stärkerer Inflationsdruck aus als im Februar. Die jährliche Wachstumsrate der Energiekomponente erhöhte sich – bedingt durch die jüngsten Ölpreissteigerungen – von 7,7 % im Februar auf 8,8 % im März (siehe Abbildung 16). Auch die Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel stiegen rascher an, was wohl auf die in einigen Ländern (z. B. Frankreich) herrschende kalte Witterung zurückzuführen war, die drastische Preiserhöhungen bei Obst und Gemüse zur Folge hatte.

Der höhere Beitrag der volatilen Komponenten wurde allerdings durch einen Basiseffekt im

Abbildung 16 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

**Tabelle 5 Preisentwicklung**

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

	2003	2004	2004 Nov.	2004 Dez.	2005 Jan.	2005 Febr.	2005 März	2005 April
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	2,1	2,1	2,2	2,4	1,9	2,1	2,1	2,1
Energie	3,0	4,5	8,7	6,9	6,2	7,7	8,8	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	2,1	0,6	-1,0	0,0	-0,6	0,7	1,3	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	3,3	3,4	2,3	3,2	2,8	2,6	1,6	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	0,8	0,8	0,8	0,8	0,5	0,2	0,4	.
Dienstleistungen	2,5	2,6	2,7	2,7	2,4	2,4	2,5	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	1,4	2,3	3,7	3,5	3,9	4,2	4,2	.
Ölpreise (€ je Barrel)	25,1	30,5	34,5	30,0	33,6	35,2	40,4	41,4
Rohstoffpreise ohne Energie	-4,5	10,8	0,4	-0,2	3,1	3,1	-0,4	-1,9

Quellen: Eurostat, Thomson Financial Datastream und HWWA.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im April 2005 bezieht sich auf die Vorabschätzung von Eurostat.

Zusammenhang mit der im März 2004 in einigen Ländern vorgenommenen Erhöhung der Tabaksteuer ausgeglichen. Durch diesen Basiseffekt wurde der Beitrag der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel deutlich verringert, und dies erklärt auch, warum die Jahressteigerungsrate des HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel – trotz eines leichten Anstiegs der Jahresraten der Preise für Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen (siehe Tabelle 5) – unverändert bei 1,6 % lag (siehe Abbildung 16).

Aus den aktuellen für 2004 verfügbaren Daten geht hervor, dass sich Wohnimmobilien im Euro-Währungsraum insgesamt nach wie vor stark verteuerten (siehe Kasten 4).

#### Kasten 4

##### JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER PREISE FÜR WOHNIMMOBILIEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

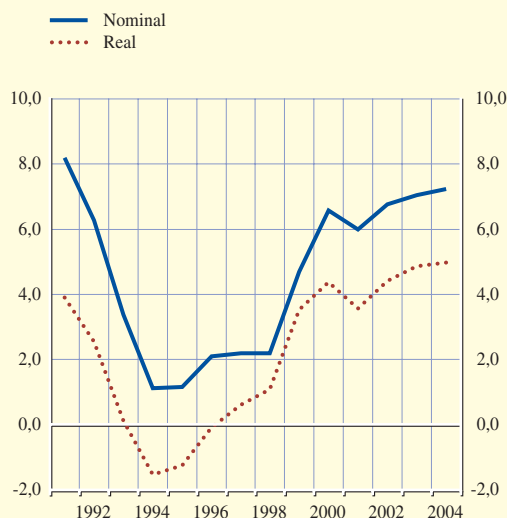
Die Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien ist ein wichtiger Faktor für die Analyse, die den geldpolitischen Beschlüssen zur Aufrechterhaltung der Preisstabilität auf mittlere Sicht zugrunde liegt.<sup>1</sup> So können sich Veränderungen bei den Preisen für Wohneigentum auf das Konsumverhalten der privaten Haushalte – insbesondere über Vermögenseffekte – und auf die Wohnungsbauinvestitionen auswirken. Außerdem beeinflussen sie unter Umständen die Kreditentwicklung. Die Eigenheimpreise sind zwar nicht im HVPI enthalten, können aber indirekte Auswirkungen auf einige seiner Bestandteile haben, insbesondere auf die Teilkomponente „Mieten“. In diesem Kasten wird ein Überblick über die jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet insgesamt sowie in den einzelnen Euro-Ländern gegeben.

Aus den für 2004 verfügbaren Daten geht hervor, dass die Preise für Wohnimmobilien im Euro-Raum insgesamt nach wie vor kräftig stiegen und fast den Anfang der Neunzigerjahre verzeich-

<sup>1</sup> Siehe beispielsweise EZB, Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, Monatsbericht April 2005.

Abbildung A Nominale und reale Preise für  
Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet

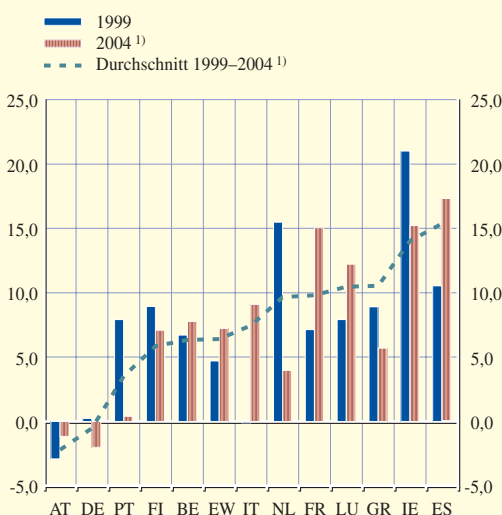
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahreswerte)



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Daten.  
Anmerkung: Die realen Preise für Wohnimmobilien werden durch Deflationierung mit dem HVPI gewonnen.

Abbildung B Entwicklung der Preise für  
Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet  
und in den einzelnen Ländern des Euro-Währungsgebiets

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Nationale Angaben und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: EW bezeichnet das Euro-Währungsgebiet.  
1) Für Österreich und Luxemburg stehen Jahreswerte bis 2002 zur Verfügung. Für Belgien, Griechenland und Irland stehen Jahreswerte bis 2003 zur Verfügung.

neten Höchststand erreichten. Schätzungen zufolge sind diese Preise im Jahr 2004 um 7,2 % gestiegen, nachdem sie 2003 um 7,0 % zugelegt hatten (siehe Abbildung A). Damit wurde im fünften Jahr in Folge ein Anstieg von rund 6 % bis 7 % verzeichnet. Von 1999 bis 2004 lag ihr Anstieg 3 bis 5 Prozentpunkte über der Inflationsrate nach dem HVPI, nachdem von 1993 bis 1998 relativ geringe Zuwächse (weniger als 3 %) zu verzeichnen gewesen waren.<sup>2</sup>

Hinter der aggregierten Entwicklung der Eigenheimpreise im Euro-Währungsgebiet verbergen sich erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern, wie in Abbildung B dargestellt. Von 1999 bis 2004 lagen die Steigerungsraten der Preise für Wohneigentum in Spanien, Irland, Griechenland, Luxemburg, Frankreich und den Niederlanden im Durchschnitt deutlich über dem Aggregat für das Euro-Währungsgebiet, während in Deutschland und Österreich ein Preisrückgang zu verzeichnen war.

Was die jüngsten Entwicklungen angeht, so verlangsamte sich – nach den für 2004 verfügbaren Jahresdaten – der Anstieg der Eigenheimpreise in den Niederlanden und in Portugal und fiel unter die entsprechende durchschnittliche Wachstumsrate im Zeitraum von 1999 bis 2004. Die Preise für Wohneigentum sind in Frankreich und Spanien nach wie vor kräftig gestiegen, wobei in Frankreich eine weitere Beschleunigung zu verzeichnen war. In Deutschland war dagegen zum dritten Mal in Folge ein Rückgang im Vergleich zum Vorjahr zu beobachten.

<sup>2</sup> Aufgrund der Heterogenität der zugrunde liegenden nationalen Daten können die von der EZB aggregierten Zahlen nur einen groben Anhaltspunkt für die Entwicklung der Eigenheimpreise liefern. Weitere Einzelheiten zu den Berechnungsproblemen finden sich in EZB, Entwicklung der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet, Kasten 5, Monatsbericht Dezember 2003.



Die für Belgien bis zum zweiten Quartal 2004 verfügbaren Quartalsangaben deuten auf weitgehend unveränderte Steigerungsraten der Preise für Wohnimmobilien im Vergleich zu 2003 hin, während die für Irland bis zum dritten Jahresviertel verfügbaren Quartalsangaben eine leichte Abschwächung des Preisanstiegs im Vergleich zum Vorjahr nahe legen.<sup>3</sup> Für Griechenland zeigen die bis zum dritten Quartal 2004 vorliegenden Quartalsangaben eine deutliche Verlangsamung gegenüber dem Vorjahr.

Angesichts der möglichen Auswirkungen in den betroffenen Euro-Ländern und im Euro-Währungsgebiet insgesamt macht der in einigen Regionen des Euroraums verzeichnete rasche Anstieg der Preise für Wohneigentum eine genaue Beobachtung der Wohnungsmärkte erforderlich.

<sup>3</sup> In Irland hat sich laut den vom privaten Sektor zusammengestellten Daten (dem Permanent TSB House Price Index, der bis zum ersten Quartal 2005 vorliegt) der Anstieg der Preise für Wohneigentum nach dem dritten Quartal 2004 möglicherweise noch weiter verlangsamt.

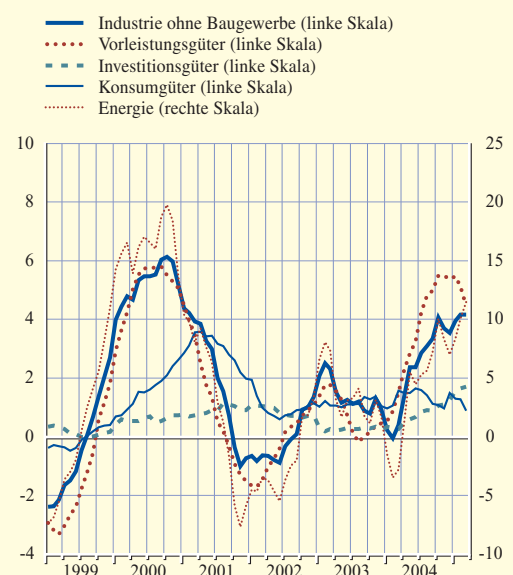
### 3.2 ERZEUGERPREISE

Die Vorjahrsrate der Erzeugerpreise insgesamt (ohne Baugewerbe) verharrte im März 2005 bei 4,2 % (siehe Abbildung 17). Hinter der stabilen Entwicklung der Jahreswachstumsrate verbarg sich ein im Vorjahrsvergleich erneut beschleunigter Preisanstieg bei der Energiekomponente aufgrund der Ölpreisentwicklung, während der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise ohne Baugewerbe und Energie abnahm. Insgesamt gibt es zwar Hinweise darauf, dass die höheren Energiekosten zu einem gewissen Grad auf die Erzeugerpreise für Investitions- und Vorleistungsgüter überwältzt werden, doch es liegen bislang noch keine Anzeichen für ein deutliches Durchwirken auf die Erzeugerpreise für Konsumgüter vor.

Bei den Erzeugerpreiskomponenten nahm die Jahreswachstumsrate der Erzeugerpreise für Energie weiter zu (von 10,0 % im Februar auf 11,5 % im März), was vor allem den Einfluss der kräftigen Ölpreiserhöhungen in den zurückliegenden Monaten widerspiegelte. Der jährliche Anstieg der Vorleistungsgüterpreise verlangsamte sich im März den zweiten Monat in Folge, war aber nach wie vor relativ hoch, was wohl auf die dynamische Entwicklung einiger Rohstoffpreise in den letzten Monaten zurückzuführen war. Gleichwohl dürfte die aktuelle Entwicklung auf eine gewisse Kehrtwende hin zu künftig niedrigeren Steigerungsraten schließen lassen. Die Jahresänderungsrate der Erzeugerpreise für Konsumgüter verringerte sich im März, was den gedämpften Anstieg, der in den letzten zwei Jahren zu verzeichnen war, bestätigte. Daraus lässt sich ableiten, dass der Einfluss der steigenden Energiekosten auf die

Abbildung 17 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



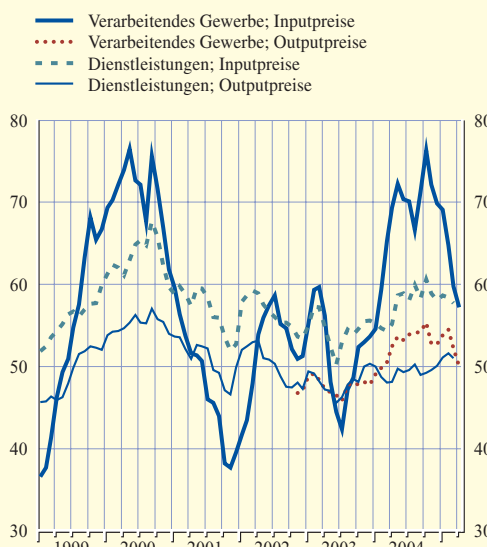
Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Teuerung der Konsumgüter auf der Erzeugerebene bislang sehr gering war. Der jährliche Anstieg der Erzeugerpreise für Investitionsgüter schließlich beschleunigte sich im März leicht auf eine Rate von 1,7 % und setzte so den seit Anfang 2004 zu beobachtenden allmählichen Aufwärtstrend fort.

Was die Umfragedaten angeht, so weist der aus den Ergebnissen der Einkaufsmanager-Umfrage gewonnene Index der Vorleistungspreise für das Euro-Währungsgebiet für April 2005 trotz steigender Energiepreise auf eine fortgesetzte Abschwächung des Kostendrucks im verarbeitenden Gewerbe hin (siehe Abbildung 18). Trotzdem lag der Vorleistungspreisindex weiterhin bei über 50 Punkten und wies damit nach wie vor auf steigende Vorleistungspreise hin. Der Index der Outputpreise im verarbeitenden Gewerbe ging ebenfalls zurück und lag erstmals seit über einem Jahr auf einem Niveau, das unveränderte Outputpreise anzeigt. Daraus lässt sich schließen, dass das verarbeitende Gewerbe – wohl aufgrund des starken internationalen Wettbewerbs und des moderaten Wirtschaftswachstums im Euroraum – die gestiegenen Inputpreise bislang noch nicht vollständig auf die Outputpreise überwälzen konnte. Bei Redaktionsschluss lagen Daten für den Dienstleistungssektor lediglich bis März vor. In jenem Monat sank der Index für die Input- und die Outputpreise im Dienstleistungssektor zwar, lag aber weiterhin bei über 50 Punkten und signalisierte somit einen fortgesetzten Preisanstieg.

Abbildung 18 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



Quelle: NTC Research.  
Anmerkung: Ein Indexwert von über 50 weist auf einen Preisanstieg hin, während ein Wert von unter 50 auf einen Rückgang hindeutet.

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Zur Entwicklung der Arbeitskosten ist festzustellen, dass alle Indikatoren des Arbeitskostenwachstums im Jahr 2004 gegenüber 2003 im Durchschnitt zurückgingen, wodurch das Gesamtbild eines moderaten Lohnwachstums im Euroraum bestätigt wird (siehe Tabelle 6 und Abbildung 19).

Tabelle 6 Arbeitskostenindikatoren

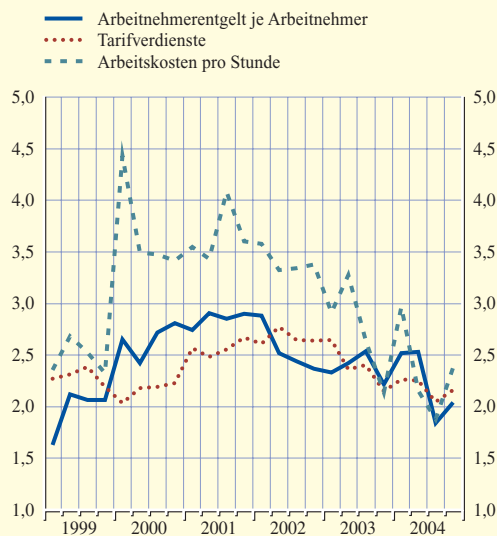
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Tarifverdienste	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,7	2,3	2,1	3,0	2,2	1,9	2,4
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,4	2,2	2,2	2,5	2,5	1,8	2,0
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	0,4	1,3	0,6	1,3	1,7	1,3	0,9
Lohnstückkosten	2,0	0,9	1,6	1,2	0,8	0,5	1,1

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 19 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren**

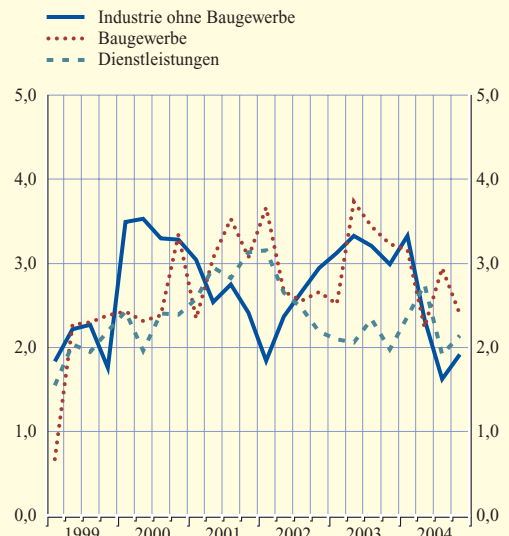
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 20 Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer nach Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Die Jahresänderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Euroraum kletterte von 1,8 % im dritten Quartal auf 2,0 % im Folgequartal. Dieser leichte Anstieg war vor allem ein statistischer Effekt im Zusammenhang mit einer Umkehr des in Italien im dritten Quartal verzeichneten erheblichen Rückgangs aufgrund des Zeitpunkts der Gehaltszahlungen im öffentlichen Dienst. In etwas längerfristiger Betrachtung weisen die Zahlen nach wie vor auf ein gemäßigtes Lohnwachstum in den zurückliegenden Quartalen hin, obwohl das jährliche Wachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Eurogebiet für das erste Halbjahr 2004 (von zuvor 2,2 %) auf 2,5 % und für das dritte Quartal (von zuvor 1,5 %) auf 1,8 % nach oben korrigiert wurde.

Auf sektoraler Ebene verfügbare Daten, die ebenfalls umfangreichen statistischen Korrekturen unterlagen, deuten darauf hin, dass sich das Jahreswachstum des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im vierten Quartal sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor leicht beschleunigt hat, während es im Baugewerbe zurückging (siehe Abbildung 20). Im Verlauf des Jahres 2004 war die Vorjahrsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer im Baugewerbe und besonders in der Industrie stark rückläufig, während sie im Dienstleistungssektor schwankte und keine einheitliche Tendenz aufwies.

Bei den sonstigen Arbeitskostenindikatoren stiegen die Tarifverdienste im Schlussquartal 2004 im Vorjahrsvergleich um 2,2 % und lagen somit 0,2 Prozentpunkte über dem Stand des dritten Quartals. Für 2004 insgesamt betrug der durchschnittliche Anstieg der Tarifverdienste 2,2 % und war damit niedriger als 2003. Das Jahreswachstum der Arbeitskosten pro Stunde lag im vierten Quartal 2004 bei 2,4 % und war somit höher als im Vorquartal, aber immer noch niedriger als die im Jahresdurchschnitt 2003 verzeichnete Rate von 2,7 %. Aufgrund des konjunkturbedingten Rückgangs der Arbeitsproduktivität kletterte der jährliche Anstieg der Lohnstückkosten von 0,5 % im dritten auf 1,1 % im vierten Quartal. Im Gesamtjahr 2004 war er jedoch im historischen Vergleich mit 0,9 % verhältnismäßig moderat und deutlich niedriger als im Gesamtjahr 2003 (2,0 %).

### 3.4 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Sofern es nicht erneut zu starken Ausschlägen der Ölpreise oder sonstiger volatiler Faktoren kommt, wird erwartet, dass die am HVPI gemessene jährliche Teuerung in den kommenden Monaten in etwa auf dem derzeitigen Niveau verharren wird. Die Lohnsteigerungen hielten sich in den letzten Quartalen in Grenzen, und vor dem Hintergrund des moderaten Wirtschaftswachstums und der hohen Arbeitslosigkeit dürfte sich dieser Trend vorläufig fortsetzen. Insgesamt gibt es keine deutlichen Anzeichen dafür, dass sich im Eurogebiet ein grundlegender Preisdruck aufbaut; die Inflationsrate dürfte mit einer gewissen Verzögerung wieder auf unter 2 % sinken. Gleichwohl bestehen nach wie vor Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität, die im Wesentlichen mit der Ölpreisentwicklung und den daraus möglicherweise resultierenden Zweitrundeneffekten im Hinblick auf das Lohn- und Preissetzungsverhalten zusammenhängen. Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, die Entwicklung der langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet zu beobachten (siehe Kasten 5).

#### Kasten 5

##### ERWARTUNGEN DES PRIVATEN SEKTORS FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET: ERGEBNISSE DES SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS FÜR DAS ZWEITE QUARTAL 2005

In diesem Kasten werden die Ergebnisse des von der EZB vom 18. bis 22. April 2005 durchgeführten 27. Survey of Professional Forecasters (SPF) dargestellt. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der EU in Bezug auf Inflation, Konjunktur und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt. Es ist zu berücksichtigen, dass die aggregierten Daten aus dem SPF angesichts des breiten Spektrums der Umfrageteilnehmer relativ heterogene und subjektive Meinungen und Annahmen widerspiegeln können. Den SPF-Ergebnissen werden – soweit möglich – auch andere verfügbare Indikatoren der Erwartungen des privaten Sektors für die gleichen Prognosezeiträume gegenübergestellt.

##### Inflationserwartungen für 2005 und 2006

Im Vergleich zur letzten Umfrage, die im Januar durchgeführt wurde, waren die Inflationserwartungen weitgehend unverändert. Die SPF-Teilnehmer gehen davon aus, dass die HVPI-Inflation im Jahr 2005 durchschnittlich 1,9 % und im Jahr 2006 durchschnittlich 1,8 % betragen wird. Die Durchschnittsprognose nach dem SPF liegt für 2005 um 0,1 Prozentpunkte über der von Consensus Economics und für 2006 um 0,1 Prozentpunkte über der von Consensus Economics und der vom Euro Zone Barometer aufgestellten Prognose. Nach Angaben der Umfrageteilnehmer werden die Inflationaussichten hauptsächlich von der Ölpreisentwicklung geprägt. Der von den hohen Ölpreisen ausgehende Aufwärtsdruck wird ihrer Ansicht nach teilweise von einer Reihe preisdämpfender Faktoren, wie dem zunehmenden internationalen Wettbewerb, der anhaltenden Stärke des Euro und der fortgesetzten Lohnzurückhaltung aufgewogen.

Die SPF-Teilnehmer werden auch gebeten, ihre Prognosen mit einer Wahrscheinlichkeitsverteilung zu versehen. Dabei handelt es sich um die Zuordnung der Wahrscheinlichkeit (ausgedrückt in Prozent), mit welcher das zukünftige Ergebnis in ein bestimmtes Intervall fällt. An-

## Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters, von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer

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

Teuerung nach dem HVPI	Prognosezeitraum				
	2005	März 2006	2006	März 2007	Längerfristig <sup>2)</sup>
Jüngste Erhebung (2005 Q2 SPF)	1,9	1,8	1,8	1,8	1,9
Vorherige Erhebung (2005 Q1 SPF)	1,9	-	1,8	-	1,9
Consensus Economics (April 2005)	1,8	-	1,7	-	1,9
Euro Zone Barometer (April 2005)	1,9	-	1,7	-	1,9
Reales BIP-Wachstum	2005	2005 Q4	2006	2006 Q4	Längerfristig <sup>2)</sup>
Jüngste Erhebung (2005 Q2 SPF)	1,6	1,8	2,0	2,0	2,2
Vorherige Erhebung (2005 Q1 SPF)	1,8	-	2,1	-	2,3
Consensus Economics (April 2005)	1,5	-	1,9	-	2,1
Euro Zone Barometer (April 2005)	1,6	-	1,9	-	2,1
Arbeitslosenquote <sup>1)</sup>	2005	Febr. 2006	2006	Febr. 2007	Längerfristig <sup>2)</sup>
Jüngste Erhebung (2005 Q2 SPF)	8,8	8,7	8,6	8,5	7,6
Vorherige Erhebung (2005 Q1 SPF)	8,8	-	8,5	-	7,5
Consensus Economics (April 2005)	8,8	-	8,6	-	-
Euro Zone Barometer (April 2005)	8,9	-	8,7	-	7,7

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

2) In der laufenden und der vorherigen SPF-Umfrage und beim Euro Zone Barometer beziehen sich die längerfristigen Erwartungen auf das Jahr 2009. Die Prognose von Consensus Economics erstreckt sich auf den Zeitraum von 2011 bis 2015.

hand der sich aus der Aggregation der Antworten ergebenden Wahrscheinlichkeitsverteilung lässt sich auch einschätzen, wie die Umfrageteilnehmer im Durchschnitt das Risiko beurteilen, dass die tatsächlichen Ergebnisse über oder unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegen werden. Abbildung A zeigt die bei den letzten drei Umfragerunden ermittelten aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen für die durchschnittliche jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Jahr 2005. Die jüngste Erhebung deutet auf ein Aufwärtsrisiko hin. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation 2005 zwischen 2,0 % und 2,4 % liegen wird, ist jetzt fast genauso hoch wie die Wahrscheinlichkeit, dass sie zwischen 1,5 % und 1,9 % betragen wird (jeweils rund 42 %). Dies bedeutet für das zuerst genannte Intervall gegenüber der im Februar 2005 durchgeführten SPF-Umfrage einen Anstieg. Die Wahrscheinlichkeitsverteilung für 2006 hat sich dagegen im Vergleich zur vorherigen Erhebung kaum verändert, und die Umfrageteilnehmer ordnen dem Intervall zwischen 1,5 % und 1,9 % weiterhin eine hohe Wahrscheinlichkeit zu (45 %). Als Hauptrisiko nannten die SPF-Prognostiker weiterhin die Ölpreisentwicklung.

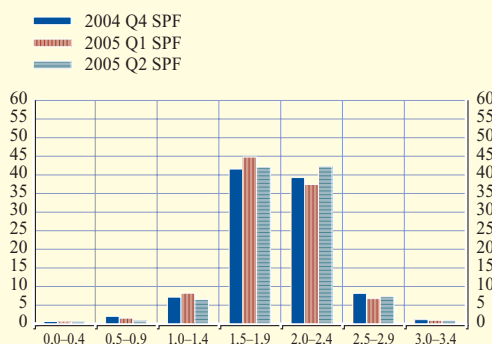
### Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Die jüngsten Ergebnisse des SPF zeigen, dass die längerfristigen Inflationserwartungen zum vierzehnten Mal in Folge unverändert bei 1,9 % liegen. Dieses Ergebnis stimmt mit den kürzlich veröffentlichten Schätzungen von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer vollständig überein. Während die Wahrscheinlichkeitsverteilung, die der längerfristigen Inflation zugeordnet wird, weiterhin auf ein Aufwärtsrisiko hindeutet, wurde dieses Risiko im Rahmen der letzten SPF-Umfragerunden zunehmend als geringer eingeschätzt (siehe Abbildung B).<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Weitere Daten stehen auf der Website der EZB unter [www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.int/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html) zur Verfügung.

**Abbildung A Wahrscheinlichkeitsverteilung für die bei den letzten drei SPF-Erhebungen erwartete durchschnittliche Inflation für 2005**

(in %)



**Abbildung B Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation in fünf Jahren bei oder über 2 % liegen wird**

(in %)



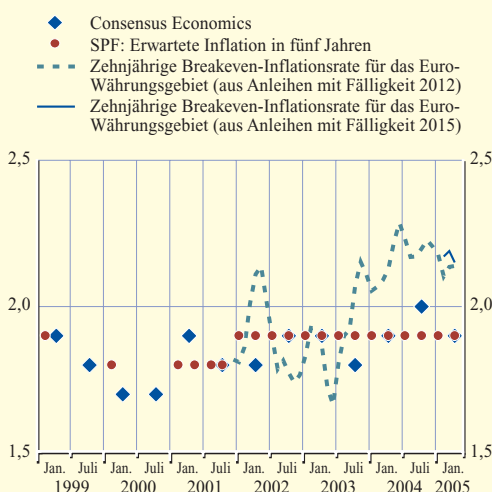
Die SPF-Umfrageergebnisse können mit den langfristigen Inflationserwartungen verglichen werden, die anhand der Differenz zwischen nominalen und inflationsindexierten Anleihen gemessen werden. Im April 2005 lag die Breakeven-Inflationsrate weiterhin über den aus Umfragen ermittelten Messgrößen für die Inflationserwartungen (siehe Abbildung C).<sup>2</sup> Diese Rate wird anhand französischer inflationsindexierter Staatsanleihen mit Fälligkeit 2012 oder 2015 ermittelt, die an den HVPI (ohne Tabakwaren) des Euro-Währungsgebiets gebunden sind. Allerdings ist die aus Finanzinstrumenten gewonnene Breakeven-Inflationsrate nicht einfach eine Messgröße für die Inflationserwartungen; sie bildet auch verschiedene Risikoprämien ab (wie Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien). Folglich werden diese Messgrößen beeinflusst, wenn die Investoren bezüglich ihrer Prognosen unsicherer werden und bereit sind, eine Prämie für ein Absicherungsgeschäft zu zahlen.

### Erwartungen für das Wachstum des realen BIP und die Arbeitslosigkeit im Euroraum

Das für 2005 erwartete BIP-Wachstum wurde auf 1,6 % nach unten korrigiert und liegt damit 0,2 Prozentpunkte unter den Angaben im letzten SPF. Die Punktschätzung für 2006 wurde mit 2,0 % gegenüber der letzten Umfrage ebenfalls nach unten revidiert, und zwar um 0,1 Prozentpunkte. Diese Abwärtskorrekturen sind teilweise auf das niedriger als erwartet ausgefallene Wachstum zum Jahres-

**Abbildung C Indikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen**

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Französisches Schatzamt, Reuters, Consensus Economics und EZB.

<sup>2</sup> Die Breakeven-Inflationsrate spiegelt die durchschnittliche erwartete Inflation in der (Rest-)Laufzeit der Anleihen wider, die zu ihrer Berechnung verwendet werden, und ist – anders als einige der Umfrageindikatoren für die langfristigen Inflationserwartungen – keine Punktschätzung für ein bestimmtes Jahr. Eine genaue Beschreibung des Konzepts der Breakeven-Inflationsrate findet sich in EZB, Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen, Monatsbericht November 2004.



ende 2004, auf höher als erwartete Ölpreise und auf die Stärke des Euro zurückzuführen. Den SPF-Teilnehmern zufolge sind die Risiken insgesamt nach unten gerichtet und hängen eng mit den genannten Faktoren zusammen. Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen in einigen Ländern wird ebenfalls als Faktor genannt, der die Zuversicht und damit die Erwartungen für das Wirtschaftswachstum belastet. Gleichwohl nannten die Prognostiker auch einige Aufwärtsrisiken bezüglich ihrer Einschätzungen, und zwar insbesondere die günstigen Finanzierungsbedingungen sowie eine Verbesserung der Ertragslage.

Die SPF-Prognose zum Wachstum des realen BIP steht im Einklang mit der jüngsten vom Euro Zone Barometer veröffentlichten Schätzung für 2005 und liegt 0,1 Prozentpunkte über der letzten von Consensus Economics veröffentlichten Schätzung für 2005. Für 2006 liegt die SPF-Prognose 0,1 Prozentpunkte über den beiden genannten Umfragen (siehe Tabelle). Die Erwartungen für das reale BIP-Wachstum in fünf Jahren belaufen sich auf 2,2 % und liegen damit 0,1 Prozentpunkte unter dem Ergebnis der vorangegangenen Umfragerunde. Zahlreiche SPF-Teilnehmer waren der Meinung, dass die längerfristigen Erwartungen vom Erfolg der Strukturreformen abhängen.

Die Erwartungen der SPF-Teilnehmer bezüglich der Arbeitslosigkeit im Jahr 2005 lagen im Vergleich zur letzten Runde unverändert bei 8,8 %. Die Prognostiker nannten den erwarteten nur moderaten Anstieg des BIP-Wachstums und die weiterhin niedrige Kapazitätsauslastung als Hauptfaktoren, die in den nächsten Jahren einen schnelleren Rückgang der Arbeitslosigkeit verhindern dürften. Dies spiegelt sich auch in der Aufwärtskorrektur der Erwartungen zur Arbeitslosigkeit im Jahr 2006 wider, die mit 8,6 % um 0,1 Prozentpunkte über dem Ergebnis der letzten SPF-Runde lagen. Die für 2009 erwartete Arbeitslosenquote lag bei 7,6 % und damit 0,1 Prozentpunkte höher als in der letzten Runde. Die Teilnehmer betonten weiterhin, dass der Rückgang der Arbeitslosenquote auf lange Sicht von weiteren Arbeitsmarktreformen abhängt.

## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Die zweite Veröffentlichung zu den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) des Euro-Währungsgebiets für das Schlussquartal 2004 bestätigte, dass sich das Bruttoinlandsprodukt (BIP) in der zweiten Jahreshälfte 2004 verhaltener entwickelt hat. Ebenso bekräftigt wurden der neuerliche Anstieg des Beitrags der inländischen Nachfrage und der negative Wachstumsimpuls des Außenbeitrags im letzten Vierteljahr 2004. Im ersten Quartal 2005 scheint sich die Industrieproduktion stabilisiert zu haben. Die Indikatoren der privaten Konsumausgaben deuten auf eine leichte Zunahme des privaten Verbrauchs hin. Vor diesem Hintergrund hat sich die Lage am Arbeitsmarkt kaum verändert. Mit Blick auf die Zukunft sind die Voraussetzungen für ein anhaltendes, moderates Konjunkturwachstum nach wie vor gegeben.

### 4.1 PRODUKTION UND NACHFRAGE

#### DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

Die zweite VGR-Schätzung von Eurostat bestätigte, dass sich das Wachstum des realen BIP im Euroraum im zweiten Halbjahr 2004 spürbar abgeschwächt hat. Während die Schätzergebnisse für das dritte Vierteljahr 2004 in erster Linie aufgrund von Rundungseffekten leicht (von 0,2 % auf 0,3 %) nach oben korrigiert wurden, blieben sie für das Schlussquartal unverändert bei 0,2 %. Wenngleich die Schwäche des realen BIP-Wachstums im letzten Quartal 2004 teilweise durch Kalendereffekte überzeichnet worden sein dürfte, bleibt der Eindruck einer erheblichen Wachstumsverlangsamung in der zweiten Jahreshälfte bestehen, verglichen mit einer durchschnittlichen Quartalsrate von 0,6 % im ersten Halbjahr. Für das Gesamtjahr wurde die Schätzung der arbeitstäglich bereinigten Wachstumsrate gleichwohl bestätigt. Die Rate liegt mit 1,8 % deutlich über dem Ergebnis des Jahres 2003 (0,5 %). Das Gefälle zwischen den Zuwachsraten des realen BIP der einzelnen Euro-Länder hat sich im Jahr 2004 verringert (siehe Kasten 6).

#### Kasten 6

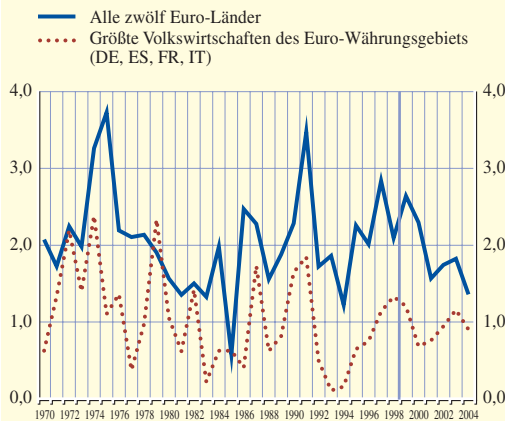
#### JÜNGSTE ENTWICKLUNG DES WACHSTUMSGEFÄLLES ZWISCHEN DEN EURO-LÄNDERN

Einige aktuellere Meldungen deuten darauf hin, dass sich das Gefälle des realen Wirtschaftswachstums im Euroraum im Jahr 2004 etwas ausgeweitet hat. Allerdings scheint diese Schlussfolgerung lediglich auf den verhältnismäßig volatilen Quartalsraten des realen BIP für die vier größten Volkswirtschaften des Eurogebiets zu beruhen und die Daten in den übrigen Euro-Ländern nicht zu berücksichtigen. Um die jüngsten Entwicklungen angemessen beurteilen zu können, ist es wichtig, diese auch im historischen Kontext zu sehen.

Betrachtet man lediglich die vier größten Volkswirtschaften des Euro-Währungsgebiets, so war Ende des vergangenen Jahres tatsächlich eine breitere Streuung der Quartalsraten des realen BIP-Wachstums zu beobachten. Grund hierfür war ein Rückgang des realen BIP in Deutschland und Italien im vierten Quartal, während die Konjunktur in Frankreich und Spanien deutlich anzog. Diese größeren Abweichungen im Schlussquartal 2004 dürften zumindest teilweise auf einige außergewöhnliche Faktoren zurückzuführen sein, und zwar auf die negativen Auswirkungen der Kalenderbereinigung auf das vierteljährliche BIP in Deutschland sowie auf eine beträchtliche Korrektur des Außenbeitrags in Italien nach einem ausgesprochen hohen Wert im dritten Quartal.

**Abbildung A Streuung der jahresdurchschnittlichen Wachstumsraten des realen BIP im Euro-Währungsgebiet**

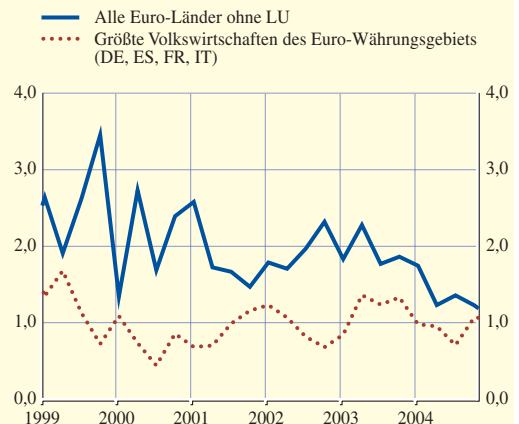
(in Prozentpunkten) <sup>1)</sup>



Quellen: Europäische Kommission und EZB-Berechnungen.  
1) Ungewichtete Standardabweichung. Die Angaben zu Deutschland vor 1991 beziehen sich auf Westdeutschland.

**Abbildung B Streuung der Vorjahrsraten des realen BIP im Euro-Währungsgebiet auf der Basis von Quartalswerten**

(in Prozentpunkten) <sup>1)</sup>



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
1) Ungewichtete Standardabweichung. Für Luxemburg liegen keine Quartalswerte zum BIP vor.

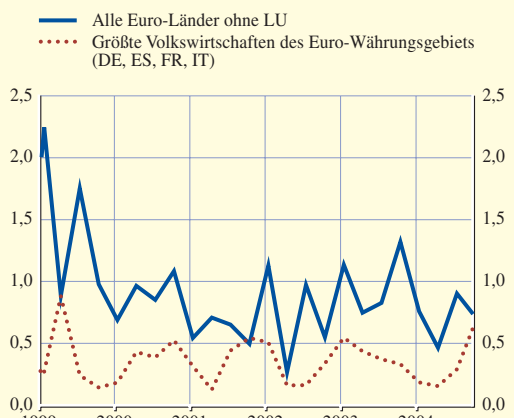
Im historischen Vergleich scheint eine derartige Ausweitung des Gefälles jedoch nicht ungewöhnlich zu sein. Unterschiede zwischen dem realen BIP-Wachstum der vier größten Volkswirtschaften des Euroraums waren – in unterschiedlicher Ausprägung – bereits in den vergangenen Jahren zu beobachten. Deutschland und Italien weisen seit Beginn der WWU im Jahr 1999 im Schnitt die niedrigsten Wachstumsraten des realen BIP aus. Im Zeitraum von 1999 bis 2004 wuchs das reale BIP in diesen beiden Ländern im Vorjahrsvergleich um durchschnittlich 1,2 % bis 1,4 % und damit merklich schwächer als im Eurogebiet insgesamt (1,9 %).

Bei der Beurteilung des Wachstumsgefälles im Euroraum müssen auch die übrigen Länder des Euroraums berücksichtigt werden. Wie aus Abbildung A hervorgeht, ist die Streuung der jahresdurchschnittlichen Wachstumsraten des realen BIP der zwölf Euro-Länder 2004 sogar geringfügig zurückgegangen und hat ein relativ niedriges Niveau erreicht. Gemessen an der ungewichteten Standardabweichung verringerte sich das Gefälle im letzten Jahr auf rund 1,4 Prozentpunkte. Dagegen bewegte sich die Streuung seit den Siebzigerjahren durchschnittlich um einen Wert von rund 2,0 Prozentpunkten.

Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich auch beim vierteljährlichen Verlaufsmuster des BIP im Jahr 2004. Die Wachstumsraten des

**Abbildung C Streuung der Quartalsraten des realen BIP im Euro-Währungsgebiet auf der Basis von Quartalswerten**

(in Prozentpunkten) <sup>1)</sup>



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
1) Ungewichtete Standardabweichung. Für Luxemburg liegen keine Quartalswerte zum BIP vor.

realen BIP können entweder im Vorjahrs- oder im Quartalsvergleich berechnet werden. Die Ergebnisse zeigen, dass sich im letzten Jahr der Streuungsgrad bei den Vorjahrsraten im Euro-Raum verringert hat und bei den Quartalsraten weitgehend unverändert geblieben ist (siehe Abbildung B und C).

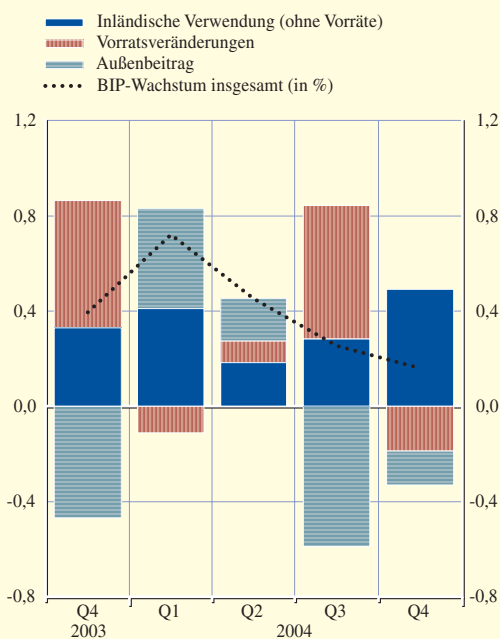
Dennoch hat es zwischen den einzelnen Euro-Ländern anhaltende Wachstumsunterschiede gegeben. Da diese hauptsächlich strukturelle Faktoren widerspiegeln dürften, sind angemessene nationale Gegenmaßnahmen erforderlich. Die einheitliche Geldpolitik der EZB vermag diese Probleme nicht zu lösen. Geeignete strukturelle Reformen seitens der nationalen Regierungen in Ländern mit dauerhaft unterdurchschnittlicher Wirtschaftsleistung sind daher dringend geboten. Solche Reformen würden nicht nur zu einem höheren Potenzialwachstum und einer Verringerung der Wachstumsunterschiede beitragen, sondern auch die Vermittlung und Umsetzung der einheitlichen Geldpolitik erleichtern.

Während am Gesamtwachstum des realen BIP keine Korrekturen vorgenommen wurden, ergaben sich für das Schlussquartal 2004 geringfügige Revisionen bei den Angaben zu einigen Verwendungskomponenten. Vor allem die inländische Nachfrage fiel stärker aus als auf Basis der ersten VGR-Schätzung erwartet. Das Wachstum der privaten Konsumausgaben und der Wachstumsimpuls des Außenbeitrags wurden leicht nach oben, der Beitrag der Vorratsveränderungen dagegen etwas nach unten korrigiert. Diese Änderungen schlugen jedoch kaum zu Buche. Insgesamt ergibt sich für das Schlussquartal nach wie vor das Bild einer relativ günstigen Entwicklung der Inlandsnachfrage (ohne Vorratsveränderungen), und der Außenbeitrag wirkte sich nicht mehr so wachstumshemmend aus wie im dritten Jahresviertel. Die Aufschlüsselung der Investitionen nach Gütergruppen, die mittlerweile für das letzte Vierteljahr 2004 vorliegt, zeigt eine beschleunigte Zunahme der Bauinvestitionen und eine abnehmende Dynamik der übrigen Investitionen (siehe Kasten 7).

Der im zweiten Halbjahr 2004 verzeichnete Wachstumsrückgang gegenüber dem ersten Halbjahr war breit angelegt. Während jedoch im Baugewerbe und im Dienstleistungssektor zwischen dem dritten und vierten Quartal eine gewisse Erholung stattgefunden haben dürfte, hat sich die Wachstumsverlangsamung in der Industrie offenbar fortgesetzt.

Abbildung 21 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

(vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

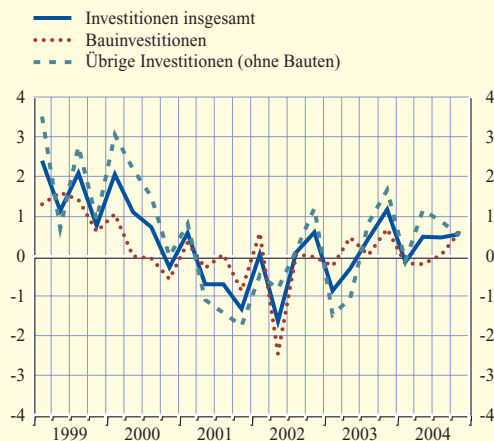
### JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER INVESTITIONEN NACH GÜTERGRUPPEN

Im Jahr 2004 stieg die Investitionstätigkeit um 1,6 %, nachdem sie zuvor drei Jahre in Folge rückläufig gewesen war. Somit war die Investitionsdynamik in Verbindung mit der starken Exportzunahme eine der Haupttriebfedern der im vergangenen Jahr zu beobachtenden Konjunkturbelebung im Euro-Währungsgebiet. Dieser Kasten befasst sich ausführlich mit der Investitionsentwicklung im Euroraum bis zum Schlussquartal 2004. Insgesamt war die Ausweitung der Investitionstätigkeit breit angelegt: Sowohl bei den Bauinvestitionen als auch bei den übrigen Investitionen (ohne Bauten), die beide jeweils etwa die Hälfte der gesamten Investitionen ausmachen, waren höhere Wachstumsraten zu verzeichnen. Im Lauf des Jahres koppelten sich die Entwicklungen in diesen beiden Bereichen jedoch etwas voneinander ab. So erhöhte sich die Quartalsrate der Bauinvestitionen gegen Ende des letzten Jahres, während die Wachstumsrate der übrigen Investitionen sank (siehe Abbildung A).

Das beschleunigte Investitionswachstum im Jahr 2004 steht im Einklang mit den Ergebnissen der im Schlussquartal 2004 von der Europäischen Kommission durchgeführten Investitions-umfrage in der Industrie. Bei dieser halbjährlichen Erhebung gaben die Befragten an, dass sich die Finanzierungs- und Nachfragebedingungen im Jahr 2004 gegenüber dem Vorjahr verbessert hätten, wobei Letzteres vor allem dem kräftigen Weltwirtschaftswachstum zuzuschreiben gewesen sei. Ausschlaggebend für die stärkere Investitionstätigkeit im vergangenen Jahr waren den Umfrageergebnissen zufolge jedoch überwiegend Ersatzinvestitionen. Dies lässt vermuten, dass die größere Nachfrage gedeckt werden konnte, ohne den Kapitalstock zu erweitern.

**Abbildung A Investitionen insgesamt, Bauinvestitionen und übrige Investitionen**

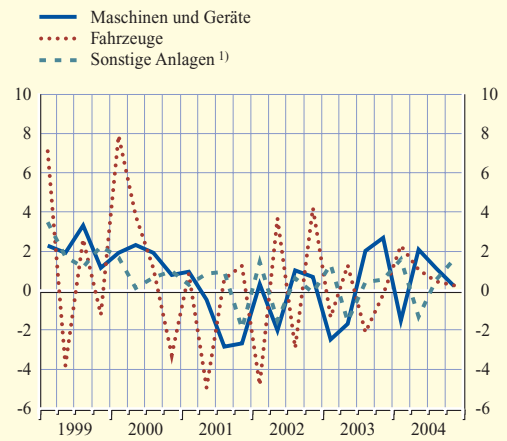
(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung B Aufschlüsselung der übrigen Investitionen (ohne Bauten)**

(Veränderung gegen Vorquartal; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.  
1) Einschließlich Landwirtschaft.

### Zunahme der Investitionen in Maschinen und Geräte prägte Entwicklung der Investitionen ohne Bauten im Jahr 2004

Im vergangenen Jahr wurden die übrigen Investitionen (ohne Bauten) im Euro-Währungsgebiet um 2,7 % aufgestockt, nachdem sie im Vorjahr um 0,7 % gesunken waren. Bei allen Hauptkomponenten dieser Investitionsart war ein Anstieg der Jahreswachstumsraten zu beobachten, während beim vierteljährlichen Verlaufsmuster im Jahresablauf gewisse Unterschiede zu verzeichnen waren (siehe Abbildung B). Die Investitionen in Maschinen und Geräte, die mit rund 60 % den Löwenanteil der Investitionen ohne Bauten stellen, wurden im Jahr 2004 um 3,2 % ausgeweitet, nachdem sie im Jahr davor um 1,6 % geschrumpft waren. Die Investitionen in Fahrzeuge (die 20 % der Investitionen ohne Bauten ausmachen) nahmen um 2,5 % und damit 1,5 Prozentpunkte stärker als im Vorjahr zu. Die Investitionen in sonstige Anlagen (auf die weitere 20 % der Investitionen ohne Bauten entfallen) erhöhten sich im Berichtsjahr um 1,5 %, verglichen mit 0,4 % im Jahr 2003.

### Stärkere Investitionsdynamik im Baugewerbe im vergangenen Jahr

Die Bauinvestitionen im Euroraum wurden 2004 um 0,5 % gegenüber dem Vorjahr aufgestockt, nachdem sie drei Jahre in Folge rückläufig gewesen waren. Die Entwicklung verlief dabei im Wohnungsbau und im restlichen Baugewerbe, auf die jeweils etwa die Hälfte der Bauinvestitionen insgesamt entfallen, im Jahresverlauf 2004 recht ähnlich. Beide Teilbereiche wurden stark von negativen Entwicklungen in Deutschland beeinflusst.

Auch in Zukunft dürfte das Investitionswachstum von den anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen profitieren. Die Unternehmensgewinne, die im Jahr 2004 offenbar beträchtlich waren, sollten der Investitionsentwicklung ebenfalls förderlich sein. Allerdings ist zu bedenken, dass Investitionsentscheidungen auch von den Erwartungen in Bezug auf die künftige Wirtschafts- und Nachfrageentwicklung abhängen, die den jüngsten Erhebungen zufolge weiterhin mit Unsicherheit behaftet sind.

### SEKTORALE WERTSCHÖPFUNG UND INDUSTRIEPRODUKTION

Die Produktion in der Industrie (ohne Baugewerbe) wurde in den ersten beiden Monaten des laufenden Jahres kaum ausgeweitet. Obwohl sie im Februar rückläufig war, dürfte das Ergebnis angesichts der Entwicklung in den Vormonaten im ersten Quartal insgesamt besser ausgefallen sein als im Vorquartal.

Der Rückgang vom Februar 2005 war über alle industriellen Hauptgruppen hinweg zu beobachten; am stärksten waren die Vorleistungsgüterproduzenten davon betroffen. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt war die Produktion in der Investitionsgüterbranche zwischen Dezember und Februar gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum stark rückläufig, während sie im Vorleistungs- und im Konsumgütersektor im gleichen Zeitraum zunahm (siehe Abbildung 22). Hinter dem Produktionsanstieg bei den Konsumgütern verbergen sich unterschiedliche Entwicklungen in der Gebrauchs- und der Verbrauchsgüterindustrie. Während in der Verbrauchsgüterbranche eine gewisse Produktionsausweitung zu erkennen war, kam es bei den Gebrauchsgütern zu Produktionseinbußen.



Der Auftragseingang im verarbeitenden Gewerbe verringerte sich dem Wert nach im Februar 2005 weiter, wenn auch nicht mehr so stark wie im Januar. Durch diese rückläufige Entwicklung wurde die sprunghafte Zunahme der Bestellungen vom Dezember 2004, die auf Großaufträge im Transportsektor in einigen Euro-Ländern zurückzuführen war, wieder aufgezehrt.

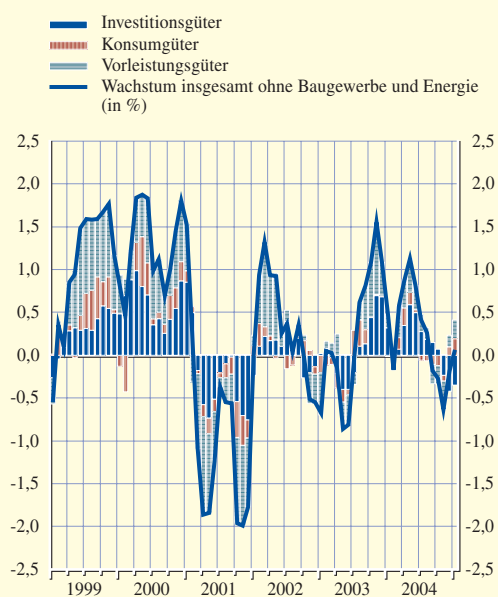
### UMFRAGEN IM VERARBEITENDEN GEWERBE UND IM DIENSTLEISTUNGSSEKTOR

Die Umfrageergebnisse für das erste Quartal 2005 und den Anfang des zweiten Quartals lassen auf ein anhaltendes, wenngleich moderates Wachstum in der Industrie und im Dienstleistungssektor schließen. Im Hinblick auf die Industrie signalisieren der Einkaufsmanagerindex (EMI) und der von der Europäischen Kommission veröffentlichte Vertrauensindikator, dass sich die Lage im April gegenüber März verschlechtert haben dürfte. Wie bereits im März unterschritt der EMI für das verarbeitende Gewerbe im April deutlich seinen Vormonatswert. Von diesem Rückgang waren alle Indexkomponenten betroffen. Der Index lag damit unter dem Schwellenwert, der den Übergang von einer Expansion zu einer Abschwächung markiert. Das vom EMI vermittelte Bild deckt sich weitgehend mit dem von der Europäischen Kommission veröffentlichten Vertrauensindikator für die Industrie. Im April war dieser Indikator im fünften Monat in Folge rückläufig und fiel auf den Stand von Ende 2003 zurück. Die Verschlechterung betraf alle Komponenten des Vertrauensindikators.

Die Umfrageergebnisse für den Dienstleistungssektor fallen etwas uneinheitlicher aus, lassen jedoch ebenfalls keine Stärkung der Konjunktur zu Beginn des zweiten Quartals 2005 erkennen.

**Abbildung 22 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion**

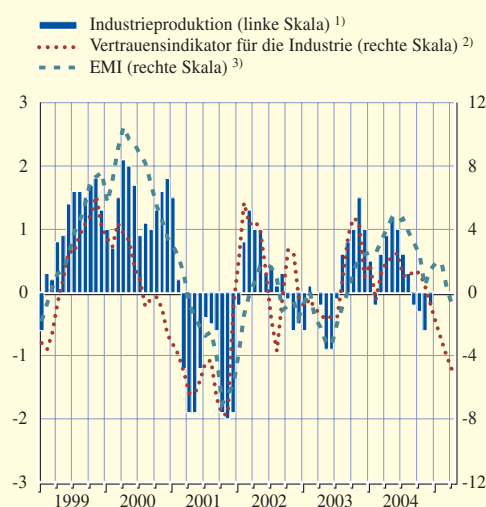
(Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die ausgewiesenen Daten stellen den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor dar.

**Abbildung 23 Industrieproduktion, Vertrauensindikator für die Industrie und EMI**

(Monatswerte; saisonbereinigt)



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

- 1) Verarbeitendes Gewerbe; Veränderung gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum in %.
- 2) Salden in %; Veränderung gegenüber dem Stand drei Monate zuvor.
- 3) Einkaufsmanagerindex; Abweichungen von der Referenzlinie von 50 Indexpunkten.

Der von der Europäischen Kommission ermittelte Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor, der bereits im Februar und März rückläufig gewesen war, ging auch im April deutlich zurück und erreichte das Niveau vom Ende des dritten Quartals 2003. Der EMI für den Dienstleistungssektor blieb im ersten Quartal 2005 gegenüber dem Vorquartal weitgehend unverändert. Die Ergebnisse der entsprechenden EMI-Umfrage vom April lagen bei Redaktionsschluss noch nicht vor.

#### INDIKATOREN DER PRIVATEN KONSUM-AUSGABEN

Die Indikatoren des privaten Verbrauchs deuten darauf hin, dass von den privaten Konsumausgaben im ersten Vierteljahr 2005 ein positiver Wachstumsimpuls ausging, der allerdings nicht so stark gewesen sein dürfte wie im Schlussquartal 2004. Das Umsatzvolumen im Einzelhandel erhöhte sich sowohl im Januar als auch im Februar, nachdem es sich im Vorquartal stabilisiert hatte (siehe Abbildung 24). Dieser positive Beitrag zum Gesamtwachstum des privaten Verbrauchs wird vermutlich von dem merklichen Rückgang der Pkw-Neuzulassungen im ersten Vierteljahr 2005 teilweise wieder ausgeglichen. Nach einer weitgehend unveränderten Verbraucherstimmung seit dem zweiten Halbjahr 2004 war im April eine leichte Aufhellung zu beobachten. Das insgesamt geringe Verbrauchervertrauen dürfte das Wachstum der privaten Konsumausgaben jedoch auch im ersten Quartal 2005 belastet haben.

#### 4.2 ARBEITSMARKT

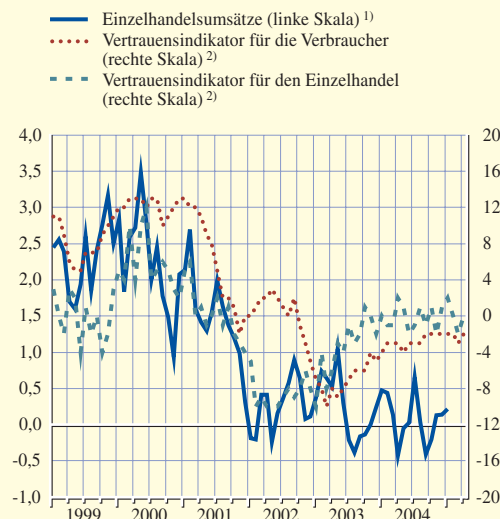
Aus den Angaben zur Beschäftigung geht hervor, dass es in der zweiten Jahreshälfte 2004 beim Nettozuwachs an Arbeitsplätzen keine Veränderung gegenüber dem ersten Halbjahr gab. Die verfügbaren Zahlen zur Arbeitslosigkeit und die Umfrageergebnisse lassen auf eine zu Jahresbeginn weitgehend unveränderte Lage am Arbeitsmarkt schließen.

#### ARBEITSLOSIGKEIT

Die standardisierte Arbeitslosenquote für das Euro-Währungsgebiet ist den Schätzungen zufolge im März 2005 auf 8,9 % gestiegen. Im Vormonat hatte sie nach einer Abwärtskorrektur bei 8,8 % gelegen (siehe Abbildung 25). Sowohl die Zunahme im März als auch die Revision der Februar-Zahlen sind auf Rundungseffekte zurückzuführen. In den letzten Monaten ist die Arbeitslosigkeit allmählich gestiegen, jedoch so geringfügig, dass sich der Anstieg erst in der Arbeitslosenquote vom März niederschlug.

Abbildung 24 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher

(Monatswerte)



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

1) Veränderung gegen Vorjahr in %; zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt; arbeitstäglich bereinigt.

2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt. Die Angaben zum Verbrauchervertrauen im Euro-Währungsgebiet ab Januar 2004 sind aufgrund von Änderungen der französischen Fragebögen nicht vollständig mit früheren Umfrageergebnissen vergleichbar.

Im März erhöhte sich die Zahl der Arbeitslosen um rund 21 000 und nahm damit nur ein Drittel so stark zu wie im Januar und Februar. Bei der Interpretation der kurzfristigen Entwicklung ist jedoch Vorsicht geboten, weil eine Änderung der Datenquelle für die deutschen Angaben zur standardisierten Arbeitslosenquote eine wesentlich höhere Volatilität der Arbeitslosenzahlen im Euro-Währungsgebiet mit sich gebracht hat.

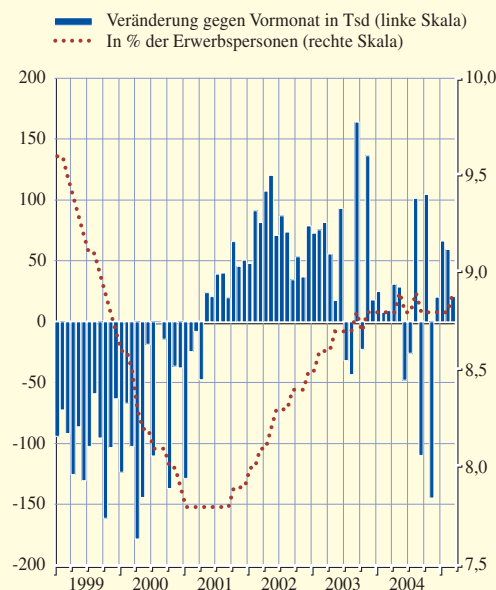
### BESCHÄFTIGUNG

Die Beschäftigung im Euro-Währungsgebiet nahm im Schlussquartal 2004 um 0,2 % gegenüber dem Vorquartal zu; in den Quartalen zuvor waren ähnliche Zuwachsraten verzeichnet worden (siehe Tabelle 7). Dahinter verbergen sich ein stärkeres Wachstum in der Industrie (ohne Baugewerbe) und ein schwächeres Wachstum im Dienstleistungssektor. Im Gesamtjahr 2004 legte die Beschäftigung den Schätzungen zufolge um 0,5 % zu, nachdem sie im Vorjahr um 0,2 % gestiegen war.

Die Beschäftigungserwartungen der Unternehmen sind in den letzten Monaten überwiegend gleich geblieben und deuten auf ein anhaltendes, aber mäßiges Beschäftigungswachstum hin. Mit Blick auf die Industrie sind sowohl der EMI-Teilindex für die Beschäftigung als auch die von der Europäischen Kommission ermittelten Beschäftigungserwartungen im April 2005 nach einer geringfügigen Verbesserung im ersten Quartal wieder gesunken. Im Dienstleistungssektor fielen die Beschäftigungserwartungen den Umfragen der Europäischen Kommission zufolge im April wie schon in den beiden Vormonaten optimistischer aus. Der entsprechende EMI-Teilindex, der bis März 2005 vorliegt, deutet ebenfalls auf eine leichte Besserung seit Januar 2005 hin.

Abbildung 25 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Jahresraten		Quartalsraten				
	2003	2004	2003 Q4	2004 Q1	2004 Q2	2004 Q3	2004 Q4
Gesamtwirtschaft	0,2	0,5	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-2,3	-0,7	-0,5	-0,5	0,0	0,4	0,0
Industrie	-1,4	-0,9	-0,4	-0,6	0,3	-0,1	0,1
Ohne Baugewerbe	-1,9	-1,6	-0,6	-0,7	0,2	-0,5	0,4
Baugewerbe	0,0	1,1	0,1	-0,2	0,5	0,9	-0,5
Dienstleistungen	1,0	1,1	0,2	0,4	0,3	0,3	0,2
Handel und Verkehr	0,5	0,6	0,1	0,0	0,3	0,3	0,0
Finanzierung und							
Unternehmensdienstleister	1,3	2,8	0,5	1,2	0,5	0,6	0,4
Öffentliche Verwaltung	1,2	0,7	0,2	0,3	0,2	0,1	0,2

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

### 4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die über die Entwicklung im ersten Quartal 2005 und zu Beginn des zweiten Vierteljahrs verfügbaren Informationen zeichnen weiterhin ein uneinheitliches Bild von der Stärke des Wirtschaftswachstums. Im Allgemeinen lassen sie auf kurze Sicht ein fortgesetztes, verhaltenes Wachstum erwarten. Die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse fallen insgesamt eher schwach aus. Manche der bereits früher genannten Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum, insbesondere solche im Zusammenhang mit den anhaltend hohen Ölpreisen, scheinen in den letzten Monaten teilweise eingetreten zu sein. Auf längere Sicht sind die Bedingungen für ein stärkeres Wachstum des realen BIP jedoch nach wie vor gegeben. Diese Einschätzung wird auch von den Teilnehmern an dem von der EZB durchgeführten „Survey of Professional Forecasters“ geteilt (siehe Kasten 5). Die Exporttätigkeit des Euroraums sollte auch in Zukunft von der Auslandsnachfrage gestützt werden. Binnenwirtschaftlich ist davon auszugehen, dass die Investitionen weiter von den sehr günstigen Finanzierungsbedingungen, der verbesserten Gewinnentwicklung und der gesteigerten Effizienz der Unternehmen profitieren werden. Die privaten Konsumausgaben dürften sich parallel zum verfügbaren Realeinkommen entwickeln. Gleichzeitig stellen jedoch die anhaltend hohen Ölpreise und die weltweiten Ungleichgewichte ein Wachstumsrisiko dar.

## 5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZENTWICKLUNG

### 5.1 WECHSELKURSE

Im April und Anfang Mai 2005 blieben die Devisenmärkte verhältnismäßig ruhig, und der Euro wertete in effektiver Rechnung leicht ab. Am 29. April wurden das Zypern-Pfund, der lettische Lats und die maltesische Lira in den WKM II aufgenommen.

#### US-DOLLAR/EURO

Anfang April setzte sich die Aufwertung des US-Dollar gegenüber dem Euro, die seit Mitte März zu beobachten war, vor dem Hintergrund des wachsenden Zinsgefälles zwischen den Vereinigten Staaten und dem Euroraum fort. Danach entwickelte sich die Stimmung am Markt hinsichtlich des Euro-Dollar-Wechselkurses aber uneinheitlicher. Nach den schwächer als erwartet ausgefallenen US-amerikanischen Konjunkturdaten wurde mit einem langsameren Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten gerechnet, was offenbar einen Rückgang der US-Aktienkurse und langfristigen Anleiherenditen bewirkte. Dies könnte den US-Dollar vorübergehend belastet haben. In der zweiten Monatshälfte konnte der US-Dollar jedoch wieder etwas Boden gutmachen, da die Korrektur des US-Wachstums nach unten in der gleichzeitigen Herabsetzung der Wachstumsaussichten für das Euro-Währungsgebiet ein Gegengewicht fand. Am 3. Mai 2005 lag der Euro bei 1,29 USD und damit 0,8 % unter seinem Wert von Ende März 2005 und 3,4 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2004.

#### JAPANISCHER YEN/EURO

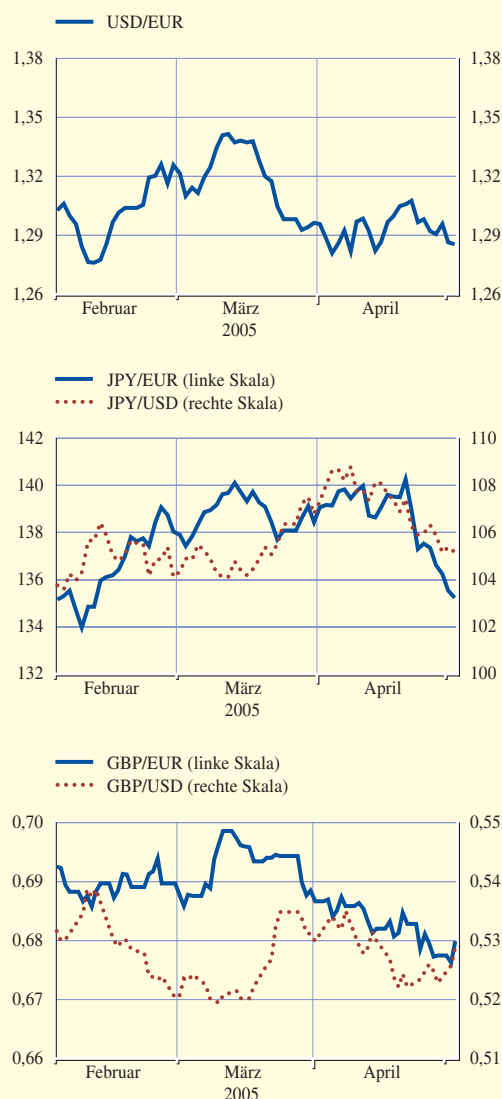
Nachdem sich der japanische Yen im März und April 2005 überwiegend in recht engen Bandbreiten zum Euro und zum US-Dollar bewegt hatte, begann er gegen Ende April relativ kräftig gegenüber diesen Währungen aufzuwerten. Der Aufwärtsdruck auf die japanische Währung hing offenbar damit zusammen, dass am Devisenmarkt zunehmend mit einer baldigen Flexibilisierung der Wechselkurse in der asiatischen Region gerechnet wurde. Am 3. Mai 2005 notierte der Euro bei 135,2 JPY, das heißt 2,3 % unter seinem Niveau von Ende März und 0,6 % über seinem Vorjahrsdurchschnitt.

#### WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

Im WKM II schwankten die dänische Krone und der slowenische Tolar in sehr engen Band-

Abbildung 26 Wechselkursentwicklung

(Tageswerte)



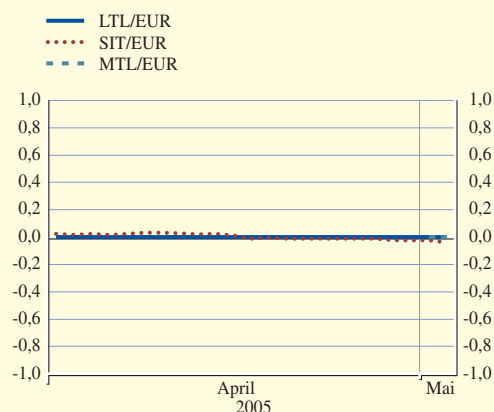
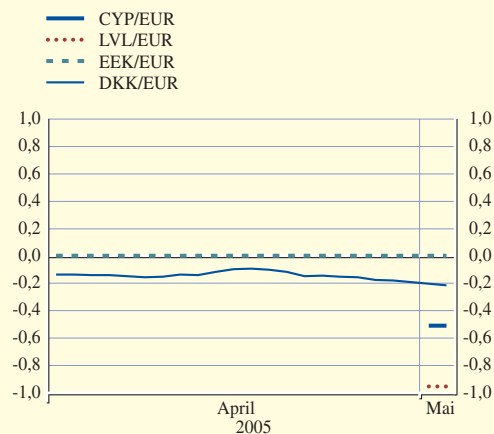
Quelle: EZB.

breiten in der Nähe ihres jeweiligen Leitkurses (siehe Abbildung 27). Der Selbstverpflichtung Estlands und Litauens entsprechend, ihre Währungen im Rahmen von Currency-Board-Regelungen im WKM II innerhalb der Standardschwankungsbreiten zu halten, blieben die estnische Krone und der litauische Litas gegenüber ihren Leitkursen im WKM II unverändert. Am 29. April wurde die Teilnahme des Zypernpfunds, des lettischen Lats und der maltesischen Lira am WKM II beschlossen (siehe Kasten 8).

Was die Währungen anderer EU-Mitgliedstaaten betrifft, so verlor der Euro im April 2005 gegenüber dem Pfund Sterling an Boden. Am 3. Mai wurde er mit 0,68 GBP gehandelt, also 1,2 % unter seinem Niveau von Ende März, aber fast unverändert gegenüber seinem Durchschnittsstand im Jahr 2004. Von Ende März bis zum 3. Mai wertete der Euro weiter um 3,6 % gegenüber dem polnischen Zloty und in geringerem Maße auch zum ungarischen Forint, zur slowakischen Krone und zur tschechischen Krone (um 1,8 %, 1,5 % bzw. 1,2 %) auf. Die Abwertung dieser Währungen auf breiter Front, die etwa Mitte März einsetzte, dürfte im Zusammenhang mit einer weltweit nachlassenden Risikoneigung zu sehen sein. Gleichzeitig legte der Euro fast 1 % in Relation zur schwedischen Krone zu.

Abbildung 27 Wechselkursentwicklung im WKM II

(Tageswerte; Abweichung vom Leitkurs in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Eine positive/negative Abweichung vom Euro-Leitkurs bedeutet, dass die Währung innerhalb des Kursbandes schwach/stark notiert. Für die dänische Krone gilt die Schwankungsbreite von  $\pm 2,25\%$ , für alle anderen Währungen die Standardschwankungsbreite von  $\pm 15\%$ .

Kasten 8

TEILNAHME DER WÄHRUNGEN ZYPERNS, LETTLANDS UND MALTAS AM WECHSELKURSMCHANISMUS II (WKM II)

Auf Antrag der Behörden Zyperns, Lettlands und Maltas haben die Minister der dem Euro-Währungsgebiet angehörenden Mitgliedstaaten der Europäischen Union, der Präsident der Europäischen Zentralbank und die Minister und Zentralbankpräsidenten Dänemarks, Estlands, Litauens, Sloweniens und der die Teilnahme am WKM II anstrebenden Länder am 29. April 2005 einvernehmlich und nach einem gemeinsamen Verfahren, an dem die Europäische Kommission beteiligt war, sowie nach Anhörung des Wirtschafts- und Finanzausschusses beschlossen, die Währungen Zyperns, Lettlands und Maltas in den Wechselkursmechanismus II (WKM II) aufzunehmen (siehe Kommuniqués der Europäischen Union vom gleichen Tag).



**Tabelle A Euro-Leitkurse und obligatorische Interventionskurse für die Währungen der am WKM II teilnehmenden Mitgliedstaaten, gültig ab dem 2. Mai 2005 (1 EUR =)**

	Oberer Interventionspunkt	Leitkurs	Unterer Interventionspunkt
Dänische Krone (DKK)	7,62824	7,46038	7,29252
Estnische Krone (EEK)	17,9936	15,6466	13,2996
Zypern-Pfund (CYP)	0,673065	0,585274	0,497483
Lettischer Lats (LVL)	0,808225	0,702804	0,597383
Litauischer Litas (LTL)	3,97072	3,45280	2,93488
Maltesische Lira (MTL)	0,493695	0,429300	0,364905
Slowenischer Tolar (SIT)	275,586	239,640	203,694

Die Leitkurse wurden für das Zypern-Pfund auf 1 Euro = 0,585274 Pfund, für den lettischen Lats auf 1 Euro = 0,702804 Lats und für die maltesische Lira auf 1 Euro = 0,429300 Lira festgelegt. Für alle drei Währungen gilt eine Standardschwankungsbreite von  $\pm 15\%$  bezogen auf diese Leitkurse. Entsprechend wurden die obligatorischen Interventionskurse für diese Währungen mit Wirkung vom 2. Mai 2005 festgelegt (siehe Tabelle A). Die Euro-Leitkurse und die obligatorischen Interventionskurse für die dänische Krone, die estnische Krone, den litauischen Litas und den slowenischen Tolar bleiben unverändert. Nur für Dänemark gilt eine Schwankungsbreite von  $\pm 2,25\%$ .

Sowohl das Zypern-Pfund als auch der lettische Lats waren vor ihrem Beitritt zum WKM II bereits einseitig an den Euro gekoppelt. Für das Zypern-Pfund galt dabei eine Schwankungsbreite von  $\pm 15\%$ , während die lettische Währung ihre Schwankungsbreite von  $\pm 1\%$  beibehielt, als ihre Bindung an den Währungskorb des Sonderziehungsrechts (SZR) am 1. Januar 2005 zugunsten einer Koppelung an den Euro aufgegeben wurde. In Einklang mit dem vorherigen Wechselkursregime erklärten die lettischen Behörden, dass sie den Wechselkurs des Lats im Rahmen einer einseitigen Bindung mit einer Schwankungsbreite von  $\pm 1\%$  auf dem Niveau des Euro-Leitkurses halten wollen.

Vor der Teilnahme am WKM II war die maltesische Lira ohne Schwankungsbreite an einen Währungskorb gekoppelt, der sich aus dem Euro, dem Pfund Sterling und dem US-Dollar zusammensetzte. Mit ihrem Eintritt in den Wechselkursmechanismus wurde das bisherige Währungskorbssystem aufgehoben und die Lira an den Euro gekoppelt. Darüber hinaus haben die Behörden Maltas erklärt, dass sie den Wechselkurs für die maltesische Lira im Rahmen einer einseitigen Bindung auf der Höhe des Euro-Leitkurses halten werden.

In Bezug auf die Währungen, die dem WKM II im Juni 2004 beitraten, sei daran erinnert, dass Estland und Litauen ihre bestehenden Currency-Board-Regelungen auch nach ihrem Beitritt zum Wechselkursmechanismus beibehalten konnten. Bei diesen Regelungen, wie auch bei den Erklärungen der lettischen und maltesischen Behörden, handelt es sich um einseitige Verpflichtungen, die der EZB keine zusätzlichen Pflichten auferlegen.

Die Vereinbarungen über die Teilnahme des Zypern-Pfund, des lettischen Lats und der maltesischen Lira beruhen auf festen Zusagen der Behörden dieser Länder bezüglich verschiedener wirtschaftspolitischer Bereiche. Die Behörden werden zusammen mit den zuständigen Organen der EU die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in diesen Ländern genau beobachten. Tabelle B gibt einen Überblick über die wichtigsten makroökonomischen und Finanzmarktindikatoren für Zypern, Lettland und Malta.

Die Vereinbarung über die Teilnahme des Zypern-Pfund am WKM II beruht auf der festen Zusage der zyprischen Behörden, eine solide Finanzpolitik zu verfolgen, wozu auch die Senkung des hohen Schuldenstands gehört, was für die Wahrung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und die Ge-

währleistung eines nachhaltigen Konvergenzprozesses von wesentlicher Bedeutung ist. Der mittelfristige finanzpolitische Konsolidierungskurs der zyprischen Regierung erfordert ein hohes Maß an Haushaltsdisziplin und muss weiter entschlossen durch Maßnahmen von dauerhafter Wirkung umgesetzt werden. Die Behörden werden auch in Zukunft für eine wirksame Finanzaufsicht sorgen. Es ist nach wie vor Wachsamkeit geboten, um sicherzustellen, dass die Lohnentwicklung mit dem Produktivitätswachstum im Einklang bleibt. Weitere Strukturreformen mit dem Ziel einer erhöhten Flexibilität und Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft, wozu auch Fortschritte bei der Aufhebung bestehender Lohnindexierungsmechanismen zählen, werden dazu beitragen, die inländischen Anpassungsmechanismen zu stärken und insgesamt die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft aufrechtzuerhalten.

Die Vereinbarung über die Teilnahme des lettischen Lats am WKM II beruht auf der festen Zusage der Behörden Lettlands, die Inflationsrate nachhaltig zu senken. Die Behörden erkennen an, dass eine restriktivere Gestaltung der Finanzpolitik zur Erreichung dieses Ziels und außerdem zu einer geordneten und deutlichen Verringerung des Leistungsbilanzdefizits beitragen wird. Um das außenwirtschaftliche Ungleichgewicht abzubauen und auf einem tragfähigen Niveau halten zu können, werden die Behörden Maßnahmen zur Eindämmung der inländischen Nachfrage ergreifen und die Risiken im Zusammenhang mit einem übermäßigen Wachstum der inländischen Kreditvergabe weiterhin sorgfältig überwachen. Eine weiterhin wirksame Finanzaufsicht wird die Behörden bei der Förderung einer umsichtigen Kreditpolitik sowie der Begrenzung des Kreditrisikos im Bankensektor unterstützen. Die Behörden werden außerdem auf eine Lohnentwicklung hinwirken, die zum Abbau des Inflationsdrucks beiträgt. Strukturreformen mit dem Ziel einer weiteren Erhöhung der Flexibilität und Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft werden zeitnah durchgeführt, um so die inländischen Anpassungsmechanismen zu stärken und insgesamt die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft zu sichern.

Die Vereinbarung über die Teilnahme der maltesischen Lira am WKM II beruht auf der festen Zusage der maltesischen Behörden, eine solide Finanzpolitik zu verfolgen, wozu auch die Eindämmung der laufenden öffentlichen Ausgaben und die Senkung des hohen Schuldenstands gehören, was für die Wahrung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität, die Begrenzung des Leistungsbilanzdefizits und die Gewährleistung eines nachhaltigen Konvergenzprozesses von wesentlicher Bedeutung ist. Die mittelfristige Konsolidierungsstrategie der maltesischen Regierung erfordert ein hohes Maß an Haushaltsdisziplin und muss entschlossen umgesetzt werden. Die Ausführung der Haushaltspläne wird streng überwacht werden müssen, damit Abweichungen zeitnah erkannt und

**Tabelle B Wichtige Wirtschaftsindikatoren für Zypern, Lettland und Malta**

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

	Zypern		Lettland		Malta	
	2001–2003	2004	2001–2003	2004	2001–2003	2004
Reales Wirtschaftswachstum	2,7	3,7	7,3	8,5	-0,4	1,5
HVPI-Inflation	2,9	1,9	2,5	6,2	2,3	2,7
Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor	7,9	5,0	41,6	42,9	3,9	12,7
Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)	-3,7	-5,8	-7,6	-12,4	-3,3	-7,1
Defizit der öffentlichen Haushalte (in % des BIP)	-4,4	-4,2	-2,1	-0,8	-7,6	-5,2
Öffentlicher Schuldenstand (in % des BIP)	65,6	71,9	14,5	14,4	65,6	75,0
Langfristiger Zinssatz	6,0	5,8	6,0	4,9	5,7	4,7
Kurzfristiger Zinssatz	4,7	4,7	5,0	4,2	4,1	2,9
Wechselkurs (1 EUR =)	0,5784	0,5818	0,5939	0,6652	0,4127	0,4280

Quellen: EZB, Eurostat und Europäische Kommission.

Anmerkung: Bei den Angaben handelt es sich um Jahresdurchschnitte.

behalten werden können. Es ist nach wie vor Wachsamkeit geboten, um sicherzustellen, dass die Lohnentwicklung mit dem Produktivitätswachstum im Einklang bleibt. Die Behörden werden auch in Zukunft für eine wirksame Finanzaufsicht sorgen. Weitere Strukturreformen zur Unterstützung des Produktivitätswachstums und Förderung der Flexibilität und Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft werden zeitnah durchgeführt, um so die inländischen Anpassungsmechanismen zu stärken und insgesamt die Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft zu sichern.

## ANDERE WÄHRUNGEN

Im Verhältnis zum Schweizer Franken blieb der Euro verglichen mit Ende März insgesamt unverändert. Weitere Entwicklungen im Berichtszeitraum waren unter anderem die Aufwertung des Euro gegenüber dem kanadischen Dollar um 2,6 % und seine Abwertung gegenüber dem koreanischen Won um 2,1 %.

## EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

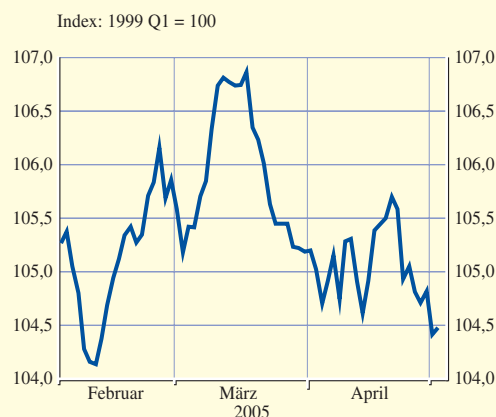
Am 3. Mai 2005 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro, gemessen an den Währungen von 23 wichtigen Handelspartnern des Euro-Währungsgebiets, 0,7 % unter seinem Niveau von Ende März und 0,6 % über seinem Durchschnitt im Jahr 2004 (siehe Abbildung 28). Ausschlaggebend für die Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro waren die Abschwächung gegenüber dem japanischen Yen, dem Pfund Sterling, dem US-Dollar und dem koreanischen Won sowie die Aufwertung gegenüber den Währungen mehrerer neuer EU-Mitgliedstaaten und dem kanadischen Dollar.

## 5.2 ZAHLUNGSBILANZ

Im Februar 2005 hielten sich die Warenausfuhren des Euro-Währungsgebiets in Länder außerhalb des Euroraums dem Wert nach in etwa auf dem Vormonatsniveau. Auch die wertmäßigen Wareneinfuhren und die grenzüberschreitenden Ausgaben für Dienstleistungen blieben unverändert. Die Kapitalströme aus Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen wiesen über zwölf Monate kumuliert im Ergebnis einen nahezu ausgeglichenen Saldo auf. Nach ersten Schätzungen verzeichnete der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets Ende 2004 Nettoverbindlichkeiten, die 11 % des BIP entsprachen (Ende 2003: 10,5 %).

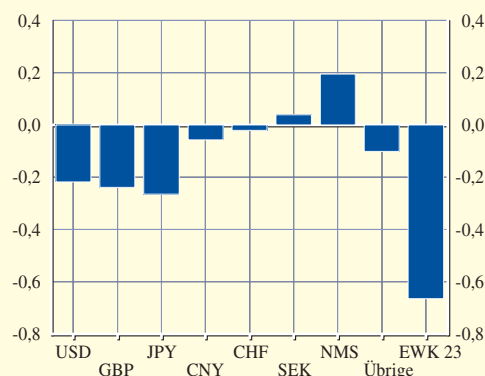
Abbildung 28 Der effektive Euro-Wechselkurs und seine Zusammensetzung<sup>1)</sup>

(Tageswerte)



### Beitrag zu den Veränderungen des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>

31. März bis 3. Mai 2005  
(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets und aller nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten.

2) Die Beiträge zu den Veränderungen des EWK-23-Index werden einzeln für die Währungen der sechs wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets dargestellt. Die Kategorie „NMS“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der Währungen der zehn neuen Mitgliedstaaten, die der EU am 1. Mai 2004 beigetreten sind. Die Kategorie „Übrige“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der restlichen sieben Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im EWK-23-Index. Die Veränderungen werden mit den entsprechenden Außenhandelsgewichten im EWK-23-Index berechnet.

## LEISTUNGSBILANZ

Die saisonbereinigte Leistungsbilanz des Euro-Währungsgebiets wies im Februar 2005 ein Plus von 5,1 Mrd € aus, das auf Überschüsse im Warenhandel (7,0 Mrd €) und im Dienstleistungsverkehr (2,2 Mrd €) zurückzuführen war, die teilweise durch ein Defizit bei den laufenden Übertragungen (4,0 Mrd €) aufgezehrt wurden. Der Saldo bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen war ausgeglichen (siehe Tabelle 7.1 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“).

Der Wert der Warenausfuhren in Länder außerhalb des Eurogebiets sank im Februar 2005 gegenüber dem Vormonat um 0,2 %. Da das Niveau der Exporte im Januar aber deutlich höher als im vorangegangenen Monat war, bestätigen die Angaben für Februar in der Tendenz den leichten Aufwärtstrend beim Warenexport, der sich erstmals im Schlussquartal 2004 zeigte. Die Ausfuhren profitieren zwar noch von der ungebrochen kräftigen Auslandsnachfrage, doch dämpft die Euro-Aufwertung das volumenmäßige Wachstum der Exporte (weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 4 „Jüngste Entwicklung der Volumen und Preise im Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets („Extra-Handel“)“ im Monatsbericht April 2005). Die Exporteure versuchen allerdings, die negativen Folgen der Aufwertung für die Wettbewerbsfähigkeit teilweise durch eine Verringerung der Gewinnspannen und Senkung der (in Euro gerechneten) Ausführpreise aufzufangen. Unterdessen verminderten sich die Wareneinfuhren dem Wert nach im Januar um 0,4 % und belegen damit die Abschwächung nach dem kräftigen Anstieg im dritten Vierteljahr. Zugleich erhöhten sich die grenzüberschreitenden Ausgaben für Dienstleistungen um 1,8 % und glichen damit den wertmäßigen Rückgang der Wareneinfuhren beinahe aus.

Der über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzüberschuss belief sich im Februar 2005 auf 36,5 Mrd €, d. h. auf ungefähr 0,5 % des BIP, verglichen mit 28,9 Mrd € im Jahr davor (siehe Abbildung 29). Maßgeblich für diesen Anstieg war ein niedrigeres Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen und ein höherer Überschuss im Dienstleistungsverkehr, die zum Teil durch einen niedrigeren Warenhandelsüberschuss ausgeglichen wurden. Das Defizit bei den laufenden Übertragungen blieb in diesem Zeitraum weitgehend unverändert.

## KAPITALBILANZ

Bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen war im Februar 2005 per saldo ein Mittelzufluss von 18,0 Mrd € zu verzeichnen, der Nettokapitalzuflüssen bei den Schuldverschreibungen (36,9 Mrd €) zuzuschreiben war, während es sowohl bei den Direktinvestitionen als auch bei den Anlagen in Dividendenwerten zu Nettokapitalabflüssen kam.

Betrachtet man die Entwicklung im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2005, so war der Saldo der Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen nahezu ausgeglichen, nachdem hier im Jahr 2004 fast durchweg Nettokapitalabflüsse verzeichnet worden waren (siehe Abbildung 30). Seit der zweiten Jahreshälfte 2004 war jedoch ein allmählicher Anstieg der Nettokapitalzuflüsse bei den Anlagen in Dividendenwerten zu erkennen, der der Tatsache zu verdanken war, dass Gebietsfremde per saldo Dividendenwerte des Euro-Währungsgebiets erwarben. Wie schon in früheren Ausgaben des Monatsberichts ausgeführt, kam es zu solchen Zuflüssen immer dann, wenn Marktumfragen zeigten, dass internationale Anleger Dividendenwerte des Eurogebiets als preislich vergleichsweise attraktiver einschätzten.

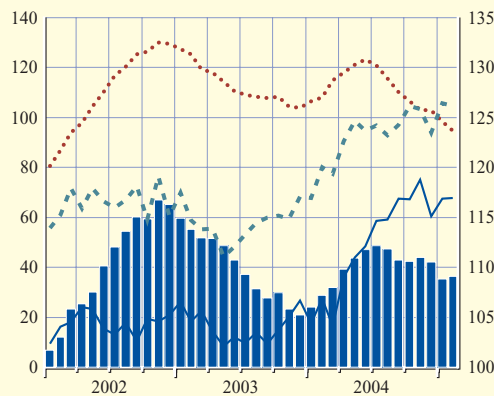
## GEOGRAPHISCHE AUFGLIEDERUNG DER ZAHLUNGSBILANZ DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Im Jahr 2004 wies das Euro-Währungsgebiet gegenüber den meisten wichtigen Partnerländern oder Wirtschaftsregionen einen Leistungsbilanzüberschuss auf.

**Abbildung 29 Saldo der Leistungsbilanz und des Warenhandels des Euro-Währungsgebiets**

(in Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt)

- Saldo der Leistungsbilanz (über 12 Monate kumuliert; linke Skala)
- Saldo des Warenhandels (über 12 Monate kumuliert; linke Skala)
- ■ ■ Warenausfuhr und Einnahmen aus Dienstleistungen (rechte Skala)
- Wareneinfuhr und Ausgaben für Dienstleistungen (rechte Skala)

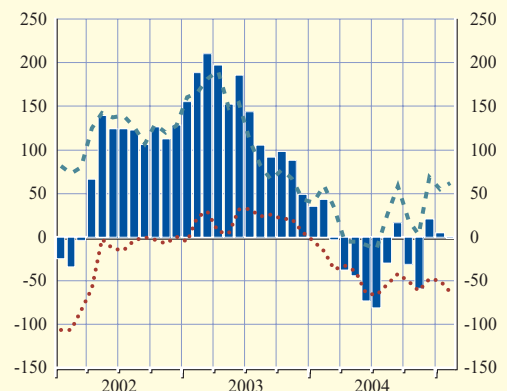


Quelle: EZB.

**Abbildung 30 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)**

(in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Daten)

- Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen (netto)
- Direktinvestitionen (netto)
- ■ ■ Wertpapieranlagen (netto)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Eine positive (negative) Zahl bedeutet für das Euro-Währungsgebiet einen Nettokapitalzufluss (-abfluss).

Die geographische Zusammensetzung des Überschusses im Warenhandel des Eurogebiets war ähnlich wie in der Leistungsbilanz, wobei auf das Vereinigte Königreich, die Vereinigten Staaten und „Andere EU-Mitgliedstaaten“ – in dieser Reihenfolge – die größten Anteile entfielen. Der Überschuss des Euro-Währungsgebiets in der Dienstleistungsbilanz war weitgehend auf einen Überschuss im Dienstleistungsverkehr mit dem Vereinigten Königreich zurückzuführen. Das Defizit bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen schließlich spiegelte Defizite vor allem gegenüber Japan, dem Vereinigten Königreich und in geringerem Maße der Schweiz und den Vereinigten Staaten wider.

In der Kapitalbilanz verzeichnete das Euro-Währungsgebiet im Jahr 2004 im Bereich der Direktinvestitionen Nettokapitalabflüsse in alle hier betrachteten Partnerländer und Wirtschaftsregionen mit Ausnahme der Vereinigten Staaten, der Schweiz und Dänemarks. Das Vereinigte Königreich, Offshore-Finanzzentren und „Andere Staaten“ waren die Hauptempfänger von Direktinvestitionen des Eurogebiets in Drittländern, während das Vereinigte Königreich und die Vereinigten Staaten die wichtigsten Investoren im Euro-Währungsgebiet waren. Die Wertpapieranlagen des Eurogebiets kamen vor allem dem Vereinigten Königreich, den Vereinigten Staaten, Japan und den Offshore-Finanzzentren zugute, und zwar insbesondere in Form von Anlagen in Schuldverschreibungen.

#### AUSLANDSVERMÖGENSSTATUS ENDE 2004

Im April 2005 veröffentlichte die EZB erstmals vierteljährliche Angaben zum Auslandsvermögensstatus. Ende 2004 wies der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 816 Mrd € aus. Dies entsprach rund 11% des BIP des Euroraums, verglichen mit Nettoverbindlichkeiten von 10,5 % des BIP zum Jahresende 2003.

Die Veränderung im Netto-Auslandsvermögensstatus war das Ergebnis eines Rückgangs der Nettoaktiva bei den Direktinvestitionen und eines Anstiegs der Nettopassiva bei den Wertpapieranlagen. Die Währungsreserven beliefen sich Ende 2004 auf 3,7 % des BIP des Euroraums und unterschritten damit den Stand von 2003 um 0,5 %. Nach vorläufigen Schätzungen waren diese Veränderungen zum Großteil nicht transaktionsbedingt, sondern resultierten vielmehr aus Bewertungsänderungen aufgrund der Wechselkurs- und Vermögenspreisentwicklung.

Die Wechselkurs- und Vermögenspreisentwicklung spielte auch bei der Veränderung des Netto-Auslandsvermögensstatus im Jahr 2003 eine wichtige Rolle. Detailliertere Schätzungen dieser Daten finden sich im folgenden Kasten.

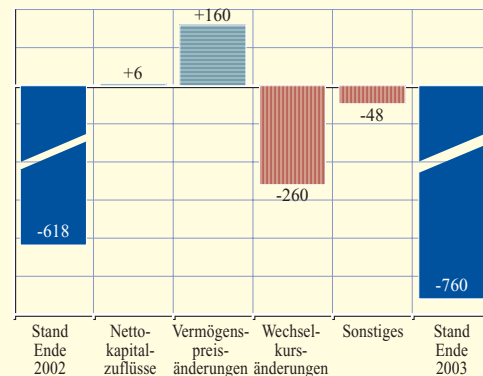
Kasten 9

ENTWICKLUNG DES AUSLANDSVERMÖGENSSTATUS DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS IM JAHR 2003

Dieser Kasten untersucht die Auswirkungen der Euro-Aufwertung und der Vermögenspreisentwicklung auf den Netto-Auslandsvermögensstatus des Eurogebiets im Jahr 2003. Der Auslandsvermögensstatus weist den Wert und die Zusammensetzung der ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland zu einem bestimmten Zeitpunkt aus. Änderungen bei den ausstehenden Forderungen und Verbindlichkeiten spiegeln sowohl Finanztransaktionen in der Zahlungsbilanz als auch andere Veränderungen wider, etwa Preisänderungen bei finanziellen Vermögenswerten, Wechselkursänderungen oder sonstige Anpassungen (z. B. Abschreibungen, Wertberichtigungen und Umgruppierungen).<sup>1</sup>

Hauptkomponenten der Veränderung des Netto-Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2003

(in Mrd €)



Quellen: EZB und EZB-Berechnungen.

Der Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets wies zum Jahresende 2003 Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 760 Mrd € (10,5 % des BIP) auf, verglichen mit Nettoverbindlichkeiten in Höhe von 618 Mrd € (8,7 % des BIP) ein Jahr zuvor. Somit stiegen die Nettoverbindlichkeiten um 142 Mrd € an, obwohl die Leistungsbilanz und die Vermögensübertragungen zusammengenommen im Jahr 2003 einen Überschuss von 34 Mrd € verzeichneten. Diese Veränderung des Netto-Auslandsvermögensstatus war in erster Linie auf die negativen Auswirkungen der Neubewertung der Fremdwährungspositionen (in Höhe von 260 Mrd €) zurückzuführen, die nur teilweise durch Vermögenspreisänderungen (in Höhe von 160 Mrd €) wettgemacht werden konnte. Die Kapitalströme waren per saldo nahezu ausgeglichen (siehe Abbildung). Die Netto-Kapitalabflüsse (6 Mrd €) entsprechen aufgrund des Restpostens nicht dem Überschuss der Leistungsbilanz und der Vermögensübertragungen zusammengenommen (34 Mrd €).

<sup>1</sup> Eine ausführliche Erläuterung der Erhebung und Aufbereitung der Statistiken für die Zahlungsbilanz und den Auslandsvermögensstatus findet sich in EZB, European Union balance of payments/international investment position statistical methods, November 2004.



**Tabelle A Entwicklung an den Devisen- und Aktienmärkten sowie an den Märkten für Staatsschulden im Jahr 2003**

(Veränderung von Ende 2002 bis Ende 2003 in %)

Wechselkurse		Aktienindizes		Preisindizes für Staatsschulden	
<b>Euro-Währungsgebiet</b>					
<i>Nominaler effektiver Wechselkurs (EWK-23)</i>		<i>Dow Jones EUROSTOXX</i>		<i>1 bis 3 Jahre</i>	
12,2		18,1			-1,7
		<i>Dow Jones EUROSTOXX 50</i>		<i>7 bis 10 Jahre</i>	
		15,7			-0,3
<b>Vereinigte Staaten</b>					
<i>EUR/USD</i>		<i>S&amp;P 500</i>		<i>1 bis 3 Jahre</i>	
20,4		26,4			-2,1
		<i>Nasdaq 100</i>		<i>7 bis 10 Jahre</i>	
		48,1			-2,7
<b>Japan</b>					
<i>EUR/JPY</i>		<i>Nikkei 225</i>		<i>1 bis 3 Jahre</i>	
8,6		24,5			-1,8
				<i>7 bis 10 Jahre</i>	
					-3,4
<b>Vereinigtes Königreich</b>					
<i>EUR/GBP</i>		<i>FTSE 100</i>		<i>1 bis 3 Jahre</i>	
8,3		13,6			-3,3
				<i>7 bis 10 Jahre</i>	
					-3,1

Quellen: EZB, Reuters und Datastream.

Der Anstieg des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro um 12 % (siehe Tabelle A) trug wesentlich zur Zunahme der Nettoverbindlichkeiten im Auslandsvermögensstatus des Euro-raums im Jahr 2003 bei. In der Regel führt eine Aufwertung des Euro zu einem niedrigeren Netto-Auslandsvermögensstatus, da Forderungen des Euroraums gegenüber dem Ausland überwiegend auf Fremdwährungen lauten, während die Verbindlichkeiten gegenüber der übrigen Welt meist in Euro denominated sind.

Die Preise für festverzinsliche Schatzpapiere wiesen im Jahr 2003 im Euroraum und in den anderen wichtigen Industrieländern eine ähnliche Entwicklung auf. Dagegen stiegen die Aktienkurse in den Vereinigten Staaten und Japan schneller als im Euro-Währungsgebiet. Diese Entwicklung schlug sich in einem Anstieg des Marktwerts der Nettoinvestitionen des Euro-raums in Dividendenwerte, d. h. der Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen, nieder; diese legten um 270 Mrd € bzw. 110 Mrd € zu (siehe Tabelle B).

Insgesamt glich der positive Effekt der differierenden Vermögenspreisänderungen und der leichten Nettokapitalabflüsse den negativen Effekt der Euro-Aufwertung jedoch nicht aus. Deshalb verschlechterte sich der Netto-Auslandsvermögensstatus 2003 deutlich.

Die Daten zum Auslandsvermögensstatus finden sich in Tabelle 7.4 im Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ im Monatsbericht sowie auf der Website der EZB. In dieser Ausgabe des Monatsberichts werden erstmals auch vierteljährliche Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets veröffentlicht. Der methodische Rahmen für die Erhebung der vierteljährlichen Angaben ist derselbe wie bei der jährlichen Statistik zum Auslandsvermögensstatus, wobei es jedoch einige Unterschiede hinsichtlich der Verfügbarkeit der Datenquellen gibt. In einigen Ländern des Euroraums liegen Angaben zu bestimmten Positionen des Auslandsvermögensstatus nicht unterjährig vor, und einige Angaben sind nur mit zeitlicher Verzögerung erhältlich. Vorläufige Angaben weisen jedoch auf einen ähnlichen Effekt der Entwicklung des Euro-Wechselkurses im Jahr 2004 auf den Netto-Auslandsvermögensstatus (vor allem im letzten Quartal) hin.



**Tabelle B Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets**

(in Mrd €)

	Bestände 2002	Veränderung der Bestände 2003						Bestände 2003
		Ins- gesamt	Transaktionen	Sonstige Veränderungen				
				Ins- gesamt	Ver- mögens- preise <sup>1)</sup>	Wechsel- kurse <sup>1)</sup>	Sonstige Anpassungen <sup>1)</sup>	
<b>Insgesamt</b>								
<i>Netto</i>	-618	-142	6	-148	160	-260	-48	-760
<i>Aktiva</i> <sup>2)</sup>	7 113	491	635	-144	350	-580	86	7 604
<i>Passiva</i>	7 731	633	629	4	190	-320	134	8 364
<b>Direktinvestitionen</b>								
<i>Netto</i>	204	-125	-5	-119	160	-160	-119	80
<i>Außerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>	1 877	233	136	97	270	-180	7	2 110
<i>Innerhalb des Euro-Währungsgebiets</i>	1 673	358	141	216	110	-20	126	2 031
<b>Wertpapieranlagen</b>								
<i>Netto</i>	-879	56	-43	99	10	-80	169	-824
<i>Aktiva</i>	2 303	305	277	28	90	-210	148	2 607
<i>Aktien</i> <sup>3)</sup>	853	201	67	134	110	-80	104	1 055
<i>Schuldverschreibungen</i>	1 449	103	210	-106	-20	-130	44	1 553
<i>Passiva</i>	3 182	249	320	-71	80	-130	-21	3 431
<i>Aktien</i> <sup>3)</sup>	1 366	150	117	33	100	-60	-7	1 516
<i>Schuldverschreibungen</i>	1 816	99	203	-104	-20	-70	-14	1 915
<b>Finanzderivate</b>								
<i>Netto</i>	-12	5	12	-8	-10	-	2	-7
<b>Übrige Anlagen</b>								
<i>Netto</i>	-297	-18	73	-90	-	20	-110	-315
<i>Aktiva</i>	2 579	9	240	-231	-	-150	-81	2 587
<i>Passiva</i>	2 876	26	168	-141	-	-170	29	2 902
<b>Währungsreserven</b>	366	-60	-30	-30	-	-40	10	307

Quelle: EZB.

1) EZB-Berechnungen.

2) Einschließlich Saldo der Finanzderivate.

3) Einschließlich Investmentfonds.



## AUFSÄTZE

# GELDPOLITIK UND INFLATIONS DIVERGENZ IN EINEM HETEROGENEN WÄHRUNGSRAUM



*Dieser Aufsatz befasst sich mit den Folgen regionaler Divergenzen in einer Währungsunion für die Wirtschaftspolitik und die einheitliche Geldpolitik, wobei den Inflationsdifferenzen ein besonderes Augenmerk gilt.*

*Unterschiedliche Teuerungsraten gehören in einer Währungsunion zum normalen Erscheinungsbild. Selbst in langjährigen Währungsunionen wie den Vereinigten Staaten sind Abweichungen zwischen den regionalen Inflationsraten zu beobachten. Im Vergleich dazu sind die nationalen Inflationsunterschiede im Euro-Währungsgebiet nicht ungewöhnlich groß.*

*Unterschiedliche Teuerungsraten, die sich aus der Divergenz der wirtschaftlichen Entwicklung zwischen den Teilnehmerländern ergeben, können ein integraler Bestandteil des Anpassungsprozesses sein, der seinerseits die Auswirkungen verschiedener wirtschaftlicher Schocks widerspiegelt wie auch die Tatsache, dass die Wirtschaftsstrukturen der einzelnen Länder voneinander abweichen. Inflationsdifferenziale sind in diesem Fall das Produkt eines ausgleichenden Anpassungsprozesses innerhalb einer Währungsunion und als solche nicht nur unvermeidlich, sondern auch wünschenswert.*

*Gleichzeitig sind dauerhafte Inflationsunterschiede zwischen den Euro-Ländern bis zu einem gewissen Grad auch das Ergebnis unzureichend aufeinander abgestimmter Finanzpolitiken, divergierender Lohnentwicklungen und tiefverwurzelter struktureller Ineffizienzen, wie zum Beispiel nominaler und realer Rigiditäten an den Güter- und Faktormärkten. Durch solche Faktoren verursachte Inflationsdifferenzen können nur durch nationale Politiken beseitigt werden, und zwar in erster Linie durch strukturelle Arbeitsmarkt- und Gütermarktreformen, die darauf abzielen, die Fähigkeit des betreffenden Landes zu stärken, sich bestmöglich an den ständigen Wandel der wirtschaftlichen Bedingungen in der Währungsunion anzupassen.*

*Durch Gewährleistung von Preisstabilität im gesamten Eurogebiet trägt die Geldpolitik zu Preistransparenz bei und erleichtert die notwendige Anpassung der relativen Preise in den einzelnen Ländern. Die Begrenzung von Veränderungen der relativen Preise und von Inflationsdifferenzen kann zwar nicht Ziel der Geldpolitik der EZB sein, doch muss sie die Ursachen dieser Differenzen analysieren. Generell ist die laufende Beobachtung der nationalen und sektoralen Entwicklungen ein Schlüssel zum Verständnis der fundamentalen Trends im gesamten Euro-Währungsgebiet und zur Formulierung der besten geldpolitischen Reaktion. Sie erleichtert außerdem das Erkennen struktureller Hindernisse, die die gesamtwirtschaftliche Anpassung im Euroraum erschweren können, und hilft Bereiche zu identifizieren, in denen Strukturreformen besonders dringend geboten sind.*

### I EINLEITUNG

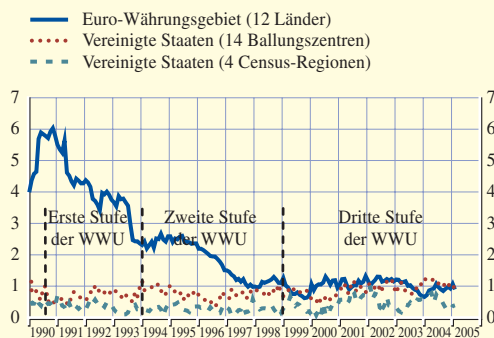
Das Euro-Währungsgebiet ist eine Währungsunion, die zwölf Länder und mehr als 300 Millionen Einwohner umfasst. Die Einführung des Euro ist dank der Annäherung der Währungen an die besten bis dahin erzielten Referenzwerte eine Erfolgsgeschichte. Mit der Wirtschafts- und Währungsunion wurden die Voraussetzungen für erhebliche potenzielle Wohlstands- und Wohlfahrtsgewinne der Teilnehmerländer ge-

schaffen. Die Einführung einer gemeinsamen Währung hat vor allem die Wechselkurschwankungen zwischen den Euro-Ländern beseitigt, wodurch die Transaktionskosten gesenkt und die grenzüberschreitende Preistransparenz erhöht wurde; dies fördert den Handel und letztlich eine stärkere wirtschaftliche Integration.

Die Geldpolitik wird vom EZB-Rat mit dem vorrangigen Ziel der Gewährleistung von

**Abbildung 1 Streuung der jährlichen Teuerungsraten im Euro-Währungsgebiet, in 14 Ballungszentren der USA und den 4 US-Census-Regionen<sup>1)</sup>**

(ungewichtete Standardabweichung in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, US Bureau of Labor Statistics und EZB-Berechnungen.  
1) Daten bis Februar 2005.

Preisstabilität im gesamten Eurogebiet durchgeführt. Sie geht deshalb nicht unmittelbar gegen die Divergenz der Teuerungsraten oder sonstiger wirtschaftlicher Entwicklungen an, die sich angesichts der unterschiedlichen wirtschaftlichen Strukturen oder Politik der einzelnen Länder im Euro-Währungsgebiet ergeben kann.

Inflationsdifferenziale sind in einer Währungsunion zwar durchaus üblich, doch gehen sie im Euro-Währungsgebiet mit institutionellen und wirtschaftlichen Gegebenheiten einher, die in dieser Kombination selten anzutreffen sind, wie etwa einer eingeschränkten Arbeitskräftemobilität, Starrheiten an den Arbeits- und Gütermärkten, weitgehend fehlenden zentralisierten fiskalischen Transfermechanismen sowie einer dezentralen Zuständigkeit für die Finanzpolitik und sonstige Bereiche der Wirtschaftspolitik. Deshalb ziehen divergierende Preisentwicklungen in den Euro-Ländern seit der Euro-Einführung erhebliche öffentliche Aufmerksamkeit auf sich.

In diesem Aufsatz werden die Evidenz über die wichtigsten Eigenarten und möglichen Ursachen von Inflationsdifferenzen im Euroraum untersucht und ihre Bedeutung für die Wirtschaftspolitiken und die einheitliche Geldpolitik erörtert. Der Aufsatz ist wie folgt geglie-

dert: Abschnitt 2 stellt die Daten zur jüngsten Entwicklung der Inflationsdivergenz im Euro-Währungsgebiet unter anderem auch aus historischer Sicht vor; Abschnitt 3 befasst sich mit den wichtigsten möglichen Erklärungen für Inflationsdifferenziale in einem Währungsraum; Abschnitt 4 behandelt die Auswirkungen auf die Politik, die in der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion thematisiert werden; Abschnitt 5 beschreibt, wie die EZB Inflationsdifferenzen und ganz allgemein disaggregierte Informationen über die sektorale und regionale Entwicklung bei der Formulierung ihrer Geldpolitik berücksichtigt, und in Abschnitt 6 werden einige Schlussfolgerungen gezogen.

## 2 EVIDENZ ÜBER DIE INFLATIONS DIVERGENZ IM EURO-WÄHRUNGS GEBIET

Abbildung 1 zeigt die Streuung der Inflationsraten in den Euro-Ländern anhand der ungewichteten Standardabweichung der jährlichen Teuerungsraten dieser Länder (gemessen am HVPI).<sup>1</sup> Der Streuungsgrad der Teuerungsraten in den Euro-Ländern hat sich seit Einführung des Euro weitgehend stabilisiert. Blickt man auf den Anfang der Neunzigerjahre zurück, so war die Inflationsstreuung in der ersten Stufe der WWU (Juli 1990 bis Dezember 1993) in den zwölf EU-Mitgliedstaaten, die zurzeit das Euro-Währungsgebiet bilden, durch einen kräftigen Abwärtstrend gekennzeichnet. Der Grund für den hohen Streuungsgrad zu Beginn der Neunzigerjahre lag vornehmlich in den sehr hohen Teuerungsraten in einigen Ländern. Der Rückgang der Inflationsdivergenz setzte sich in der zweiten Stufe (Januar 1994 bis Dezember 1998) fort. In der dritten Stufe der WWU er-

1 Die Streuung der Inflationsraten kann auf verschiedene Weise gemessen werden. Das einfachste Maß ist der Abstand zwischen den höchsten und niedrigsten Teuerungsraten. Ein anderes traditionelles Maß ist die Standardabweichung der Teuerungsraten in allen Ländern. Die gewichtete Standardabweichung berücksichtigt die Ländergröße, während bei der ungewichteten Messgröße allen Ländern die gleiche Bedeutung beigemessen wird. Eine weitere Messgröße der Streuung der Inflationsraten ist die Wurzel der mittleren quadratischen Abweichung von der Teuerungsraten des Euro-Währungsgebiets. Alle diese Maße zeichnen ein ähnliches Bild der Entwicklung der Inflationsstreuung im Euroraum.

Tabelle 1 Abweichungen der jährlichen HVPI-Teuerungsraten vom Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets

(in Prozentpunkten)

	Durchschnitt 1999-2004	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Belgien	-0,1	0,0	0,6	0,1	-0,7	-0,6	-0,3
Deutschland	-0,7	-0,5	-0,7	-0,4	-0,9	-1,0	-0,4
Griechenland	1,2	1,0	0,8	1,3	1,7	1,4	0,9
Spanien	1,0	1,1	1,4	0,5	1,3	1,0	0,9
Frankreich	-0,2	-0,6	-0,3	-0,6	-0,3	0,1	0,2
Irland	1,8	1,3	3,2	1,6	2,5	1,9	0,2
Italien	0,4	0,5	0,5	0,0	0,3	0,7	0,1
Luxemburg	0,5	-0,1	1,7	0,1	-0,2	0,5	1,1
Niederlande	0,8	0,9	0,2	2,8	1,6	0,2	-0,8
Österreich	-0,4	-0,6	-0,1	0,0	-0,6	-0,8	-0,2
Portugal	1,1	1,0	0,7	2,1	1,4	1,2	0,4
Finnland	-0,3	0,2	0,8	0,3	-0,2	-0,8	-2,0

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

reichte sie ungefähr in der zweiten Jahreshälfte 1999 ihren niedrigsten Wert. Seither hat sich der Grad der Inflationsstreuung abgesehen von einem bescheidenen Anstieg in den Jahren 2000 bis 2002 kaum verändert.<sup>2</sup>

Zum Vergleich wird in Abbildung 1 auch die Entwicklung der Streuung der Inflationsraten in einer langjährigen Währungsunion, nämlich den Vereinigten Staaten, abgebildet. Seit Beginn der dritten Stufe der WWU bewegt sich die Streuung der Teuerungsraten im Euroraum in der Nähe des Niveaus der 14 US-amerikanischen Ballungszentren (Metropolitan Statistical Areas, MSAs)<sup>3</sup>, ist indes etwas höher als in den vier US-Census-Regionen<sup>4</sup>.

Bemerkenswert ist, dass der Prozess der nominalen Angleichung nicht von einer größeren Divergenz der wirtschaftlichen Wachstumsraten im Euroraum begleitet war. Die Streuung der Zuwachsraten des realen BIP im Eurogebiet entspricht seit 1999 weitgehend dem historischen Durchschnitt, und bislang gibt es keine Anzeichen für eine erhöhte Divergenz dieser Wachstumsraten. Zudem ist seit Ende der Achtzigerjahre ein stetig zunehmender konjunktureller Gleichlauf zwischen den Euro-Ländern zu verzeichnen.<sup>5</sup> Dies stützt die Auffassung, dass die nominale Divergenz vor der Euro-Einführung zum großen Teil auf Wech-

selkursschwankungen und den vielfältigen geldpolitischen Regimen beruhte.

Gleichzeitig sind die Inflationsdifferenzen im Eurogebiet offenbar sehr persistent. Wie aus Tabelle 1 hervorgeht, weisen viele Länder seit der Einführung des Euro systematisch eine positives oder negatives Inflationsgefälle gegenüber dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets auf.

Diese Persistenz der Inflationsdifferenzen scheint eine Eigenart des Eurogebiets zu sein. In den 14 Ballungszentren der Vereinigten Staaten waren Inflationsdifferenziale von mehr als 1 Prozentpunkt und einer Dauer von über zwei Jahren nur in seltenen Ausnahmefällen zu beobachten. Dagegen verzeichneten sieben der

2 Siehe EZB, Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications, 2003.

3 Die 14 hier berücksichtigten MSAs sind: New York, Philadelphia, Boston, Washington, Chicago, Detroit, Cleveland, Dallas, Houston, Atlanta, Miami, Los Angeles, San Francisco und Seattle. Auf sie entfallen rund 41% der gesamten Konsumausgaben in den Vereinigten Staaten.

4 Die vier US-Census-Regionen sind der Nordosten mit den Ballungszentren New York, Philadelphia, Boston und Washington, der Mittlere Westen mit den Ballungszentren Chicago, Detroit und Cleveland, der Süden mit den Ballungszentren Dallas, Houston, Atlanta and Miami und der Westen mit den Ballungszentren Los Angeles, San Francisco und Seattle.

5 Siehe Europäische Kommission, Cyclical convergence in the euro area: recent developments and policy implications, in: Quarterly Report on the Euro Area, Juli 2004.

**Tabelle 2 Zerlegung der Teuerungsrate für den Zeitraum 1999-2003**

	Deflator der Endnachfrage			BIP-Deflator			Lohnstückkosten			
	Beitrag zur Veränderung			Beitrag zur Veränderung			Beitrag zur Veränderung			
	Veränderung insgesamt in %	Inlands-kosten	Einfuhr-kosten <sup>1)</sup>	Veränderung insgesamt in %	Lohn-stück-kosten	Brutto-betriebs-überschuss	Indirekte Steuern, netto	Veränderung insgesamt in %	Arbeits-entgelt je Arbeitnehmer	Inverse Arbeits-produktivität
	1 = 2+3	2	3	4 = 5+6+7	5	6	7	8 = 9+10	9	10
Durchschnittliches Jahreswachstum (soweit nicht anders angegeben in Prozentpunkten)										
Euro-Währungsgebiet	1,8	1,0	0,8	2,0	1,1	0,6	0,2	1,9	2,6	-0,7
Abweichung vom Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets <sup>2)</sup>										
Belgien	0,1	-0,4	0,5	-0,4	0,1	-0,4	-0,1	0,1	0,5	-0,4
Deutschland	-1,0	-1,0	-0,1	-1,2	-0,7	-0,5	0,0	-1,1	-1,0	-0,1
Griechenland	1,5	1,4	0,1	1,5	0,2	1,0	0,3	0,4	3,5	-3,1
Spanien	1,5	1,2	0,3	1,8	0,7	0,8	0,3	1,1	1,2	0,0
Frankreich	-0,7	-0,3	-0,4	-0,6	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0
Irland	1,3	1,2	0,1	2,4	0,0	2,0	0,3	0,4	3,5	-3,0
Italien	0,8	0,8	0,0	0,5	0,3	0,2	-0,1	0,7	0,0	0,8
Luxemburg	0,3	-0,4	0,7	0,3	0,7	-0,6	0,2	1,4	3,3	-1,9
Niederlande	0,8	0,6	0,3	1,4	1,2	-0,1	0,3	1,9	1,5	0,4
Österreich	-0,6	-0,6	0,0	-0,6	-0,8	0,4	-0,2	-1,4	-0,9	-0,5
Portugal	1,0	1,3	-0,3	1,6	2,0	-0,9	0,5	2,9	2,7	0,2
Finnland	-0,8	-0,4	-0,4	-0,8	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	0,5	-0,7

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat und EZB-Berechnungen.

- 1) Auf Länderebene beziehen sich die Einfuhrkosten auf Importe aus Ländern innerhalb und außerhalb des Euro-Währungsgebiets.
- 2) Die Zahlen in der Tabelle können wie folgt interpretiert werden: Im Falle Belgiens z.B. war die durchschnittliche jährliche Veränderung des Deflators der Endnachfrage im Zeitraum 1999-2003 um 0,1 Prozentpunkte höher als im gesamten Euro-Währungsgebiet. Der Beitrag der durchschnittlichen Veränderung der Einfuhrkosten zum beobachteten Gefälle der Teuerungsrate für die Endnachfrage betrug 0,5 Prozentpunkte, während sich der Beitrag der Inlandskosten auf -0,4 Prozentpunkte belief.

zwölf Volkswirtschaften im Euroraum jährliche Teuerungsrate, die seit 1999 stets über oder unter dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets lagen.

Ersten Aufschluss über die möglichen Ursachen der Persistenz der Inflationsdifferenzen im Euro-Währungsgebiet gibt eine Teuerungsrate, bei der die Inflationsunterschiede im Euroraum nach ihren primären Bestimmungsfaktoren aufgeschlüsselt werden. Dabei zeigt sich die relative Bedeutung sowohl binnenwirtschaftlicher Faktoren (etwa der Lohnstückkosten, der Gewinnspannen und der indirekten Steuern) als auch außenwirtschaftlicher Faktoren (wie der Einfuhrpreise) für die beobachtete Inflationsdivergenz. Aus Tabelle 2 wird deutlich, dass in neun von zwölf Ländern binnenwirtschaftliche Faktoren (d. h. „Inlandskosten“) am stärksten zu den Abweichungen der Teuerungsrate vom Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets beitrugen. Auch die Einfuhrkosten spielten in manchen Fällen eine größere

Rolle. Die Inflationsdivergenz in Belgien, Frankreich und Luxemburg wurde hauptsächlich von der Entwicklung der Einfuhrkosten getrieben.

Bezogen auf den BIP-Deflator waren die Lohnstückkosten und der Bruttobetriebsüberschuss die wichtigsten binnenwirtschaftlichen Ursachen von Inflationsunterschieden, während indirekte Steuern zumeist weniger ins Gewicht fielen. Besonders in Deutschland, Frankreich und Finnland war die unterdurchschnittliche Entwicklung der Lohnstückkosten und des Bruttobetriebsüberschusses ein wesentlicher Grund für die negativen BIP-Inflationsabweichungen dieser Länder gegenüber dem Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets. Die positive Differenz, die Griechenland, Irland, Italien und Spanien zu verzeichnen hatten, hing dagegen mit dem über dem Durchschnitt der Euro-Länder liegenden Anstieg der Lohnstückkosten und der Gewinne zusammen.

Tabelle 3 Streuung<sup>1)</sup> der jährlichen sektoralen Teuerungsraten im Euro-Währungsgebiet

(in Prozentpunkten)	Gesamt- HVPI	Dienst- leistungen	Industrie- erzeugnisse ohne Energie	Energie	Verarbeitete Nahrungs- mittel	Unverarbeitete Nahrungs- mittel
1994-1998	1,95	2,43	2,12	2,78	2,67	3,25
1999-2004	1,12	1,54	1,06	3,35	1,77	2,44
Nachrichtlich:						
Gewichte im HVPI des Euro-Währungsgebiets 1998		0,34	0,34	0,09	0,13	0,09
Gewichte im HVPI des Euro-Währungsgebiets 2004		0,41	0,31	0,08	0,12	0,08

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die Streuung wird als Wurzel der mittleren quadratischen Abweichung vom Durchschnitt des Euro-Währungsgebiets gemessen.

Eine nähere Betrachtung der Lohnstückkostenentwicklung zeigt, dass das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Allgemeinen stärker als die Arbeitsproduktivität zur Divergenz beigetragen hat. Das moderate Wachstum der Lohnstückkosten in Deutschland, Österreich und in geringerem Maße auch in Frankreich war hauptsächlich der verhaltenen Entwicklung des Arbeitnehmerentgelts zuzuschreiben, während die Lohnstückkosten in Portugal, den Niederlanden und Spanien durch die überdurchschnittliche Zunahme des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer nach oben getrieben wurden. In einigen Fällen (Belgien, Griechenland, Irland und Finnland) dürften die beiden Komponenten allerdings gleichermaßen von Bedeutung sein. In Italien war offenbar die geringe Arbeitsproduktivität ausschlaggebend für das beobachtete Wachstumsdifferenzial der Lohnstückkosten.

Die Inflationsdivergenz zwischen den Euro-Ländern hat auch eine wichtige sektorale Dimension. Tabelle 3 zeigt die Streuung der Teuerungsraten für jede der fünf Hauptkomponenten des HVPI – nämlich Dienstleistungen, Industrieerzeugnisse ohne Energie, Energie, verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel.

In den Neunzigerjahren war die Inflationsdivergenz zwischen den Euro-Ländern bei den Dienstleistungen zwar rückläufig, blieb aber größer als beim HVPI-Index insgesamt.<sup>6</sup> Im Gegensatz hierzu haben sich die Preissteigerungsraten bei Industrieerzeugnissen ohne En-

ergie in den Neunzigerjahren deutlich angehört und ab 1999 bei nur noch geringer Dispersion kaum mehr verändert. Da der HVPI-Anteil der handelbaren Güter unter den Industrieerzeugnissen ohne Energie sehr groß ist, dürfte die geringe Divergenz mit der in den Euro-Ländern beobachteten Preisniveaikonvergenz zusammenhängen. Dieser Angleichungsprozess erhielt durch die Schaffung des Binnenmarkts in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre einen deutlichen Schub und setzte sich mit der Einführung der gemeinsamen Währung fort. Bei den volatileren HVPI-Komponenten weist die Entwicklung der Energiepreise von Land zu Land erhebliche Unterschiede auf, was nicht nur mit der ausgeprägten historischen Volatilität dieses Teilindex zusammenhängt, sondern auch mit der sehr uneinheitlichen Anfälligkeit der einzelnen Euro-Länder für Ölpreisschocks und ihren recht ungleichen Reaktionen auf diese Schocks zu erklären ist.

Wegen des beträchtlichen Gewichts des Dienstleistungssektors im HVPI-Korb bestimmt die Dynamik der Dienstleistungspreise die Streuung der gesamten HVPI-Inflation, zumal das Gewicht dieser Komponente im Gesamt-HVPI in den letzten Jahren zugenommen und das der Industrieerzeugnisse ohne Energie abgenommen hat.

<sup>6</sup> An diesem Ergebnis ändert sich auch nichts, wenn die Euro-Länder mit einer stark durch Besonderheiten geprägten Entwicklung der Dienstleistungspreise nicht berücksichtigt werden.



Insgesamt können verschiedene Faktoren hervorgehoben werden, die sich im Rahmen einer Zerlegung der Teuerungsraten als maßgeblich für die Persistenz der Inflationsdifferenzen im Euroraum erwiesen haben. Hierzu zählen etwa die Lohnentwicklung, die Rolle des Dienstleistungssektors und der Öffnungsgrad der Volkswirtschaften. Die vorliegenden Studien zeigen aber, dass es keinen Einzelfaktor gibt, der als alleinige Ursache für die anhaltenden Inflationsdifferenzen zwischen den Volkswirtschaften des Euroraums gelten könnte.

### **3 URSACHEN VON INFLATIONSUNTERSCHIEDEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET**

Um feststellen zu können, welche Bedeutung anhaltende Inflationsdivergenzen für die Geldpolitik haben könnten, müssen die ihnen zugrunde liegenden Ursachen richtig erkannt werden. Dies ist allerdings keine leichte Aufgabe, weil in einer großen Währungsunion wie dem Euro-Währungsgebiet zahlreiche Faktoren zur Abweichung der Inflationsraten beitragen können. In diesem Abschnitt werden kurz die Hauptfaktoren beschrieben, die zur Erklärung der dauerhaften Inflationsunterschiede im Eurogebiet angeführt werden. Insbesondere wird unterschieden zwischen Faktoren, die transitorischer Natur sind und mit dem Konvergenzprozess zusammenhängen, Faktoren, die mit seit vielen Jahren oder permanent unterschiedlichen nationalen Wirtschaftsstrukturen zusammenhängen, und Faktoren, die politisch bedingt sind und mit der Durchführung und Wirkung nationaler finanz- und strukturpolitischer Maßnahmen oder mit den unterschiedlichen regionalen Reaktionen auf euro-raumweite Politikmaßnahmen zusammenhängen. Abschließend wird auf die Präsenz und relative Bedeutung von verstärkenden und gegenläufigen Faktoren in einer Währungsunion eingegangen.

### **3.1 INFLATIONSUNTERSCHIEDE AUFGRUND DES KONVERGENZPROZESSES**

#### **DER ÜBERGANG ZUR DRITTEN STUFE DER WWU**

Der Übergang zur dritten Stufe der WWU und die Konvergenz der nominalen Zinssätze im Eurogebiet auf einem Niveau, das zuvor nur von den preisstabilsten Volkswirtschaften erreicht wurde, war ein wichtiger zeitlich befristeter Faktor, der für die Inflationsdifferenzen in den ersten Jahren des Euro maßgeblich war. Besonders in Ländern, die in der Vergangenheit höhere Preissteigerungsraten zu verzeichnen hatten, bewirkte die Euro-Einführung eine deutliche Senkung der nominalen (und realen) Zinssätze und Finanzierungskosten sowie eine stärkere Verflechtung mit den Kapitalmärkten der übrigen Euro-Länder. Dies hat die Inlandsnachfrage in diesen Ländern sprunghaft steigen lassen und einen nachhaltigen Preisauftrieb, vor allem bei den nicht handelbaren Gütern und Dienstleistungen, ausgelöst.

#### **PREISNIVEAUKONVERGENZ BEI HANDELBAREN GÜTERN**

Die Umsetzung des europäischen Binnenmarkts in der ersten Hälfte der Neunzigerjahre und die anschließende Einführung der gemeinsamen Währung im Jahr 1999 haben zu einem spürbaren Rückgang der Preisniveaudispersion vor allem bei handelbaren Gütern beigetragen.<sup>7</sup> Diese Annäherung der absoluten Preise handelbarer Güter an ein gemeinsames langfristiges Niveau dürfte zumindest teilweise für die unterschiedlichen Teuerungsraten in den ersten Jahren des Euro verantwortlich gewesen sein, wobei der relative Beitrag allerdings schwer zu beziffern ist.<sup>8</sup> Obgleich weitere Verbesserungen sowohl der europäischen als auch der nationalen Wettbewerbspolitik die Preisunterschiede bei handelbaren Gütern wahrscheinlich noch eine Zeitlang weiter einebnen wer-

7 Siehe EZB, Preisniveaunkonvergenz und Wettbewerb im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht August 2002.

8 Siehe J. Rogers, Monetary union, price level convergence, and inflation: how close is Europe to the United States?, International Finance Discussion Paper Nr. 740, 2002. Nach diesen Schätzungen belief sich der Beitrag der Preisniveaudispersion im Jahr 1999 zur Ende 2002 beobachteten Streuung der jährlichen Teuerungsraten nach dem HVPI auf rund 16 % der gesamten Inflationsstreuung.

den, dürfte die Bedeutung dieser Art von PreisniveaUKonvergenz für die Inflationsdifferenzen im Lauf der Zeit abnehmen.<sup>9</sup>

### PREISNIVEAUKONVERGENZ BEI NICHT HANDELBAREN GÜTERN UND DIENSTLEISTUNGEN: DER BALASSA-SAMUELSON-EFFEKT

Zwar haben Marktintegration und erhöhte grenzüberschreitende Preistransparenz zur Konvergenz der Preise handelbarer Güter geführt, doch bezieht sich der HVPI zu einem erheblichen Teil auf Güter und Dienstleistungen, die nicht grenzüberschreitend gehandelt werden. In diesem Zusammenhang wird in Bezug auf anhaltende Inflationsdifferenzen im Euro-Währungsgebiet häufig auf den Balassa-Samuelson-Effekt verwiesen, einen Mechanismus, der zu Veränderungen der realen Wechselkurse der einzelnen Länder und in einer Währungsunion zu Veränderungen ihrer jeweiligen Preissteigerungsraten führen kann. Im Mittelpunkt der Balassa-Samuelson-Hypothese stehen unterschiedliche Produktivitätszuwächse in den Sektoren der handelbaren und der nicht handelbaren Güter. Ist das Wachstum der Arbeitsproduktivität im Bereich der handelbaren Gütern höher, steigen die Löhne dort tendenziell, ohne dass dies zu höheren Lohnstückkosten führt. Bei hoher Arbeitskräftemobilität zwischen den beiden Sektoren ziehen jedoch der Tendenz nach auch die Löhne im Bereich der nicht handelbaren Güter an, sodass die Preise dort aufgrund des geringeren durchschnittlichen Produktivitätsfortschritts im Durchschnitt stärkere Steigerungen aufweisen. Aus diesem Grund verzeichnen Länder, in denen eine größere Divergenz in der Entwicklung der Arbeitsproduktivität zwischen den Sektoren der handelbaren und der nicht handelbaren Güter besteht, auch eine höhere Inflationsrate. Der Balassa-Samuelson-Effekt spiegelt ein Gleichgewichtsphänomen wider: Der internationale Wettbewerb sorgt dafür, dass es bei den handelbaren Gütern zu keinem größeren Preisauftrieb kommt. Preisdruck entsteht nur bei den nicht handelbaren Gütern, und es gibt keine Notwendigkeit, die sich daraus ergebenden Inflationsunterschiede zwischen den Ländern zu neutralisieren.

Der Balassa-Samuelson-Effekt wird oft mit der Konvergenz der Lebensstandards der einzelnen Volkswirtschaften in Zusammenhang gebracht. Länder mit unterdurchschnittlichem Einkommen, die sich in einem Aufholprozess befinden, weisen in der Regel im Bereich der handelbaren Güter einen kräftigen Produktivitätszuwachs auf, während die Produktivitätsentwicklung bei den nicht handelbaren Gütern normalerweise in den einzelnen Ländern ähnlicher verläuft.

Die Meinungen darüber, in welchem Maß die Balassa-Samuelson-Hypothese für das Euro-Währungsgebiet relevant ist, sind geteilt.<sup>10</sup> Mögliche Balassa-Samuelson-Effekte sind im Allgemeinen sehr schwer zu quantifizieren, zumal sie sich nicht ohne weiteres von anderen historischen Einflüssen auf die Inflationsentwicklung, wie etwa unterschiedlichen geldpolitischen Regimen und Wechselkurspolitiken, isolieren lassen. Es gibt aber einen wachsenden Konsens, dass der Balassa-Samuelson-Effekt nur teilweise eine Erklärung für die persistenten Inflationsdifferenzen im Eurogebiet liefert. Dies hängt unter anderem damit zusammen, dass, wie in Abschnitt 2 ausgeführt wurde, nur ein relativ geringer Teil der Inflationsunterschiede mit der beobachteten divergierenden Entwicklung der Arbeitsproduktivität in den einzelnen Euro-Ländern begründet werden kann.

Das Ausmaß des Balassa-Samuelson-Effekts in den Ländern, die derzeit dem Euroraum angehören, dürfte mit der Zeit abnehmen, weil es beim Pro-Kopf-BIP bereits eine substantielle Konvergenz zwischen diesen Ländern gibt. Gleichzeitig könnte ein solcher Effekt in einigen der neuen Mitgliedstaaten, die den Euro einführen wollen, aufgrund ihres niedrigeren Ausgangsniveaus bei den Einkommen und Preisen stärker zu dauerhaftem Inflationsdruck beitragen.

<sup>9</sup> Siehe D. Rodriguez-Palenzuela, G. Camba-Mendez und J. A. Garcia, Relevant economic issues concerning the optimal rate of inflation, Working Paper Nr. 278 der EZB, 2003.

<sup>10</sup> EZB, Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications, 2003.

### 3.2 INFLATIONSDIFFERENZEN AUFGRUND STRUKTURELLER UNTERSCHIEDE

#### HETEROGENITÄT DER VERBRAUCHER-PRÄFERENZEN

Ein struktureller Faktor, der in einem Währungsraum grundsätzlich zu permanenten Inflations- und Produktionsdifferenzen führen kann, sind tiefsitzende Unterschiede zwischen den Ländern bei den Konsumpräferenzen der privaten Haushalte. Diese Heterogenität der Präferenzen spiegelt sich darin wider, dass die Anteile der verschiedenen Waren und Dienstleistungen am nationalen Konsum und an der nationalen Wertschöpfung von Land zu Land verschieden sind und diese Waren und Dienstleistungen damit unterschiedliche Gewichte in den einzelnen Teilindizes der nationalen HVPIs haben. Empirische Untersuchungen belegen aber, dass dieser Faktor relativ wenig zur Streuung der Teuerungsraten im Euroraum beiträgt.<sup>11</sup>

#### OFFENHEITSGRAD UND STRUKTUR DES WARENHANDELS

Die Divergenz der Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet dürfte auch eine außenwirtschaftliche Dimension aufweisen, die sich darauf bezieht, dass die einzelnen Volkswirtschaften in unterschiedlichem Maße von Wechselkursänderungen des Euro und Rohstoffpreisänderungen betroffen sind. Insbesondere Unterschiede im Öffnungsgrad, in der Struktur des Außenhandels und den Handelsbeziehungen mit Ländern außerhalb des Eurogebiets könnten wichtige Erklärungsgründe für Inflationsdifferenziale sein. So wird zum Beispiel ein Land im Euroraum, das hauptsächlich Einfuhren aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets bezieht, bei einer Euro-Abwertung einem anderen Inflationsdruck ausgesetzt sein als ein Land, das im Wesentlichen Handel mit anderen Euro-Ländern treibt. Die Inflationsdifferenzen im Euroraum lassen sich zum Teil mit Wechselkursschwankungen des Euro bei Asymmetrien der Handelsbeziehungen begründen. Für sich betrachtet kann diese Art der Heterogenität jedoch nicht die Inflationsunterschiede zwischen den größten Volkswirtschaften des Eurogebiets erklären.

So könnte auch eine Rolle spielen, dass die Bedeutung außenwirtschaftlicher Schocks und die Wirkung divergierender Außenhandelsstrukturen durch eine hohe Inflationsträgheit in den Euro-Ländern verstärkt werden.

#### RIGIDITÄTEN BEI DER LOHN- UND PREISBILDUNG

Der Prozess der Anpassung an sich wandelnde wirtschaftliche Bedingungen erfordert im Allgemeinen eine ständige Anpassung der relativen Preise über Regionen- und Sektorgrenzen hinweg. Ein solcher Mechanismus, der in einer marktbasierter Wirtschaft üblich und wünschenswert ist, kann bei Nachfrage- und Angebotsschocks kurzfristig Inflationsunterschiede zwischen den Regionen und Wirtschaftszweigen einer Währungsunion hervorrufen. Rigiditäten, die den Preis- und Lohnbildungsmechanismus beeinträchtigen, verzögern aber die notwendige Anpassung, verzerren das relative Preisgefüge nach solchen Schocks und tragen zu dauerhaften Inflationsdifferenzialen bei.<sup>12</sup>

Neuere vorläufige Evidenz des Eurosystem Inflation Persistence Network (IPN)<sup>13</sup> hilft, die Bedeutung von Rigiditäten im Preissetzungsverhalten von Firmen im Euroraum besser zu verstehen. Nach IPN-Berechnungen auf Basis von Mikrodaten über Verbraucherpreise beläuft sich die durchschnittliche Verbraucherpreisduration<sup>14</sup> im Euro-Währungsgebiet auf vier bis fünf Quartale, verglichen mit schätzungsweise rund zwei Quartalen in den

<sup>11</sup> A.a.O.

<sup>12</sup> Siehe u.a. I. Angeloni und M. Ehrmann, Euro area inflation differentials, Working Paper Nr. 388 der EZB, 2004, und F. Altissimo, P. Benigno und D. Rodriguez-Palenzuela, Inflation differentials in a currency area: facts, explanations and policies, Beitrag zum EZB-Workshop „Monetary policy implications of heterogeneity in a currency area“, Frankfurt, 13.-14. Dezember 2004, abrufbar unter [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

<sup>13</sup> Siehe die Beiträge zur EZB-Konferenz „Inflation persistence in the euro area“, die vom 10. bis 11. Dezember 2004 in Frankfurt stattfand und die unter [www.ecb.int](http://www.ecb.int) abrufbar sind. Der Beitrag von I. Angeloni, L. Aucremanne, M. Ehrmann, J. Gali, A. Levin und F. Smets, Inflation persistence in the euro area: preliminary summary of findings, 2004, abrufbar auf der Website der Konferenz, enthält eine Zusammenfassung der bisher im Rahmen des IPN-Projekts zusammengetragenen vorläufigen Ergebnisse.

<sup>14</sup> Die Preisduration ist definiert als die Zeitspanne zwischen zwei aufeinander folgenden Preisänderungen.

Vereinigten Staaten. Im Euroraum herrscht also anscheinend im Schnitt eine größere Rigidität bei der Preisbildung als in den Vereinigten Staaten. Was die Unterschiede in der Häufigkeit von Preisänderungen betrifft, so ist die Heterogenität zwischen Produkten und Wirtschaftssektoren offenbar ausgeprägter als zwischen den einzelnen Ländern. Zudem ist die Rangfolge der Produkte und Sektoren gemessen am Grad der Preisstarrheit nicht nur in allen untersuchten Ländern ähnlich, sondern sie gleicht auch der in den Vereinigten Staaten. Am häufigsten scheinen sich im Euroraum die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel zu ändern, während die Dienstleistungspreise offensichtlich weniger oft modifiziert werden.

Wenn die Dienstleistungspreise – möglicherweise aufgrund bestimmter Eigenheiten des Preisbildungsmechanismus – tatsächlich durch einen durchweg längeren Anpassungsprozess gekennzeichnet sind, könnte dies angesichts der großen wirtschaftlichen Bedeutung des Sektors der nicht handelbaren Güter eine signifikante und anhaltende Inflationsdivergenz nach sich ziehen.

Diese Schlussfolgerung scheint weitgehend zu der in Tabelle 3 gezeigten Evidenz zu passen, wonach der Dienstleistungssektor (der die Preisentwicklung der nicht handelbaren Güter am stärksten bestimmt) einen erheblichen Beitrag zur gesamten Inflationsstreuung leistet. Sie wird außerdem durch die Daten in Tabelle 2 über den Beitrag der Lohnstückkosten zur Erklärung der unterschiedlichen Veränderungen der BIP-Deflatoren im Eurogebiet untermauert, da ein Großteil der Wertschöpfung des Dienstleistungssektors auf das Arbeitnehmerentgelt entfällt. Insgesamt deutet dies darauf hin, dass die dauerhafte Divergenz der Preisentwicklungen im Wesentlichen auf unterschiedliche Lohnentwicklungen und Lohnfindungsmechanismen in den einzelnen Euro-Ländern (und die in einigen Ländern praktizierte automatische Bindung der Nominallöhne an die Preise) zurückgehen könnte.

### 3.3 POLITIKBEDINGTE FAKTOREN

Auch den gesamten Euroraum betreffende wie auch regionale Politiken können den Grad der Heterogenität in einer Währungsunion beeinflussen. Besonders die Finanzpolitiken können Inflations- und Produktionsdifferenziale im Euro-Währungsgebiet erzeugen. Zum einen können Veränderungen der administrierten Preise und indirekten Steuern zumindest auf kurze bis mittlere Sicht die Inflationsdivergenz fördern. Im Eurogebiet machen administrierte Preise rund 6 % des Gesamt-HVPI aus. Es wurde aber gezeigt, dass der Unterschied zwischen der Streuung der HVPI-Inflation und der HVPI-Inflation ohne administrierte Preise seit 1999 sehr gering ist.<sup>15</sup> Noch wichtiger ist jedoch, dass die Finanzpolitik auch durch unangemessenen Einsatz finanzpolitischer Instrumente dazu beitragen kann, Inflationsdifferenzen zu schaffen oder zu verstärken. Es gibt Belege dafür, dass sich die Divergenz in den Konjunkturverläufen der Euro-Länder in jüngerer Zeit durch prozyklische Effekte der Finanzpolitik der Teilnehmerländer vergrößert haben könnte.<sup>16</sup>

Auch die Strukturpolitik auf nationaler oder regionaler Ebene kann Inflationsdifferenzen zur Folge haben. So kann etwa eine Politik, mit der die Arbeitsmarktstruktur beeinflusst werden soll, das Lohnfindungsverhalten verändern. Die in manchen Euro-Ländern gängigen Indexklauseln in Tarifverträgen zum Beispiel können zur Dauerhaftigkeit von Inflationsdifferenzialen beitragen, weil sie die Beharrungstendenzen der Inflation in diesen Ländern verstärken.

Durch die unterschiedliche Transmission in den einzelnen Ländern kann die Geldpolitik in einer Währungsunion ebenfalls die Inflationsdivergenz vergrößern, besonders bei ungleichen

<sup>15</sup> Siehe EZB, *Inflation differentials in the euro area: Potential causes and policy implications*, 2003. Gleichwohl scheinen Änderungen der indirekten Steuern und administrierten Preise in einigen Euro-Ländern geringfügig zur Steigerung der in der ersten Jahreshälfte 2004 beobachteten Streuung der Teuerungsrate nach dem HVPI beigetragen zu haben.

<sup>16</sup> Siehe Fußnote 5.

nominalen Rigiditäten. Allerdings gibt es keine schlüssigen Beweise für systematische Unterschiede bei der Transmission geldpolitischer Impulse in den Euro-Ländern.<sup>17</sup> Die Abweichungen zwischen den geschätzten Auswirkungen der Geldpolitik auf Produktion und Preise in den einzelnen Ländern sind meist nicht robust gegenüber unterschiedlichen Methoden, Daten und Modellen. Die Wirkungen der Geldpolitik hängen ferner entscheidend vom jeweiligen geldpolitischen Regime ab; der Regimewechsel im Zuge der Euro-Einführung könnte den geldpolitischen Transmissionsprozess in den Euro-Ländern modifiziert haben und damit die korrekte Fortschreibung der historischen Erfahrungen erschweren.

### 3.4 VERSTÄRKENDE UND GEGENLÄUFIGE MECHANISMEN IN DER WÄHRUNGSUNION

Im Euro-Währungsgebiet gilt der von der Zentralbank festgesetzte Leitzins wie in anderen Währungsunionen einheitlich in allen Teilnehmerländern. Gleichzeitig können aus den verschiedensten Gründen Inflationsdifferenzen zwischen den einzelnen Ländern entstehen. Es wird gelegentlich argumentiert, dass die Kombination der beiden obigen Faktoren zu von Land zu Land verschiedenen Realzinsen führt, was eine destabilisierende Wirkung auf die teilnehmenden Volkswirtschaften haben könn-

te, insbesondere dadurch, dass die Inflationsdifferenziale verstärkt werden. So wird etwa angeführt, dass Länder mit überdurchschnittlicher Inflation niedrigere Realzinsen aufweisen, die wiederum die Inlandsnachfrage und Inflation anheizen, und dass umgekehrt Länder mit unterdurchschnittlicher Inflation höhere Realzinsen haben, was zu weiterem Abwärtsdruck auf die inländische Nachfrage und Preisentwicklung führt. Diese Argumentation berücksichtigt jedoch nicht alle zugrunde liegenden Faktoren.

Zum einen bezieht sich diese Sichtweise im Allgemeinen auf Ex-post-Realzinsen, die berechnet werden, indem die aktuelle Inflationsrate von den Nominalzinsen abgezogen wird. Für Investitionen und den Konsum sind aber Ex-ante-Realzinsen ausschlaggebend, d. h. die Differenz zwischen den Marktzinsen und den Inflationserwartungen für den betreffenden Zeithorizont.<sup>18</sup> Zur Veranschaulichung werden in Tabelle 4 die Ex-post- und Ex-ante-Realzinsen gegenübergestellt, wobei die Letzteren mithilfe von Inflationsprognosen (für den

17 Siehe EZB, Jüngste Erkenntnisse über die geldpolitische Transmission im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Oktober 2002.

18 Siehe EZB, Messung der realen Zinssätze in den Ländern des Euro-Währungsgebiets, Kasten 3, Monatsbericht September 2004.

**Tabelle 4** Ausgewählte Daten zur Streuung der Realzinssätze im Euro-Währungsgebiet

(in Prozentpunkten)		Kurzfristige Realzinsen <sup>1)</sup>		Langfristige Realzinsen <sup>2)</sup>	
		Ex ante Inflationsprognosen für das folgende Jahr <sup>3)</sup>	Ex post Aktuelle jährliche HVPI-Teuerungsrate	Ex ante Langfristige (sechs bis zehn Jahre voraus) Inflationsprognosen <sup>3)</sup>	Ex post Aktuelle jährliche HVPI-Teuerungsrate
<b>Standardabweichung</b>					
1990-1998	<i>Ungewichtet<sup>4)</sup></i>	1,69	0,82	1,29	0,68
	<i>Gewichtet<sup>5)</sup></i>	1,26	0,75	1,23	0,64
1999 bis Febr. 2005	<i>Ungewichtet<sup>4)</sup></i>	0,52	0,76	0,26	0,58
	<i>Gewichtet<sup>5)</sup></i>	0,45	0,66	0,23	0,54

Quellen: BIZ, Consensus Economics, EZB, EZB-Berechnungen, Eurostat und Reuters.

1) Geldmarktsätze für Dreimonatsgeld (EURIBOR für den Zeitraum 1999-2005). Alle Euro-Länder bis auf Luxemburg.

2) Soweit verfügbar, Renditen zehnjähriger Staatsanleihen; ansonsten Renditen für Papiere mit nächstliegender Laufzeit. Die Zahlen beziehen sich auf Frankreich, Deutschland und Italien und ab 1995 außerdem auf die Niederlande und Spanien.

3) Die Prognosen für die einzelnen Länder sind den Prognosen von Consensus Economics entnommen.

4) Jedem der hier betrachteten Euro-Länder wurde das gleiche Gewicht beigemessen.

5) Auf Basis der BIP-Gewichte von 2002 zu Kaufkraftparitäten.



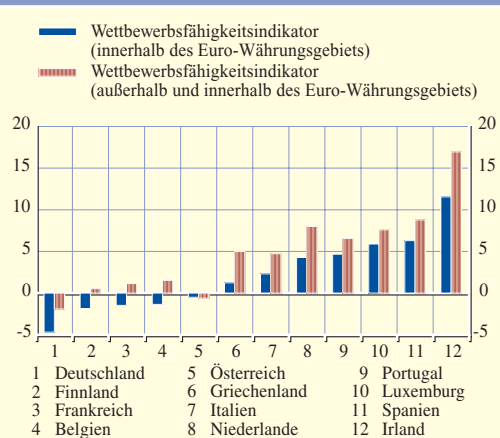
HVPI) von Consensus Economics für den entsprechenden Zeitraum berechnet wurden.<sup>19</sup>

Die Streuung zwischen den einzelnen Ländern ist bei Ex-ante-Realzinsen bedeutend geringer als bei Ex-post-Realzinsen. Bei den Langfristzinsen ist sie bei den Ex-ante-Werten der Realzinsen seit 1999 ungefähr halb so groß wie bei den Realzinsen, die ex post anhand der realisierten Inflation berechnet werden. Außerdem beträgt sie bei den Ex-ante-Realzinsen seit 1999 rund ein Drittel des Werts, der vor Einführung des Euro gemessen wurde. Dagegen hat sich die Streuung bei den Ex-post-Realzinsen kaum verändert.

Zum anderen – und dies ist vielleicht von grundsätzlicherer Bedeutung – hängen die Folgen der Inflationsdifferenziale (und damit unterschiedlicher Realzinsen) offenkundig von den zugrunde liegenden Ursachen ab, die wie schon erwähnt mannigfaltig sind. Wenn zum Beispiel die unterdurchschnittliche Inflationsrate eines Landes auf ein überdurchschnittliches Produktivitätswachstum zurückzuführen ist, wäre dies ein Hinweis darauf, dass das Land selbst bei einem höheren Realzins als in anderen Ländern gute Investitionsaussichten hat.

Schließlich gibt es in einer Währungsunion mit definitionsgemäß festen Wechselkursen zwischen den einzelnen Ländern starke Marktkräfte, die stabilisierend wirken. Insbesondere wenn ein Land wegen der schwachen Nachfrage eine unterdurchschnittliche Inflationsrate hat, wird es im Vergleich zu anderen Ländern wettbewerbsfähiger. Dies erhöht im Zeitablauf tendenziell in diesem Land die Nachfrage (und verringert sie in anderen Ländern). Wie in mehreren neueren Untersuchungen nachgewiesen wurde, wird der Wettbewerbskanal („realer Wechselkurs“) schließlich, wenn auch nur allmählich, die entscheidende Triebfeder für eine Anpassung.<sup>20</sup> Abbildung 2 zeigt, dass die Euro-Länder infolge der anhaltenden Inflationsdifferenzen deutliche Unterschiede in der Entwicklung der nationalen Wettbewerbsfähigkeit aufweisen.<sup>21</sup>

Abbildung 2 Indikatoren der nationalen Wettbewerbsfähigkeit<sup>1)</sup> – kumulierte Veränderung zwischen Januar 1999 und Dezember 2004 in %



Quelle: EZB-Berechnungen.  
1) Ein Anstieg zeigt eine reale effektive Steigerung bzw. einen Rückgang der nationalen Wettbewerbsfähigkeit auf Basis der Verbraucherpreise an. Der erste Indikator (innerhalb des Euro-Währungsgebiets) basiert auf dem Warenhandel innerhalb des Euro-Währungsgebiets, während der zweite Indikator (außerhalb und innerhalb des Euro-Währungsgebiets) auch den Warenhandel mit einer Gruppe von 23 Handelspartnerländern des Euro-Währungsgebiets umfasst.

#### 4 DIE BEDEUTUNG VON INFLATIONS-DIFFERENZEN FÜR DIE GESTALTUNG DER WIRTSCHAFTSPOLITIK

Wie bereits dargelegt, spiegeln Inflationsdifferenziale im Euro-Währungsgebiet bis zu einem gewissen Grad längerfristige Gleichgewichtsphänomene sowie das normale und gesunde Wirken marktbasierter Anpassungen der relativen Preise nach ökonomischen Schocks wider. In dem speziellen Fall einer – aus historischer Sicht – noch jungen Währungsunion zieht die

19 Kürzerfristige Inflationsprognosen von Consensus Economics liegen für alle Länder des Euro-Währungsgebiets bis auf Luxemburg vor, längerfristige dagegen nur für die fünf größten Euro-Länder.  
20 Siehe z. B. S. Deroose, S. Langedijk und W. Roeger, Reviewing adjustment dynamics in EMU: from overheating to overcooling, Economic Paper Nr. 198 der Europäischen Kommission, 2004, und I. Angeloni und M. Ehrmann, Euro area inflation differentials, Working Paper Nr. 388 der EZB, 2004.  
21 Siehe L. Buldorini, S. Makrydakis und C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Occasional Paper Nr. 2 der EZB, 2002, sowie EZB, Aktualisierung der Wägungsschemata für die effektiven Wechselkurse des Euro und Berechnung eines neuen Kreises von Euro-Indikatoren, Kasten 10, Monatsbericht September 2004.

Einführung einer gemeinsamen Währung eine allmähliche, aber recht substanzielle Transformation der bestehenden wirtschaftlichen Strukturen nach sich und schafft die Voraussetzungen für einen langfristigen wirtschaftlichen Anpassungsprozess. Die Inflationsunterschiede zwischen den Euro-Ländern mögen daher zumindest teilweise ausgleichende Veränderungen der relativen Preise widerspiegeln, in denen sich – unvermeidbar aber auch erwünscht – die allmählichen, jedoch letztlich weit reichenden strukturellen Transformationen manifestieren, die der Prozess der monetären Integration und der Entstehung eines Binnenmarktes auslöst.

Allerdings sind die anhaltenden Inflationsunterschiede im Euro-Währungsgebiet zumindest teilweise auch das Ergebnis unzureichend aufeinander abgestimmter nationaler Finanzpolitiken, Lohnentwicklungen sowie tief verankerter struktureller Ineffizienzen wie nominaler und realer Rigiditäten an den Güter- und Faktormärkten und können zu nachteiligen Entwicklungen in den nationale Volkswirtschaften führen. Für gewöhnlich müssen vor allem jene Hindernisse von den politischen Entscheidungsträgern angegangen werden, die die Entfaltung der Marktkräfte behindern und die erforderlichen Anpassungen nach ökonomischen Schocks verzögern.

#### **4.1 STRUKTUREREFORMEN AN DEN ARBEITS- UND GÜTERMÄRKTEN**

Es besteht weitgehende Einigkeit darüber, dass für die reibungslose Anpassung an sich wandelnde wirtschaftliche Bedingungen und das effiziente Funktionieren eines Währungsraums zwei Elemente von entscheidender Bedeutung sind: die Mobilität der Produktionsfaktoren und die Flexibilität im Lohn- und Preissetzungsprozess.

Hinsichtlich der Mobilität der Produktionsfaktoren ist im Euro-Währungsgebiet eine klare Zweiteilung erkennbar.

Einerseits ist die Integration der Finanzmärkte bereits weit fortgeschritten. Zwar sind noch weitere Maßnahmen zur Beseitigung verbleibender Marktsegmentierungen und regulatorischer Hindernisse für den freien Wettbewerb erforderlich, doch sind ein kontinuierlicher Anstieg der grenzüberschreitenden Finanz- und Kapitalströme sowie ein verstärkter Wettbewerb bei den Finanzdienstleistungen zu beobachten. Eine Vertiefung der Finanzmarktintegration in den kommenden Jahren wird es den Anlegern gestatten, ihre Portefeuilles effizienter zu diversifizieren und sich somit einen Puffer für lokalisierte gesamtwirtschaftliche Risiken zu verschaffen.

Andererseits ist es offenbar so, dass der andere wichtige Produktionsfaktor – die Arbeit – entweder zu langsam auf Lohn- und Nachfragesignale reagiert oder durch dauerhaft verzerrte Preissignale daran gehindert wird, was zu einer verhältnismäßig geringen Arbeitsmobilität zwischen Ländern und Regionen sowie Sektoren und Berufen führt. Dies deutet darauf hin, dass im Kontext der WWU, insbesondere auf nationaler und regionaler Ebene, eine größere Flexibilität der Arbeitsmärkte gefragt ist. Die Notwendigkeit dieser Flexibilität wird durch dauerhafte Besonderheiten, wie etwa sprachliche oder kulturelle Unterschiede, die die Arbeitsmobilität unter den Ländern behindern, noch verstärkt. In nahezu allen Euro-Ländern waren in den vergangenen zehn Jahren in Bezug auf die Arbeitsmarktreformen spürbare Fortschritte zu verzeichnen. Allerdings scheinen die Arbeitsmärkte im Euro-Währungsgebiet nach wie vor zu starr zu sein und zu wenig auf die wirtschaftlichen Bedingungen zu reagieren. Dies zeigt sich in dem anhaltend hohen Niveau der strukturellen Arbeitslosigkeit und den niedrigen Erwerbsbeteiligungsquoten der meisten Länder. Weitere Maßnahmen könnten darauf abzielen, negative Anreize bei der Arbeitsmarktflexibilisierung zu bekämpfen, die sich etwa aus hohen Lohnersatzquoten, verdichteten Lohn- und Gehaltsstrukturen oder aus Kündigungsschutzbestimmungen ergeben.



Ebenso ist es wichtig, den Prozess fortzuführen, durch den der effektive Wettbewerb gestärkt wird (beispielsweise durch Liberalisierung oder Deregulierung), um so die Wirksamkeit von Preissignalen an den Güter- und Dienstleistungsmärkten zu verbessern und damit die Effizienz der Ressourcenallokation in der Wirtschaft zu steigern. Eine Intensivierung des Wettbewerbs durch Anpassung des Regulierungsrahmens trägt nicht nur zu mehr Innovationen und größerer Produktivität sowie zu niedrigeren Preisen an den betreffenden Märkten bei, sondern erhöht auch die Widerstandskraft des Wirtschaftsraums und dessen Fähigkeit, sich an den ständigen Wandel der wirtschaftlichen Bedingungen anzupassen.

#### 4.2 FINANZPOLITIK

Die Finanzpolitik kann ebenfalls einen Beitrag leisten, damit die einzelnen Länder besser auf wirtschaftliche Schocks reagieren können und die möglicherweise schädlichen Auswirkungen anhaltender Inflationsunterschiede geringer ausfallen. Vor allem gesunde Staatsfinanzen sind eine entscheidende Voraussetzung dafür, dass die Länder die automatischen Stabilisatoren frei wirken lassen können, ohne das Risiko eines übermäßigen Defizits einzugehen. Dies stellt einen wichtigen Mechanismus im gesamtwirtschaftlichen Anpassungsprozess als Reaktion auf regionale Divergenzen dar. Die Erfahrung zeigt, dass diskretionäre finanzpolitische Maßnahmen – insbesondere angesichts der jeweiligen Umsetzungs- und Wirkungsverzögerungen – kein geeignetes Instrument sind, um auf konjunkturelle Schwankungen zu reagieren. Im Besonderen müssen die Regierungen in diesem Zusammenhang darauf achten, dass diskretionäre fiskalische Maßnahmen im Konjunkturverlauf nicht prozyklisch wirken und damit die Divergenz zwischen den Ländern nach asymmetrischen Schocks noch verschärfen.

#### 4.3 KONSEQUENZEN FÜR DIE GELDPOLITIK

Unter Wissenschaftlern, Beobachtern und politischen Entscheidungsträgern ist weitgehend

unumstritten, dass die Geldpolitik ihr Augenmerk auf die Gewährleistung von Preisstabilität im gesamten Währungsraum richten sollte. Daher sollte die Geldpolitik dafür sorgen, die Inflationserwartungen zu verstetigen und die Markttransparenz zu erhöhen, um so bei Auftreten wirtschaftlicher Schocks die notwendigen länder- bzw. sektorübergreifenden Anpassungen der relativen Preise zu erleichtern. Breite Einigkeit besteht allerdings auch darüber, dass die Geldpolitik sehr bald zum Nachteil ihrer eigentlichen Aufgabe überfordert wäre, würde man ihr zusätzlich die Aufgabe übertragen, im Zuge der Anpassungen nach Schocks unmittelbar auf das relative Gleichgewicht zwischen den Sektoren oder Regionen des Währungsraums einzuwirken.

Gleichzeitig konzentriert sich die wissenschaftliche Debatte in letzter Zeit stärker auf einige der direkteren Folgen der Inflationsdifferenziale für die Gestaltung der Geldpolitik in einer Währungsunion, und zwar insbesondere, wenn solche Differenziale mit nominalen und realen Rigiditäten einhergehen oder aus ihnen hervorgegangen sind.

Kasten 1 bietet eine kritische Würdigung der jüngsten Beiträge der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur zu diesem Thema. Wenn gleich, wie in dem Kasten erläutert wird, einige der Ergebnisse dieser neueren Untersuchungen stark von dem zugrunde liegenden analytischen Rahmen abhängen und die Empfehlungen zum Teil auf erhebliche Umsetzungsprobleme stoßen würden, so lassen sich doch einige allgemeine Schlussfolgerungen von Bedeutung ziehen. Erstens kann die Existenz langfristiger, gleichgewichtiger Inflationsunterschiede zwischen den einzelnen Ländern der Zentralbank einen weiteren Grund (neben den anderen wichtigen Argumenten, wie der Notwendigkeit, eine ausreichende Sicherheitsmarge zum Schutz gegen das Deflationsrisiko zu schaffen) liefern, die Inflationsrate im gesamten Währungsraum niedrig, aber nicht zu nahe bei Null halten zu wollen. Zweitens ist es für die Zentralbank wichtig, regionalen und sektoralen Informationen über Art und Ursache wirtschaftli-

**DIE JÜNGERE WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTLICHE LITERATUR ZU DEN AUSWIRKUNGEN VON INFLATIONSDIFFERENZIALEN AUF DIE GELDPOLITIK IN EINER WÄHRUNGSUNION**

Die Wirtschafts- und Währungsunion hat eine Reihe analytischer Studien angeregt, die sich mit den Auswirkungen von Inflationsdifferenzen auf die Durchführung der gemeinsamen Geldpolitik befassen.

Eine erste Reihe analytischer Arbeiten nahm sich der geldpolitischen Implikationen von Inflationsdifferenzen an, die durch ausgleichende Faktoren wie etwa den Balassa-Samuelson-Effekt (siehe Abschnitt 3) hervorgerufen werden.<sup>1</sup> Unter solchen Bedingungen spiegeln Inflationsunterschiede in einem Währungsraum zum Gleichgewicht führende Änderungen der relativen Preise wider. Sie sind ein unvermeidbarer und gleichzeitig erwünschter Ausdruck der allmählichen, durch den Prozess der monetären Integration ausgelösten Anpassungen. Sind im Preis- und Lohnfindungsprozess aber nominale Rigiditäten vorhanden, die eine Anpassung nach unten verhindern, dann können solche Differenzen der Zentralbank Sorge bereiten, da sie bei sehr niedrigen Inflationsraten das effektive Funktionieren der gemeinsamen Geldpolitik beeinträchtigen können. Bei solchen nominalen Rigiditäten können Länder mit dauerhaft unterdurchschnittlichen Inflationsraten möglicherweise längere Deflationsphasen durchlaufen und ihre Wettbewerbsfähigkeit unter Umständen nur mühsam wiedererlangen. Solche Argumente sind zwar nicht von der Hand zu weisen (und werden von der EZB wie in Abschnitt 5 dargelegt auch berücksichtigt), doch sollte ihre quantitative Bedeutung nicht überbewertet werden. Wie weiter oben ausgeführt, weisen zum einen die verfügbaren quantitativen Schätzungen des Balassa-Samuelson-Effekts im Euro-Währungsgebiet darauf hin, dass dieser Faktor generell einen relativ geringen Beitrag zur Erklärung von Inflationsdifferenzialen leistet. Zum anderen zeigen empirische Daten, dass es im Euroraum erheblichen Spielraum für Flexibilität nach unten bei den Preisen und Löhnen gibt.<sup>2</sup>

Eine zweite Reihe von Studien befürwortet eine aktive Rolle der Geldpolitik bei der Bewältigung von Inflationsdifferenzen, die das Ergebnis nominaler und realer Rigiditäten in einer Währungsunion sind.<sup>3</sup> Nach den hier vorgebrachten Argumenten sollte die Zentralbank, um ihr eigentliches Ziel zu erreichen – das normalerweise als wirtschaftlicher Wohlstand der Währungsunion im Kontext eines speziellen Modells verstanden wird –, ein Ziel ansteuern, das anhand eines Preisindex definiert wird, der sektorale oder regionale Einheiten nicht anhand ihrer relativen Größe gewichtet. Die Gewichtung sollte vielmehr die Einschätzung wichtiger struktureller Merkmale der betreffenden Sektoren oder Regionen widerspiegeln. Eine zentrale, auf derartigen Überlegungen beruhende Schlussfolgerung besagt, dass sich der allgemeine wirtschaftliche Wohlstand im Rahmen solcher stilisierten Modelle durch eine Geldpolitik steigern lässt, die Sektoren oder Regionen mit einer trägeren Preisentwicklung größeres Gewicht zuweist. Der Grund hierfür lässt sich wie folgt erläutern: In einer Volkswirtschaft mit zwei gleich großen Sektoren, von denen der eine rigider ist (d. h. einen höheren Friktionsgrad bei der Anpassung der relativen Preise nach Schocks aufweist) und der andere flexibler, führt eine

1 Siehe u. a. H.-W. Sinn und M. Reuter, The minimum inflation rate for Euroland, NBER Working Paper Nr. 8085, 2001.

2 Siehe die Beiträge zur Konferenz der EZB „Inflation persistence in the euro area“, Frankfurt, 10.–11. Dezember 2004 ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

3 Siehe beispielsweise M. Woodford, Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy, Princeton University Press, 2003, und P. Benigno, Optimal monetary policy in a currency area, in: Journal of International Economics, 63, 2004, S. 293-320.

Geldpolitik, die die Heterogenität der Sektoren bei der Gewichtung des Preisindex nicht berücksichtigt, dazu, dass sich die beiden Sektoren bei Auftreten eines gesamtwirtschaftlichen Schocks in ähnlicher Weise anpassen müssen. Dem rigiden Sektor entstehen jedoch höhere Kosten für die Anpassung an diesen markoökonomischen Schock als dem flexibleren. Dieses Ungleichgewicht führt zu einem Wohlstandsverlust für die Währungsunion, der verringert werden könnte. Indem die Geldpolitik den rigideren Sektor stärker gewichtet als es seiner Größe entspricht, würde sie dafür sorgen, dass der flexiblere Sektor stärker auf den Schock reagiert und damit einen größeren Beitrag zu den insgesamt in der Wirtschaft erforderlichen Anpassungen leistet.

Wenngleich die obigen Empfehlungen im Rahmen stilisierter Modelle des Wirtschaftslebens einleuchtend erscheinen, gibt es doch offensichtliche Argumente dagegen und vor allem erhebliche Probleme bei der praktischen Umsetzung. Erstens würden enorme Schwierigkeiten bei der angemessenen Bestimmung des Grads der nominalen Rigidität in den verschiedenen Sektoren oder Regionen auftreten, denn schließlich gibt es weder eine anerkannte Methode zur Messung solcher Rigiditäten, noch eine allgemeingültige Definition des Phänomens. Ebenfalls sehr problematisch wäre die Festlegung der Ebene, auf der die nominale Rigidität gemessen werden sollte (z. B. ob die betreffenden Ebenen Sektoren, Regionen oder Länder sein sollen). All dies würde die Durchführung der Geldpolitik in nicht unerheblichem Maße der Willkür und Unsicherheit aussetzen und die Transparenz des von der Zentralbank verfolgten Ziels und damit auch deren Rechenschaftslegung beeinträchtigen. Zweitens kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Geldpolitik, indem sie einer bestimmten länder- oder sektorspezifischen Entwicklung größere Bedeutung beimisst, in der Praxis unerwünschtes Verhalten oder strukturelle Ineffizienzen unterstützt und dadurch letztlich Fehlanreize schafft und den notwendigen Fortschritt hin zu stärker marktbasierter Anpassungsmechanismen behindert. Darüber hinaus würde sich die Kommunikation der Geldpolitik wesentlich schwieriger gestalten, da die Durchführung merklich komplexer und der Öffentlichkeit schwerer zu vermitteln wäre.

Dieser Zweig der Wirtschaftsliteratur weist allerdings auch auf den wichtigen Tatbestand hin, dass für die Zentralbank im Rahmen der Formulierung der geeignetsten geldpolitischen Antwort entscheidend ist, Art und Ursache wirtschaftlicher (auch regional verursachter) Schocks in Betracht zu ziehen, egal welches geldpolitische Ziel sie verfolgt. Dieser Punkt wird insbesondere von einem dritten Zweig wissenschaftlicher Forschungsarbeiten aufgegriffen, in denen untersucht wird, welche Bedeutung sektorale und regionale Informationen für die Durchführung der Geldpolitik haben.<sup>4</sup> Bei diesen Modellen wird das Ziel der Geldpolitik (wie auch im Euroraum) als gebietsweiter Preisindex ausgedrückt, der die Länder nach ihrer relativen Größe gewichtet. Es wird gezeigt, dass die Geldpolitik ihre Aufgabe selbst in einem solchen Fall besser erfüllen könnte, indem sie disaggregierte (d. h. sektorale und regionale) Informationen zur Wirtschaftsentwicklung einbezieht und nicht nur die aggregierten, d. h. gebietsweiten, Daten analysiert.

<sup>4</sup> Siehe beispielsweise P. Angelini, P. Del Giovane, S. Siviero und D. Terlizzese, Monetary policy rules for the euro area: what role for national information?, Working Paper Nr. 457 der Banca d'Italia, 2002.

cher Schocks Rechnung zu tragen und auch die Bestimmungsgründe für Inflationsdifferenziale laufend zu beobachten und zu analysieren, selbst wenn sie ihre Politik im Hinblick auf die Gewährleistung von Preisstabilität im gesamten Währungsraum definiert. Schließlich kann eine Zentralbank, indem sie ihre Geldpolitik mittelfristig orientiert, bei Auftreten asymmetrischer Schocks dazu beitragen, die notwendigen Anpassungen der relativen Preise über Regionen- und Sektorgrenzen hinweg zu erleichtern.

## **5 DIE BEDEUTUNG VON INFLATIONSDIFFERENZIALEN UND DISAGGREGIERTEN DATEN FÜR DIE GELDPOLITIK DER EZB**

Nach Maßgabe des Artikels 105 Absatz 1 EG-Vertrag ist es das vorrangige Ziel der EZB, die Preisstabilität für das Euro-Währungsgebiet insgesamt zu gewährleisten. Preisstabilität erleichtert es den Menschen, Änderungen der relativen Preise zu erkennen, da solche Änderungen nicht durch Schwankungen des allgemeinen Preisniveaus überlagert werden. Dadurch können Unternehmen und Verbraucher fundiertere Konsum- und Investitionsentscheidungen treffen, wodurch dem Markt eine effizientere Ressourcenallokation ermöglicht wird und das produktive Potenzial der Wirtschaft zunimmt. Durch die Gewährleistung eines stabilen Preisniveaus trägt die Geldpolitik also zur Anpassung der relativen Preise bei und unterstützt deren Aufgabe, die Ressourcenverteilung in alle Sektoren und Länder des Eurogebiets zu lenken. Das ist der beste Beitrag, den die Geldpolitik zum wirtschaftlichen Wohlstand und zur Erreichung eines hohen Wachstums- und Beschäftigungsniveaus leisten kann.

Im Jahr 1998 gab die EZB ihre Definition von Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das gesamte Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr bekannt. Die Wahl des HVPI von Eurostat, eines in allen Mitgliedstaaten der EU harmonisierten Verbraucherpreisindex, hat den Vorteil der Transparenz, da er die Mess-

größe ist, die dem Preis eines repräsentativen Korbs von Konsumgütern und Dienstleistungen, die von den privaten Haushalten des Eurogebiets erworben werden, am nächsten kommt.

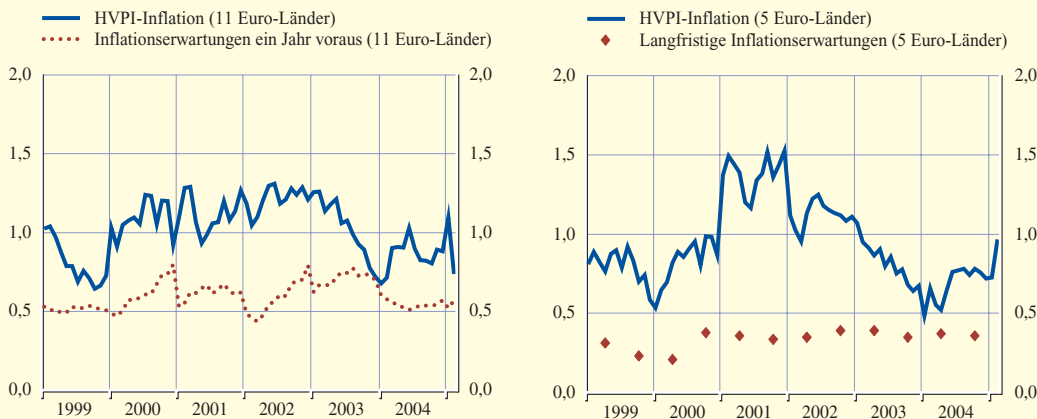
Im Mai 2003 konkretisierte der EZB-Rat im Rahmen seiner Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB das Ziel der Preisstabilität; er legte dar, dass er zum Erreichen von Preisstabilität mittelfristige Inflationsraten von „unter aber nahe 2 %“ anstrebe. Das Bestreben, die Inflationsrate am oberen Rand der Definition von Preisstabilität auszurichten, verdeutlicht die Selbstverpflichtung der EZB, einen ausreichenden Spielraum zum Schutz gegen das Deflationsrisiko zu schaffen. Der EZB-Rat stellte zugleich klar, dass damit auch der Bedeutung von Inflationsdifferenzen in den Euro-Ländern Rechnung getragen werde. Somit wurde anerkannt, dass Inflationsunterschiede – in Bezug auf die potenziellen Anpassungskosten bei etwaigen nominalen Rigiditäten nach unten – für Regionen mit strukturell niedrigeren Teuerungsraten ein Risiko darstellen können.

Wenngleich die internen Untersuchungen der EZB, ihre Analysen und Beurteilungen wirtschaftlicher Daten, ihre geldpolitischen Beratungen und Beschlüsse darauf abzielen, Preisstabilität für das Euro-Währungsgebiet insgesamt zu gewährleisten, so bedeutet dies nicht, dass die EZB ausschließlich aggregierte (d. h. euroraumweite) Daten in ihre Betrachtungen einbezieht. Zum Erreichen ihres Ziels und insbesondere zur Durchführung ihrer breit angelegten Analyse der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht überprüft und analysiert die EZB regelmäßig alle wichtigen sektor- und länderspezifischen Informationen des Eurogebiets. Auf diesem Weg verfolgt sie sektorale und nationale Entwicklungen, darunter auch diverse Preis- und Produktionsentwicklungen, sehr genau.

Im Zusammenhang mit dieser Tätigkeit sind mehrere wichtige Aspekte zu nennen. Erstens trägt die Analyse sektoraler und nationaler Entwicklungen in den Euro-Ländern dazu bei, die

Abbildung 3 Streuung der jährlichen Teuerungsraten und der Inflationserwartungen<sup>1)</sup>

(ungewichtete Standardabweichung in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat, Consensus Economics und EZB-Berechnungen.

1) Für kurze Zeiträume liegen Inflationsprognosen von Consensus Economics für alle Euro-Länder bis auf Luxemburg vor (linke Grafik). Für längere Zeiträume sind nur Angaben für die fünf größten Länder des Euroraums verfügbar (rechte Grafik).

Einschätzung der wirtschaftlichen Lage und ihre mögliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet als Ganzes zu präzisieren. Ein Beispiel dieser intensiven Nutzung disaggregierter Daten sind die gesamtwirtschaftlichen Projektionen des Eurosystems, die zweimal jährlich von der EZB erstellt und veröffentlicht werden. Dabei analysieren, diskutieren und interpretieren Experten des Eurosystems gemeinsam große Mengen sektor- und länderspezifischer wirtschaftlicher Informationen. Zu den endgültigen Projektionen gelangt man, indem die erwarteten Entwicklungen auf der Ebene der einzelnen Ökonomien aggregiert werden, wobei die Möglichkeit des Übergreifens regionaler Entwicklungen auf den Rest des Euroraums in Betracht gezogen wird. Diese Methodik ist der Schlüssel zu einem besseren Verständnis der zugrunde liegenden Trends und der wirtschaftlichen Aussichten für das Euro-Währungsgebiet insgesamt.

Zweitens ist, wie bereits erwähnt, entscheidend, dass die Zentralbank in der Lage ist, sowohl Art und Ursache wirtschaftlicher Schocks (d. h., ob sie von der Angebots- oder der Nachfrageseite ausgehen und ob sie dauerhaft oder nur vorübergehender Natur sind) als auch deren Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft zu be-

urteilen, um so die bestmögliche geldpolitische Antwort finden zu können. In dieser Hinsicht ist die Analyse disaggregierter Daten von besonderer Relevanz, da einige bedeutsame euro-raumweite Schocks ihren Ursprung in bestimmten Ländern oder Sektoren haben. Drittens ist diese Analyse maßgeblich für die Feststellung struktureller Hindernisse, die Anpassungen und effizienzsteigernde Veränderungen im Euro-Währungsgebiet bremsen können. Sie versetzt die EZB in die Lage, die Öffentlichkeit zu informieren und mit anderen politischen Entscheidungsträgern in Europa zu erörtern, welches die jeweils geeignetsten Maßnahmen sind. Schließlich ist die mittelfristige Ausrichtung ein zentrales Element der geldpolitischen Strategie der EZB; dies bedeutet, dass die EZB nicht bestrebt ist, nach wirtschaftlichen Veränderungen Preisstabilität auf ganz kurze Sicht zu gewährleisten oder wiederherzustellen. Dadurch kann die EZB die im Hinblick auf die jeweilige Art des wirtschaftlichen Schocks bestmögliche Geldpolitik formulieren und dabei gleichzeitig nach lokalen oder asymmetrischen Schocks genügend Flexibilität für allmähliche Anpassungen in den einzelnen Volkswirtschaften oder Sektoren gewähren.

Die klare und eindeutige quantitative Definition der EZB von Preisstabilität, ihre hohe Glaubwürdigkeit sowie die starke Fokussierung auf das Erreichen des vorrangigen Ziels haben dazu geführt, dass sich die Inflationserwartungen im Euroraum im Einklang mit dieser Definition von Preisstabilität entwickeln konnten. Ein wichtiger positiver Effekt dessen ist, dass sich die Inflationserwartungen auf Länderebene sehr stark ähneln. Abbildung 3 zeigt, dass die von Consensus Economics ermittelte Streuung der Inflationserwartungen in den Euro-Ländern für die Zeit in einem Jahr (linke Grafik) bzw. in sechs bis zehn Jahren (rechte Grafik) sehr gering ist, deutlich geringer noch als die der realisierten Inflation. Angesichts der Bedeutung der erwarteten Entwicklung des Lohn- und Preissetzungsverhaltens impliziert dies, dass ein wirkungsvoller Mechanismus in Gang gesetzt wurde, der dazu beiträgt, eine weitgehende Einheitlichkeit der Preisentwicklung in den einzelnen Ländern des Euroraums zu gewährleisten.

## 6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Inflationsdifferenzen über Länder- oder Sektorgrenzen einer Währungsunion hinweg sind die natürliche Folge der laufenden Anpassung der relativen Preise in einer Marktwirtschaft. Solche ausgleichenden Veränderungen der relativen Preise, die einen integralen und wesentlichen Bestandteil einer Marktwirtschaft bilden, liefern den Marktakteuren auf der Angebots- und der Nachfrageseite Hinweise und Anreize, ihre Ressourcen umzuverteilen, und stoßen damit wirtschaftliche Veränderungen an.

Wie die in den vorherigen Abschnitten dargelegten Informationen und Analysen zeigen, sind die Inflationsunterschiede im Euro-Währungsgebiet teilweise ein Spiegelbild solcher Veränderungen der relativen Preise. Sie sind auch ein wesentliches Element des wirtschaftlichen Anpassungsprozesses im Kontext der fundamentalen strukturellen Transformationen, die sich im Eurogebiet infolge der Wirtschafts- und Währungsunion vollziehen. In

diesem Sinne stellen Inflationsdifferenziale ein erwünschtes Phänomen dar und sollten ihre Ausgleichsfunktion ungehindert ausüben können.

Die anhaltenden Inflationsdifferenzen im Euro-Währungsgebiet spiegeln aber auch einen Mangel an Flexibilität und Anpassungsfähigkeit der Institutionen und Marktstrukturen in den einzelnen Volkswirtschaften wider. Solche strukturellen Unterschiede verlangen von den politischen Entscheidungsträgern der einzelnen Länder große Entschlossenheit, die darauf ausgerichtet sein sollte, in allen Regionen des Euroraums ein hohes Maß an Flexibilität und Anpassungsfähigkeit zu erzielen.

In Übereinstimmung mit ihrem im EG-Vertrag verankerten Auftrag ist die EZB vor allem damit befasst, Preisstabilität im gesamten Eurogebiet zu gewährleisten; Fragen der relativen Preise oder Inflationsdifferenziale spielen für sie eine untergeordnete Rolle. Die internen Untersuchungen der EZB, ihre Analysen und Beurteilungen wirtschaftlicher Informationen, ihre geldpolitischen Erörterungen und Beratungen sind darauf abgestimmt, ihr vorrangiges Ziel für den Euroraum als Ganzes zu erfüllen. Um dies zu erreichen, und insbesondere zur Durchführung ihrer breit fundierten Analyse der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht überprüft und analysiert die EZB nicht nur regelmäßig die aus den gesamtwirtschaftlichen Aggregaten des Eurogebiets abgeleiteten Informationen, sondern auch alle wichtigen Daten auf Sektor- und Länderebene. Die Analyse der disaggregierten Angaben ist für das Erkennen fundamentaler Trends und struktureller Schocks, die die Entwicklungen im Euroraum bestimmen, unerlässlich. Daher sind die Angaben zu den einzelnen Sektoren und Ländern für die EZB ein wesentliches Element ihrer Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet.



# KONSOLIDIERUNG UND DIVERSIFIZIERUNG IM BANKENSEKTOR DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Im folgenden Beitrag wird der Frage nachgegangen, wie weit der Konsolidierungsprozess im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets in den vergangenen zehn Jahren vorangeschritten ist, und eine Erläuterung einiger Einflussfaktoren geliefert. Ferner wird darauf eingegangen, wie sich die Konsolidierung auf die Ertragslage sowie die Diversifizierungsstrategien der Banken in geographischer, produkttechnischer und sektoraler Hinsicht ausgewirkt hat. Im Anschluss daran wird der Trend zur Umwandlung der Banken in große und diversifizierte Finanzkonglomerate, die vor allem die Form von Allfinanzkonzernen annehmen, betrachtet. Schließlich werden einige der Auswirkungen, die die Bildung von Finanzkonglomeraten auf die Finanzmarktstabilität hat, erörtert.

## I DER KONSOLIDIERUNGSPROZESS IM BANKENSEKTOR DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Dieser Abschnitt gibt einen Überblick über die Konsolidierung im Bankensektor des Euro-Raums seit Anfang der Neunzigerjahre. Dabei liegt der Schwerpunkt auf Aspekten im Zusammenhang mit der verstärkten sektoralen Diversifizierung und der Internationalisierung der Eigentumsverhältnisse bei Kreditinstituten. Auch die Hauptantriebskräfte dieser Entwicklungen, nämlich Veränderungen des äußeren Umfelds sowie der Strategien der Banken, werden beschrieben.

### I.1 VERLAUF DER KONSOLIDIERUNG UND DIVERSIFIZIERUNG

Die Anzahl der Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet ging von rund 9 500 im Jahr 1995 auf 6 400 im Jahr 2004 zurück (siehe Abbil-

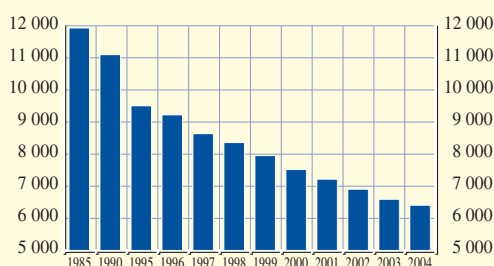
dung 1). Anders ausgedrückt sind fast ein Drittel der Kreditinstitute, die vor zehn Jahren aktiv waren, mittlerweile vom Markt verschwunden. Allerdings war diese generelle Entwicklung von Land zu Land unterschiedlich ausgeprägt: In Ländern mit einer größeren Anzahl an Kreditinstituten war ein umfassenderer Konsolidierungsprozess zu beobachten (siehe Tabelle 1).

Trotz des Rückgangs der Zahl der Banken blieb die Anzahl der Zweigstellen in den meisten Euro-Ländern recht stabil oder stieg sogar an (siehe Tabelle 1). Eine Umstrukturierung des Bankensektors ist nur dann gegeben oder wahrscheinlich, wenn zuvor auf Zweigstellenebene eine Konsolidierung stattfand. Die bisher beschriebene Entwicklung untermauert den Eindruck, dass sich die Konsolidierung vor allem aus Fusionen und Übernahmen und nicht durch eine (Zweigstellen-)Umstrukturierung ergeben hat.<sup>1</sup>

Auch die Daten zur Fusions- und Übernahmetätigkeit belegen dies.<sup>2</sup> Im Jahr 1991 nahm die Zahl von Fusionen und Übernahmen – zeitgleich mit der Unterzeichnung des Vertrags über die Europäische Union – deutlich zu und bewegte sich dann bis 2004 auf hohem Niveau (siehe Abbildung 2). Die meisten Fusionen und Übernahmen beschränkten sich auf das Inland. So waren an 80 % der Zusammenschlüsse aus-

Abbildung 1 Konsolidierung im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets

(1985-2004)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abbildung weist die aus MFI-Statistiken gewonnene absolute Zahl der Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet insgesamt aus. Die Angaben für 1985 und 1990 haben lediglich indikativen Charakter.

1 Es gibt lediglich anekdotische Evidenz für betriebsbedingte Bankschließungen. Anfang der Neunzigerjahre kam es in den nordischen (bzw. skandinavischen) Ländern im Gefolge einer Bankenkrise zu einer radikalen Marktberreinigung.

2 Eine weitere Ursache der Konsolidierung, die sich freilich nicht unmittelbar auf die Anzahl der am Markt vorhandenen Kreditinstitute auswirkte, waren Überkreuzbeteiligungen, d. h. der Erwerb einer Minderheitsbeteiligung an einem anderen Kreditinstitut.



**Tabelle I Konsolidierung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets**

(Reihenfolge nach der Anzahl der Kreditinstitute (KIs) im Jahr 2004)

Land	Anzahl der KIs 1995	Anzahl der KIs 2004	Anzahl der Zweigstellen 1995	Anzahl der Zweigstellen 2003	Anzahl der Fusionen und Übernahmen 1995-2004	Davon grenz- überschreitend (in %)
DE	3 785	2 148	48 180	47 351	170	17,8
FR	1 469	897	25 581	25 789	157	21,3
AT	1 041	796	4 667	4 395	41	29,6
IT	970	787	23 493	30 502	275	12,2
NL	648	461	6 802	3 671	23	57,7
ES	506	346	36 465	39 762	95	31,6
FI	381	363	1 941	1 252	16	25,0
PT	233	197	3 446	5 440	38	40,0
LU	220	165	348	269	10	92,9
BE	145	104	7 704	4 989	34	30,1
IE	56	80	1 043	924	8	62,5
GR	53	62	2 404	3 300	34	25,7
<b>Euro-Währungsgebiet</b>	<b>9 507</b>	<b>6 406</b>	<b>162 074</b>	<b>167 644</b>	<b>901</b>	<b>23,2</b>

Quellen: EZB und Thomson Financial Securities Data Company.

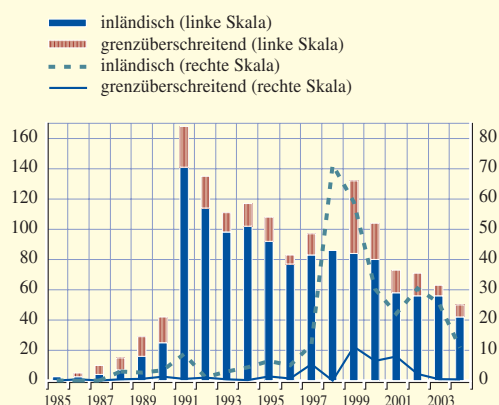
Anmerkung: In der für den Zeitraum von 1995 bis 2004 geschätzten Anzahl der Fusionen und Übernahmen im Bankensektor sind möglicherweise einige kleinere, nicht gemeldete Zusammenschlüsse nicht enthalten. Die Angaben zu den Fusionen und Übernahmen umfassen den Erwerb von Minderheits- wie auch Mehrheitsbeteiligungen; die Angaben zu den grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen berücksichtigen im Euro-Währungsgebiet ansässige sowie gebietsfremde Käufer.

schließlich inländische Institute beteiligt. Dies ist ein Grund dafür, dass Fusionen und Übernahmen zunächst im Allgemeinen unter kleineren Banken stattfanden. Erst im Zeitraum von 1998 bis 2000 erfolgten sehr große Zusammenschlüsse zwischen Großbanken bzw. zwischen Banken und Versicherungsgesellschaften (siehe unten). Nach dem Jahr 2000 führten eine

verhältnismäßig ungünstige Aktienmarktentwicklung sowie die anhaltende Unsicherheit der Marktteilnehmer zu einem allgemeinen Rückgang der Fusions- und Übernahmetätigkeit und der Transaktionsvolumina, wengleich Letztere über dem Stand der frühen Neunzigerjahre blieben.

**Abbildung 2 Fusionen und Übernahmen im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets**

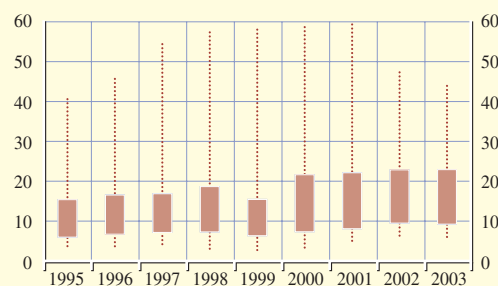
(Anzahl der Fusionen und Übernahmen; in Mrd €)



Quelle: Thomson Financial Securities Data Company.  
Anmerkung: Zu einer Reihe von Zusammenschlüssen gibt es keine Wertangaben. „Grenzüberschreitend“ bezeichnet Fusionen und Übernahmen innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

**Abbildung 3 Marktanteil ausländischer Banken in den Ländern des Euro-Währungsgebiets**

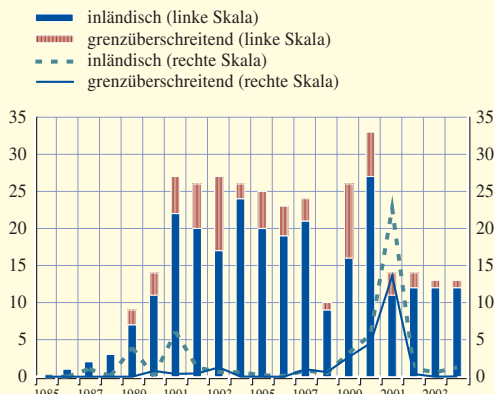
(in % der Bilanzsumme)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Abbildung weist die Minimal- und die Maximalverteilung sowie den Interquartilbereich der Marktanteile ausländischer Banken (Zweigstellen und Tochtergesellschaften) in den Euro-Ländern aus. Aus Gründen der Skalierung wurde Luxemburg, dessen Banken sich zu fast 100 % in ausländischem Eigentum befinden, nicht berücksichtigt.

**Abbildung 4 Fusionen und Übernahmen zwischen Banken und Versicherungsunternehmen im Euro-Währungsgebiet**

(Anzahl der Fusionen und Übernahmen; in Mrd €)



Quelle: Thomson Financial Securities Data Company.  
Anmerkung: Die Übernahmobjekte sind gebietsansässige Banken und Versicherungsunternehmen, die von Versicherungsunternehmen bzw. Banken übernommen werden. Siehe auch Anmerkung zu Abbildung 2.

Obwohl die Anzahl grenzüberschreitender Fusionen und Übernahmen geringer ist, haben diese doch zugenommen, sodass die Banken des Eurogebiets vermehrt im Ausland präsent sind. Dies erlaubte ihnen, länderspezifische und regionale Risiken zu streuen, und steigerte ihre Erträge. Im Durchschnitt entfallen rund 15 % des Bankgeschäfts im Euroraum auf Auslandsfilialen und -töchter (siehe Abbildung 3). Allerdings schwankt dieser Anteil von Markt zu Markt erheblich und hat sich der Tendenz nach leicht erhöht.

Diese Entwicklung wird auch von zunehmenden grenzüberschreitenden Direktaktivitäten der Banken im Kredit- und Einlagengeschäft getragen. Hierdurch können die Banken die Möglichkeiten der Diversifizierung nutzen, ohne die mit der Eröffnung von Zweigstellen vor Ort verbundenen Fixkosten tragen zu müssen. Die grenzüberschreitende Erbringung von Bankdienstleistungen im Euroraum wurde durch die Einführung des Euro 1999 eindeutig belebt und machte sich hauptsächlich im Großkundengeschäft (beispielsweise bei Interbank- und Konsortialkrediten und der Portfoliostrukturierung) bemerkbar. Das grenzüberschreitende Kredit- und Einlagengeschäft mit Privatkunden hat sich ebenfalls weiter ausgeweitet,

wenngleich sein Marktanteil nach wie vor verhältnismäßig gering ist.

Viele Banken des Euroraums gehören zu größeren Finanzkonzernen oder Finanzkonglomeraten. Ein Finanzkonglomerat ist eine Gruppe von Unternehmen, die in erster Linie Finanzgeschäfte betreibt und deren beaufsichtigte Unternehmen in mindestens zwei der Bereiche Bank-, Versicherungs- und Wertpapierdienstleistungen in beträchtlichem Umfang tätig sind.<sup>3</sup> Die Zusammenfassung von Bank- und Versicherungsdienstleistungen in einem globalen Finanzdienstleistungsinstitut hat sich als besonders erfolgreich erwiesen, und die Zahl derartiger Institute hat weltweit stark zugenommen. Im Zeitraum von 1985 bis 2004 sind durch eine Serie von Fusionen und Übernahmen mehrere Allfinanzkonzerne im Euroraum entstanden (siehe Abbildung 4). Insbesondere 1999 bis 2001 kam es zu einer Reihe großer Zusammenschlüsse. Knapp 70 % aller Transaktionen fanden zwischen Banken und Versicherungsgesellschaften eines Landes statt. Die meisten grenzüberschreitenden Zusammenschlüsse gingen auf die Initiative von Versicherungsunternehmen zurück, die nach Möglichkeiten suchten, die Vertriebskanäle von Banken zum Absatz ihrer Produkte zu nutzen und so ihre Einkommensströme zu diversifizieren. Das Transaktionsvolumen ist bei sektorübergreifenden Fusionen und Übernahmen zwischen inländischen Finanzinstituten häufig größer als bei grenzüberschreitenden Verbindungen. Dies könnte darauf hindeuten, dass der Produktvertrieb als Beweggrund für einen Zusammenschluss eine größere Bedeutung hat als die geographische Diversifizierung der Einkommensströme.

## 1.2 BESTIMMUNGSFAKTOREN DER KONSOLIDIERUNG

Veränderungen des äußeren Umfelds – hierzu zählen auch regulatorische, technische und makroökonomische Veränderungen – haben zur Konsolidierung im Bankensektor beigetragen.

<sup>3</sup> Siehe Dierick, The supervision of mixed financial services groups in Europe, Occasional Paper Nr. 20 der EZB, August 2004.

**Tabelle 2 Übersicht über regulatorische Maßnahmen für den Finanzsektor in der EU**

Jahr	Beschreibung
1977	Erste Bankrechtskoordinierungsrichtlinie: Koordinierung der Rechtsvorschriften für Kreditinstitute; Niederlassungsfreiheit für Kreditinstitute
1988	Baseler Eigenkapitalvereinbarung: Regelungen zur Solvabilität
1988	Liberalisierung des Kapitalverkehrs in EWS-Ländern
1989	Zweite Bankrechtskoordinierungsrichtlinie: Grundsätze zur Kontrolle durch den Herkunftsmitgliedstaat, gegenseitige Anerkennung bankaufsichtlicher Vorschriften und Standards
1993	Wertpapierdienstleistungsrichtlinie
1999	Verabschiedung des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen (FSAP)
2000	E-Geld-Richtlinie
2001	Richtlinie über die Sanierung und Liquidation von Kreditinstituten
2001	Verordnung über das Europäische Gesellschaftsstatut
2004	Neue EU-Übernehmerichtlinie
2006-08	Neue Baseler Eigenkapitalvereinbarung (Basel II): Neue Regelungen zur Solvabilität

gen.<sup>4</sup> Seit Mitte der Achtzigerjahre kam es im Finanzsektor der EU zu umfangreichen Liberalisierungs- und Deregulierungsmaßnahmen (siehe Tabelle 2). Diese schufen ein wettbewerbsintensiveres Umfeld, was die Konsolidierung von Kreditinstituten erleichterte.

Was die zukünftige Entwicklung betrifft, so könnte das neue Europäische Gesellschaftsstatut weitere Konsolidierungen begünstigen, indem es die Banken in die Lage versetzt, ihre Geschäftstätigkeit nicht nur im Geltungsbereich nationaler Vorschriften, sondern auch nach einheitlichen europäischen Regeln auszuüben. Auch kann das neue Statut den Banken realistische Möglichkeiten einer grenzüberschreitenden Umstrukturierung, beispielsweise einer Verlegung des Sitzes oder einer Straffung der Konzernstrukturen, eröffnen.

Des Weiteren haben die meisten EU-Staaten seit Mitte der Achtzigerjahre ihre Finanzmärkte immer stärker liberalisiert und es den Banken des Euroraums auf diese Weise erleichtert, in verwandten Geschäftsbereichen wie dem Investmentbanking, der Vermögensverwaltung und dem Versicherungswesen tätig zu werden. Hierdurch wurde gleichzeitig die branchenübergreifende Konsolidierung im Finanzsektor gefördert.

Mit der Schaffung der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) wurden die Banken gezwungen, ihre strategische Ausrichtung zu

überdenken, was zu einer verstärkten Internationalisierung und geographischen Diversifizierung führte, die sich wiederum in einheitlicheren Bankpraktiken und einer transparenteren Preisgestaltung niederschlug. Doch auch niedrigere Kosten und ein höherer Liquiditätsgrad bei Wertpapieremissionen im Euroraum waren die Folge, wodurch die Disintermediation verstärkt und damit auch die Konsolidierung im Bankensektor des Eurogebiets unterstützt wurde.

Der technologische Fortschritt war gleichfalls eine wesentliche Antriebskraft der Veränderungen im Bankensektor, denn er ermöglichte es den Banken, mithilfe elektronischer Kanäle ihre geographische Reichweite zu vergrößern.<sup>5</sup> Die Vorteile sind dabei jedoch ungleichmäßig verteilt, da nur größere Banken die zur Rechtfertigung der erheblichen technischen Investitionen erforderliche Mindestgröße aufweisen. Aus strategischer Sicht spricht dies für die Bildung größerer Institute.

Schließlich hat auch das gesamtwirtschaftliche Umfeld zur Konsolidierung beigetragen. Während der Neunzigerjahre konnten die Banken vor dem Hintergrund eines günstigen Zinsumfelds, hoher Aktienkurse und eines starken Wirtschaftswachstums hohe Gewinne erwirt-

<sup>4</sup> Siehe auch den Bericht der Zehnergruppe „Report on consolidation in the financial sector“ vom Januar 2001.

<sup>5</sup> Siehe EZB, The effects of technology on the EU banking systems, Juli 2004.

schaften und in erheblichem Umfang Rücklagen bilden, die sie dann zur Finanzierung der Expansion und Übernahme von (schwächeren) Mitbewerbern nutzen. Umgekehrt führte die konjunkturelle Eintrübung der Jahre 2001 bis 2003 zu einer Verringerung der Fusions- und Übernahmetätigkeit.

Ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Bankkonsolidierung ist im Bankensektor selbst zu finden und rührt von der Notwendigkeit der laufenden Weiterentwicklung her.

Einige Indikatoren – etwa die Anzahl der Zweigstellen je Einwohner – haben zwar keine eindeutige Aussagekraft, aber sie lassen darauf schließen, dass die Banken in einigen Ländern Überkapazitäten abbauen und ihren Marktanteil erhöhen wollten. Dies ging aus einer im Jahr 2004 durchgeführten Befragung von Großbanken nach ihrer Strategie hervor, wonach die Erhaltung des Marktanteils ein wichtiger strategischer Gesichtspunkt war, der einen Konsolidierungsprozess im Bankensektor sowohl auf innerstaatlicher Ebene als auch auf Ebene des Euro-Währungsgebiets nach sich zog.<sup>6</sup>

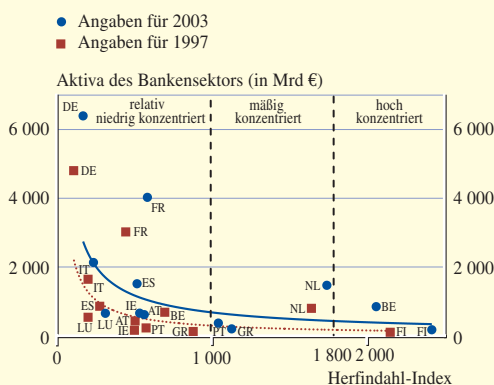
Untersuchungen, die sich mit den Merkmalen der an Fusionen und Übernahmen im Finanzsektor beteiligten Unternehmen befassen, haben im Allgemeinen ergeben, dass ein Motiv für die Konsolidierung im Streben nach Effizienz

engewinnen besteht, vorausgesetzt, der Geschäftsführung des übernehmenden Unternehmens gelingt es besser, die Kosten zu minimieren, als dies im zu übernehmenden Betrieb der Fall ist. Viele Untersuchungen kamen zu dem Ergebnis, dass das übernehmende Unternehmen tendenziell wirtschaftlicher arbeitet als das Übernahmeobjekt.

Der empirischen Evidenz nach zu urteilen können während der Neunzigerjahre Skaleneffekte ein Motiv kleiner und mittlerer Finanzdienstleistungsunternehmen für Zusammenschlüsse gewesen sein. Dies liegt daran, dass sie es Finanzinstituten erlauben, Betriebs- und Kostensynergien zu nutzen und den Firmenwert zu vergrößern. An kleineren Märkten kann es sein, dass weniger Banken die für ein breites und weit gefächertes Spektrum von Aktivitäten erforderliche Größenordnung erreichen. Dagegen kann an einem größeren Markt eine verhältnismäßig geringere Größe ausreichen, um effizient arbeiten zu können (siehe Abschnitt 2.1).<sup>7</sup>

Auch Verbundvorteile können den Konsolidierungsprozess begünstigt haben. Diese ergeben sich in einem neu gebildeten Konzern, der seine Produkt- und Dienstleistungspalette erweitern beziehungsweise erstmals Produkte und Dienstleistungen offerieren kann, die die einzelnen Unternehmen zuvor nicht anbieten konnten (etwa aufgrund hoher Vertriebskosten, durch die das Produkt seine Wettbewerbsfähigkeit verliert).

Abbildung 5 Marktgröße und Marktkonzentration im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets



Quelle: EZB.

## 2 FOLGEN DES KONSOLIDIERUNGSPROZESSES

Durch den Konsolidierungsprozess nimmt die Größe eines durchschnittlichen Instituts zu: Die Bilanzsumme eines Kreditinstituts im

6 Siehe EZB, Report on EU banking structure, Abschnitt 3.2, November 2004.

7 Die empirische Evidenz für Skaleneffekte im Bankgeschäft vermittelt ein uneinheitliches Bild. So stoßen einige Untersuchungen auf Belege für Skaleneffekte, andere wiederum nicht. Ein Konsens zeichnet sich dahingehend ab, dass zumindest in einigen Segmenten des Bankgeschäfts, insbesondere im Großkundengeschäft und Investmentbanking, Skaleneffekte vorliegen.

Euro-Währungsgebiet erhöhte sich im Durchschnitt von knapp 1,5 Mrd € im Jahr 1995 auf fast 3 Mrd € im Jahr 2003. Dieser Konsolidierungseffekt zeigt sich besonders auch bei den größten Häusern: Der Bilanzanteil der 25 größten Banken im Euroraum stieg von 45 % im Jahr 1997 auf knapp 60 % im Jahr 2003. Im Folgenden werden der Einfluss dieses Konsolidierungsprozesses auf die Konzentration und die Ertragslage der Banken im Eurogebiet sowie die möglichen Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität untersucht.

## 2.1 KONZENTRATION UND WETTBEWERB

Der Grad an Marktkonzentration gibt einen Hinweis auf das Ausmaß des Wettbewerbs innerhalb eines Marktes, da er anzeigt, inwieweit Großbanken den Markt beherrschen können. Die Konzentration hat seit Mitte der Neunzigerjahre in allen Ländern des Euroraums zugenommen. Insbesondere in den kleineren Euro-Ländern liegt der Marktanteil der fünf größten Kreditinstitute in der Regel bei über 60 %. Der Herfindahl-Index<sup>8</sup> lässt ebenfalls auf konzentrierte Marktstrukturen schließen, wenn auch in geringerem Maße (siehe Abbildung 5). Allerdings entwickeln sich die betreffenden Märkte aufgrund der zunehmenden Finanzintegration allmählich von einem Inlandsmarkt hin zu einem Euroraum-Markt. Gleichwohl scheint der Wettbewerb im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets trotz zunehmender Konsolidierung nicht beeinträchtigt worden zu sein. Die Nettozinss margins haben sich selbst an stärker konzentrierten Märkten deutlich verringert, was darauf schließen lässt, dass die Bankmärkte nach wie vor wettbewerbsintensiv sind.<sup>9</sup>

Eine wichtige Frage ist, ob eine verstärkte Konzentration und Konsolidierung zu einer Verringerung der Kreditgewährung an kleine und mittlere Unternehmen (KMU) führt, da die Volkswirtschaft des Euroraums stark von einem dynamischen KMU-Sektor abhängt. Die empirische Evidenz lässt allerdings kaum negative Effekte erkennen, weil entweder alternative Finanzierungsquellen erschlossen wer-

den, branchenübergreifende Akteure in den Markt eintreten oder Fusionen und Übernahmen dazu führen, dass Banken das potenzielle Kreditrisiko besser einschätzen können.<sup>10</sup>

Noch wichtiger ist in diesem Zusammenhang vielleicht, dass die Konsolidierung und Konzentration den geldpolitischen Transmissionsmechanismus beeinflussen könnte, wenn sich daraus Veränderungen im Verhalten der Banken oder in der Funktionsweise der Finanzmärkte ergeben. Eine grenzüberschreitende Konsolidierung und stärker integrierte Finanzmärkte können neben anderen Faktoren die Geschwindigkeit und Berechenbarkeit des Transmissionsmechanismus erhöhen, was sowohl für die Geldpolitik als auch für die Verbraucher von Vorteil wäre. Die Konsolidierung kann aber auch das aggregierte Liquiditätsrisiko und den aggregierten Liquiditätsbedarf erhöhen, wenn der Interbankenmarkt zugunsten bankinterner Reserven austrocknet, was bei sehr ungünstigen Refinanzierungsbedingungen passieren könnte.<sup>11</sup> Darüber hinaus könnte die Volatilität der Zinssätze zunehmen, wenn die größeren Banken mehr Marktmacht ausüben können. Da jedoch die WWU und die Einführung des Euro zu einer wachsenden Integration der Geld- und Kapitalmärkte geführt haben, werden die Effekte der Konsolidierung auf den Wettbewerb durch die zunehmende Marktgröße und die steigende Anzahl von Marktteilnehmern abgemildert. Die Wettbewerbssituation und Wettbewerbsintensität im Finanzsektor

8 Der Herfindahl-Index ist die Summe der quadrierten Marktanteile der Banken eines Landes. Er reicht von 0 bis 10 000. Bei einem Indexwert von über 1 800 gilt ein Markt als „hoch konzentriert“, bei unter 1 000 als „relativ niedrig konzentriert“.

9 Unter der Annahme, dass Wettbewerb die Effizienz erhöht und die Zinss margins verringert, kann Letzteres als weiterer Ersatzindikator der Wettbewerbsbedingungen angesehen werden. Dabei ist jedoch zu beachten, dass einige Segmente allgemein als weniger wettbewerbsintensiv gelten als andere, insbesondere das Retail Banking (im Gegensatz zum Großkundengeschäft der Banken). Grund hierfür sind die Bedeutung des Zweigstellennetzes, Reputationseffekte, hohe versunkene Kosten usw.

10 Siehe Bonaccorsi di Patti und Gobbi, The effects of bank mergers on credit availability: evidence from corporate data, Working Paper Nr. 479 der Banca d'Italia, Juni 2003.

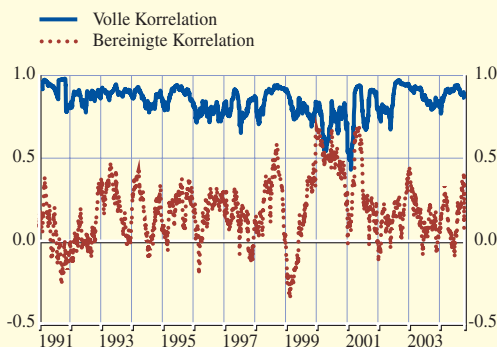
11 Siehe Carletti, Hartmann und Spagnolo, Bank mergers, competition and liquidity, Working Paper Nr. 292 der EZB, November 2003.

Kasten

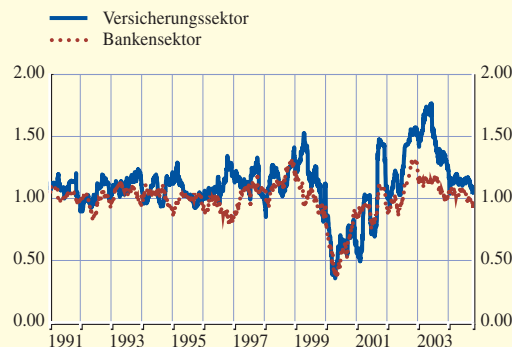
**RISIKODIVERSIFIZIERUNG IM BANKEN- UND VERSICHERUNGSSEKTOR**

Aus einer Analyse der Korrelationen zwischen den Banken- und Versicherungsindizes im Euro-Währungsgebiet geht hervor, dass die Bildung von Konglomeraten möglicherweise einige Diversifizierungsvorteile mit sich bringt: Im Zeitverlauf variierende Korrelationen der sektoralen Aktienindizes weisen auf beachtliche durch Besonderheiten geprägte Faktoren in beiden Sektoren hin (siehe Abbildung A). Abbildung A beschreibt die Korrelation zwischen den Renditen auf Aktienindizes von Banken und Versicherungsunternehmen im Euroraum über einen gleitenden Dreimonatszeitraum, die so genannte volle Korrelation. Darüber hinaus wird eine bereinigte Korrelation ausgewiesen, bei der der Einfluss von marktweiten Bewegungen herausgefiltert ist. Während die unbereinigte Korrelation sehr hoch ist, bewegt sich die marktbereinigte Korrelation in der Regel auf wesentlich niedrigerem Niveau und liegt häufig nahe bei null. Beide Sektoren scheinen somit stark von marktweiten Bewegungen, nicht so sehr jedoch von Entwicklungen im jeweils anderen Sektor beeinflusst zu werden.

**Abbildung A** Korrelation zwischen den Aktienindizes des Banken- und Versicherungssektors im Euro-Währungsgebiet



**Abbildung B** Beta-Koeffizienten der Aktienindizes des Banken- und Versicherungssektors im Euro-Währungsgebiet



Quellen: Datastream (Januar 1990 bis August 2004) und EZB-Berechnungen.

Darüber hinaus erfolgt eine Schätzung der im Zeitverlauf variierenden Beta-Koeffizienten, mit denen die Abhängigkeit der Renditen im Banken- und Versicherungssektor von Veränderungen der marktweiten Rendite gemessen wird (siehe Abbildung B). Bei der Reaktion der Sektoren auf marktweite Veränderungen ist ein enger Gleichlauf zu beobachten. Die Sensitivitäten sind jedoch nicht von exakt gleicher Größenordnung und lassen auf eine leicht abweichende Reaktion auf marktweite Bewegungen schließen.<sup>1</sup>

Eine weitere Möglichkeit zur Beurteilung möglicher Verbundvorteile ist die so genannte „Sharpe-Ratio“, mit der das Risiko-Rendite-Verhältnis gemessen wird. Simulationen mit unterschiedlichen Gewichtungen der Aktienindizes des Banken- bzw. Versicherungssektors weisen für zusammengefasste Geschäftsfelder günstigere Sharpe-Ratios aus als für die isolierten Sektoren. Die höchste Rendite pro Risikoeinheit im Zeitraum von 1990 bis 2004 wird erzielt, wenn Bank- und Nichtlebensversicherungsgeschäfte zusammengefasst werden. Gleichwohl scheint das Bankgeschäft den Kurseinbrüchen während der Aktienmarktschwäche in den Jahren 2000 bis 2002 besser widerstanden zu haben als jedwede simulierte Kombination. Allerdings sollte die Steigerung des Börsenwerts über einen längeren Zeitraum hinweg beurteilt werden, in dem kurzfristige Rückschläge in der Entwicklung keine größere Rolle spielen.

<sup>1</sup> Statistisch gesehen sind die Beta-Koeffizienten der beiden Sektoren auf dem 1 %-Level signifikant unterschiedlich.



des Euro-Währungsgebiets sollte gleichwohl sorgsam beobachtet werden.

## 2.2 ERTRAGSLAGE

Die Ertragsentwicklung der Banken im Eurogebiet hat sich in den vergangenen zehn Jahren als widerstandsfähig gegenüber einer Reihe externer Schocks erwiesen,<sup>12</sup> wenngleich einzelne Banken gelegentlich in Mitleidenschaft gezogen wurden. Insgesamt ist die Eigenkapitalrendite des Bankensektors recht stabil geblieben, und die Rückstellungen für Verluste aus dem Kreditgeschäft haben sich im historischen Vergleich durchaus in Grenzen gehalten. Bis zu einem gewissen Grad hat die Konsolidierung zur Widerstandsfähigkeit des Bankensektors im Euroraum beigetragen, da schwächere Institute in der Regel von größeren und stärkeren Konkurrenten übernommen wurden. Im Euro-Währungsgebiet scheinen größere Banken effizienter und rentabler zu arbeiten als kleinere. So lag die Aufwands-Ertrags-Relation der Großbanken im Jahr 2003 bei 66 % gegenüber 69,8 % bei kleineren Banken,<sup>13</sup> und die Eigenkapitalrendite der Großbanken belief sich auf 7,93 %, verglichen mit lediglich 5,83 % bei Kleinbanken. Diese Unterschiede lassen den Schluss zu, dass eine Konsolidierung im Zeitverlauf dazu beitragen kann, das Finanzsystem effizienter zu machen.<sup>14</sup>

Im Vergleich zum Bankensektor im Euroraum insgesamt scheint eine sektorübergreifende Konsolidierung, besonders die Bildung von Allfinanzkonzernen, die an der Eigenkapitalrendite gemessene Ertragskraft zu erhöhen. Zwar haben sich bei einigen Untersuchungen Hinweise auf einen „Konglomeratsabschlag“ ergeben – d. h., die Ertragslage von Finanzkonglomeraten war schlechter als bei unabhängigen Banken, Versicherungsgesellschaften oder Wertpapierfirmen –, doch könnte es sich hierbei neueren Studien zufolge sehr wohl auch um einen statistischen Artefakt handeln.<sup>15</sup>

Aus empirischen Studien geht hervor, dass die Allfinanz auch zur Diversifizierung von Ertragsrisiken beitragen kann.<sup>16</sup> Im Kasten auf

Seite 89 werden einige Argumente in diesem Sinne angeführt. Eine Diversifizierung der Ertragsquellen findet zudem auch innerhalb des Bankensektors statt: Im Jahr 1997 machten zinsunabhängige Erträge noch 33 % der gesamten Einnahmen aus, im Jahr 2003 bereits mehr als 40 %.<sup>17</sup>

## 2.3 MÖGLICHE AUSWIRKUNGEN AUF DIE FINANZMARKTSTABILITÄT

Bei der Beurteilung der möglichen Auswirkungen des Konsolidierungsprozesses und der Bildung von Finanzkonglomeraten auf die Gesamtstabilität des Finanzsystems geht es im Wesentlichen um zwei Aspekte:

- den Einfluss auf das Risikoprofil der einzelnen Institute und
- den Einfluss auf das Risikoprofil des Finanzsektors insgesamt.

Das Risikoprofil einzelner Institute wird durch sektorinterne und sektorübergreifende Konsolidierung sowohl positiv als auch negativ beeinflusst. Aus den oben im Hinblick auf die Ertragslage dargelegten Gründen scheinen große und diversifizierte Unternehmen nichtsystemische Schocks leichter verkraften zu können.

12 Siehe EZB, Gründe für die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors der EU seit dem Jahr 2000, Monatsbericht Juli 2004.

13 Siehe EZB, Financial Stability Review, Dezember 2004.

14 Siehe Altunbas und Marqués Ibáñez, Mergers and acquisitions and bank performance in Europe: the role of strategic similarities, Working Paper Nr. 398 der EZB, Oktober 2004. Die Autoren stellten fest, dass Bankfusionen in der EU insgesamt zu einer höheren Eigenkapitalrentabilität führten.

15 Eine Zusammenfassung aktueller Studien enthält der Abschnitt „Financial Conglomerates“ des Financial Stability Review 2002 der Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique.

16 Ein Überblick über die in diesem Bereich durchgeführten Studien findet sich in Genetay und Molyneux, Bancassurance, Macmillan Press, London, 1998. Oliver, Wyman und Company, Study on the risk profile and capital adequacy of financial conglomerates, Februar 2001, liefert eine Schätzung des Grenznutzens der Diversifizierung zwischen Banken und Versicherungsunternehmen, der sich je nach Geschäftsmix auf einen um 5 % bis 10 % verringerten Kapitalbedarf beläuft.

17 Eine Diversifizierung wirkt in der Regel auch ertragssteigernd. Hierfür spricht die signifikante positive Korrelation (0,60) zwischen zinsunabhängigen Erträgen in Relation zum Gesamtvermögen und der Eigenkapitalrendite des Bankensektors im Eurogebiet im Zeitraum von 1997 bis 2003.



Risiken oder Verluste in einem Geschäftsbe-  
reich werden tendenziell durch Gewinne in an-  
deren davon unabhängigen Geschäftsbereichen  
ausgeglichen. Daher kann eine höhere Konzen-  
tration – die möglicherweise, aber nicht zwin-  
gend, Ausdruck einer geringeren Wettbewerbs-  
intensität ist – mit einem geringeren Risiko für  
die einzelnen Banken verbunden sein.<sup>18</sup> Die  
Bildung von Finanzkonglomeraten kann je-  
doch eigene Probleme aufwerfen: So können  
insbesondere komplexe Konzernstrukturen  
schwieriger zu leiten, weniger transparent und  
anfälliger für Interessenkonflikte und Regulie-  
rungsarbitrage sein. Der Gesamteffekt ist  
schwer zu bemessen, da sich diese Risiken nur  
schwer aggregieren lassen, wenngleich theo-  
retisch die Zusammenfassung unterschiedlicher  
Finanzaktivitäten in einem Institut Verbund-  
vorteile beim Risikomanagement mit sich brin-  
gen kann.

Der Einfluss der Konsolidierung auf das Risi-  
kopprofil des Finanzsystems insgesamt – also  
das Systemrisiko – ist im Wesentlichen davon  
abhängig, ob die Risikostreuung über Großban-  
ken und Konglomerate effektiver ist als über  
kleinere Banken. Es liegt auf der Hand, dass die  
Bedeutung eines Kreditinstituts oder Konglo-  
merats für das Finanzsystem mit seiner Größe  
und Reichweite über Märkte und geographi-  
sche Grenzen hinweg zunimmt und dass Groß-  
banken oder Konglomerate mit zunehmender  
Größe oder Diversifizierung widerstandsfähiger  
gegen branchen- oder geschäftsspezifische  
(idiosynkratische) Schocks werden. Grund  
hierfür ist die Nutzung der größtenbedingten  
Verbundvorteile innerhalb des Unternehmens.  
Beim Zusammenbruch eines großen Finanzins-  
tituts wären die Auswirkungen jedoch potenzi-  
ell gravierender, geographisch weitreichender  
und beträfen mehr Geschäftszweige. Daher  
kann der Finanzsektor insgesamt weniger di-  
versifiziert sein, während sich einzelne Finanz-  
konglomerate stärker in den einzelnen Ge-  
schäftsfeldern diversifizieren und in ihrem Ri-  
sikopotenzial angleichen.<sup>19</sup>

Ein Extrembeispiel soll dies veranschaulichen:  
Wenn ein einzelnes Unternehmen Finanz-

dienstleistungen über verschiedene Sektoren  
hinweg erbringt, ist sein Risikomanagement  
effektiv identisch mit dem der Branche  
insgesamt – mit all seinen Vor- und Nachteilen.  
Wenn nun ein hinreichend großer Schock diese  
größere Finanzgruppe trifft und einen Zusam-  
menbruch bewirkt, ergibt sich hieraus effektiv  
ein systemisches Problem. Unklar bleibt hinge-  
gen, ob derselbe Schock seine Wirkung auch in  
einem System mit kleineren und breiter ge-  
streteten Instituten entfaltet hätte. Diese syste-  
mischen Probleme dürften bis zu einem gewis-  
sen Grad aufgefangen werden, wenn die gerin-  
gere Anzahl großer Institute die Überwachung  
der Risiken durch die Bankenaufsicht oder die  
Geschäftspartner erleichtert.<sup>20</sup>

Die Frage, welche nachhaltigen Auswirkungen  
große Finanzgruppen auf die Finanzmarktsta-  
bilität haben, ist daher nicht eindeutig zu be-  
antworten.<sup>21</sup> Eine wichtige Rolle spielen in die-  
ser Hinsicht angemessene interne Risikoma-  
nagementverfahren und Kontrollsysteme so-  
wie eine effektive öffentliche Aufsicht.

### 3 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Konsolidierung im Finanzsektor – mittels  
Förderung von Fusionen und Übernahmen und  
Verringerung der Anzahl der Kreditinstitute –  
war eine Haupttriebfeder des Strukturwandels  
im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets  
während der vergangenen zehn Jahre. Sie  
scheint weiter voranzuschreiten, zumal das Zu-  
sammenwachsen der Finanzmärkte zu mehr  
grenzüberschreitenden Fusionen und Übernah-  
men seitens der Großbanken führen dürfte, die

18 Siehe Bikker und Wesseling, *Intermediation, integration and internationalisation: a survey on banking in Europe*, Occasional Paper Nr. 3 der Nederlandsche Bank, 2003.

19 Siehe Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, 73rd Annual Report, Section VII, Basel, 30. Juni 2003.

20 Siehe Berger, Demsetz und Strahan, *The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future*, in: *Journal of Banking and Finance*, Band 23, 1999.

21 Die Konsolidierung dürfte auch die Frage aufwerfen, ob der Zusammenbruch eines Großinstituts, bei dem eine Zahlungsunfähigkeit eben aufgrund seiner Größe für unwahrscheinlich gehalten wird („too big to fail“), das gesamte Finanzsystem gefährden könnte.

ein gesamteuropäisches Vertriebsnetz aufbauen möchten.

Bis zu einem gewissen Grad hat die Konsolidierung auch in Form der Bildung von Finanzkonglomeraten stattgefunden. Ausschlaggebend hierfür war vor allem die Nutzung von Ertragssynergien und Ähnlichkeiten in den Wettbewerbsstrategien. Zu den gängigsten Arten der Konglomeration im Bankensektor des Euro-raums zählt die Allfinanz.

Sowohl die Konsolidierung als auch die sektorübergreifende Diversifizierung sind mächtige Triebfedern des Wandels in der Finanzlandschaft des Euro-Währungsgebiets. Wenngleich dieser Prozess die Effizienz des Finanzsystems insgesamt verbessern dürfte, müssen dennoch mögliche Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität genau beobachtet werden.

# ENTWICKLUNG DES REGULINGSRAHMENS FÜR DIE UNTERNEHMENSFÜHRUNG UND -KONTROLLE (CORPORATE GOVERNANCE)

## AUFSÄTZE

Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance)

*In den letzten Jahren gab es hinsichtlich der Regulierung der Corporate Governance bedeutsame Entwicklungen. In der Europäischen Union, den Vereinigten Staaten und auf internationaler Ebene wurden verschiedene Initiativen zur Stärkung der Gesetze, Regelungen und Grundsätze zur Corporate Governance ergriffen. Dieser Beitrag gibt einen Überblick über die betreffenden Maßnahmen und die Entwicklung des Regelungsrahmens für die Corporate Governance.*

*Der Aufsatz untersucht zunächst die Gründe für die aktuelle Zunahme der genannten Initiativen und geht insbesondere auf die Folgen der jüngsten Unternehmensskandale, den strukturellen Wandel, die Globalisierung und die Innovationen an den Finanzmärkten sowie auf die allgemeinen Auswirkungen der Corporate Governance auf Wirtschaft und Finanzmarkt ein. Im nächsten Schritt werden die Kernelemente der Corporate Governance beschrieben. Der Schwerpunkt liegt hierbei auf den drei sich gegenseitig ergänzenden Säulen der internen Corporate Governance, der externen Corporate Governance und der Offenlegung. Überdies wird die Auswahl eines angemessenen regulatorischen Instrumentariums näher beleuchtet. In diesem Zusammenhang werden die wichtigsten Maßnahmen zur Verbesserung des Regelungsrahmens für die Corporate Governance in der EU, den USA und auf internationaler Ebene angeführt. Abschließend werden die bei der Weiterentwicklung dieses Rahmens noch bestehenden Herausforderungen beschrieben.*

## I GRÜNDE FÜR DIE WACHSENDE BEDEUTUNG DER CORPORATE GOVERNANCE

Die Bemühungen um strikere Vorgaben für die Corporate Governance stellen teilweise eine Reaktion auf die zahlreichen Unternehmensskandale der letzten Jahre dar, zu denen zum Beispiel diejenigen von Enron (2001), World-Com (2002) und Parmalat (2003) zählen (siehe Kasten 1). Obwohl Betrugsfälle durch Regeln der Corporate Governance nie ganz verhindert werden können, gibt es deutliche Hinweise darauf, dass die Mechanismen der wechselseitigen Kontrolle (die so genannten „checks and balances“) in diesen Firmen nicht ausreichend waren. Eine vernachlässigte Überwachung durch die Aufsichtsräte, unzureichende Kontrollmöglichkeiten der Aktionäre in Bezug auf die Unternehmensleitung, unzulängliche Innenrevisions- und Risikomanagementverfahren und eine mangelhafte Offenlegung und Transparenz wurden durch eine ineffiziente Abschlussprüfung noch verstärkt. Diese Unzulänglichkeiten wurden von den Analysten, Investmentfirmen und Ratingagenturen weitgehend übersehen, was einer Früherkennung der sich verschlechternden Ertragslage der Unternehmen ebenfalls hinderlich war. Daher wurde die gravierende Fehldarstellung der tatsächlichen

wirtschaftlichen und finanziellen Lage seitens der Firmenleitung erst bekannt, als die Unternehmen bereits kurz vor der Insolvenz standen.

Die wachsende politische Brisanz von Fragen der Corporate Governance ist auch vor dem Hintergrund des Strukturwandels an den Finanzmärkten und insbesondere der EU-weit zunehmenden Bedeutung der Finanzierung über die Wertpapiermärkte zu sehen. Während das US-amerikanische Finanzsystem schon immer marktorientiert war, hat die Unternehmensfinanzierung über Aktien und Anleihen in der EU erst in letzter Zeit zugenommen.<sup>1</sup> Aufgrund dieser Entwicklung befasst sich mittlerweile neben den Gläubigern und Angestellten der Firmen auch eine größere Anzahl von Interessengruppen mit Fragen der Corporate Governance. Das gilt nicht nur für die Aktionäre der Unternehmen selbst, sondern auch für eine wachsende Schar von Kleinanlegern. Ihre Ersparnisse werden zunehmend von institutionellen Anlegern an den Finanzmärkten angelegt, wie etwa von Investmentfonds oder – vor dem Hintergrund der jüngsten Rentenreformen – von privaten Rentenversicherungen. Ange-

<sup>1</sup> Siehe EZB, Jüngste Entwicklung der Finanzierungsstrukturen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Oktober 2003.

## GROSSE BILANZSKANDALE DER LETZTEN JAHRE

## Unternehmen

## Ursachen der Skandale

**Parmalat (2003)**

*Internationaler  
Milch- und Nah-  
rungsmittelkonzern  
mit Sitz in Italien*

- Im November 2003 kann Parmalat eine Anleihe im Wert von 150 Mio € nicht zum Fälligkeitstermin zurückzahlen, obwohl die Unternehmensbilanz große Summen an Barmitteln und anderen liquiden Aktiva ausweist.
- Am 19. Dezember 2003 erklärt die Bank of America ein Dokument als gefälscht, aus dem hervorgeht, dass eine Parmalat-Tochter angeblich ein Konto mit einem hohen Haben-Saldo bei dieser Bank führt. Infolgedessen ergibt sich ein Fehlbetrag von 3,95 Mrd € in der Unternehmensbilanz.
- Am 27. Dezember 2003 wird Parmalat für insolvent erklärt.
- Im Januar 2004 räumt die neue Geschäftsführung von Parmalat ein, dass das Unternehmen Schulden von mehr als 14 Mrd € hat. Sie sind damit acht Mal höher als ursprünglich angegeben.

**Ahold (2003)**

*Weltweit drittgröß-  
ter Nahrungsmittel-  
händler mit Sitz in  
den Niederlanden*

- In den Jahren 2002 und 2003 nehmen die Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Jahresabschlüsse von Ahold zu.
- Im Februar 2003 räumt das Unternehmen ein, den Gewinn der Jahre 2001 und 2002 um mindestens 463 Mio € überzeichnet zu haben, und löst damit einen unmittelbaren Kurseinbruch seiner Aktie um 63 % aus.
- Zwischen Ende 2001 und Februar 2003 büßt Ahold 90 % seines Marktwerts ein.

**WorldCom (2002)**

*US-amerikanisches  
Telekommunika-  
tionsunternehmen,  
weltgrößter Internet-  
und E-Commerce-  
Provider*

- Im Juni 2002 gibt WorldCom zu, dass es seine Bilanz in großem Stil manipuliert hat, insbesondere durch die fälschliche Verbuchung von Kosten als Investitionen. Allein im Zeitraum ab 2001 hätten 3,8 Mrd USD der vorgeblichen Gewinne eigentlich als Verluste ausgewiesen werden müssen.
- Im Juli 2002 meldet das Unternehmen den größten Konkurs der US-Geschichte an.

**Vivendi Universal (2002)**

*Weltweit zweit-  
größter Medien-  
konzern mit Sitz  
in Frankreich*

- Im Frühjahr 2002 meldet Vivendi unerwartet hohe Schuldenstände (19,1 Mrd € zum Jahresende 2001) und Verluste (12,6 Mrd € für 2001 und 12,3 Mrd € für die erste Jahreshälfte 2002).
- Die Märkte stellen fest, dass sie durch Vivendis ungehemmten Einsatz undurchschaubarer Bilanzierungspraktiken irreführt wurden.
- Der Kurs der Vivendi-Aktie fällt von 141 € im März 2000 auf 30 € im Juni 2002 und bringt das Unternehmen an den Rand des Ruins.

Unternehmen	Ursachen der Skandale
<b>Enron (2001)</b> <i>Siebtgrößtes US-amerikanisches Unternehmen mit Geschäftsschwer- punkt im Energie- handel</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Im Oktober 2001 meldet Enron die Abschreibung einer Fehlinvestition in Höhe von 1 Mrd USD sowie eine Eigenkapitalverringering um 1,2 Mrd USD. Daraufhin ordnen die US-Behörden eine Untersuchung an.</li> <li>• Im November 2001 korrigiert Enron seine Jahresabschlüsse für den Zeitraum von 1997 bis 2001 um einen Verlust von annähernd 600 Mio USD, der durch undurchsichtige Finanztransaktionen kaschiert worden war. Standard &amp; Poor's stuft die Enron-Anleihe auf Junk-Bond-Status herab.</li> <li>• Im Dezember 2001 meldet das Unternehmen Konkurs an.</li> </ul>

sichts ihrer größeren Bedeutung für die Unternehmensfinanzierung sollten die Marktkräfte einen stärker disziplinierenden Einfluss auf die Firmen nehmen.

Wegen der allgemeinen Auswirkungen der Corporate Governance auf Wirtschaft und Finanzmarkt wird ein wirksames System der wechselseitigen Kontrolle in den Unternehmen auch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht immer wichtiger. Eine gute Corporate Governance setzt Anreize für den effizienten Einsatz von Ressourcen und fördert damit das Wirtschaftswachstum. Überdies unterstützt sie die Finanzmarktstabilität, weil solche Anreize das Risiko vermindern, dass sich große finanzielle Ungleichgewichte bilden. Dagegen könnten Schwächen bei der Corporate Governance aufgrund ihrer ungünstigen Folgen für das allgemeine Marktklima die Finanzmarktstabilität bedrohen. In Anbetracht der möglichen Auswirkungen auf die Finanzmarktstabilität hat auch die EZB ein Interesse an der Erarbeitung eines angemessenen Regelungsrahmens für die Corporate Governance.<sup>2</sup>

Und schließlich machten auch die durch Globalisierung und Finanzinnovationen gewandelten Strukturen und Verfahrensweisen der Unternehmen eine Änderung der bisherigen Corporate-Governance-Regelungen notwendig. Da die Finanzgeschäfte der Unternehmen aufgrund der Nutzung von Derivaten und Forderungsverbriefungen zunehmend komplexer ge-

worden sind, war beispielsweise durch die bestehenden Rechnungslegungsgrundsätze nicht mehr gewährleistet, dass die Anleger hinreichend über die Ertragslage und das Risikoprofil einer Firma informiert wurden. Auch vielverzweigte Unternehmensstrukturen (Gründung von Zweckgesellschaften, Geschäftstätigkeit in mehreren Rechtssystemen, darunter auch in Offshore-Finanzzentren) erforderten eine Verbesserung der internen Risikomanagementverfahren und der Offenlegung.

## 2 KERNELEMENTE DER CORPORATE GOVERNANCE

### BEGRÜNDUNG

Der wichtigste Grund für die Existenz von Corporate Governance bei Publikumsgesellschaften ist das Auseinanderfallen von Eigentümer-eigenschaft und Leitungsbefugnis. Die Interessen der Firmenleitung und der Unternehmenseigentümer decken sich nicht unbedingt vollständig, weil die Firmenleitung weder die gesamten Kosten ihres Handelns tragen muss, noch in den Genuss des gesamten Gewinns kommt. Folglich besteht immer das Risiko, dass so genannte Principal-Agent-Probleme auftreten, also dass Handlungen und Entschei-

<sup>2</sup> Nach Artikel 105 Absatz 5 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft trägt das ESZB zur reibungslosen Durchführung der von den zuständigen Behörden auf dem Gebiet der Stabilität des Finanzsystems ergriffenen Maßnahmen bei.

dungen des Beauftragten (der Unternehmensleitung) den Interessen des Auftraggebers (der Eigentümer) nicht ausreichend Rechnung tragen. Die Corporate Governance ist bemüht, diese Probleme durch ein System interner und externer Mechanismen der wechselseitigen Kontrolle abzufangen. Ein wirksamer Regelungsrahmen für die Corporate Governance beruht vor allem auf den folgenden drei Säulen: interne Corporate Governance, externe Corporate Governance sowie Transparenz und Offenlegung.

## **DIE DREI SÄULEN DER CORPORATE GOVERNANCE**

### **INTERNE CORPORATE GOVERNANCE**

Interne Corporate Governance bezieht sich auf Verfahren, mit deren Hilfe die Aktionäre die Firmenleitung kontrollieren können. Dazu gehören angemessene Strukturen der Leitungs- und Aufsichtsorgane, funktionierende Möglichkeiten zur Ausübung der Aktionärsrechte und eine gute Innenrevision. Mit Blick auf die Rolle der Unternehmensleitung sollte die Eignung und Effizienz des Leitungsorgans durch ein unabhängiges Aufsichtsorgan gefördert und kontrolliert werden. Je nach geltendem Gesellschaftsrecht kann die funktionale Trennung von Geschäftsleitung und Aufsicht auf unterschiedlichen Wegen erreicht werden: In einem zweigleisigen Leitungs- und Aufsichtssystem kümmert sich der Vorstand um das Tagesgeschäft, während der Aufsichtsrat für die Ernennung, Überwachung und Entlassung der Vorstandsmitglieder zuständig ist. In dieser Funktion kann der Aufsichtsrat von bestimmten Ausschüssen, wie etwa einem Ernennungs-, Vergütungs- oder Prüfungsausschuss, unterstützt werden. In einem eingleisigen Leitungs- und Aufsichtssystem besteht das Hauptinstrument der internen Überwachung in der Trennung zwischen geschäftsführenden und nicht-geschäftsführenden Direktoren innerhalb des zusammengefassten Leitungs- und Aufsichtsorgans. Die nicht-geschäftsführenden Direktoren üben dann die Kontrollfunktion aus. Auch können der Vorsitz des zusammengefassten Leitungs- und Aufsichtsorgans und die Funkti-

on des Hauptgeschäftsführers (Chief Executive Officer – CEO) voneinander getrennt werden. Um sicherzustellen, dass die Aktionäre ihre Rechte wirklich wahrnehmen können, sind ein adäquater Zugang zu allen relevanten Informationen, wirksame Verfahren zur Kommunikation mit den Aktionären wie auch Verfahren, die Entscheidungen durch die Aktionäre ermöglichen, unverzichtbar. Außerdem sollten die internen Verfahren und Kontrollmechanismen durch die Innenrevision gründlich geprüft werden. Anders als bei der Abschlussprüfung sind Rolle und Mandat der Innenrevision nicht rechtlich verankert. Das bedeutet, dass die Unternehmensleitung ihre Zuständigkeiten festlegen und sie mit dem erforderlichen Instrumentarium ausstatten muss.

### **EXTERNE CORPORATE GOVERNANCE**

Unter externer Corporate Governance versteht man den kontrollierenden Einfluss durch die Finanzmärkte. Die Primärmärkte sind bei der Corporate Governance Teil des Mechanismus der wechselseitigen Kontrolle, weil sie den direkten Zugang zur Unternehmensfinanzierung ermöglichen. So können neu aufgelegte Aktien oder Anleihen von Firmen mit unzulänglicher Corporate Governance in der Anlegergunst sinken. Dabei spielen die Verkaufsprospekte, die von den Unternehmen vor einer Emission veröffentlicht werden, eine zentrale Rolle, weil mögliche Investoren auf diesem Wege über die Corporate Governance des Unternehmens informiert werden können. Eine angemessene Information der Anleger ist auch für die Sekundärmärkte wichtig, und zwar im Zusammenhang mit den Prospekten über die zum Handel zugelassenen Finanzinstrumente. Des Weiteren leisten Finanz- und Reputationsintermediäre<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Diese Bezeichnung bezieht sich auf Marktteilnehmer, wie etwa Analysten, Investmentbanken und Ratingagenturen, die Informationen über die Ertragslage und -aussichten von Unternehmen bereitstellen und dabei ihren guten Ruf als unabhängige Dritte einsetzen. Reputationsintermediäre erbringen sowohl für die Unternehmen als auch für die Interessengruppen des jeweiligen Unternehmens einen wertvollen Dienst. Sie „leihen“ den Unternehmen ihren Ruf und übernehmen zugleich die Kontrollfunktion für die betroffenen Interessengruppen. Damit tragen sie dazu bei, mögliche Probleme aus dem gleichgerichteten Handeln der vielen unterschiedlichen Aktionäre, Anleger und anderen Interessengruppen zu überwinden.



einen wichtigen Beitrag zur Corporate Governance. Da ihre Aufgabe darin besteht, Finanzinstrumente zu bewerten und bepreisen, können sie die Anleger vor Firmen mit zweifelhaften internen Kontrollmechanismen warnen und dazu beitragen, Mängel der internen Corporate Governance frühzeitig aufzudecken. Damit diese „Wächter“ ihrer Aufgabe nachkommen können, bedarf es eines Regelwerks, in dem solide Methoden vorgegeben und die Vorbeugung bzw. Behebung von Interessenskonflikten geregelt sind. Die Märkte für Fusionen und Übernahmen (Märkte für Unternehmenskontrolle) belohnen gutes und bestrafen schlechtes Management und fördern auf diese Art eine gute Corporate Governance. Dem Übernahmemarkt kommt dabei eine besondere Bedeutung zu, da für Übernahmen – im Gegensatz zu Fusionen – kein Einverständnis der Unternehmensleitung erforderlich ist. Eine Voraussetzung für ein gutes Funktionieren des Marktes für Unternehmenskontrolle ist daher ein angemessener Regelungsrahmen für Unternehmensübernahmen.

#### TRANSPARENZ UND OFFENLEGUNG

Transparenz und Offenlegung sind das Bindeglied zwischen der internen und der externen Corporate Governance. Dabei sind angemessene Rechnungslegungsgrundsätze entscheidend. Ferner kommt einem wirksamen Regelungsrahmen für die Abschlussprüfung eine maßgebliche Rolle zu, weil die Abschlussprüfer gesetzlich dazu verpflichtet sind, zu überprüfen, ob alle Finanzausweise gemäß den geltenden Rechnungslegungsstandards erstellt wurden. Die Eignung und Unabhängigkeit der Abschlussprüfer sowie die Mechanismen zur Vorbeugung oder Behebung von Interessenskonflikten sind daher von wesentlicher Bedeutung.

Die Regelungen zur Corporate Governance können nicht isoliert betrachtet werden, sondern hängen von dem allgemeinen rechtlichen und regulatorischen Rahmen des jeweiligen Landes ab. Die Bestimmungen zur internen Corporate Governance und zum Markt für Unternehmenskontrolle sind vor dem Hintergrund

des allgemeinen Gesellschaftsrechts zu sehen, während die für den Primär- und Sekundärmarkt sowie für Transparenz und Offenlegung geltenden Regeln Bestandteil der allgemeinen Bestimmungen zu den Wertpapiermärkten sind. Damit die Regelungen für eine gute Corporate Governance wirklich greifen, muss außerdem ein adäquates System existieren, mit dem die Einhaltung der Regeln überwacht und durchgesetzt werden kann.

#### DIE WAHL DES REGULATORISCHEN INSTRUMENTARIUMS

Eine gute Corporate Governance zielt darauf ab, sowohl die Effizienz als auch die Integrität der Unternehmen zu verbessern. Die Wahl eines angemessenen regulatorischen Instrumentariums ist somit von großer Bedeutung. Die Bestimmungen zur Corporate Governance sollten zwar gewährleisten, dass die Interessen der Aktionäre und anderer Interessengruppen in geeigneter Weise geschützt werden, jedoch nicht zu einer übermäßigen Belastung der Firmen führen oder die geschäftliche Flexibilität und die Wettbewerbsfähigkeit in Mitleidenschaft ziehen. Diesen beiden Zielen muss daher gleichermaßen Rechnung getragen werden.

Dafür steht ein umfangreiches Instrumentarium zur Verfügung, das von gänzlich marktbasierenden Lösungen über eine beaufsichtigte Selbstkontrolle oder eine auf Grundsätzen beruhende öffentliche Regulierung bis hin zu ausformulierten Rechtsvorschriften reicht. Die Auswahl des am besten geeigneten Instruments sollte anhand einer gründlichen Analyse des jeweiligen Anwendungsbereichs erfolgen. Beispielsweise haben die jüngsten Bilanzskandale dazu geführt, dass viele Beobachter mittlerweile der Auffassung sind, man könne sich auf eine freiwillige Selbstkontrolle der Wirtschaftsprüfungsinstitute nicht mehr verlassen. Überwiegend als Reaktion auf diese Bedenken wurde in den Vereinigten Staaten eine öffentliche Aufsicht über die Abschlussprüfer eingeführt. In der EU laufen die Planungen zur Einführung einer solchen Aufsicht. Ebenso ist man sich in der Europäischen Union und in den



Vereinigten Staaten einig darüber, dass mehr Transparenz und strengere Offenlegungsanforderungen vonnöten sind, um die Unternehmensüberwachung zu erleichtern. Folglich wurden in diesem Bereich detaillierte Rechtsvorschriften verabschiedet, oder sie sind geplant. Mit Blick auf die Rolle der Reputationsintermediäre werden allerdings flexiblere Regeln für nötig gehalten, um mögliche Abschreckungseffekte zu minimieren. In der EU und den USA wurden die rechtlichen Anforderungen auf diesem Gebiet (vor allem hinsichtlich der Vorbeugung und Beseitigung von Interessenskonflikten) zwar ebenfalls verschärft, aber sie bleiben naturgemäß prinzipienbasiert.

Die Wahl des regulatorischen Instrumentariums hängt auch von dem politischen und institutionellen Gesamtzusammenhang ab. So setzen sich internationale Gremien, wie etwa die Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD), der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht (BCBS) und die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufseher (IOSCO) aus vielen und sehr unterschiedlichen Mitgliedern zusammen. Die Zusammenarbeit in diesen Organisationen ist zudem eher locker, das heißt, Entscheidungen werden durch Konsensbildung gefällt und auf freiwilliger Basis umgesetzt. Von diesen Gremien aufgestellte Regelungen zur Corporate Governance haben daher den Charakter von Grundsätzen statt von starren Bestimmungen. So bleibt genügend Spielraum für die Umsetzung gemäß den unterschiedlichen rechtlichen und institutionellen Gegebenheiten in den einzelnen Ländern. Dagegen muss der Corporate-Governance-Regelungsrahmen in der EU so gestaltet werden, dass der gemeinsame Binnenmarkt unterstützt wird. Dies wiederum verlangt ein höheres Maß an regulatorischer Konvergenz. Doch sogar für die Europäische Union gilt, dass die Harmonisierung der Regelungen nicht in allen Bereichen im selben Umfang erfolgen muss. So ist angesichts des äußerst heterogenen rechtlichen Rahmens in den einzelnen Mitgliedstaaten eine vollständige Harmonisierung der Bestimmungen zur internen Corporate Governance weder machbar noch wünschens-

wert. Im Gegensatz dazu wird eine weitgehende Angleichung der an die externe Corporate Governance und an Transparenz und Offenlegung gestellten Anforderungen als ein wesentlicher Beitrag zum rechtlichen Unterbau des einheitlichen Finanzmarkts betrachtet.

### **3 JÜNGSTE BEMÜHUNGEN UM DEN AUSBAU DES REGELUNGSRAHMENS FÜR DIE CORPORATE GOVERNANCE**

In den letzten Jahren wurden mehrere wichtige Initiativen zur Verbesserung des rechtlichen Rahmens der Corporate Governance ergriffen. Im Folgenden werden die in der EU<sup>4</sup>, den USA und auf internationaler Ebene beschlossenen Maßnahmen kurz dargestellt.

#### **3.1 INITIATIVEN DER EUROPÄISCHEN UNION**

##### **AKTIONSPLAN FÜR FINANZDIENSTLEISTUNGEN**

Der Aktionsplan für Finanzdienstleistungen<sup>5</sup> wurde 1999 verabschiedet und führte zu einer grundlegenden Neugestaltung der bisherigen Finanzdienstleistungsbestimmungen. Er stellt darauf ab, die Entwicklung eines vollständig integrierten Finanzmarkts zu fördern und konzentriert sich vor allem auf die Regulierung des Wertpapiermarkts. Der Aktionsplan berührt die externe Corporate Governance sowie die Transparenz und Offenlegung.

Die externe Corporate Governance ist von der neuen Prospektrichtlinie<sup>6</sup> betroffen. In dieser Richtlinie werden die anfänglichen Offenlegungspflichten von Emittenten standardisiert und damit die Primärmärkte in ihrer Funktion

<sup>4</sup> Regulatorische Maßnahmen zur Verbesserung der Corporate Governance in der EU wurden zum einen von verschiedenen Mitgliedstaaten und zum anderen von der Europäischen Kommission ergriffen. Dieser Aufsatz befasst sich nur mit den Initiativen auf Gemeinschaftsebene.

<sup>5</sup> Mitteilung der Kommission, Umsetzung des Finanzmarktrahmens: Aktionsplan, KOM(1999) 232, 11. Mai 1999.

<sup>6</sup> Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. November 2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. L 345 vom 31.12.2003, S. 64).

unterstützt. Mit Blick auf die Sekundärmärkte gibt es zwei neue Richtlinien, die die Rolle der Reputations- und Finanzintermediäre stärken: Die Richtlinie über Marktmissbrauch<sup>7</sup> verlangt unter anderem die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessen und Interessenskonflikten; die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente<sup>8</sup> führt strengere Wohlverhaltensregeln ein und stellt höhere Anforderungen an den Umgang mit Interessenskonflikten. Überdies wurde im Rahmen des Aktionsplans für Finanzdienstleistungen auch die 13. Gesellschaftsrechtsrichtlinie betreffend Übernahmeangebote<sup>9</sup> verabschiedet, die eine wichtige Maßnahme zur Verbesserung der Funktionsweise des Marktes für Unternehmenskontrolle darstellt.

Auf dem Gebiet der Transparenz und Offenlegung wurde eine neue Verordnung<sup>10</sup> erlassen, die vorsieht, dass alle börsennotierten Unternehmen spätestens ab dem Jahr 2005 ihre konsolidierten Abschlüsse nach den internationalen Rechnungslegungsstandards aufstellen. Überdies wurden durch die Transparenzrichtlinie<sup>11</sup> die Pflichten der Emittenten zur regelmäßigen Informationsbereitstellung maßgeblich verschärft.

#### **AKTIONSPLAN ZUR MODERNISIERUNG DES GESELLSCHAFTSRECHTS UND ZUR VERBESSERUNG DER CORPORATE GOVERNANCE**

Ein weiterer bedeutender Fortschritt bei der Stärkung des Regelungsrahmens für die Corporate Governance in der EU wurde durch den im Mai 2003 bekannt gegebenen Aktionsplan zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und zur Verbesserung der Corporate Governance<sup>12</sup> erzielt. Der Aktionsplan lehnt sich stark an die Empfehlungen eines Berichts<sup>13</sup> der von der Europäischen Kommission eingesetzten Hochrangigen Expertengruppe auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts an. Vor dem Hintergrund des zunehmenden Zusammenwachsens der Finanzmärkte und neuerer Marktentwicklungen stellte der Aktionsplan eine umfassende Agenda für die Modernisierung der Regelungen zum EU-Gesellschaftsrecht auf. Des Weiteren ent-

hält die Agenda Maßnahmen zur Verbesserung der internen Corporate Governance als Reaktion auf die jüngsten Bilanzskandale. Dabei werden vier Bereiche der internen Corporate Governance hervorgehoben, in denen folgende Ziele erreicht werden sollen:

- a) Verbesserung der Funktionsfähigkeit der Leitungs- und Aufsichtsorgane unter anderem durch eine Stärkung der Rolle der nichtgeschäftsführenden bzw. aufsichtsführenden Direktoren (Aufsichtsrat), die Erarbeitung von Mindeststandards für die Regelungen der Unternehmen zur Vergütung der Direktoren und die Einführung der kollektiven Verantwortung der Direktoren für den Jahresabschluss
- b) Stärkung der Aktionärsrechte durch einen besseren Zugang der Aktionäre zu den relevanten Informationen und durch eine vereinfachte Wahrnehmung dieser Rechte, insbesondere wenn Aktionäre in einem anderen Land ansässig sind als das notierte Unternehmen

7 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), (ABl. L 96 vom 12.4.2003, S. 16).

8 Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente, zur Änderung der Richtlinien 85/611/EWG und 93/6/EWG des Rates und der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und zur Aufhebung der Richtlinie 93/22/EWG des Rates (ABl. L 145 vom 30.4.2004, S. 1).

9 Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote (ABl. L 142 vom 30.4.2004, S. 12).

10 Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 19. Juli 2002 betreffend die Anwendung internationaler Rechnungslegungsstandards (ABl. L 243 vom 11.9.2002, S. 1).

11 Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (ABl. L 390 vom 31.12.2004, S. 38).

12 Mitteilung der Kommission, Modernisierung des Gesellschaftsrechts und Verbesserung der Corporate Governance in der Europäischen Union – Aktionsplan, KOM(2003) 284, 21. Mai 2003.

13 Hochrangige Expertengruppe auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts, Moderne gesellschaftsrechtliche Rahmenbedingungen in Europa, 4. November 2002.

- c) Verbesserung der Offenlegung des Unternehmens hinsichtlich seiner Corporate Governance
- d) Förderung der Angleichung der nationalen Regelungen zur Corporate Governance hin zu den besten Verfahrensweisen (Best Practices) durch die Gründung eines Europäischen Corporate-Governance-Forums.

Im Gefolge des Aktionsplans hat die Kommission im Oktober 2004 eine Reihe von Initiativen ergriffen. Sie veröffentlichte eine Empfehlung zur Vergütung der Direktoren<sup>14</sup>, eine Empfehlung über unabhängige Direktoren<sup>15</sup> und einen Vorschlag zur Überarbeitung der bestehenden Rechnungslegungsrichtlinien der EU<sup>16</sup>, demzufolge den Direktoren die kollektive Verantwortung für die Jahresabschlüsse übertragen, eine größere Transparenz bei nichtbilanzierten Geschäften und Transaktionen mit nahe stehenden Personen erreicht sowie die Veröffentlichung einer jährlichen Corporate-Governance-Erklärung für alle börsennotierten Unternehmen verpflichtend eingeführt werden soll. Überdies gründete die Kommission das Europäische Corporate-Governance-Forum, das sich aus 15 führenden Fachleuten auf dem Gebiet der Corporate Governance zusammensetzt und in dem die Kommission den Vorsitz führt.<sup>17</sup>

#### **MITTEILUNG ZUR STÄRKUNG DER ABSCHLUSSPRÜFUNG**

Die Mitteilung der Europäischen Kommission zur Stärkung der Abschlussprüfung vom Mai 2003<sup>18</sup> stellte speziell auf die Verbesserung der Funktion der externen Abschlussprüfung in der EU ab. Der wichtigste in dieser Mitteilung enthaltene Vorschlag betraf die Novellierung der Achten Gesellschaftsrechtsrichtlinie und die deutliche Ausdehnung ihres Anwendungsbereichs. Inhaltlich werden unter anderem weitere Anforderungen an die Unabhängigkeit der Abschlussprüfer, an die externe Qualitätssicherung und an Disziplinarmaßnahmen gestellt. Außerdem wird bis spätestens 2005 eine verpflichtende Anwendung der internationalen Prüfungsstandards (International

Standards on Auditing – ISA) verlangt. Sie sieht überdies die Einführung einer öffentlichen Aufsicht über die Abschlussprüfer vor, die durch den neuen Regelungsausschuss auf dem Gebiet der Abschlussprüfung (bestehend aus Vertretern aller Mitgliedstaaten) erfolgen soll. Die Kommission stellte ihren Vorschlag für die neue Richtlinie über die Prüfung des Jahresabschlusses im März 2004<sup>19</sup> vor. Zurzeit wird darüber im EU-Rat und im Europäischen Parlament beraten.

#### **NACH DEM PARMALAT-SKANDAL UMGESetzte MASSNAHMEN**

Als die Parmalat-Gruppe im Dezember 2003 Insolvenz anmeldete, markierte dies das Ende des bislang größten Unternehmensskandals in Europa (siehe Kasten 2). Bereits vor dem Parmalat-Skandal waren mehrere wichtige Initiativen zur Stärkung des Regelungsrahmens für die Corporate Governance in der EU ergriffen (jedoch nicht verabschiedet bzw. umgesetzt) worden; einige dieser Maßnahmen wurden allerdings nach der Parmalat-Affäre leicht modifiziert, um den aus diesem Fall gezogenen Lehren Rechnung zu tragen. Beispielsweise nahm die Kommission in ihren Vorschlag für eine neue Richtlinie über die Prüfung des Jahresabschlusses auf, dass der Konzernprüfer die volle Verantwortung für die gesamte Unterneh-

<sup>14</sup> Empfehlung der Kommission vom 14. Dezember 2004 zur Einführung einer angemessenen Regelung für die Vergütung von Mitgliedern der Unternehmensleitung börsennotierter Gesellschaften (2004/913/EG).

<sup>15</sup> Empfehlung der Kommission vom 15. Februar 2005 zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern/börsennotierter Gesellschaften [sic!] sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs-/Aufsichtsrats (2005/162/EG).

<sup>16</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates zur Abänderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG hinsichtlich der Jahresabschlüsse bestimmter Arten von Unternehmen und konsolidierter Abschlüsse (KOM(2004) 725).

<sup>17</sup> Die Kommission kündigte die Gründung des Forums am 18. Oktober 2004 an. Seine Hauptaufgabe besteht darin, die besten Verfahren der Corporate Governance in allen Mitgliedstaaten zu ermitteln und die Kommission zu beraten. Das Forum hat jedoch keine beratende Funktion in Rechtsfragen.

<sup>18</sup> Mitteilung der Kommission, Stärkung der Abschlussprüfung in der EU, KOM(2003) 286, 21. Mai 2003.

<sup>19</sup> Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über die Prüfung des Jahresabschlusses und des konsolidierten Abschlusses und zur Änderung der Richtlinien 78/660/EWG und 83/349/EWG des Rates (KOM(2004) 177).

## Kasten 2

**VERSAGEN DER UNTERNEHMENSSTEUERUNG UND -KONTROLLE BEI PARMALAT**

Zwar war der Parmalat-Skandal in erster Linie ein klassisches Beispiel für Bilanzierungsbe-  
trug, aber er machte auch gravierende Schwächen bei der Corporate Governance augenfällig:

- Bei der *internen Corporate Governance* ergaben sich die größten Probleme aus dem unzu-  
reichenden Schutz der Interessen von Kleinanlegern und anderen Interessengruppen in dem  
weitgehend in Familienbesitz befindlichen Unternehmen, der Tatsache, dass eine echte Un-  
abhängigkeit der aufsichtsführenden Direktoren nicht gegeben war, sowie aus dem Fehlen  
einer wirksamen Innenrevision.
- Bei der *externen Corporate Governance* wurden Zweifel laut, ob die Abschlussprüfer bei  
der Überwachung und Kontrolle der Unternehmensleitung von Parmalat ihre Aufgabe ord-  
nungsgemäß wahrgenommen hatten. Die Tatsache, dass sich zwei Wirtschaftsprüfungsges-  
ellschaften die entsprechende Verantwortung teilten, wurde als eine der größten Schwä-  
chen bei der Abschlussprüfung angesehen, da hierdurch ein klarer Überblick über den Ges-  
amtkonzern fehlte. Vor dem Hintergrund einiger Frühwarnsignale über die tatsächliche  
Finanzlage von Parmalat (z. B. die Tatsache, dass das Unternehmen weiterhin Kredite auf-  
nahm, obwohl es angeblich über große Summen an Bargeld und liquiden Mitteln verfügte)  
wurde ferner argumentiert, dass die Finanz- und Reputationsintermediäre nicht wachsam  
genug gewesen seien. Außerdem wurden Prozesse gegen mehrere Banken, bei denen Parma-  
lat Kunde war, angestrengt, nachdem Beschuldigungen laut geworden waren, die Banken  
hätten sich bei Geschäften mit dem Unternehmen eventuell in einem Interessenskonflikt  
befunden. Die betroffenen Banken haben diese Vorwürfe allerdings bestritten, und sie  
konnten nicht bewiesen werden.
- Eines der Hauptprobleme bei der *Transparenz und Offenlegung* waren im Fall Parmalat die  
untransparenten komplexen Unternehmensstrukturen der Gruppe, vor allem durch die Nut-  
zung von Offshore-Zweckgesellschaften, die einer der wichtigsten Gründe für die undurch-  
sichtige Finanzstruktur von Parmalat waren.

mensgruppe trägt; außerdem schrieb sie einen  
Prüfungsausschuss für börsennotierte Unter-  
nehmen vor und verschärfte mögliche Sanktio-  
nen. Auch wären Unternehmen nach den vorge-  
schlagenen Änderungen an den Bilanzierung-  
richtlinien der EU dazu verpflichtet, vollstän-  
dige Informationen über alle nichtbilanzierten  
Geschäfte, einschließlich der Zweckgesell-  
schaften, zu liefern.

In einer im September 2004 herausgegebenen  
Mitteilung<sup>20</sup> gab die Kommission bekannt, dass  
ihre Anstrengungen zur Verbesserung der Cor-  
porate Governance Teil einer umfassenderen

Strategie zur Verhütung von Unternehmens-  
und Finanzdelikten vor dem Hintergrund der  
jüngsten Skandale seien. Das übergeordnete  
Ziel dieser Strategie ist die Stärkung von vier  
so genannten „Schutzwällen“, nämlich der un-  
ternehmensinternen Kontrolle, unabhängiger  
Drittparteien (einschließlich Abschlussprü-  
fer), der Aufsicht und Überwachung und des  
Gesetzesvollzugs. Die Mitteilung befasst sich  
mit mehreren Politikbereichen: Finanzdienst-

<sup>20</sup> Mitteilung der Kommission an den Rat und das Europäische  
Parlament über die Verhütung und Bekämpfung von Unterneh-  
mens- und Finanzdelikten (KOM(2004) 611).

leistungen, Justiz und Inneres sowie Steuerpolitik. Im Bereich der Finanzdienstleistungen wurden keine neuen Maßnahmen vorgeschlagen, da man der Auffassung ist, dass die derzeit auf den Weg gebrachten Maßnahmen ausreichen und man sich darauf konzentrieren sollte, deren zeitnahe Umsetzung und konsequente Durchsetzung zu gewährleisten.

### INITIATIVEN ZU RATINGAGENTUREN

Im Gegensatz zu anderen Reputationsintermediären wie etwa Investmentfirmen und Finanzanalysten sind Ratingagenturen nicht an EU-Vorschriften gebunden. Als Reaktion auf den Enron-Skandal schlug die Kommission dem ECOFIN-Rat auf seinem informellen Treffen in Oviedo (Spanien) im April 2002 jedoch vor, die Bedeutung der Ratingagenturen für die Finanzmärkte zu untersuchen; außerdem sollte ermittelt werden, ob gegebenenfalls ein regulatorisches Eingreifen bei Ratingagenturen erforderlich ist. Weitere Impulse zu diesem Thema gingen in jüngster Zeit von verschiedenen Entwicklungen aus, insbesondere von:

- der neuen Rolle als „externe Bonitätsbeurteilungsinstitute“, die den Ratingagenturen in den überarbeiteten Mindestkapitalanforderungen für Banken und Wertpapierfirmen zugeordnet wird,<sup>21</sup>
- der Verabschiedung der Richtlinie über den Marktmissbrauch und der damit verbundenen Maßnahmen bezüglich Interessenskonflikten und sachgerechten Informationen (die für Finanzanalysten, aber nicht für Ratingagenturen gelten)<sup>22</sup> und
- dem Parmalat-Skandal, bei dem Ratingagenturen nicht rechtzeitig vor der sich verschlechternden Finanzlage des Unternehmens gewarnt hatten.

Das Thema wurde auch im Europäischen Parlament behandelt. In seiner Entschließung zur Rolle und zu den Methoden von Ratingagenturen, die am 10. Februar 2004 verabschiedet wurde, forderte das Parlament die Kommission dazu auf, bis zum 31. Juli 2005 zu beurteilen,

ob und in welchem Umfang EU-Maßnahmen im Ratingsektor erforderlich sind.<sup>23</sup> Im Juli 2004 konsultierte die Kommission den Ausschuss der Europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR) bezüglich möglicher EU-Maßnahmen für Ratingagenturen; der CESR wurde gebeten, bis April 2005 Stellung zu nehmen.

### 3.2 INITIATIVEN DER VEREINIGTEN STAATEN

#### SARBANES-OXLEY-GESETZ

Durch das im Juli 2002 verabschiedete Sarbanes-Oxley-Gesetz (SOX) wurde der rechtliche Rahmen für die Corporate Governance in den Vereinigten Staaten grundlegend revidiert. Dieses neue Gesetz gilt für alle Unternehmen mit mehr als 500 Aktionären (Publikumsgesellschaften) sowie für börsennotierte Unternehmen. Ein Großteil der Bestimmungen des SOX ist auch für ausländische Emittenten, die gegenüber der US-amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC berichtspflichtig sind, sowie für ausländische Abschlussprüfer, die für solche Unternehmen arbeiten, verbindlich.

Ein wesentlicher Bereich, mit dem sich das SOX befasst, ist die interne Corporate Governance. Unter anderem verpflichtet das Gesetz den Vorstandsvorsitzenden und den Finanzvorstand eines Unternehmens, alle Jahres- und Quartalsberichte persönlich zu bestätigen, es verschärft die rechtlichen Bestimmungen hinsichtlich der Verantwortlichkeit bei Unternehmens- und Finanzbetrug (und sieht auch deutlich höhere Strafen vor) und trägt zu einer um-

<sup>21</sup> Vorschlag für Richtlinien des Europäischen Parlaments und des Rates zur Neufassung der Richtlinie 2000/12/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. März 2000 über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und der Richtlinie 93/6/EWG des Rates vom 15. März 1993 über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten (KOM(2004) 486).

<sup>22</sup> Richtlinie 2003/125/EG der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenskonflikten (ABl. L 339 vom 24.12.2003, S. 73).

<sup>23</sup> Die Entschließung basiert auf dem „Bericht über die Rolle und Methoden von Rating-Agenturen“ vom 29. Januar 2004, der vom Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments erarbeitet wurde.



fassenderen Offenlegung interner Kontrollmaßnahmen bei. Ferner verbietet das SOX Insiderhandel und Kreditgeschäfte mit Insidern; außerdem müssen börsennotierte Unternehmen über einen vollkommen unabhängigen internen Prüfungsausschuss verfügen. Ein weiteres herausragendes Merkmal des SOX ist der deutlich verbesserte Rahmen für die Abschlussprüfung. Dieser sieht insbesondere die Schaffung einer Regulierungsbehörde, des Public Company Accounting Oversight Board (PCAOB), vor; während bis dato die Abschlussprüfung durch Selbstregulierung gekennzeichnet war, übernimmt nun eine unabhängige Stelle die externe Kontrolle. Damit unterliegen alle Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die Publikumsgesellschaften prüfen, hinsichtlich Prüfungsqualität, Registrierung, regelmäßigen Inspektionen sowie möglichen Sanktionen den Vorgaben des PCAOB. Das SOX enthält auch Bestimmungen zu potenziellen Interessenskonflikten von Finanzanalysten. Überdies verschärft es die Regelungen für die laufende Offenlegung der Emittenten, indem es beispielsweise die Offenlegungspflichten bei nichtbilanzierten Geschäften ausweitet und von den Emittenten verlangt, dass sie alle Veränderungen ihrer Finanzlage und ihrer Finanzgeschäfte zügig und laufend melden müssen.

Einige der Bestimmungen des SOX traten sofort in Kraft, für die meisten war allerdings der Erlass gesonderter Vorschriften durch die SEC erforderlich. Neben diesen gesetzlichen Maßnahmen überarbeiteten die beiden wichtigsten Marktbetreiber – die New York Stock Exchange (NYSE) und die National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) – als Reaktion auf das SOX ihre Zulassungsvoraussetzungen.

### INITIATIVEN ZU RATINGAGENTUREN

Im SOX wurde die US-Börsenaufsichtsbehörde SEC dazu aufgefordert, die Rolle der Ratingagenturen in den Vereinigten Staaten zu überprüfen. Dabei sollte ein besonderes Augenmerk auf die allgemeine Bedeutung der Ratingagenturen für die Wertpapiermärkte, auf mögliche Hindernisse für die effiziente Durchführung

von Bonitätsbeurteilungen, auf Barrieren für den Zugang zum Ratingsektor sowie auf mögliche Interessenskonflikte gelegt werden. Die SEC legte dem US-Kongress ihren Bericht im Januar 2003 vor. Im Juni 2003 führte sie dann eine Konsultation zu verschiedenen Fragen im Hinblick auf Ratingagenturen durch, zu denen auch die Nutzung von Bonitätsbeurteilungen für aufsichtliche Zwecke sowie mögliche Überwachungsmaßnahmen zählten.<sup>24</sup> Die Marktteilnehmer wurden gebeten, bis Ende Juli 2003 ihre Kommentare zum vorgeschlagenen Konzept abzugeben; bislang hat die Börsenaufsichtsbehörde noch keine weiteren Maßnahmen beschlossen.

### 3.3 INTERNATIONALE INITIATIVEN

#### ORGANISATION FÜR WIRTSCHAFTLICHE ZUSAMMENARBEIT UND ENTWICKLUNG

Im Mai 1999 verabschiedete die OECD ihre „Principles of Corporate Governance“ (Grundsätze der Corporate Governance), die anschließend vom Forum für Finanzmarktstabilität als einer der zwölf Kernstandards für solide Finanzsysteme übernommen wurden. Angesichts mehrerer Bilanzskandale, neuerer Entwicklungen und der Forderung nach einer stärkeren Regulierung in vielen Ländern überprüfte die OECD im Jahr 2002 ihre Grundsätze. Aufgrund dieser umfassenden Überprüfung, bei der auch die Entwicklung der Unternehmensführung in den OECD-Ländern untersucht und eine internationale öffentliche Konsultation durchgeführt wurden, veröffentlichte die OECD im April 2004 die überarbeiteten Grundsätze der Corporate Governance.

Diese konzentrieren sich wie bereits die Fassung von 1999 auf die interne Corporate Governance und die Offenlegung und decken fünf Bereiche ab: Aktionärsrechte, die gerechte Behandlung von Aktionären, die Rolle aller Interessengruppen des jeweiligen Unternehmens, Offenlegung und Transparenz sowie die Pflicht-

<sup>24</sup> SEC Concept Release Nr. 33-8236, Rating Agencies and the Use of Credit Ratings under the Federal Securities Laws, 4. Juni 2003.

ten der Unternehmensleitung. Die entsprechenden Bestimmungen wurden allerdings ausgeweitet und genauer formuliert. So wird nun explizit auf das Recht der Aktionäre hingewiesen, Mitglieder des Vorstands abzuwählen und an wichtigen Entscheidungen, wie der Nominierung, Wahl und Vergütung von Vorstandsmitgliedern, beteiligt zu werden. Auch wird ein stärkeres Gewicht auf die für die wirksame Ausübung von Aktionärsrechten und den Schutz von Kleinanlegern erforderlichen Voraussetzungen gelegt. Was die Rolle sonstiger Interessengruppen am jeweiligen Unternehmen betrifft, so wurde ein neuer Grundsatz zum Schutz von Informanten (aus dem Kreise aller zu den Interessengruppen des Unternehmens gehörenden Personen), die dem Aufsichtsrat oder der Unternehmensleitung illegale oder sittenwidrige Unternehmenspraktiken melden, aufgenommen. Der Abschnitt über Offenlegung und Transparenz enthält zusätzliche Offenlegungspflichten und unterstreicht zudem die Bedeutung unabhängiger Abschlussprüfer. Des Weiteren wird in einem neuen Grundsatz gefordert, dass die Arbeit von Ratingagenturen und Finanzanalysten nicht durch Interessenskonflikte beeinträchtigt werden soll. Schließlich wird in den neuen Grundsätzen, die den Aufsichtsrat betreffen, betont, dass dessen Verantwortlichkeiten von der Sache her denen eines Treuhänders entsprechen und dass der Aufsichtsrat unabhängig und objektiv sein muss.

#### **BASLER AUSSCHUSS FÜR BANKENAUF SICHT**

Aufgrund der zentralen Stellung der Banken bei der Bündelung von Kapital innerhalb einer Volkswirtschaft sowie des vergleichsweise höheren Ansteckungsrisikos bei Krisen im Bankgewerbe sind angemessene wechselseitige Kontrollen bei der Corporate Governance von Banken sogar noch wichtiger als bei anderen Unternehmen. Eine solide interne Corporate Governance verbessert die Fähigkeit der Banken, ihre finanziellen Risiken adäquat zu ermitteln, zu messen und zu überwachen.

Im September 1999 veröffentlichte der Basler Ausschuss einen Leitfaden zum Thema „En-

hancing Corporate Governance for Banking Organisations“ (Verbesserung der Corporate Governance bei Banken). Dieses Dokument ist Teil der laufenden Bemühungen des Ausschusses, das Risikomanagement und die Offenlegung von Banken zu verbessern, und trägt auch den nationalen und internationalen Initiativen zur Stärkung des Regelungsrahmens für die Corporate Governance Rechnung, insbesondere den OECD-Grundsätzen der Corporate Governance. Das Dokument berücksichtigt aufsichtliche Erfahrungen mit spezifischen Problemen bei der Corporate Governance von Banken und definiert eine Reihe von Grundsätzen für eine effiziente interne Corporate Governance. Der BCBS überprüft derzeit, ob und in welchem Umfang der Leitfaden aktualisiert werden muss.

#### **INTERNATIONALE VEREINIGUNG DER WERTPAPIERAUFSEHER**

Nach den jüngsten Unternehmensskandalen beschloss die Internationale Vereinigung der Wertpapieraufseher (IOSCO) im Februar 2004 einen umfangreichen Maßnahmenkatalog, um den Schutz der internationalen Kapitalmärkte gegen Finanzbetrug und Marktmissbrauch zu verbessern. Ein hochrangiger Arbeitsausschuss wurde beauftragt, die wichtigsten Problemfelder aufzuzeigen und gegebenenfalls die Notwendigkeit und den Umfang regulatorischer Maßnahmen durch die IOSCO zu prüfen. Auf der Grundlage dieser Arbeit veröffentlichte die IOSCO am 1. März 2005 den Bericht „Strengthening Capital Markets against Financial Fraud“ (Stärkung der Kapitalmärkte gegen Finanzbetrug), in dem die wichtigsten Ergebnisse des Arbeitsausschusses zusammengefasst wurden und ein Aktionsplan zur Verbesserung des derzeitigen aufsichtlichen Rahmens dargelegt wird. Der Bericht zeigt mehrere Bereiche auf, die bei den jüngsten Bilanzskandalen eine Rolle gespielt haben, darunter auch die interne Corporate Governance, die Abschlussprüfung, Offenlegung und Transparenz von Emittenten, die Bedeutung und die Pflichten von Reputations- und Finanzintermediären sowie komplexe Unternehmensstrukturen. Für jeden dieser Bereiche wurden die bestehenden



IOSCO-Standards und Grundsätze sowie die Möglichkeiten zur verbesserten Um- und Durchsetzung vorhandener Bestimmungen und/oder zusätzlicher Leitlinien geprüft. Besonderes Gewicht wurde auf geeignete Mechanismen zur Förderung einer effektiveren Um- und Durchsetzung von IOSCO-Standards und Grundsätzen in allen Ländern gelegt.

Bereits in früheren Jahren hatte die IOSCO mehrere wichtige Initiativen zur Verbesserung der Rahmenregelungen für die Corporate Governance ergriffen. Beispielsweise hatte sie in ihrer Eigenschaft als Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden Leitsätze und beste Verfahren zur externen Corporate Governance und zur Transparenz und Offenlegung entwickelt (etwa hinsichtlich der Bedeutung von Ratingagenturen und Finanzanalysten für Wertpapiermärkte und im Hinblick auf die Abschlussprüfung).<sup>25</sup>

#### 4 KÜNFTIGE HERAUSFORDERUNGEN

Die Gewährleistung eines soliden Rahmens für die Corporate Governance ist ein fortwährender Prozess. Aktuelle Marktentwicklungen können Anpassungen der Rahmenregelungen für die Corporate Governance jederzeit erforderlich machen; überdies können neue Probleme im Bereich der Corporate Governance zu Tage treten. In den letzten Jahren wurde eine Vielzahl wichtiger Initiativen verabschiedet, um die drei Säulen der Corporate Governance vor dem Hintergrund der aktuellen Herausforderungen zu verstärken. In einigen Bereichen werden derzeit noch Maßnahmen durchgeführt, wie etwa die Umsetzung des „Aktionsplans zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts und zur Verbesserung der Corporate Governance“ der Europäischen Kommission und mögliche Initiativen in Bezug auf Ratingagenturen. In nächster Zeit sollte sich die Politik daher auf die Umsetzung des überarbeiteten Regelungsrahmens konzentrieren. Vor allem sollten neue Bestimmungen generell ihre Wirkung entfalten können, bevor zusätzliche aufsichtliche Initiativen in diesen Bereichen erwogen werden.

Auch sollten Kosten und Nutzen weiterer regulatorischer Maßnahmen genauestens abgewägt werden.

Eine wirksame Umsetzung der neuen Grundsätze und Bestimmungen zur Corporate Governance hängt nicht allein von deren strikter Anwendung und Durchsetzung ab, denn auch die besten Regelungen können umgangen werden und einen Betrug nie völlig verhindern. Deshalb sollte noch einmal die Bedeutung einer angemessenen Geschäftsethik und Aktionärskultur unterstrichen werden. So stützt sich die interne Corporate Governance nicht nur auf die formale Einhaltung von Regelungen für die Organisation von Leitungs- und Aufsichtsorganen und die Rechte der Aktionäre, sondern auch auf die Förderung einer angemessenen Unternehmenskultur durch die erfahrenen Führungskräfte und durch die Leitungs- und Aufsichtsorgane sowie die aktive Rolle der Aktionäre. Entsprechend erleichtern zwar striktere Regelungen zur Transparenz und Offenlegung die Marktdisziplin, aber alle Interessengruppen am jeweiligen Unternehmen müssen im Rahmen ihrer Verantwortlichkeit das Unternehmen aktiv überwachen.

<sup>25</sup> Im Dezember 2004 veröffentlichte die IOSCO für Ratingagenturen einen „Code of Conduct Fundamentals“ (Verhaltenskodex), der sich im Wesentlichen mit drei Bereichen beschäftigt, nämlich der Qualität und Integrität des Ratingverfahrens, der Notwendigkeit der Unabhängigkeit und der Vermeidung von Interessenskonflikten sowie der Verantwortung von Ratingagenturen gegenüber Anlegern und Emittenten. Der Verhaltenskodex basierte auf früheren Studien der IOSCO zu Ratingagenturen, und zwar auf den „Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies“ (Grundsätze für die Tätigkeit von Ratingagenturen) und dem „Report on the Activities of Credit Rating Agencies“ (Bericht über die Tätigkeit von Ratingagenturen), die beide im September 2003 erschienen. Was Finanzanalysten anbelangt, so präsentierte die IOSCO im September 2003 einen „Report on Analyst Conflicts of Interest“ (Bericht über Interessenskonflikte von Analysten) sowie ein „Statement of Principles for Addressing Sell-Side Securities Analyst Conflicts of Interest“ (Grundsätze zum Umgang mit Interessenskonflikten bei Analysten, die sich mit der Verkäuferseite bei Wertpapiergeschäften beschäftigen). Für den Bereich der Abschlussprüfung veröffentlichte die IOSCO im Oktober 2002 die „Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor’s Independence“ (Grundsätze über die Unabhängigkeit von Abschlussprüfern und die Rolle der Corporate Governance bei der Überwachung der Unabhängigkeit von Abschlussprüfern) sowie die „Principles for Auditor Oversight“ (Grundsätze zur Aufsicht über Abschlussprüfer).

Aufgrund der größeren Vernetzung der Finanzmärkte ist eine stärkere grenzüberschreitende Konvergenz sowohl innerhalb der EU als auch weltweit für die Umsetzung ebenfalls wichtig.

In der EU ist die zeitnahe und einheitliche Umsetzung der einschlägigen neuen Rechtsvorschriften der Gemeinschaft in den Mitgliedstaaten eine grundlegende Voraussetzung für einen effizienten und integrierten gemeinsamen Finanzmarkt. Auch sollte sorgfältig beobachtet werden, ob die verschiedenen unverbindlichen Maßnahmen auf Gemeinschaftsebene – besonders im Bereich der internen Corporate Governance – eine effektive Annäherung der Verfahrensweisen und eine Herausbildung der besten Verfahren bewirken.

International ist es besonders wichtig, dass die gemeinsam vereinbarten Standards und Maßstäbe für eine gute Corporate Governance bei den nationalen Bestimmungen und Praktiken angemessen berücksichtigt werden. Wengleich internationale Grundsätze in allen Ländern beachtet werden müssen, gibt es für die Regulierung der Corporate Governance aufgrund der großen Unterschiede zwischen den einzelnen Finanzsystemen, rechtlichen Gegebenheiten und Eigentümerstrukturen keine Patentlösung. Angesichts dieser Unterschiede ist ein regelmäßiger grenzüberschreitender Informationsaustausch zwischen den verantwortlichen Behörden vor allem im Hinblick auf laufende oder künftige regulatorische Initiativen unabdingbar. Ein derartiger Dialog trägt zu einem besseren gegenseitigen Verständnis der jeweiligen Systeme der Corporate Governance bei. Darüber hinaus erleichtert er die grenzüberschreitende Koordinierung von Regelungen, die darauf abzielt, das Risiko einer möglichen Doppelregulierung oder von Wettbewerbsverzerrungen zu verringern. Ein herausragendes Beispiel für eine solche Kooperation ist der Dialog über Finanzmarktregu-

lierung<sup>26</sup> zwischen der EU und den Vereinigten Staaten, ein informeller bilateraler Austausch, in dem regulatorische und aufsichtliche Fragen von gemeinsamem Interesse erörtert werden.

26 Der Dialog über Finanzmarktregulierung zwischen der EU und den Vereinigten Staaten begann auf dem EU-US-Gipfel im Mai 2002. An ihm nehmen die Europäische Kommission, die US-Börsenaufsichtsbehörde, das Board of Governors des Federal Reserve System und das US-amerikanische Schatzamt teil.

# STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS





# INHALT<sup>1</sup>

## ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet **S5**

### I MONETÄRE STATISTIK

1.1 Konsolidierter Ausweis des Eurosystems	<b>S6</b>
1.2 Schlüsselzinssätze der EZB	<b>S7</b>
1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)	<b>S8</b>
1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik	<b>S9</b>

### 2 MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet	<b>S10</b>
2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet	<b>S11</b>
2.3 Monetäre Statistik	<b>S12</b>
2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung	<b>S14</b>
2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung	<b>S17</b>
2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung	<b>S20</b>
2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs	<b>S21</b>
2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen	<b>S22</b>
2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet	<b>S24</b>
2.10 Aktiva der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen	<b>S25</b>

### 3 FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

3.1 Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren	<b>S26</b>
3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren	<b>S27</b>
3.3 Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	<b>S28</b>
3.4 Jährliche Ersparnis, Investitionen und Finanzierung	<b>S29</b>

### 4 FINANZMÄRKTE

4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen	<b>S30</b>
4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten	<b>S31</b>
4.3 Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien	<b>S33</b>
4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	<b>S35</b>
4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	<b>S37</b>
4.6 Geldmarktsätze	<b>S39</b>
4.7 Renditen von Staatsanleihen	<b>S40</b>
4.8 Börsenindizes	<b>S41</b>

### 5 PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern	<b>S42</b>
5.2 Produktion und Nachfrage	<b>S45</b>
5.3 Arbeitsmärkte	<b>S49</b>

<sup>1</sup> Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int) erhältlich. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen finden sich auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)).

<b>6</b>	<b>ÖFFENTLICHE FINANZEN</b>	
6.1	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo	<b>S50</b>
6.2	Verschuldung	<b>S51</b>
6.3	Veränderung der Verschuldung	<b>S52</b>
6.4	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis	<b>S53</b>
<b>7</b>	<b>AUSSENWIRTSCHAFT</b>	
7.1	Zahlungsbilanz	<b>S54</b>
7.2	Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz	<b>S59</b>
7.3	Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus	<b>S60</b>
7.4	Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven)	<b>S62</b>
7.5	Warenhandel	<b>S64</b>
<b>8</b>	<b>WECHSELKURSE</b>	
8.1	Effektive Wechselkurse	<b>S66</b>
8.2	Bilaterale Wechselkurse	<b>S67</b>
<b>9</b>	<b>ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	
9.1	In anderen EU-Mitgliedstaaten	<b>S68</b>
9.2	In den Vereinigten Staaten und Japan	<b>S69</b>
	<b>ABBILDUNGEN</b>	<b>S71</b>
	<b>TECHNISCHER HINWEIS</b>	<b>S73</b>
	<b>ERLÄUTERUNGEN</b>	<b>S77</b>

#### **NEU IN DIESER AUSGABE**

Zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets werden nun auch Quartalsangaben veröffentlicht, die erstmals in Abschnitt 7.4 dieser Ausgabe des Monatsberichts zu finden sind.

Abschnitt 8.2 wurde um die sieben neuen Währungen, für die die EZB seit dem 1. April 2005 Referenzkurse gegenüber dem Euro veröffentlicht, erweitert.

#### **In den Tabellen verwendete Abkürzungen und Zeichen**

„-“	Daten werden nicht erhoben/ Nachweis nicht sinnvoll
„“	Daten noch nicht verfügbar
„...“	Zahlenwert null oder vernachlässigbar
(p)	vorläufige Zahl



# ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet  
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

## 1. Monetäre Entwicklung und Zinssätze

	M1 <sup>1)</sup>	M2 <sup>1)</sup>	M3 <sup>1),2)</sup>	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 <sup>1),2)</sup>	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) <sup>1)</sup>	Von nicht- finanziellen und nichtmonetären finanziellen Kapital- gesellschaften begebene Wert- papiere ohne Aktien in Euro <sup>1)</sup>	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR, in % p.a., Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Rendite von Staatsanleihen im Zehnjahres- bereich (in % p.a., Durch- schnittswerte der Berichts- zeiträume)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	10,9	8,0	8,1	-	4,9	19,6	2,33	4,16
2004	10,0	6,3	5,8	-	6,0	10,9	2,11	4,14
2004 Q2	10,2	6,0	5,4	-	5,6	10,2	2,08	4,36
Q3	9,6	5,8	5,6	-	6,2	9,9	2,12	4,21
Q4	9,3	6,4	6,0	-	6,8	8,9	2,16	3,84
2005 Q1	9,6	7,1	6,7	-	7,3	.	2,14	3,67
2004 Nov.	9,7	6,6	6,0	6,1	6,9	9,4	2,17	3,87
Dez.	8,9	6,7	6,6	6,5	7,1	8,9	2,17	3,69
2005 Jan.	9,6	7,1	6,8	6,7	7,3	9,8	2,15	3,63
Febr.	10,2	7,3	6,7	6,7	7,3	9,6	2,14	3,62
März	9,3	7,1	6,5	.	7,6	.	2,14	3,76
April	.	.	.	.	.	.	2,14	3,57

## 2. Preise, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmärkte

	Harmonisierter Verbraucher- preisindex (HVPI)	Industrielle Erzeugerpreise	Arbeitskosten pro Stunde	Bruttoinlands- produkt (BIP) in konstanten Preisen	Industrie- produktion (ohne Baugewerbe)	Kapazitäts- auslastung im verarbeitenden Gewerbe (in %)	Erwerbstätige	Arbeitslose (in % der Erwerbs- personen)
	1	2	3	4	5	6	7	8
2003	2,1	1,4	2,7	0,5	0,3	81,1	0,2	8,7
2004	2,1	2,3	2,3	2,1	1,9	81,7	0,5	8,8
2004 Q2	2,3	2,0	2,2	2,2	3,0	81,6	0,5	8,9
Q3	2,2	3,1	1,9	1,8	2,8	82,1	0,6	8,8
Q4	2,3	3,8	2,4	1,6	1,0	82,0	0,8	8,8
2005 Q1	2,0	4,1	.	.	.	81,4	.	8,8
2004 Nov.	2,2	3,7	-	-	0,7	-	-	8,8
Dez.	2,4	3,5	-	-	1,1	-	-	8,8
2005 Jan.	1,9	3,9	-	-	2,0	81,9	-	8,8
Febr.	2,1	4,2	-	-	0,5	-	-	8,8
März	2,1	4,2	-	-	.	-	-	8,9
April	2,1	.	-	-	.	80,9	-	.

## 3. Zahlungsbilanz, Währungsreserven und Wechselkurse

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Nettotransaktionen)				Währungs- reserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Effektiver Wechselkurs des Euro: EWK-23 <sup>3)</sup> (Index, 1999 Q1 = 100)		EUR/USD- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen	Wertpapier- anlagen		Nominal	Real (VPI)	
2003	33,5	102,7	5,4	43,4	306,5	99,9	101,7	1,1312
2004	62,5	103,4	-47,9	68,6	280,6	103,8	105,8	1,2439
2004 Q2	7,4	31,4	-12,1	27,0	302,2	102,1	104,1	1,2046
Q3	15,5	23,5	1,1	7,2	298,5	102,8	104,9	1,2220
Q4	20,0	20,8	-14,0	23,1	280,6	105,7	107,8	1,2977
2005 Q1	.	.	.	.	284,9	105,7	107,8	1,3113
2004 Nov.	6,3	4,6	-6,4	-13,0	292,7	105,6	107,7	1,2991
Dez.	9,6	7,3	5,1	38,3	280,6	107,1	109,3	1,3408
2005 Jan.	-8,0	0,2	-11,4	-17,1	289,0	105,8	107,9	1,3119
Febr.	9,1	6,1	-4,6	22,6	283,2	105,1	107,1	1,3014
März	.	.	.	.	284,9	106,0	108,2	1,3201
April	.	.	.	.	.	105,1	107,4	1,2938

Quellen: EZB, Europäische Kommission (Eurostat) und Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen) und Reuters.

Anmerkung: Nähere Informationen zu den ausgewiesenen Daten finden sich in den entsprechenden Tabellen dieses Abschnitts.

- Bei Monatsangaben beziehen sich die prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr auf das Monatsende, bei Quartals- und Jahresangaben auf die jährliche Veränderung der Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“.
- Die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltenen Bestände an Geldmarktfondsanteilen und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind aus der Geldmenge M3 und ihren Komponenten herausgerechnet.
- Die Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.





# MONETÄRE STATISTIK

## I.1 Konsolidierter Ausweis des Eurosystems (in Mio €)

### 1. Aktiva

	8. April 2005	15. April 2005	22. April 2005	29. April 2005
<b>Gold und Goldforderungen</b>	128 024	127 990	127 959	127 431
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	156 535	154 868	154 586	155 909
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	19 574	19 981	20 538	20 527
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	8 681	8 725	9 103	9 673
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	365 013	360 503	372 004	370 512
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	274 999	270 499	281 999	280 500
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	90 002	90 002	90 002	90 000
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	11	1	2	3
Forderungen aus Margenausgleich	1	1	1	9
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	2 993	3 063	3 010	2 906
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	80 706	80 724	80 116	79 795
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	41 177	41 177	41 184	41 184
<b>Sonstige Aktiva</b>	124 540	125 167	126 043	126 542
<b>Aktiva insgesamt</b>	927 243	922 198	934 543	934 479

### 2. Passiva

	8. April 2005	15. April 2005	22. April 2005	29. April 2005
<b>Banknotenumlauf</b>	502 872	502 327	502 100	506 965
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	142 220	143 412	143 675	139 295
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	142 084	143 345	143 647	138 874
Einlagefazilität	135	33	28	420
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	1	34	0	1
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	140	140	140	140
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	72 424	67 654	79 580	77 605
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	8 888	8 869	8 861	9 191
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	238	297	309	356
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	10 917	9 636	9 978	10 907
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	5 701	5 701	5 701	5 701
<b>Sonstige Passiva</b>	53 679	53 996	54 032	54 152
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	71 961	71 961	71 961	71 961
<b>Kapital und Rücklagen</b>	58 203	58 205	58 206	58 206
<b>Passiva insgesamt</b>	927 243	922 198	934 543	934 479

Quelle: EZB.

**1.2 Schlüsselzinssätze der EZB**  
 (Zinssätze in % p.a.; Veränderung in Prozentpunkten)

Mit Wirkung vom <sup>1)</sup>	Einlagefazilität		Hauptrefinanzierungsgeschäfte			Spitzenrefinanzierungsfazilität	
	Stand	Veränderung	Mengentender	Zinstender	Veränderung	Stand	Veränderung
			Festzinssatz	Mindestbietungssatz			
	1	2	3	4	5	6	7
1999 1. Jan.	2,00	-	3,00	-	-	4,50	-
4. <sup>2)</sup>	2,75	0,75	3,00	-	...	3,25	-1,25
22.	2,00	-0,75	3,00	-	...	4,50	1,25
9. April	1,50	-0,50	2,50	-	-0,50	3,50	-1,00
5. Nov.	2,00	0,50	3,00	-	0,50	4,00	0,50
2000 4. Febr.	2,25	0,25	3,25	-	0,25	4,25	0,25
17. März	2,50	0,25	3,50	-	0,25	4,50	0,25
28. April	2,75	0,25	3,75	-	0,25	4,75	0,25
9. Juni	3,25	0,50	4,25	-	0,50	5,25	0,50
28. <sup>3)</sup>	3,25	...	-	4,25	...	5,25	...
1. Sept.	3,50	0,25	-	4,50	0,25	5,50	0,25
6. Okt.	3,75	0,25	-	4,75	0,25	5,75	0,25
2001 11. Mai	3,50	-0,25	-	4,50	-0,25	5,50	-0,25
31. Aug.	3,25	-0,25	-	4,25	-0,25	5,25	-0,25
18. Sept.	2,75	-0,50	-	3,75	-0,50	4,75	-0,50
9. Nov.	2,25	-0,50	-	3,25	-0,50	4,25	-0,50
2002 6. Dez.	1,75	-0,50	-	2,75	-0,50	3,75	-0,50
2003 7. März	1,50	-0,25	-	2,50	-0,25	3,50	-0,25
6. Juni	1,00	-0,50	-	2,00	-0,50	3,00	-0,50

Quelle: EZB.

- 1) Im Zeitraum vom 1. Januar 1999 bis zum 9. März 2004 bezieht sich das Datum auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität. Änderungen des Zinssatzes für Hauptrefinanzierungsgeschäfte sind, soweit nicht anders angegeben, ab dem ersten auf das angegebene Datum folgenden Geschäft wirksam. Die Änderung vom 18. September 2001 wurde am selben Tag wirksam. Seit dem 10. März 2004 bezieht sich das Datum, soweit nicht anders angegeben, auf die Einlagefazilität und die Spitzenrefinanzierungsfazilität sowie auf die Hauptrefinanzierungsgeschäfte (Änderungen sind ab dem Hauptrefinanzierungsgeschäft, das auf die Beratungen des EZB-Rats folgt, wirksam).
- 2) Am 22. Dezember 1998 kündigte die EZB an, dass zwischen dem 4. und dem 21. Januar 1999 ausnahmsweise ein enger Korridor von 50 Basispunkten zwischen den Zinssätzen für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität angewandt werde. Damit sollte den Marktteilnehmern der Übergang zu dem neuen System erleichtert werden.
- 3) Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.

## 1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren) <sup>1), 2)</sup>

(in Mio €; Zinssätze in % p.a.)

### 1. Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte <sup>3)</sup>

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
				Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>4)</sup>	Gewichteter Durchschnittssatz		
1	2	3	4	5	6	7	7	
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>								
2005	5. Jan.	324 154	321	259 000	2,00	2,06	2,07	7
	12.	343 644	332	265 000	2,00	2,06	2,07	7
	19.	362 771	364	279 500	2,00	2,06	2,07	7
	26.	368 794	358	273 000	2,00	2,06	2,07	7
	2. Febr.	332 198	329	277 500	2,00	2,06	2,06	6
	8.	327 172	305	275 500	2,00	2,06	2,06	8
	16.	352 917	341	276 500	2,00	2,05	2,06	7
	23.	349 248	352	284 500	2,00	2,05	2,06	7
	2. März	329 036	325	275 000	2,00	2,05	2,06	7
	9.	320 545	335	272 500	2,00	2,05	2,05	7
	16.	317 574	350	276 500	2,00	2,05	2,05	7
	23.	346 871	370	291 000	2,00	2,05	2,05	7
	30.	312 429	337	276 000	2,00	2,05	2,06	7
	6. April	292 103	350	275 000	2,00	2,05	2,05	7
	13.	313 575	348	270 500	2,00	2,05	2,05	7
	20.	328 593	370	282 000	2,00	2,05	2,05	7
	27.	329 984	351	280 500	2,00	2,05	2,05	7
	4. Mai	339 182	301	273 000	2,00	2,05	2,05	7
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>								
2004	29. April	54 243	180	25 000	-	2,01	2,03	91
	27. Mai	45 594	178	25 000	-	2,04	2,05	91
	1. Juli	37 698	147	25 000	-	2,06	2,08	91
	29.	40 354	167	25 000	-	2,07	2,08	91
	26. Aug.	37 957	152	25 000	-	2,06	2,08	91
	30. Sept.	37 414	138	25 000	-	2,06	2,08	84
	28. Okt.	46 646	187	25 000	-	2,10	2,11	91
	25. Nov.	51 095	174	25 000	-	2,13	2,14	91
	23. Dez.	34 466	155	25 000	-	2,12	2,14	98
2005	27. Jan.	58 133	164	30 000	-	2,09	2,10	91
	24. Febr.	40 340	145	30 000	-	2,08	2,09	91
	31. März	38 462	148	30 000	-	2,09	2,10	91
	28. April	47 958	148	30 000	-	2,08	2,09	91

### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Mengtender	Zinstender			Laufzeit (Tage)	
						Festzinssatz	Mindest- bietungs- satz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>4)</sup>		Gewichteter Durch- schnittssatz
1	2	3	4	5	6	7	8	9		
2000	5. Jan. <sup>5)</sup>	Hereinnahme von Termineinlagen	14 420	43	14 420	-	-	3,00	3,00	7
	21. Juni	Befristete Transaktion	18 845	38	7 000	-	-	4,26	4,28	1
2001	30. April	Befristete Transaktion	105 377	329	73 000	-	4,75	4,77	4,79	7
	12. Sept.	Befristete Transaktion	69 281	63	69 281	4,25	-	-	-	1
	13.	Befristete Transaktion	40 495	45	40 495	4,25	-	-	-	1
	28. Nov.	Befristete Transaktion	73 096	166	53 000	-	3,25	3,28	3,29	7
2002	4. Jan.	Befristete Transaktion	57 644	61	25 000	-	3,25	3,30	3,32	3
	10.	Befristete Transaktion	59 377	63	40 000	-	3,25	3,28	3,30	1
	18. Dez.	Befristete Transaktion	28 480	50	10 000	-	2,75	2,80	2,82	6
2003	23. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	3 850	12	3 850	2,50	-	-	-	3
2004	11. Mai	Hereinnahme von Termineinlagen	16 200	24	13 000	2,00	-	-	-	1
	8. Nov.	Befristete Transaktion	33 175	42	6 500	-	2,00	2,06	2,07	1
	7. Dez.	Hereinnahme von Termineinlagen	18 185	16	15 000	2,00	-	-	-	1
2005	18. Jan.	Befristete Transaktion	33 065	28	8 000	-	2,00	2,05	2,05	1
	7. Febr.	Befristete Transaktion	17 715	24	2 500	-	2,00	2,05	2,05	1
	8. März	Hereinnahme von Termineinlagen	4 300	5	3 500	2,00	-	-	-	1

Quelle: EZB.

- 1) Geringfügige Abweichungen von den in Abschnitt 1.1 ausgewiesenen Beträgen sind aufgrund von zugeteilten, jedoch nicht abgewickelten Geschäften möglich.
- 2) Mit Wirkung vom April 2002 werden Ausgleichstender, d.h. Operationen mit einer Laufzeit von einer Woche, die parallel zu einem Hauptrefinanzierungsgeschäft als Standardtender durchgeführt werden, als Hauptrefinanzierungsgeschäfte klassifiziert. Angaben zu vor diesem Monat durchgeführten Ausgleichstendern sind in Tabelle 2 in Abschnitt 1.3 enthalten.
- 3) Am 8. Juni 2000 kündigte die EZB an, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems beginnend mit dem am 28. Juni 2000 abzuwickelnden Geschäft als Zinstender durchgeführt würden. Der Mindestbietungssatz bezieht sich auf den Mindestzinssatz, zu dem die Geschäftspartner ihre Gebote abgeben können.
- 4) Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.
- 5) Dieses Geschäft wurde zu einem Höchststanz von 3,00 % durchgeführt.

## 1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

(in Mrd €; soweit nicht anders angegeben, Durchschnittswerte der Berichtszeiträume errechnet aus Tageswerten; Verzinsung in % p.a.)

## 1. Mindestreservebasis der reservepflichtigen Kreditinstitute

Reservebasis per 1);	Insgesamt	Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 2 %		Verbindlichkeiten mit einem Reservesatz von 0 %		
		Einlagen (täglich fällig, mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von bis zu 2 Jahren)	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen (mit vereinbarter Laufzeit und Kündigungsfrist von mehr als 2 Jahren)	Repogeschäfte	Schuldverschreibungen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
	1	2	3	4	5	6
2002	11 116,8	6 139,9	409,2	1 381,9	725,5	2 460,3
2003	11 538,7	6 283,8	412,9	1 459,1	759,5	2 623,5
2004 Q1	11 926,7	6 404,7	442,5	1 483,2	867,7	2 728,6
Q2	12 148,5	6 524,1	439,1	1 515,1	859,0	2 811,2
Q3	12 209,6	6 488,0	435,3	1 535,3	880,8	2 870,3
2004 Okt.	12 262,1	6 496,9	448,2	1 546,5	888,8	2 881,7
Nov.	12 371,7	6 535,7	452,7	1 551,1	946,6	2 885,6
Dez.	12 415,9	6 593,7	458,1	1 565,2	913,7	2 885,3
2005 Jan.	12 596,6	6 697,7	460,1	1 577,8	943,1	2 918,0
Febr.	12 722,0	6 710,6	471,2	1 583,5	999,2	2 957,5

## 2. Mindestreserve-Erfüllung

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Reserve-Soll	Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Überschussreserven	Unterschreitungen des Reserve-Solls	Verzinsung der Mindestreserven
	1	2	3	4	5
2002	128,8	129,5	0,8	0,0	3,06
2003	131,8	132,6	0,8	0,0	2,00
2004 Q1	133,4	134,1	0,7	0,0	2,00
Q2	136,4	137,1	0,7	0,0	2,00
Q3	138,7	139,3	0,6	0,0	2,02
Q4	137,9	138,5	0,6	0,0	2,05
2005 18. Jan.	138,4	139,1	0,7	0,0	2,07
7. Febr.	139,3	140,0	0,8	0,0	2,06
8. März	140,5	141,3	0,8	0,0	2,05
12. April	142,6	143,3	0,6	0,0	2,05
10. Mai	143,1				

## 3. Liquidität

Ende der Mindestreserve-Erfüllungsperiode:	Liquiditätszuführende Faktoren					Liquiditätsabschöpfende Faktoren					Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten	Basisgeld
	Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems					Banknoten-umlauf	Einlagen von Zentralstaaten beim Eurosystem	Sonstige Faktoren (netto)	11	12		
	Nettoaktiva des Eurosystems in Gold und Devisen	Hauptrefinanzierungsgeschäfte	Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	Spitzenrefinanzierungsfazilität	Sonstige liquiditätszuführende Faktoren							
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10			
2002	371,5	168,1	45,0	1,1	2,0	0,2	0,0	350,7	51,7	55,5	129,5	480,5
2003	320,1	235,5	45,0	0,6	0,0	0,1	0,0	416,1	57,0	-4,5	132,6	548,7
2004 Q1	303,3	219,4	56,7	0,4	0,0	0,2	0,0	418,0	48,6	-21,1	134,1	552,3
Q2	311,3	224,7	75,0	0,1	0,0	0,5	0,0	442,5	52,2	-21,1	137,1	580,1
Q3	299,4	251,6	75,0	0,1	0,0	0,2	0,0	462,8	56,3	-32,4	139,3	602,3
Q4	298,0	265,7	75,0	0,1	0,0	0,1	0,5	475,4	60,2	-36,0	138,5	614,1
2005 18. Jan.	290,3	272,9	75,0	0,2	0,2	0,1	0,0	496,0	45,3	-41,9	139,1	635,2
7. Febr.	280,6	276,6	78,0	0,1	0,1	0,1	0,0	487,1	63,8	-55,5	140,0	627,2
8. März	280,2	277,8	82,2	0,1	0,0	0,1	0,1	489,5	68,5	-59,2	141,3	630,9
12. April	282,1	278,2	86,9	0,2	0,0	0,1	0,0	498,6	67,4	-62,1	143,3	642,0

Quelle: EZB.

1) Stand am Ende des Berichtszeitraums.



# MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

## 2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet (in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Aktiva

	Ins- gesamt	Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet				Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geld- markt- fonds- anteile <sup>1)</sup>	Aktien und sonstige Dividenden- werte von sowie Betei- ligungen an Ansässigen im Euro- Währungs- gebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sach- anlagen	Sonstige Aktiv- posi- tionen
		Zu- sammen	Öffent- liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro- Währungs- gebiet	MFIs	Zu- sammen	Öffent- liche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro- Währungs- gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosystem</b>														
2002	1 042,8	416,2	24,2	0,6	391,3	94,6	86,0	1,0	7,6	-	13,2	374,2	11,9	132,7
2003	1 086,8	471,3	22,6	0,6	448,0	133,6	121,5	1,3	10,8	-	12,8	317,9	12,4	138,8
2004 Q1	1 102,7	467,6	22,6	0,7	444,3	143,4	128,9	1,5	13,0	-	13,1	320,7	14,0	143,9
Q2	1 200,0	560,9	22,2	0,6	538,0	147,8	133,5	1,9	12,3	-	13,3	311,3	14,1	152,7
Q3	1 193,5	544,3	22,2	0,6	521,5	150,7	135,2	1,9	13,6	-	13,5	309,2	14,2	161,7
Q4	1 197,3	546,5	21,5	0,6	524,3	154,8	140,0	1,7	13,1	-	14,2	291,6	14,0	176,2
2005 Jan.	1 240,7	581,9	21,5	0,6	559,8	159,3	143,6	1,7	14,0	-	13,8	298,2	14,7	172,8
Febr.	1 275,4	614,5	21,5	0,6	592,4	162,5	146,6	1,6	14,4	-	13,9	294,2	12,5	177,7
März <sup>(p)</sup>	1 274,5	599,9	21,5	0,6	577,8	167,8	151,9	1,6	14,4	-	14,0	296,8	12,5	183,5
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>														
2002	18 857,9	11 611,4	813,0	6 780,6	4 017,8	2 671,5	1 135,0	366,2	1 170,4	62,4	827,6	2 465,5	167,6	1 051,8
2003	19 800,8	12 114,7	819,1	7 101,8	4 193,8	2 944,0	1 242,6	427,7	1 273,6	67,3	894,9	2 572,7	161,8	1 045,5
2004 Q1	20 395,7	12 218,3	823,3	7 170,2	4 224,9	3 077,6	1 301,6	434,2	1 341,8	78,0	926,4	2 836,1	160,0	1 099,3
Q2	20 755,0	12 434,3	817,9	7 320,1	4 296,3	3 153,6	1 347,0	447,1	1 359,4	76,8	948,7	2 873,9	159,7	1 108,1
Q3	20 984,2	12 569,9	812,2	7 401,3	4 356,4	3 179,2	1 345,9	447,5	1 385,9	77,5	920,6	2 907,3	161,0	1 168,7
Q4	21 357,3	12 826,4	814,5	7 555,1	4 456,8	3 187,8	1 299,9	465,3	1 422,5	72,5	943,1	2 947,5	159,6	1 220,5
2005 Jan.	21 664,5	12 909,2	819,5	7 594,4	4 495,3	3 237,2	1 339,9	468,1	1 429,2	75,7	961,7	3 075,0	157,4	1 248,4
Febr.	21 829,9	12 967,3	809,8	7 620,8	4 536,7	3 288,0	1 367,8	478,3	1 441,9	75,4	965,5	3 127,0	157,6	1 249,1
März <sup>(p)</sup>	22 055,1	13 053,2	807,2	7 671,0	4 575,0	3 294,9	1 358,0	480,8	1 456,1	72,5	975,4	3 191,5	156,5	1 311,2

### 2. Passiva

	Ins- gesamt	Barg- geld- um- lauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarkt- fonds- anteile <sup>2)</sup>	Begebene Schuld- verschrei- bungen <sup>3)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- posi- tionen
			Zusammen	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte/ sonstige Ansässige im Euro-Währungs- gebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosystem</b>											
2002	1 042,8	392,9	328,4	29,5	15,6	283,3	-	3,6	165,9	32,9	119,1
2003	1 086,8	450,5	324,0	21,3	16,9	285,8	-	1,6	143,8	27,5	139,4
2004 Q1	1 102,7	439,9	336,6	43,1	15,8	277,7	-	1,6	155,5	23,6	145,3
Q2	1 200,0	465,1	413,2	67,1	18,4	327,6	-	1,6	145,5	23,5	151,1
Q3	1 193,5	480,6	380,4	57,8	16,3	306,3	-	1,6	148,5	23,6	158,8
Q4	1 197,3	517,3	346,6	24,7	15,0	306,8	-	0,5	138,4	27,2	167,4
2005 Jan.	1 240,7	502,4	402,0	57,6	16,0	328,4	-	0,5	145,7	25,8	164,1
Febr.	1 275,4	504,9	435,7	71,4	18,4	345,9	-	0,5	145,8	21,8	166,6
März <sup>(p)</sup>	1 274,5	516,4	411,5	61,1	17,6	332,7	-	0,5	149,9	24,9	171,3
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>											
2002	18 857,9	0,0	10 197,8	106,9	5 954,3	4 136,6	533,4	2 993,5	1 108,7	2 592,8	1 431,7
2003	19 800,8	0,0	10 774,7	132,3	6 277,6	4 364,9	648,8	3 161,4	1 151,0	2 606,5	1 458,4
2004 Q1	20 395,7	0,0	10 863,5	140,7	6 310,3	4 412,5	680,6	3 304,6	1 160,4	2 832,6	1 553,9
Q2	20 755,0	0,0	11 088,0	156,6	6 408,6	4 522,7	686,0	3 370,5	1 177,6	2 870,3	1 562,6
Q3	20 984,2	0,0	11 174,2	146,3	6 441,3	4 586,6	687,0	3 447,8	1 187,2	2 838,0	1 650,1
Q4	21 357,3	0,0	11 487,6	139,0	6 640,3	4 708,3	677,4	3 496,9	1 206,2	2 814,9	1 674,3
2005 Jan.	21 664,5	0,0	11 534,3	123,0	6 655,9	4 755,4	692,4	3 527,5	1 206,4	2 968,1	1 735,8
Febr.	21 829,9	0,0	11 602,8	138,7	6 660,2	4 803,9	690,9	3 580,0	1 211,5	3 007,5	1 737,3
März <sup>(p)</sup>	22 055,1	0,0	11 658,6	125,0	6 707,6	4 826,0	687,7	3 617,3	1 217,7	3 080,5	1 793,3

Quelle: EZB.

- 1) Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Bestände. Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebene Bestände sind in den Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.
- 2) Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.
- 3) Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Bestände mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in den Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.

**2.2 Konsolidierte Bilanz der MFI's im Euro-Währungsgebiet**

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

**1. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte von sowie Beteiligungen an sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktiv- posi- tionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Wäh- rungs- gebiet	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Nicht-MFIs im Euro- Wäh- rungs- gebiet				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2002	13 931,2	7 618,5	837,2	6 781,2	1 588,1	1 221,0	367,1	572,7	2 839,7	179,5	1 132,7
2003	14 557,3	7 944,2	841,7	7 102,4	1 793,1	1 364,1	429,0	623,6	2 890,6	174,1	1 131,7
2004 Q1	15 066,1	8 016,8	845,9	7 170,9	1 866,2	1 430,5	435,7	649,4	3 156,8	173,9	1 202,9
Q2	15 331,0	8 160,9	840,2	7 320,7	1 929,6	1 480,6	449,0	662,9	3 185,2	173,8	1 218,7
Q3	15 489,3	8 236,4	834,4	7 401,9	1 930,4	1 481,1	449,3	643,1	3 216,5	175,2	1 287,8
Q4	15 725,6	8 391,8	836,0	7 555,7	1 906,9	1 439,9	467,0	666,4	3 239,2	173,6	1 347,8
2005 Jan.	15 991,4	8 436,1	841,0	7 595,1	1 953,4	1 483,5	469,9	678,0	3 373,2	172,1	1 378,7
Febr.	16 105,3	8 452,8	831,3	7 621,5	1 994,3	1 514,4	479,9	681,5	3 421,3	170,1	1 385,4
März <sup>(p)</sup>	16 287,0	8 500,3	828,7	7 671,6	1 992,2	1 509,9	482,4	687,2	3 488,3	169,0	1 450,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2002	602,8	299,2	-9,4	308,6	72,2	43,4	28,8	7,7	245,2	-1,3	-20,1
2003	767,4	385,9	13,7	372,2	170,4	116,3	54,1	19,3	224,8	-3,6	-29,5
2004 Q1	430,1	84,6	5,7	78,8	56,8	52,5	4,3	24,6	211,1	-0,4	53,4
Q2	265,8	150,2	-7,4	157,6	64,1	50,0	14,1	8,4	32,3	1,6	9,3
Q3	193,0	87,7	-5,4	93,1	-4,4	-1,8	-2,6	-19,5	61,0	1,6	66,6
Q4	377,9	175,8	1,6	174,1	-23,4	-42,6	19,2	20,9	129,7	0,0	75,0
2005 Jan.	199,2	43,1	4,8	38,4	39,9	37,3	2,6	10,7	82,1	-1,4	24,8
Febr.	133,4	17,5	-9,1	26,5	42,9	32,4	10,5	1,4	66,0	-2,0	7,5
März <sup>(p)</sup>	140,2	47,7	-2,4	50,1	-3,3	-5,7	2,5	5,9	42,6	-1,1	48,3

**2. Passiva**

	Ins- gesamt	Barg- geld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Geldmarkt- fonds- anteile <sup>1)</sup>	Begebene Schuld- verschrei- bungen <sup>2)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro- Währungs- gebiets	Sonstige Passiv- posi- tionen	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten
<b>Bestände</b>										
2002	13 931,2	341,2	136,4	5 969,9	471,0	1 819,0	1 006,4	2 625,6	1 550,9	10,8
2003	14 557,3	397,9	153,6	6 294,4	581,5	1 878,5	1 010,6	2 634,0	1 597,8	8,9
2004 Q1	15 066,1	399,6	183,8	6 326,1	602,6	1 951,5	1 025,8	2 856,2	1 699,3	21,1
Q2	15 331,0	423,0	223,7	6 427,1	609,2	2 000,4	1 024,1	2 893,8	1 713,7	16,0
Q3	15 489,3	438,0	204,1	6 457,6	609,5	2 049,9	1 044,7	2 861,6	1 808,9	15,0
Q4	15 725,6	468,4	163,7	6 655,4	604,9	2 061,8	1 053,7	2 842,1	1 841,6	34,0
2005 Jan.	15 991,4	459,9	180,6	6 671,9	616,8	2 084,8	1 054,7	2 993,9	1 900,0	28,8
Febr.	16 105,3	463,6	210,1	6 678,7	615,5	2 124,3	1 059,3	3 029,3	1 903,8	20,8
März <sup>(p)</sup>	16 287,0	471,7	186,1	6 725,2	615,2	2 147,3	1 065,4	3 105,4	1 964,7	6,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2002	602,8	101,4	-5,8	222,0	70,6	106,1	39,7	74,6	-92,3	86,5
2003	767,4	79,0	12,9	315,8	56,7	133,5	40,1	130,8	-61,2	59,8
2004 Q1	430,1	1,7	30,2	25,2	22,4	61,0	8,3	174,7	117,6	-11,0
Q2	265,8	23,4	39,4	102,5	2,2	48,7	9,9	32,3	9,6	-2,2
Q3	193,0	15,1	-19,7	35,5	1,6	54,6	19,4	-3,7	81,7	8,5
Q4	377,9	30,4	-40,4	210,5	-3,9	33,9	13,5	72,3	19,5	42,1
2005 Jan.	199,2	-8,5	16,9	10,1	12,8	4,7	-2,4	104,4	75,4	-14,3
Febr.	133,4	3,7	29,5	5,4	-2,2	44,0	5,9	52,0	-1,3	-3,5
März <sup>(p)</sup>	140,2	8,2	-23,9	43,9	-0,5	18,2	4,3	54,7	55,5	-20,2

Quelle: EZB.

1) Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.

2) Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets gehaltene Bestände mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in den Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets enthalten.

## 2.3 Monetäre Statistik

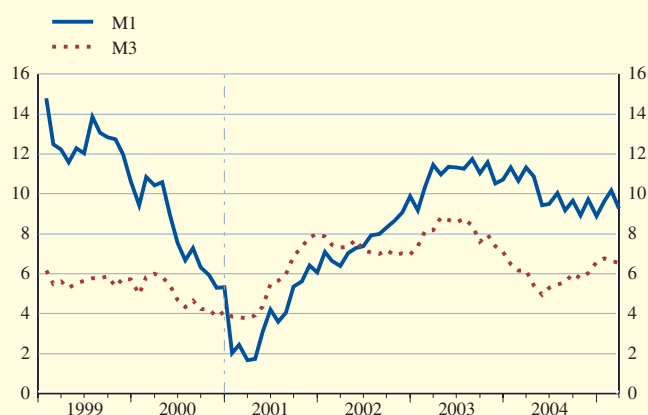
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Geldmengenaggregate<sup>1)</sup> und Gegenposten

	M1	M2-M1	M2	M3-M2	M3	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3	Länger- fristige finanzielle Verbind- lichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	Buchkredite	Nettoforde- rungen gegenüber Ansässiger außerhalb des Euro- Währungs- gebiets <sup>2)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Bestände</b>											
2002	2 444,9	2 470,7	4 915,7	851,8	5 767,5	-	3 987,0	2 076,2	7 721,6	6 776,5	191,0
2003	2 682,6	2 553,3	5 236,0	908,5	6 144,5	-	4 139,3	2 227,6	8 156,0	7 097,8	235,4
2004 Q1	2 757,7	2 556,2	5 313,9	907,7	6 221,6	-	4 242,2	2 265,8	8 246,0	7 170,0	316,8
Q2	2 795,2	2 584,6	5 379,8	930,9	6 310,7	-	4 311,6	2 303,3	8 401,0	7 295,7	290,6
Q3	2 867,0	2 620,5	5 487,5	941,0	6 428,5	-	4 393,8	2 322,9	8 526,1	7 416,8	342,9
Q4	2 912,6	2 662,8	5 575,3	961,8	6 537,1	-	4 459,5	2 300,2	8 690,1	7 550,6	378,1
2005 Jan.	2 960,4	2 665,6	5 626,0	949,8	6 575,7	-	4 497,1	2 330,6	8 748,7	7 598,3	379,1
Febr.	2 992,8	2 667,1	5 660,0	949,3	6 609,2	-	4 534,7	2 344,3	8 790,8	7 631,7	397,5
März <sup>(p)</sup>	3 007,3	2 676,1	5 683,4	946,4	6 629,7	-	4 578,1	2 328,6	8 831,9	7 671,9	397,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2002	219,6	87,8	307,4	68,1	375,5	-	188,1	36,2	347,1	311,3	173,9
2003	261,5	113,5	375,0	32,6	407,6	-	237,6	133,5	445,9	372,3	95,9
2004 Q1	74,3	-2,9	71,4	4,0	75,4	-	80,5	25,8	96,9	82,6	73,7
Q2	37,1	30,4	67,5	20,1	87,6	-	79,7	35,8	158,4	133,4	-17,0
Q3	73,8	37,4	111,2	9,6	120,8	-	89,2	17,6	134,5	133,0	53,6
Q4	53,2	47,0	100,1	20,5	120,6	-	93,6	-24,1	183,3	154,1	50,5
2005 Jan.	45,4	-0,1	45,3	-11,7	33,6	-	15,5	23,9	56,4	46,7	-3,6
Febr.	32,7	-0,5	32,2	-7,1	25,1	-	49,6	15,8	40,6	33,5	19,8
März <sup>(p)</sup>	13,4	8,2	21,5	-2,8	18,8	-	35,7	-16,8	41,3	40,2	-2,9
<b>Wachstumsraten</b>											
2002 Dez.	9,9	3,7	6,7	8,7	7,0	7,1	4,9	1,8	4,7	4,8	173,9
2003 Dez.	10,7	4,6	7,7	3,8	7,1	7,0	6,0	6,4	5,8	5,5	95,9
2004 März	11,3	2,1	6,7	3,1	6,2	5,9	7,0	6,6	5,8	5,3	92,1
Juni	9,5	1,7	5,6	3,5	5,3	5,2	7,7	7,3	6,2	6,0	-0,6
Sept.	9,7	2,7	6,2	4,7	6,0	5,8	7,9	5,2	6,3	6,5	122,8
Dez.	8,9	4,4	6,7	6,0	6,6	6,5	8,3	2,5	7,0	7,1	160,8
2005 Jan.	9,6	4,5	7,1	4,7	6,8	6,7	8,0	3,6	7,3	7,3	115,5
Febr.	10,2	4,3	7,3	2,7	6,7	6,7	8,7	4,1	7,3	7,3	120,7
März <sup>(p)</sup>	9,3	4,8	7,1	3,2	6,5	.	8,6	2,3	7,5	7,6	100,4

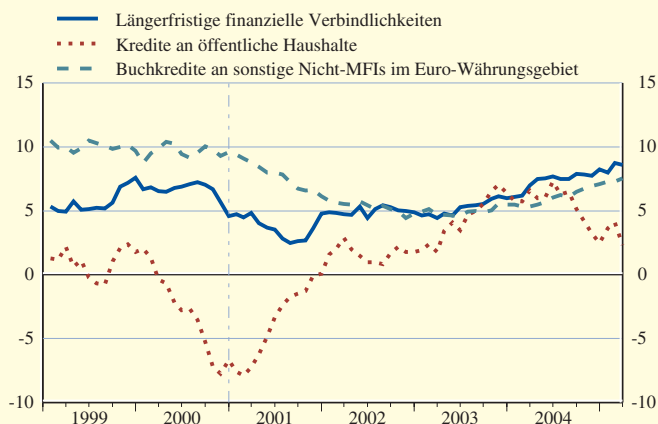
### A1 Geldmengenaggregate

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



### A2 Gegenposten

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

- Die Geldmengenaggregate umfassen die monetären Verbindlichkeiten der MFIs und der Zentralstaaten (Post, Schatzämter) gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen Nicht-MFIs (ohne Zentralstaaten) (M1, M2 und M3: siehe Glossar).
- Die unter „Wachstumsraten“ ausgewiesenen Werte stellen die Summe der transaktionsbedingten Veränderungen während der zwölf Monate, die im angegebenen Zeitraum enden, dar.



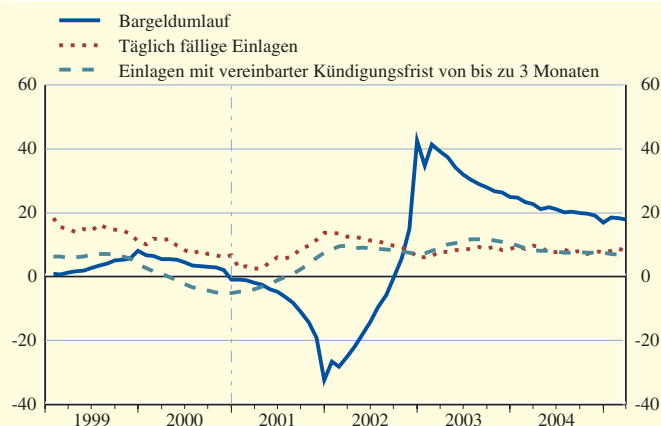
### 2.3 Monetäre Statistik

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

#### 2. Komponenten der Geldmengenaggregate und längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten

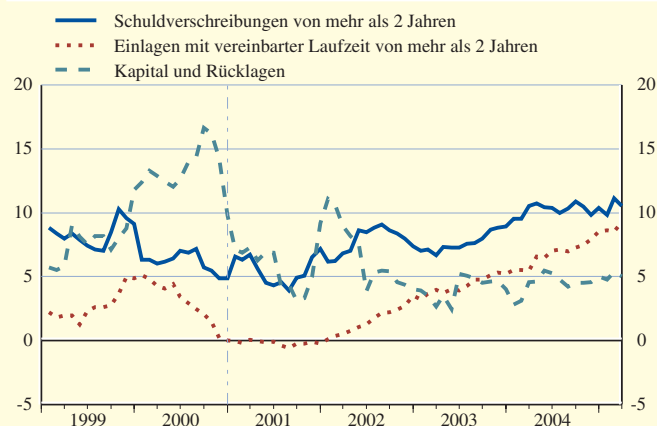
	Bargeld- umlauf	Täglich fällige Einlagen	Einlagen mit ver- einbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	Einlagen mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von bis zu 3 Monaten	Repo- geschäfte	Geldmarkt- fondsanteile	Schuld- verschrei- bungen bis zu 2 Jahren	Schuld- verschrei- bungen von mehr als 2 Jahren	Einlagen mit ver- einbarter Kündi- gungsfrist von mehr als 3 Monaten	Einlagen mit ver- einbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren	Kapital und Rücklagen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Bestände											
2002	331,9	2 113,0	1 071,8	1 399,0	238,1	485,2	128,5	1 693,6	103,9	1 184,3	1 005,3
2003	386,9	2 295,7	1 031,0	1 522,3	218,6	597,3	92,7	1 789,6	90,7	1 250,0	1 009,0
2004 Q1	405,3	2 352,4	1 005,2	1 551,0	215,6	597,6	94,5	1 856,5	90,0	1 270,3	1 025,4
Q2	421,2	2 374,1	999,9	1 584,7	220,0	610,8	100,1	1 899,2	89,1	1 297,9	1 025,4
Q3	440,2	2 426,8	1 004,6	1 615,8	225,1	615,8	100,1	1 945,7	88,7	1 319,9	1 039,5
Q4	452,7	2 459,9	1 028,1	1 634,7	239,1	620,3	102,3	1 962,7	89,6	1 355,6	1 051,6
2005 Jan.	466,7	2 493,8	1 026,0	1 639,6	230,5	620,0	99,2	1 991,6	90,0	1 364,4	1 051,1
Febr.	471,6	2 521,2	1 021,5	1 645,6	220,8	612,2	116,3	2 012,2	90,4	1 370,4	1 061,7
März <sup>(p)</sup>	477,5	2 529,8	1 020,1	1 655,9	224,4	610,4	111,5	2 035,0	90,9	1 386,9	1 065,3
Transaktionsbedingte Veränderungen											
2002	99,1	120,5	-1,5	89,3	9,5	71,2	-12,5	118,5	-10,0	40,3	39,3
2003	77,5	184,0	-29,7	143,1	-10,3	58,0	-15,1	149,2	-13,2	61,9	39,6
2004 Q1	18,4	55,9	-31,5	28,6	-2,0	1,5	4,4	52,2	-0,7	19,5	9,5
Q2	15,8	21,2	-3,3	33,7	4,0	8,8	7,2	40,9	-0,9	28,0	11,7
Q3	19,0	54,8	6,1	31,2	5,2	6,2	-1,8	53,4	-0,5	23,4	12,9
Q4	12,5	40,7	27,9	19,1	14,2	5,3	0,9	40,3	0,9	35,8	16,6
2005 Jan.	14,0	31,4	-4,8	4,7	-8,7	0,6	-3,6	11,1	0,4	8,0	-3,9
Febr.	4,9	27,8	-7,4	6,9	-9,6	-8,7	11,2	31,0	0,4	6,3	11,9
März <sup>(p)</sup>	5,9	7,4	-1,8	9,9	3,6	-2,0	-4,3	17,6	0,0	16,2	1,8
Wachstumsraten											
2002 Dez.	42,6	6,1	-0,1	6,8	4,1	17,2	-9,0	7,4	-8,8	3,5	4,0
2003 Dez.	24,9	8,7	-2,8	10,4	-4,6	11,1	-14,9	8,9	-12,7	5,2	4,0
2004 März	22,7	9,6	-6,1	8,2	-1,2	6,9	-7,3	10,5	-9,9	5,5	4,6
Juni	21,1	7,7	-6,7	7,9	1,8	4,6	0,4	10,4	-7,1	7,0	5,3
Sept.	19,9	8,0	-4,2	7,6	3,1	4,2	11,3	10,9	-2,9	7,3	4,5
Dez.	17,0	7,5	-0,1	7,4	9,9	3,7	11,8	10,4	-1,2	8,5	5,0
2005 Jan.	18,5	8,1	0,6	7,1	6,8	4,3	2,7	9,8	-0,4	8,6	4,7
Febr.	18,3	8,8	0,3	6,9	-0,9	2,6	11,6	11,1	0,4	8,5	5,4
März <sup>(p)</sup>	17,8	7,8	1,7	6,8	4,0	1,7	10,4	10,5	0,5	9,3	5,0

#### A3 Komponenten der Geldmengenaggregate (Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

#### A4 Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten (Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



## 2.4 Kredite der MFI, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

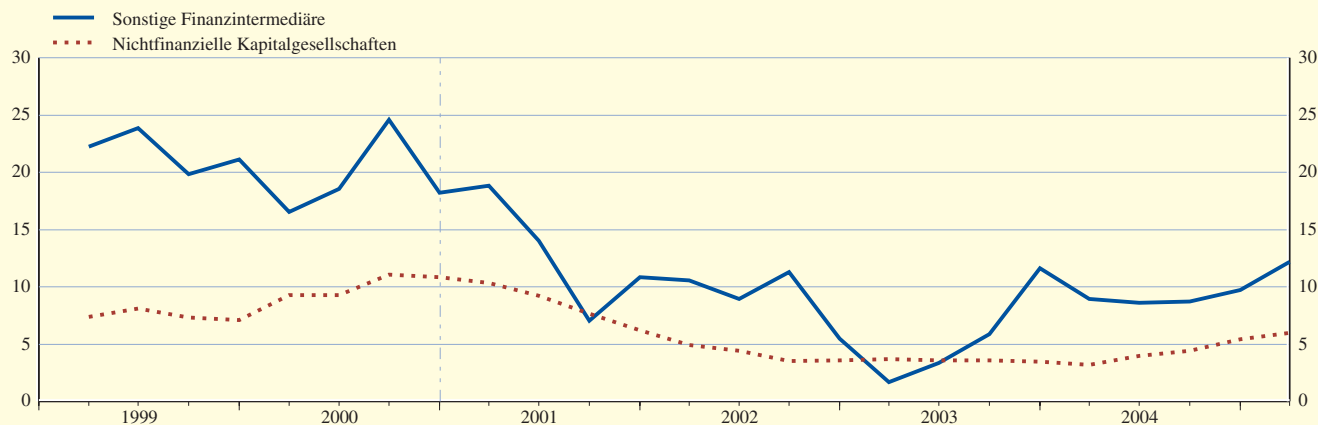
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen		Sonstige Finanzintermediäre <sup>2)</sup>		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
	Insgesamt		Insgesamt		Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4				
<b>Bestände</b>								
2002	32,9	19,6	455,5	289,3	2 965,1	980,2	514,8	1 470,1
2003	35,4	22,1	511,4	325,0	3 034,3	961,5	524,1	1 548,8
2004 Q1	46,3	32,2	504,1	307,4	3 055,1	956,5	523,8	1 574,7
Q2	53,7	39,8	510,0	310,2	3 093,2	968,7	534,7	1 589,9
Q3	52,5	37,6	509,1	305,1	3 103,4	954,5	542,9	1 605,9
Q4	48,7	31,4	544,7	335,5	3 155,9	974,4	547,1	1 634,5
2005 Jan.	55,6	38,6	545,2	339,4	3 172,4	981,0	555,9	1 635,6
Febr.	59,1	41,3	549,5	345,8	3 174,3	982,3	551,4	1 640,6
März <sup>(p)</sup>	58,1	40,2	558,3	351,2	3 193,2	987,3	555,1	1 650,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>								
2002	-4,1	-8,0	23,9	14,2	103,7	-26,6	31,8	98,5
2003	4,2	2,2	53,8	26,2	102,3	-8,0	15,5	94,8
2004 Q1	10,8	10,0	-2,4	-11,2	22,1	-4,9	4,5	22,5
Q2	7,0	7,3	8,6	5,5	60,0	17,0	11,5	31,5
Q3	-1,1	-2,2	3,0	-1,4	15,7	-12,3	9,1	18,8
Q4	-3,5	-6,0	39,4	33,0	67,1	24,3	6,3	36,5
2005 Jan.	6,6	7,0	-1,6	2,7	16,3	6,7	8,7	0,9
Febr.	3,0	2,0	4,4	6,2	3,0	-1,0	-4,1	8,1
März <sup>(p)</sup>	-1,1	-1,1	6,9	5,6	20,0	5,5	4,0	10,5
<b>Wachstumsraten</b>								
2002 Dez.	-10,3	-28,4	5,5	5,1	3,6	-2,6	6,5	7,1
2003 Dez.	11,8	11,6	11,7	8,8	3,5	-0,8	3,0	6,5
2004 März	8,6	6,3	8,9	3,2	3,2	-2,6	3,7	6,9
Juni	18,8	25,6	8,6	3,6	4,0	-2,1	6,5	7,2
Sept.	17,5	31,5	8,7	5,9	4,5	-0,6	6,1	7,2
Dez.	37,1	41,5	9,7	8,4	5,5	2,5	6,1	7,1
2005 Jan.	16,5	11,9	10,0	10,6	5,8	3,0	7,4	6,9
Febr.	24,2	21,5	9,2	10,6	5,8	3,7	6,4	6,9
März <sup>(p)</sup>	23,5	21,8	12,2	17,2	6,0	4,2	6,8	6,8

### A5 Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

2) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

## 2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

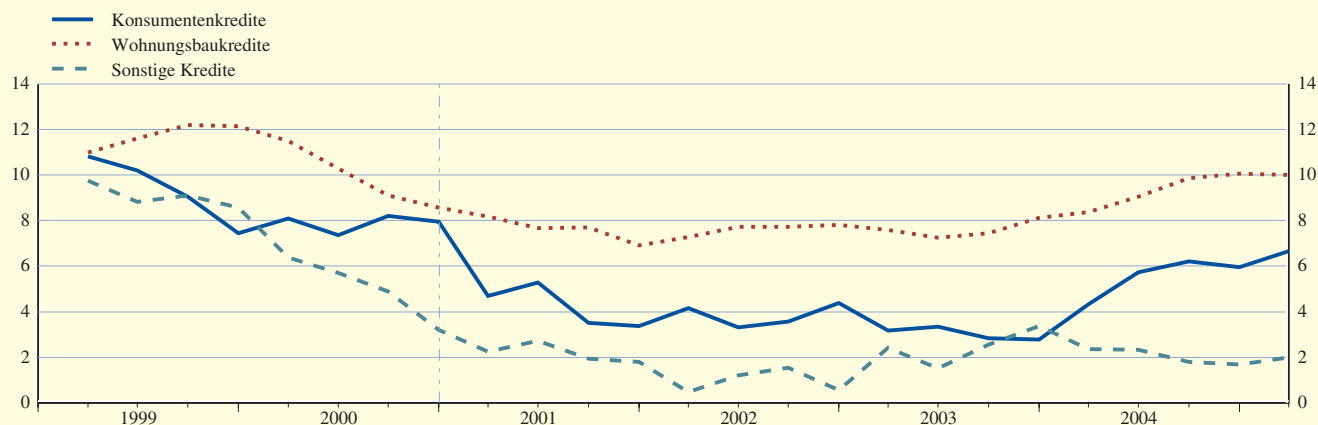
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 2. Kredite an private Haushalte <sup>2)</sup>

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite				
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2002	3 327,0	518,9	105,9	178,3	234,7	2 188,5	22,3	65,1	2 101,1	619,6	153,9	99,7	366,0
2003	3 520,6	484,5	112,0	181,0	191,5	2 360,4	14,4	63,3	2 282,7	675,6	145,0	95,5	435,1
2004 Q1	3 564,7	484,5	109,9	182,3	192,3	2 400,2	14,2	61,6	2 324,5	679,9	141,8	95,1	443,0
Q2	3 663,2	502,2	115,1	187,1	199,9	2 463,8	15,2	64,7	2 383,9	697,2	147,5	99,3	450,5
Q3	3 736,3	507,5	115,2	188,4	203,9	2 534,1	14,9	65,8	2 453,4	694,7	144,6	99,0	451,1
Q4	3 805,8	514,5	118,3	190,5	205,7	2 592,8	15,5	65,8	2 511,5	698,5	144,4	99,6	454,6
2005 Jan.	3 821,3	514,1	119,2	189,3	205,6	2 608,0	15,0	65,5	2 527,5	699,1	143,6	98,8	456,7
Febr.	3 837,9	513,8	119,0	188,9	206,0	2 622,1	14,9	65,6	2 541,6	702,0	143,8	98,8	459,4
März <sup>(p)</sup>	3 861,3	519,7	120,1	191,5	208,0	2 640,3	14,9	67,0	2 558,4	701,3	144,1	99,0	458,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2002	183,2	21,9	7,1	5,3	9,4	157,9	-0,4	2,3	156,0	3,5	-3,1	2,2	4,4
2003	211,8	13,0	8,4	6,1	-1,4	177,3	-5,9	1,7	181,5	21,4	-6,2	-4,7	32,3
2004 Q1	48,2	2,1	-1,6	1,8	2,0	44,8	-0,1	-0,8	45,7	1,3	-2,3	0,4	3,2
Q2	82,0	13,6	4,8	3,7	5,1	60,0	0,9	2,6	56,6	8,5	3,0	1,0	4,4
Q3	75,6	5,4	0,2	1,3	3,9	71,3	-0,2	1,2	70,3	-1,1	-2,6	-0,5	2,0
Q4	71,2	7,7	3,5	1,9	2,3	60,8	0,4	-0,1	60,4	2,7	1,0	1,0	0,6
2005 Jan.	17,0	-0,2	0,4	-0,9	0,4	15,3	-0,4	-0,3	16,0	1,9	-0,3	-0,7	2,9
Febr.	16,2	0,1	0,1	-0,7	0,7	14,6	0,0	0,1	14,6	1,5	0,1	0,2	1,2
März <sup>(p)</sup>	24,3	5,8	1,2	2,6	1,9	18,4	0,1	1,4	16,9	0,1	0,5	0,2	-0,6
<b>Wachstumsraten</b>													
2002 Dez.	5,8	4,4	6,9	3,1	4,2	7,8	-1,8	3,7	8,1	0,6	-2,0	2,2	1,2
2003 Dez.	6,4	2,8	8,0	3,4	-0,2	8,1	-26,3	2,6	8,7	3,4	-4,1	-4,8	8,5
2004 März	6,6	4,3	-0,1	6,1	5,3	8,4	4,6	-3,3	8,8	2,4	-0,9	-1,8	4,4
Juni	7,3	5,7	3,3	5,8	7,0	9,0	9,0	1,0	9,3	2,3	-1,4	1,8	3,8
Sept.	7,8	6,2	4,4	5,4	8,0	9,8	4,2	0,6	10,2	1,8	-0,1	-0,1	2,9
Dez.	7,9	6,0	6,1	4,8	7,0	10,0	6,4	4,7	10,2	1,7	-0,6	2,1	2,3
2005 Jan.	8,1	6,5	7,8	5,3	7,0	10,1	5,6	5,9	10,3	2,3	0,5	2,2	3,0
Febr.	8,1	6,4	8,7	4,3	7,0	10,1	6,0	6,1	10,3	2,2	1,8	2,1	2,4
März <sup>(p)</sup>	8,0	6,7	9,2	4,3	7,4	10,0	4,2	7,9	10,1	2,0	1,2	1,3	2,4

## A6 Kredite an private Haushalte

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

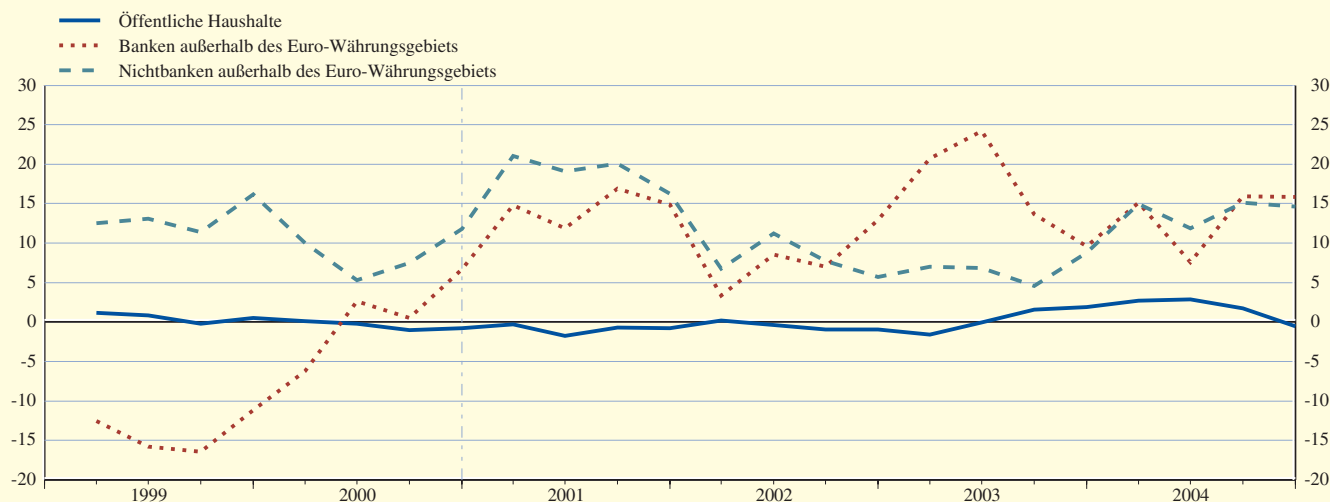
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 3. Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>2)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2002	813,0	132,7	277,7	382,8	19,7	1 730,1	1 146,2	583,9	64,6	519,3
2003	819,1	130,0	265,1	388,9	35,0	1 762,7	1 182,2	580,6	59,3	521,2
2004 Q1	823,3	134,6	261,3	388,5	38,9	1 955,5	1 308,6	646,9	61,1	585,8
Q2	817,9	129,4	253,4	391,4	43,7	1 965,2	1 322,6	642,6	60,8	581,8
Q3	812,2	126,5	252,3	394,6	38,8	1 965,9	1 317,3	648,6	60,9	587,7
Q4 <sup>(p)</sup>	814,5	129,5	252,3	395,6	37,3	1 979,3	1 336,6	641,8	61,5	580,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2002	-7,9	-11,3	-21,1	19,9	4,6	169,1	135,3	34,5	-1,2	35,7
2003	15,3	-4,3	-12,2	16,6	15,3	159,6	109,2	50,3	-5,0	55,3
2004 Q1	5,7	5,7	-3,9	0,0	3,9	164,1	107,4	56,6	1,8	54,8
Q2	-7,0	-6,2	-8,5	2,8	4,8	6,1	11,3	-5,3	-0,5	-4,8
Q3	-5,4	-2,7	-1,0	3,3	-5,0	22,5	7,8	14,8	0,1	14,7
Q4 <sup>(p)</sup>	2,4	3,6	-0,5	1,0	-1,5	81,9	61,4	19,4	0,6	18,8
<b>Wachstumsraten</b>										
2002 Dez.	-1,0	-7,8	-7,1	5,5	30,0	10,3	12,9	5,7	-1,9	6,7
2003 Dez.	1,9	-3,2	-4,4	4,4	77,5	9,3	9,6	8,8	-7,7	10,9
2004 März	2,7	0,8	-2,2	3,0	63,2	15,1	15,1	15,0	4,0	16,3
Juni	2,9	1,8	-4,0	4,2	54,4	9,0	7,6	11,9	2,9	12,9
Sept.	1,8	-1,4	-4,1	4,9	26,9	15,7	16,0	15,1	1,9	16,6
Dez. <sup>(p)</sup>	-0,5	0,2	-5,2	1,9	6,4	15,5	15,8	14,7	3,3	16,0

### A7 Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

2) Der Begriff „Banken“ bezeichnet in dieser Tabelle MFI-ähnliche Institute, die außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässig sind.

## 2.5 Einlagen bei MFls, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

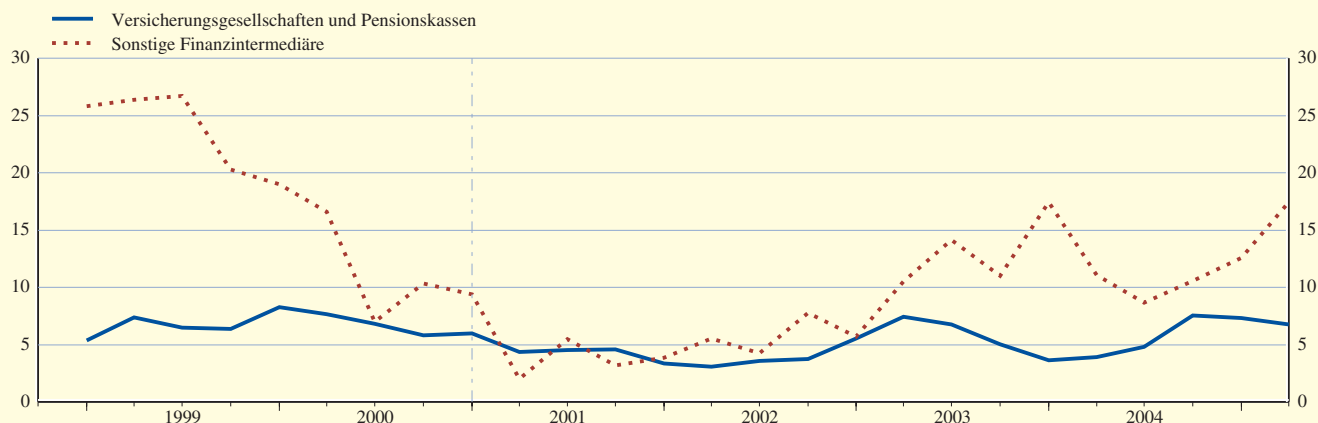
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen							Sonstige Finanzintermediäre <sup>2)</sup>						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2002	523,1	55,8	-	-	-	-	17,8	493,6	152,7	-	-	-	-	97,1
2003	542,4	58,9	41,7	420,5	1,3	0,8	19,1	567,7	183,0	130,8	143,3	6,1	0,1	104,4
2004 Q1	557,3	64,7	42,2	426,2	1,3	1,0	22,0	586,9	197,3	119,9	145,7	7,8	0,1	116,1
Q2	565,4	59,9	42,1	439,8	1,3	1,0	21,2	596,4	194,5	122,6	153,7	8,3	0,1	117,2
Q3	573,6	61,5	47,3	442,5	1,2	1,0	20,0	598,5	190,1	120,5	164,9	8,1	0,1	114,8
Q4	583,2	59,2	51,4	449,4	1,2	1,3	20,8	636,0	180,3	138,9	187,3	10,1	0,1	119,3
2005 Jan.	595,7	67,3	50,9	451,2	1,4	1,3	23,6	662,2	209,4	129,9	186,4	11,6	0,1	124,8
Febr.	590,3	60,6	48,9	456,0	1,3	1,3	22,3	673,6	212,9	132,8	188,9	11,5	0,1	127,4
März <sup>(p)</sup>	596,9	65,7	48,6	460,1	1,3	1,3	19,8	689,2	211,9	133,4	202,7	11,5	0,1	129,5
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2002	27,6	7,8	-	-	-	-	1,4	26,6	-4,7	-	-	-	-	12,8
2003	19,0	1,6	-3,1	18,8	0,3	0,4	1,1	85,0	27,4	-0,5	38,9	3,2	0,0	16,0
2004 Q1	14,6	5,7	0,3	5,6	0,0	0,2	2,8	15,4	14,3	-14,6	1,4	1,6	0,0	12,7
Q2	7,2	-4,9	0,0	13,7	0,0	-0,6	-0,9	12,3	-1,3	3,9	8,3	0,6	0,0	0,8
Q3	8,2	1,6	5,3	2,6	-0,1	0,0	-1,1	2,6	-4,0	-2,3	11,4	-0,2	0,0	-2,4
Q4	9,9	-1,7	4,8	5,9	0,0	0,3	0,7	41,1	-7,1	18,8	22,6	2,1	0,0	4,7
2005 Jan.	12,2	8,0	-0,7	1,8	0,2	0,0	2,8	23,1	28,2	-9,6	-2,3	1,4	0,0	5,4
Febr.	-5,2	-6,7	-1,9	4,8	-0,1	0,0	-1,3	8,3	3,9	-0,8	2,6	-0,1	0,0	2,6
März <sup>(p)</sup>	5,6	5,0	-0,4	3,4	0,1	0,0	-2,5	14,2	-1,3	0,3	13,2	-0,1	0,0	2,0
<b>Wachstumsraten</b>														
2002 Dez.	5,6	16,3	-	-	-	-	8,5	5,7	-3,0	-	-	-	-	14,9
2003 Dez.	3,6	2,8	-6,7	4,7	40,9	60,8	6,0	17,5	17,7	-0,5	36,8	70,6	-	17,1
2004 März	3,9	5,1	9,9	2,4	40,8	52,8	18,6	11,1	17,2	-13,0	22,3	47,6	-	17,8
Juni	4,8	-6,4	12,7	6,4	40,0	-44,0	-6,3	8,7	7,9	-10,0	18,6	44,5	-	20,5
Sept.	7,6	6,9	46,4	4,8	13,6	-52,5	6,9	10,6	7,5	-6,0	28,3	63,5	-	11,7
Dez.	7,4	1,2	24,6	6,6	-8,0	-43,1	7,9	12,6	0,9	4,3	30,4	67,6	-	15,3
2005 Jan.	7,3	3,5	18,9	6,6	5,1	36,2	8,2	16,4	17,4	-1,1	32,0	69,0	-	12,6
Febr.	5,8	-2,9	16,9	7,2	-2,8	-51,5	-11,6	16,4	17,8	5,4	31,8	38,2	-	6,1
März <sup>(p)</sup>	6,8	2,2	16,7	7,5	1,9	-51,5	-10,4	17,4	9,6	8,6	38,4	50,0	-	11,4

### A8 Einlagen von Finanzintermediären

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

2) Hierzu gehören auch Investmentfonds.

## 2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

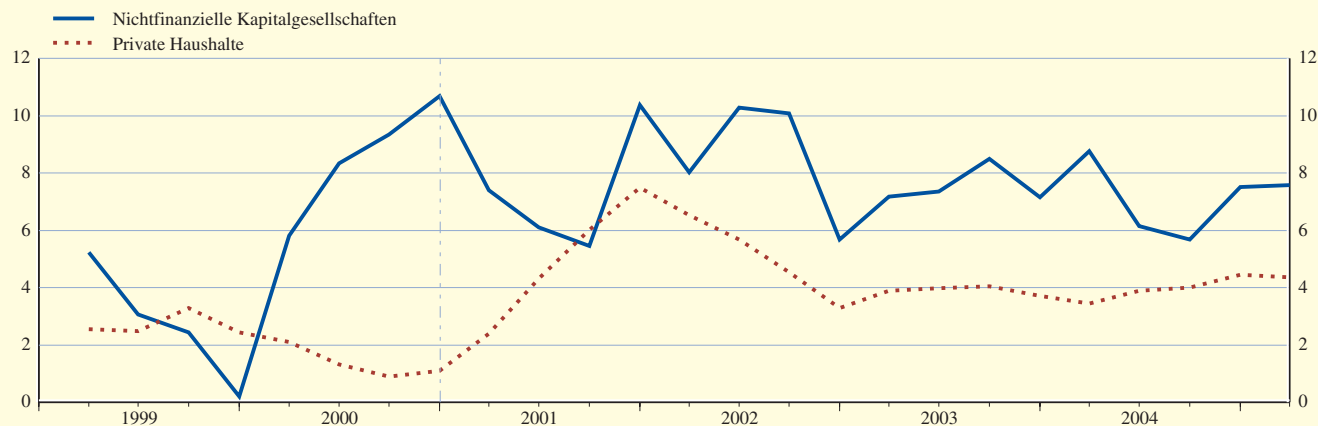
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 2. Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte <sup>2)</sup>						
	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte	Insgesamt	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist		Repo-geschäfte
			Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände</b>														
2002	990,0	595,6	-	-	-	-	34,7	3 806,3	1 173,0	-	-	-	-	74,7
2003	1 050,1	633,3	280,2	67,6	38,1	1,0	30,0	3 978,5	1 311,8	544,0	600,8	1 379,2	89,9	52,9
2004 Q1	1 036,2	623,7	275,9	69,9	39,9	1,0	25,8	3 998,0	1 320,8	527,4	608,6	1 401,2	88,2	51,9
Q2	1 053,4	650,1	265,6	70,3	41,0	1,0	25,5	4 055,6	1 367,7	517,0	612,4	1 422,3	85,8	50,4
Q3	1 066,5	657,0	269,7	70,6	42,6	1,1	25,6	4 060,8	1 363,3	511,4	615,0	1 431,9	85,5	53,7
Q4	1 116,2	674,6	293,6	73,5	43,7	1,1	29,7	4 160,4	1 403,1	514,2	632,8	1 466,7	88,0	55,6
2005 Jan.	1 080,5	658,8	279,5	73,7	42,5	1,1	24,9	4 166,8	1 400,5	514,5	634,6	1 477,3	87,7	52,2
Febr.	1 073,2	656,1	275,7	73,7	43,7	1,1	22,8	4 175,1	1 406,5	515,4	634,6	1 478,7	88,3	51,6
März <sup>(p)</sup>	1 102,6	675,8	283,8	74,5	44,0	1,1	23,4	4 175,3	1 409,8	511,1	632,9	1 481,7	88,7	51,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2002	54,3	28,9	-	-	-	-	-1,3	120,5	65,3	-	-	-	-	-1,9
2003	70,4	40,8	53,5	-29,8	10,2	0,0	-4,2	141,8	95,2	-71,2	35,9	117,4	-13,7	-21,8
2004 Q1	-15,0	-9,9	-5,3	2,6	1,9	0,0	-4,2	18,1	8,6	-17,4	7,7	21,9	-1,7	-1,0
Q2	21,1	27,7	-8,9	0,9	1,1	0,6	-0,3	53,5	43,8	-11,0	3,3	21,1	-2,4	-1,5
Q3	15,5	7,9	5,4	0,4	1,6	0,0	0,2	6,0	-3,8	-5,3	2,4	9,6	-0,3	3,3
Q4	56,7	20,1	26,0	2,8	3,6	0,0	4,1	99,9	41,5	4,1	17,5	32,4	2,5	1,9
2005 Jan.	-37,3	-16,9	-15,2	0,8	-1,2	0,0	-4,8	5,0	-2,9	-0,6	1,7	10,5	-0,3	-3,5
Febr.	-6,3	-2,2	-3,4	0,1	1,2	0,0	-2,1	8,9	5,4	1,3	0,0	2,1	0,6	-0,6
März <sup>(p)</sup>	28,4	19,2	7,7	0,6	0,3	0,0	0,6	1,0	3,2	-4,0	-0,4	2,7	-0,1	-0,4
<b>Wachstumsraten</b>														
2002 Dez.	5,7	5,1	-	-	-	-	-3,5	3,3	6,0	-	-	-	-	-2,5
2003 Dez.	7,2	6,7	23,0	-30,7	41,5	-3,5	-12,4	3,7	7,9	-11,5	6,4	9,3	-13,2	-29,2
2004 März	8,8	11,8	3,1	13,2	23,1	-3,9	-19,1	3,5	7,7	-8,7	3,7	7,4	-10,5	-26,5
Juni	6,1	10,0	-3,5	14,8	17,1	52,2	-13,5	3,9	7,6	-8,0	4,5	7,0	-7,7	-18,6
Sept.	5,7	9,7	-2,7	7,1	18,8	64,7	-16,0	4,0	7,1	-7,7	4,8	6,4	-3,5	-4,5
Dez.	7,5	7,3	6,2	10,0	21,8	72,2	-0,8	4,5	6,9	-5,4	5,2	6,2	-2,1	5,2
2005 Jan.	8,0	8,5	6,2	10,2	15,4	14,4	-2,0	4,2	6,3	-4,6	4,8	5,9	-1,2	-3,5
Febr.	6,9	9,4	0,8	9,2	18,0	71,1	-12,2	4,4	6,6	-3,0	4,4	5,7	-0,1	-4,7
März <sup>(p)</sup>	7,6	9,0	4,2	8,3	17,0	68,0	-9,1	4,4	6,6	-2,9	4,0	5,6	0,1	-1,3

## A9 Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

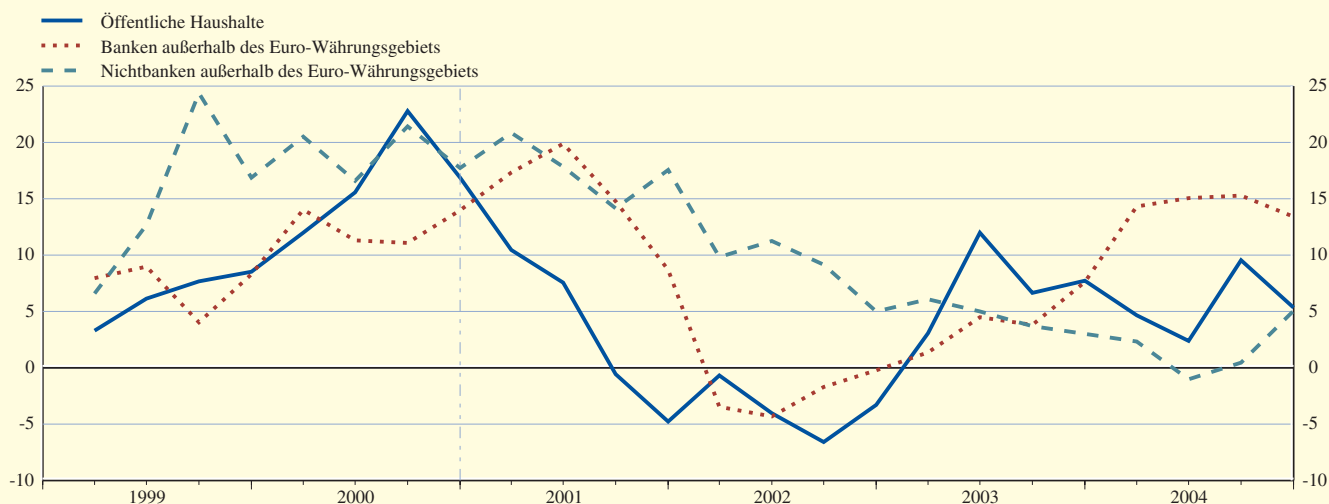
2.5 Einlagen bei MFI, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

3. Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentral- staaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>2)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozial- versicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Bestände										
2002	248,4	106,9	31,6	69,2	40,7	2 271,0	1 585,3	685,7	97,4	588,3
2003	271,2	132,3	31,1	66,9	40,9	2 245,1	1 580,9	664,3	96,1	568,2
2004 Q1	272,7	140,7	30,0	62,4	39,6	2 444,2	1 742,7	701,5	100,8	600,7
Q2	294,4	156,6	31,6	64,5	41,7	2 471,5	1 788,9	682,6	102,0	580,6
Q3	288,3	146,3	33,0	66,3	42,6	2 452,1	1 764,8	687,4	105,1	582,3
Q4 <sup>(p)</sup>	283,5	139,0	30,6	69,6	44,4	2 428,9	1 747,4	682,3	103,8	578,5
Transaktionsbedingte Veränderungen										
2002	-8,3	-0,2	1,8	0,4	-10,3	30,2	-4,9	35,2	3,6	31,6
2003	19,3	21,1	-0,5	-2,3	1,0	138,7	117,6	21,1	-1,3	22,4
2004 Q1	1,5	8,4	-1,1	-4,5	-1,3	155,3	129,6	25,8	4,8	21,0
Q2	21,2	15,4	1,6	2,1	2,1	21,3	41,3	-20,1	1,2	-21,3
Q3	-4,8	-10,3	2,3	1,9	1,3	6,8	-4,6	11,5	3,1	8,4
Q4 <sup>(p)</sup>	-3,4	-7,4	-1,0	3,2	1,7	62,3	46,4	16,4	-1,7	18,1
Wachstumsraten										
2002 Dez.	-3,3	-0,2	5,9	0,5	-20,2	1,3	-0,2	5,0	3,9	5,1
2003 Dez.	7,7	19,3	-1,5	-3,4	2,6	6,2	7,6	3,0	-1,3	3,7
2004 März	4,7	14,4	-6,2	-4,7	-1,4	10,6	14,3	2,3	3,1	2,2
Juni	2,4	7,9	-7,6	-0,2	-4,4	10,1	15,0	-1,0	7,9	-2,4
Sept.	9,5	13,2	5,1	3,3	11,5	10,7	15,3	0,4	12,5	-1,5
Dez. <sup>(p)</sup>	5,3	4,7	5,7	4,0	9,3	10,9	13,4	5,0	7,6	4,6

A10 Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets  
(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

2) Der Begriff „Banken“ bezeichnet in dieser Tabelle MFI-ähnliche Institute, die außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässig sind.



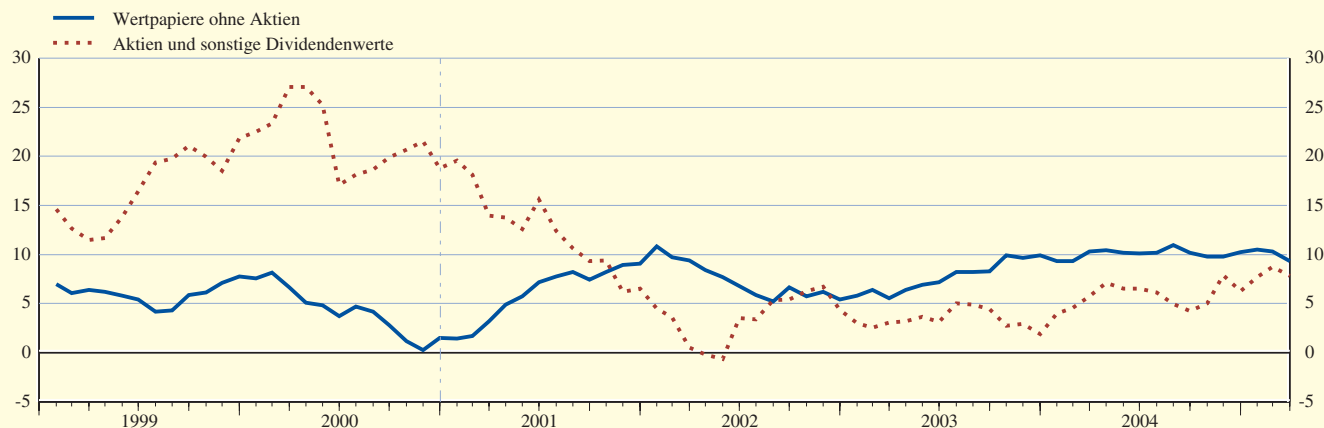
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1)</sup>

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände</b>												
2002	3 228,2	1 122,2	48,2	1 119,5	15,5	349,5	16,7	556,6	1 004,9	263,3	564,3	177,3
2003	3 576,3	1 216,2	57,4	1 227,1	15,6	409,1	18,6	632,3	1 071,4	279,7	615,3	176,4
2004 Q1	3 767,6	1 280,9	60,9	1 283,8	17,8	416,2	18,0	690,0	1 115,8	285,7	640,7	189,5
Q2	3 854,8	1 296,7	62,8	1 329,5	17,6	429,0	18,1	701,2	1 154,7	294,7	654,0	206,0
Q3	3 912,6	1 323,0	62,9	1 330,0	15,9	430,0	17,5	733,4	1 127,2	286,6	634,0	206,6
Q4	3 939,5	1 362,6	59,9	1 284,1	15,8	449,1	16,3	751,7	1 158,3	286,5	656,6	215,2
2005 Jan.	4 032,4	1 363,6	65,6	1 321,0	18,9	451,7	16,5	795,2	1 190,0	293,0	668,7	228,3
Febr.	4 069,7	1 377,2	64,7	1 349,9	17,9	462,3	16,0	781,7	1 211,6	293,5	672,0	246,1
März <sup>(p)</sup>	4 095,4	1 389,8	66,4	1 342,2	15,8	464,7	16,1	800,5	1 224,1	297,7	677,6	248,7
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2002	167,0	47,2	-0,5	38,6	-0,8	25,9	3,2	53,4	42,7	14,0	7,0	21,8
2003	324,6	90,8	4,1	79,0	0,8	52,3	1,7	95,9	18,8	7,2	19,3	-7,8
2004 Q1	156,6	61,5	1,4	44,8	1,4	5,2	-1,1	43,4	41,9	6,0	24,7	11,2
Q2	88,1	15,3	1,7	43,9	0,0	13,7	0,1	13,5	26,3	6,4	8,4	11,5
Q3	67,5	30,9	1,5	-1,0	-1,2	-2,3	-0,2	39,8	-26,3	-8,2	-19,5	1,4
Q4	56,2	39,2	0,4	-47,4	1,1	19,4	-0,1	43,6	25,4	-2,1	20,9	6,6
2005 Jan.	78,3	4,7	3,9	32,5	2,5	2,9	-0,4	32,2	30,7	6,0	11,3	13,4
Febr.	44,0	13,5	-0,4	29,5	-0,7	11,0	-0,3	-8,5	18,4	-0,2	1,3	17,3
März <sup>(p)</sup>	16,4	11,7	1,0	-8,8	-2,3	2,5	-0,1	12,3	13,8	4,8	5,8	3,3
<b>Wachstumsraten</b>												
2002 Dez.	5,4	4,4	-1,8	3,7	-4,3	8,1	21,9	10,1	4,4	5,5	1,3	13,6
2003 Dez.	9,9	8,1	8,7	6,9	5,0	14,8	8,2	17,2	1,9	2,7	3,4	-4,2
2004 März	10,3	9,6	5,4	7,1	5,1	10,9	3,8	18,7	5,8	6,2	7,5	-0,2
Juni	10,1	9,5	6,7	8,5	9,7	10,2	1,5	15,1	6,5	6,4	5,3	11,1
Sept.	10,2	10,7	12,6	6,1	-0,4	8,1	-4,2	19,4	4,2	2,6	3,2	9,9
Dez.	10,2	12,1	8,5	3,3	7,7	8,7	-7,3	22,0	6,3	0,8	5,6	17,2
2005 Jan.	10,5	11,2	10,8	4,6	23,7	9,5	-3,2	20,9	7,7	1,5	6,2	22,4
Febr.	10,3	10,4	16,3	5,4	18,7	11,0	-7,2	18,8	8,7	1,6	6,0	28,6
März <sup>(p)</sup>	9,3	9,0	13,9	3,8	-3,9	11,3	-5,8	19,7	7,8	2,4	4,4	27,6

## All Wertpapierbestände der MFIs

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

**2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs<sup>1)</sup>**  
(in Mrd €)

**1. Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an private Haushalte<sup>2)</sup>**

	Konsumentenkredite				Wohnungsbaukredite				Sonstige Kredite			
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,9	-	-	-	-1,0	-	-	-	-5,3	-	-	-
2003	-2,7	-1,1	-0,5	-1,1	-3,2	-0,3	-0,1	-2,8	-7,4	-2,8	-0,3	-4,3
2004 Q1	-1,3	-0,5	-0,2	-0,6	-1,3	-0,1	0,0	-1,1	-2,5	-1,0	-0,1	-1,4
Q2	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-0,4	0,0	-0,7
Q3	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	-0,6
Q4	-1,0	-0,5	-0,2	-0,4	-1,1	-0,1	0,0	-1,0	-2,3	-0,8	-0,1	-1,4
2005 Jan.	-0,6	-0,3	-0,1	-0,2	-0,6	-0,1	0,0	-0,5	-1,2	-0,5	-0,1	-0,6
Febr.	-0,4	-0,2	-0,1	-0,1	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-0,8	-0,4	0,0	-0,4
März <sup>(p)</sup>	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,8	-0,2	0,0	-0,5

**2. Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets**

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets		
	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr
	1	2	3	4	5	6	7
2002	-9,7	-2,1	-2,7	-4,9	-7,2	-	-
2003	-17,7	-8,8	-1,3	-7,6	-1,1	-0,3	-0,7
2004 Q1	-6,2	-3,3	-0,6	-2,3	-1,0	-0,4	-0,6
Q2	-2,9	-2,0	0,2	-1,1	-0,1	0,0	-0,1
Q3	-1,7	-0,9	-0,2	-0,7	-0,1	-0,1	-0,1
Q4	-5,3	-2,6	-0,3	-2,4	-0,4	0,0	-0,4
2005 Jan.	-2,6	-1,3	-0,3	-1,0	-0,2	0,0	-0,1
Febr.	-1,2	-0,6	-0,2	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
März <sup>(p)</sup>	-1,3	-0,7	-0,2	-0,4	0,0	0,0	0,0

**3. Neubewertung von Wertpapieren der MFIs**

	Wertpapiere ohne Aktien							Aktien und sonstige Dividendenwerte				
	Insgesamt	MFIs		Öffentliche Haushalte		Sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet		Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Insgesamt	MFIs	Nicht-MFIs	Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets
		Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen	Euro	Andere Währungen					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	39,6	9,9	0,6	13,2	-0,1	5,8	0,2	9,9	-12,3	-5,0	-1,5	-5,8
2003	-1,2	-0,8	-0,3	3,0	0,0	-1,1	-0,1	-1,9	19,4	8,0	5,0	6,4
2004 Q1	16,7	2,4	0,2	11,3	0,1	1,1	0,0	1,5	2,5	-0,2	1,0	1,7
Q2	-7,2	-0,8	0,0	-4,7	-0,1	-0,5	0,0	-1,2	-0,2	-0,8	0,0	0,6
Q3	2,4	-0,7	-0,1	1,5	0,0	1,0	0,0	0,6	-1,4	0,1	-0,6	-0,9
Q4	1,6	0,6	-0,2	2,5	-0,2	-0,8	-0,1	-0,3	7,6	2,2	3,3	2,1
2005 Jan.	5,7	0,0	0,1	4,4	0,1	-0,2	0,1	1,3	3,2	0,5	1,3	1,4
Febr.	-1,9	0,3	0,0	-1,4	0,0	-0,3	0,0	-0,4	3,1	0,6	2,0	0,5
März <sup>(p)</sup>	2,4	0,7	0,0	1,1	0,0	-0,2	0,0	0,7	-1,4	-0,5	-0,2	-0,7

Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen <sup>1)</sup>

(in % der Gesamtsumme; Bestände in Mrd €; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Einlagen

	MFIs <sup>2)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
2002	4 136,6	90,2	9,8	6,1	0,8	1,5	0,7	6 061,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,2	0,3
2003	4 364,9	91,3	8,7	5,4	0,5	1,5	0,9	6 409,8	97,3	2,7	1,7	0,3	0,1	0,3
2004 Q1	4 412,5	90,4	9,6	5,7	0,5	1,5	1,2	6 451,0	97,1	2,9	1,7	0,3	0,1	0,4
Q2	4 522,7	90,3	9,7	5,7	0,5	1,5	1,3	6 565,2	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
Q3	4 586,6	90,5	9,5	5,7	0,5	1,5	1,3	6 587,6	97,1	2,9	1,8	0,3	0,1	0,4
Q4 <sup>(p)</sup>	4 708,3	91,4	8,6	5,1	0,4	1,4	1,1	6 779,3	97,2	2,8	1,7	0,3	0,1	0,4
<b>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2002	1 585,3	43,7	56,3	39,2	2,1	4,3	7,8	685,7	48,3	51,7	35,0	2,3	1,9	9,8
2003	1 580,9	46,9	53,1	35,6	1,8	3,6	9,4	664,3	51,0	49,0	32,1	2,1	2,2	9,6
2004 Q1	1 742,7	46,3	53,7	35,1	2,0	3,3	10,4	701,5	53,2	46,8	30,0	2,1	1,8	9,7
Q2	1 788,9	45,1	54,9	36,8	1,7	3,3	10,4	682,6	52,5	47,5	30,5	1,9	2,0	9,9
Q3	1 764,8	46,7	53,3	35,5	1,8	3,1	9,7	687,4	53,1	46,9	29,8	1,8	2,0	9,8
Q4 <sup>(p)</sup>	1 747,4	46,8	53,2	35,3	2,0	3,3	9,8	682,3	55,1	44,9	29,1	1,5	2,1	9,4

### 2. Schuldverschreibungen der MFIs im Euro-Währungsgebiet

	Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen				
			Insgesamt				
			USD	JPY	CHF	GBP	
1	2	3	4	5	6	7	
2002	3 138,7	85,4	14,6	7,7	1,8	1,6	2,3
2003	3 304,0	85,4	14,6	7,9	1,5	1,7	2,3
2004 Q1	3 458,0	84,6	15,4	7,7	1,7	2,0	2,6
Q2	3 533,8	84,0	16,0	8,2	1,7	2,0	2,6
Q3	3 597,2	84,2	15,8	8,0	1,8	2,0	2,6
Q4 <sup>(p)</sup>	3 653,9	84,6	15,4	7,8	1,6	1,9	2,6

Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

2) Bei Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets bezieht sich der Begriff „MFIs“ auf Institute, die den MFIs im Euro-Währungsgebiet ähnlich sind.

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

**2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen <sup>1)</sup>**  
(in % der Gesamtsumme; Bestände in Mrd €; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

**3. Kredite**

	MFIs <sup>2)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>An Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>														
2002	4 017,8	-	-	-	-	-	7 593,6	96,2	3,8	1,8	0,5	1,1	0,3	
2003	4 193,8	-	-	-	-	-	7 920,9	96,5	3,5	1,6	0,3	1,2	0,3	
2004 Q1	4 224,9	-	-	-	-	-	7 993,4	96,4	3,6	1,6	0,3	1,2	0,4	
Q2	4 296,3	-	-	-	-	-	8 138,0	96,4	3,6	1,6	0,2	1,3	0,4	
Q3	4 356,4	-	-	-	-	-	8 213,5	96,5	3,5	1,5	0,2	1,3	0,4	
Q4 <sup>4)</sup>	4 456,8	-	-	-	-	-	8 369,6	96,6	3,4	1,4	0,2	1,3	0,4	
<b>An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2002	1 146,2	48,3	51,7	32,4	4,5	2,6	9,1	583,9	36,2	63,8	47,6	2,3	4,7	5,6
2003	1 182,2	50,2	49,8	29,3	4,7	2,5	9,2	580,6	38,7	61,3	43,9	2,4	4,6	7,0
2004 Q1	1 308,6	49,1	50,9	30,4	4,7	2,7	9,4	646,9	40,0	60,0	41,9	2,5	4,4	8,0
Q2	1 322,6	49,2	50,8	30,8	4,7	2,4	9,2	642,6	38,6	61,4	42,6	2,4	4,4	8,8
Q3	1 317,3	51,2	48,8	30,0	3,7	2,2	9,0	648,6	40,2	59,8	42,2	2,5	4,4	7,4
Q4 <sup>4)</sup>	1 336,6	51,3	48,7	30,1	3,6	2,2	8,6	641,8	42,2	57,8	40,5	2,5	4,3	7,0

**4. Wertpapiere ohne Aktien**

	Von MFIs <sup>2)</sup> begeben							Von Nicht-MFIs begeben						
	Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>3)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt						Insgesamt					
			USD	JPY	CHF	GBP			USD	JPY	CHF	GBP		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
2002	1 170,4	95,9	4,1	1,7	0,4	0,2	0,9	1 501,2	97,9	2,1	1,0	0,7	0,1	0,4
2003	1 273,6	95,5	4,5	1,7	0,3	0,9	1,3	1 670,3	98,0	2,0	1,0	0,5	0,3	0,2
2004 Q1	1 341,8	95,5	4,5	1,6	0,3	0,9	1,4	1 735,8	97,9	2,1	1,0	0,5	0,2	0,2
Q2	1 359,4	95,4	4,6	2,2	0,4	0,4	1,4	1 794,2	98,0	2,0	1,1	0,5	0,1	0,2
Q3	1 385,9	95,5	4,5	2,1	0,3	0,5	1,3	1 793,3	98,1	1,9	1,0	0,5	0,1	0,2
Q4 <sup>4)</sup>	1 422,5	95,8	4,2	1,8	0,3	0,5	1,3	1 765,2	98,2	1,8	0,9	0,4	0,1	0,3
<b>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2002	239,6	36,9	63,1	45,5	1,7	0,6	13,2	317,1	41,5	58,5	42,0	5,8	0,9	5,6
2003	276,9	45,1	54,9	30,6	1,2	4,9	15,4	355,5	45,8	54,2	31,1	5,8	5,8	6,4
2004 Q1	309,2	44,7	55,3	29,6	1,2	5,0	16,6	380,8	44,4	55,6	31,1	6,1	5,4	7,1
Q2	312,7	46,3	53,7	32,8	1,1	0,6	16,8	388,4	45,2	54,8	33,6	6,7	1,0	7,4
Q3	322,3	47,7	52,3	32,2	1,0	0,5	16,2	411,1	44,2	55,8	32,3	7,6	0,8	8,4
Q4 <sup>4)</sup>	344,1	49,9	50,1	28,9	1,0	0,6	17,1	405,7	44,9	55,1	30,5	8,1	0,8	9,3

Quelle: EZB.

1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.

2) Bei Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets bezieht sich der Begriff „MFIs“ auf Institute, die den MFIs im Euro-Währungsgebiet ähnlich sind.

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

## 2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Aktiva

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
2003 Q3	3 085,0	248,2	1 404,9	65,3	1 339,6	932,2	234,6	126,3	138,8
Q4	3 174,3	235,1	1 389,0	67,4	1 321,6	1 033,6	243,9	133,7	139,1
2004 Q1	3 356,2	266,5	1 434,5	70,4	1 364,1	1 103,9	263,2	136,9	151,2
Q2	3 373,2	244,9	1 430,8	69,4	1 361,5	1 121,1	278,5	140,3	157,6
Q3	3 392,8	246,7	1 472,9	72,1	1 400,8	1 095,2	281,0	144,4	152,6
Q4 <sup>(p)</sup>	3 510,7	240,3	1 497,8	72,0	1 425,9	1 157,4	293,7	147,0	174,5

### 2. Passiva

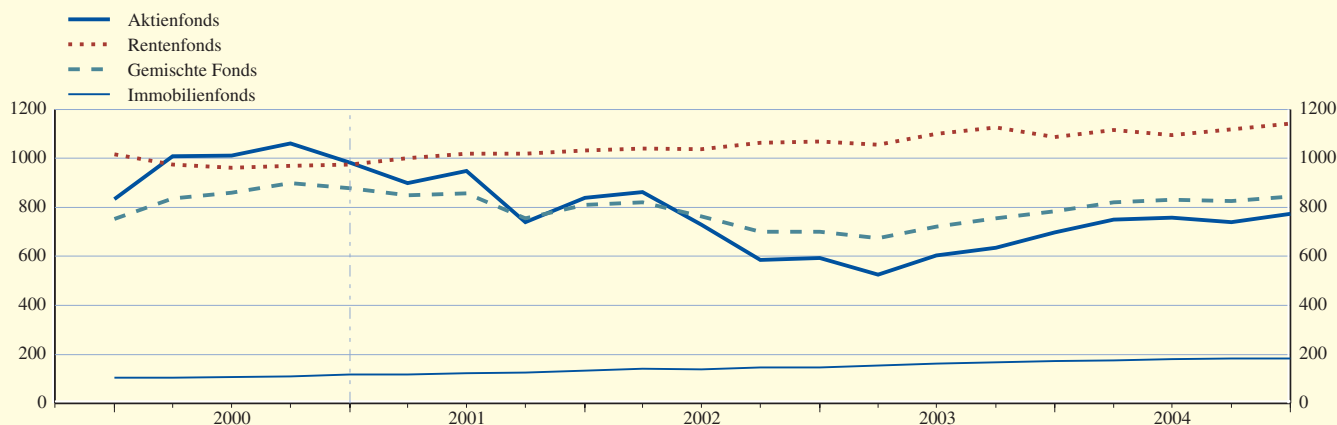
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
Q4	3 174,3	44,2	3 011,0	119,1
2004 Q1	3 356,2	49,6	3 173,8	132,9
Q2	3 373,2	50,4	3 196,2	126,6
Q3	3 392,8	49,5	3 216,6	126,7
Q4 <sup>(p)</sup>	3 510,7	48,6	3 322,5	139,6

### 3. Aktiva/Passiva nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen

	Insgesamt 1	Fonds nach Anlageschwerpunkten					Fonds nach Anlegergruppen	
		Aktienfonds 2	Rentenfonds 3	Gemischte Fonds 4	Immobilien- fonds 5	Sonstige Fonds 6	Publikumsfonds 7	Spezialfonds 8
2003 Q3	3 085,0	635,4	1 126,7	753,8	167,7	401,4	2 248,5	836,5
Q4	3 174,3	697,8	1 086,3	783,0	171,7	435,5	2 317,7	856,6
2004 Q1	3 356,2	750,4	1 116,3	820,6	176,2	492,8	2 469,8	886,4
Q2	3 373,2	756,5	1 094,2	830,0	179,7	512,7	2 479,5	893,7
Q3	3 392,8	740,1	1 119,0	825,8	182,4	525,5	2 495,4	897,4
Q4 <sup>(p)</sup>	3 510,7	772,0	1 142,4	844,6	182,7	569,0	2 594,1	916,6

## A12 Gesamtaktiva der Investmentfonds

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds. Die Daten beziehen sich auf die Euro-Länder ohne Irland. Weitere Einzelheiten sind den „Erläuterungen“ zu entnehmen.

**2.10 Aktiva der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen**  
(in Mrd €: Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

**1. Fonds nach Anlageschwerpunkten**

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien			Aktien, sonstige Dividenden- werte und Beteiligungen 6	Investment- fondsanteile 7	Sachanlagen 8	Sonstige Aktiva 9
			Zusammen 3	Bis zu 1 Jahr 4	Mehr als 1 Jahr 5				
<b>Aktienfonds</b>									
2003 Q3	635,4	29,5	27,8	2,4	25,4	536,4	19,5	-	22,1
Q4	697,8	29,3	31,3	2,9	28,4	593,6	21,1	-	22,5
2004 Q1	750,4	32,8	32,2	3,0	29,2	635,6	23,4	-	26,5
Q2	756,5	31,5	31,6	3,2	28,3	642,8	25,3	-	25,3
Q3	740,1	31,5	33,1	3,7	29,4	625,2	25,1	-	25,1
Q4 <sup>(p)</sup>	772,0	28,5	34,1	3,7	30,4	652,8	28,0	-	28,6
<b>Rentenfonds</b>									
2003 Q3	1 126,7	93,6	934,5	30,7	903,8	29,1	21,7	-	47,9
Q4	1 086,3	82,5	905,7	31,6	874,1	31,0	21,6	-	45,5
2004 Q1	1 116,3	97,3	918,4	35,3	883,1	32,6	21,4	-	46,6
Q2	1 094,2	79,1	910,0	36,3	873,7	33,0	21,8	-	50,3
Q3	1 119,0	80,8	932,4	38,8	893,6	31,9	23,4	-	50,5
Q4 <sup>(p)</sup>	1 142,4	77,5	943,7	39,9	903,8	36,9	23,4	-	60,9
<b>Gemischte Fonds</b>									
2003 Q3	753,8	50,4	323,8	22,2	301,6	248,3	95,4	0,3	35,6
Q4	783,0	49,4	323,8	22,1	301,7	272,3	100,5	0,3	36,7
2004 Q1	820,6	52,9	333,7	21,2	312,5	286,6	107,2	0,3	39,9
Q2	830,0	52,3	340,1	22,3	317,7	278,9	114,9	0,3	43,5
Q3	825,8	52,3	347,8	22,0	325,9	270,5	115,6	0,3	39,4
Q4 <sup>(p)</sup>	844,6	50,4	346,9	20,1	326,8	281,9	121,3	0,2	43,9
<b>Immobilienfonds</b>									
2003 Q3	167,7	16,1	9,0	0,6	8,4	0,8	9,5	125,3	6,9
Q4	171,7	13,2	9,3	0,6	8,7	0,8	8,5	132,7	7,4
2004 Q1	176,2	14,7	9,1	0,6	8,5	0,7	7,7	135,9	8,0
Q2	179,7	15,0	8,6	0,6	7,9	0,7	7,7	139,2	8,7
Q3	182,4	14,4	8,5	0,6	7,9	0,7	7,5	143,1	8,0
Q4 <sup>(p)</sup>	182,7	14,7	7,1	0,7	6,4	0,9	6,9	144,9	8,1

**2. Fonds nach Anlegergruppen**

	Insgesamt 1	Einlagen 2	Wertpapiere ohne Aktien 3	Aktien, sonstige Dividendenwerte und Beteiligungen 4	Investment- fondsanteile 5	Sachanlagen 6	Sonstige Aktiva 7
<b>Publikumsfonds</b>							
2003 Q3	2 248,5	198,9	927,3	736,4	176,6	108,9	100,4
Q4	2 317,7	191,6	913,2	815,7	183,8	115,5	98,0
2004 Q1	2 469,8	219,2	948,7	877,3	198,8	117,8	107,9
Q2	2 479,5	202,1	945,8	890,2	211,0	120,5	109,8
Q3	2 495,4	205,7	974,5	872,5	213,2	124,0	105,5
Q4 <sup>(p)</sup>	2 594,1	201,5	997,2	927,2	222,8	127,5	117,9
<b>Spezialfonds</b>							
2003 Q3	836,5	49,3	477,6	195,8	58,0	17,4	38,4
Q4	856,6	43,4	475,8	217,9	60,0	18,3	41,2
2004 Q1	886,4	47,3	485,8	226,5	64,4	19,1	43,3
Q2	893,7	42,8	485,0	230,8	67,5	19,8	47,8
Q3	897,4	41,0	498,4	222,7	67,7	20,4	47,2
Q4 <sup>(p)</sup>	916,6	38,7	500,6	230,2	70,9	19,5	56,7

Quelle: EZB.



# FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

## 3.1 Wichtige Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Bargeld und Einlagen										Nachrichtlich: Einlagen von Nichtbanken außerhalb des Euro- Währungs- gebiets
	Insgesamt	Zusammen	Bargeld	Einlagen nichtfinanzieller Sektoren (ohne Zentralstaaten) bei MFIs im Euro-Währungsgebiet					Einlagen von Zentralstaaten bei MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	Einlagen bei Nicht-MFIs <sup>1)</sup>	
				Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit verein- barter Kün- digungsfrist	Repo- geschäfte			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
<b>Bestände</b>											
2003 Q2	15 049,9	5 758,1	311,9	5 029,4	1 918,4	1 560,2	1 456,1	94,7	200,3	216,5	329,9
Q3	15 150,5	5 762,9	322,7	5 070,8	1 956,6	1 555,8	1 469,0	89,3	183,9	185,5	345,3
Q4	15 553,7	5 881,9	352,4	5 183,1	2 027,4	1 559,2	1 511,4	85,2	153,6	192,8	348,0
2004 Q1	15 751,2	5 915,3	350,8	5 180,6	2 020,6	1 545,0	1 533,9	81,2	183,8	200,1	394,6
Q2	16 024,9	6 052,5	372,0	5 264,1	2 101,2	1 529,7	1 553,9	79,4	223,7	192,7	396,0
Q3	16 079,5	6 077,1	383,5	5 284,4	2 104,2	1 532,3	1 565,1	82,8	204,1	205,1	390,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2003 Q2	207,9	131,4	21,3	85,7	83,8	-8,8	22,2	-11,4	24,1	0,3	11,8
Q3	130,7	12,4	11,4	12,0	6,8	-3,8	12,9	-3,9	-13,7	2,7	17,1
Q4	151,4	124,6	29,7	117,9	78,9	7,9	36,3	-5,2	-30,3	7,3	10,9
2004 Q1	129,3	31,0	-1,6	-4,9	-7,5	-15,8	22,4	-3,9	30,2	7,3	41,9
Q2	287,0	136,4	21,2	83,1	78,9	-14,5	20,7	-1,9	39,4	-7,4	0,8
Q3	108,8	28,9	11,5	24,7	4,6	5,4	11,3	3,4	-19,7	12,4	-1,2
<b>Wachstumsraten</b>											
2003 Q2	4,5	6,4	27,6	4,5	7,6	-1,0	8,9	-19,0	22,3	13,6	23,2
Q3	4,7	6,5	23,9	4,7	8,2	-0,7	9,1	-23,5	22,8	13,3	24,9
Q4	4,4	5,5	21,2	4,3	7,6	-1,0	8,1	-23,4	9,5	9,0	24,9
2004 Q1	4,3	5,3	20,9	4,3	8,8	-1,3	6,5	-23,0	5,9	7,7	25,2
Q2	4,6	5,3	19,5	4,1	8,2	-1,7	6,3	-15,7	12,8	4,6	21,4
Q3	4,5	5,6	18,8	4,4	7,9	-1,1	6,2	-8,5	10,7	10,6	15,2

	Wertpapiere ohne Anteilsrechte			Anteilsrechte <sup>2)</sup>				Versicherungstechnische Rückstellungen			
	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Börsen- notierte Aktien	Investment- zertifikate	Geldmarkt- fondsanteile	Zusammen	Ansprüche privater Haus- halte und Rück- stellungen bei Lebensversiche- rungen und Pensionsein- richtungen	Prämienüber- träge und Rück- stellungen für eingetretene Versicherungs- fälle	
											12
<b>Bestände</b>											
2003 Q2	1 936,3	165,6	1 770,7	3 587,9	1 751,5	1 836,4	404,6	3 767,6	3 399,5	368,1	
Q3	1 927,6	166,6	1 760,9	3 624,6	1 764,0	1 860,6	408,7	3 835,5	3 464,2	371,3	
Q4	1 900,4	178,6	1 721,8	3 887,2	2 006,9	1 880,2	406,5	3 884,2	3 509,4	374,8	
2004 Q1	1 915,2	179,7	1 735,5	3 976,2	2 047,5	1 928,7	420,8	3 944,5	3 562,0	382,5	
Q2	1 954,7	197,5	1 757,2	4 024,9	2 109,3	1 915,6	424,1	3 992,8	3 607,7	385,1	
Q3	1 958,7	191,9	1 766,8	3 995,0	2 087,6	1 907,4	424,2	4 048,8	3 660,8	388,0	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2003 Q2	-40,4	-18,3	-22,2	54,9	17,1	37,8	3,8	62,0	57,4	4,5	
Q3	10,1	0,0	10,1	47,7	29,9	17,8	2,7	60,4	57,1	3,3	
Q4	7,1	8,6	-1,5	-24,6	-24,2	-0,4	-10,2	44,4	41,5	2,8	
2004 Q1	11,3	0,7	10,7	22,0	-3,5	25,5	15,0	65,0	60,7	4,3	
Q2	43,8	16,3	27,5	54,6	56,2	-1,6	-0,7	52,2	48,5	3,7	
Q3	0,3	-5,8	6,1	19,4	18,0	1,4	-2,2	60,1	56,2	3,9	
<b>Wachstumsraten</b>											
2003 Q2	-2,5	-15,7	-1,0	3,4	0,5	7,1	13,6	6,4	6,7	3,7	
Q3	-3,5	-25,3	-0,9	4,5	2,0	6,9	9,3	6,6	6,9	3,5	
Q4	-2,4	-16,1	-0,7	4,0	1,1	6,9	8,5	6,7	6,9	4,8	
2004 Q1	-0,6	-4,7	-0,2	3,1	1,3	4,6	2,8	6,3	6,5	4,1	
Q2	3,7	15,4	2,6	2,8	3,3	2,3	1,7	5,9	6,1	3,8	
Q3	3,2	11,9	2,4	2,0	2,6	1,3	0,5	5,8	6,0	4,0	

Quelle: EZB.

- 1) Umfassen Einlagen bei Zentralstaaten (S1311, ESVG 95), sonstigen Finanzinstituten (S123, ESVG 95) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125, ESVG 95) im Euro-Währungsgebiet.
- 2) Ohne nicht börsennotierte Aktien.



**3.2 Wichtige Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren**

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet an												Nachrichtlich: Kredite von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets an Nichtbanken
	Zusammen			Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			Private Haushalte <sup>1)</sup>			
		Von MFIs im Euro-Währungsgebiet	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Bestände</b>													
2003 Q2	16 188,4	8 243,6	7 236,1	877,7	70,0	807,7	3 651,8	1 213,2	2 438,6	3 714,1	291,4	3 422,6	253,9
Q3	16 257,4	8 328,4	7 293,7	886,5	71,1	815,4	3 657,6	1 184,8	2 472,9	3 784,2	286,0	3 498,2	275,5
Q4	16 586,9	8 469,3	7 397,3	957,2	81,0	876,2	3 660,9	1 167,5	2 493,4	3 851,2	287,4	3 563,8	266,4
2004 Q1	16 930,8	8 522,1	7 466,3	961,7	85,0	876,8	3 655,4	1 162,9	2 492,5	3 905,0	281,7	3 623,3	305,5
Q2	17 147,5	8 670,1	7 597,2	954,2	90,4	863,8	3 699,4	1 171,2	2 528,2	4 016,4	293,9	3 722,6	304,4
Q3	17 224,5	8 748,1	7 674,7	949,8	89,1	860,7	3 701,7	1 152,9	2 548,9	4 096,6	290,6	3 806,0	279,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2003 Q2	238,7	116,3	84,1	-4,6	3,3	-7,9	51,5	24,2	27,3	69,4	5,3	64,2	2,5
Q3	137,4	81,9	58,8	8,9	1,1	7,8	1,9	-25,9	27,8	71,1	-4,7	75,8	22,8
Q4	119,0	112,9	118,4	22,3	9,9	12,4	17,0	-16,1	33,2	73,6	4,6	69,0	-1,4
2004 Q1	199,0	49,9	76,1	6,0	4,0	2,0	-14,0	-7,5	-6,5	57,9	-4,2	62,1	34,5
Q2	264,7	153,5	134,6	-9,2	5,4	-14,6	67,6	14,3	53,3	95,0	8,9	86,1	-1,3
Q3	136,3	82,7	85,9	-4,1	-1,4	-2,7	4,1	-15,7	19,8	82,7	-2,8	85,4	-21,4
<b>Wachstumsraten</b>													
2003 Q2	4,9	4,9	4,0	0,9	34,4	-1,3	4,2	1,4	5,7	6,5	-1,5	7,3	3,6
Q3	5,2	5,4	4,3	2,8	33,1	0,8	4,4	1,0	6,1	7,1	-1,4	7,9	16,1
Q4	4,8	5,0	4,6	3,6	36,4	1,2	3,2	0,1	4,7	7,1	-0,8	7,8	12,9
2004 Q1	4,4	4,4	4,7	3,7	26,5	1,8	1,6	-2,1	3,4	7,5	0,3	8,1	22,8
Q2	4,4	4,8	5,4	3,2	29,1	0,9	2,0	-2,9	4,4	8,0	1,6	8,6	21,5
Q3	4,4	4,8	5,7	1,7	25,1	-0,3	2,0	-2,1	4,0	8,2	2,3	8,7	3,8

	Emission von Wertpapieren (ohne Anteilsrechte) durch							Emission von börsennotierten Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	Verbindlichkeiten von Zentralstaaten aus Einlagen	Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften
	Zusammen	Öffentliche Haushalte (Staat)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften					
		Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig			
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
<b>Bestände</b>										
2003 Q2	5 003,8	4 415,4	564,2	3 851,2	588,4	166,4	422,0	2 449,8	205,7	285,6
Q3	4 991,9	4 407,3	558,3	3 849,0	584,6	165,2	419,4	2 473,0	174,3	289,8
Q4	4 919,2	4 328,2	539,7	3 788,5	591,0	164,3	426,7	2 726,3	181,7	290,4
2004 Q1	5 091,1	4 494,8	577,2	3 917,6	596,3	180,7	415,6	2 834,2	189,0	294,4
Q2	5 153,9	4 544,0	594,5	3 949,5	609,9	192,3	417,6	2 843,0	181,9	298,7
Q3	5 216,0	4 602,6	588,4	4 014,1	613,4	188,2	425,2	2 763,5	194,0	302,9
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2003 Q2	103,8	88,0	34,1	53,9	15,9	-0,6	16,5	14,9	-0,6	4,2
Q3	45,0	42,6	-5,7	48,3	2,4	-0,9	3,4	3,9	2,4	4,2
Q4	-5,5	-13,5	-18,3	4,8	8,0	-0,8	8,8	0,0	7,4	4,1
2004 Q1	135,7	136,6	36,1	100,5	-0,8	16,2	-17,0	2,1	7,3	4,0
Q2	109,7	94,4	17,1	77,3	15,3	11,7	3,6	4,5	-7,1	4,3
Q3	31,8	26,2	-5,7	31,9	5,6	-3,9	9,5	5,4	12,1	4,3
<b>Wachstumsraten</b>										
2003 Q2	7,3	6,7	15,6	5,5	11,8	27,7	6,4	0,6	13,4	5,8
Q3	6,7	6,3	14,6	5,2	9,8	20,0	6,2	0,7	13,2	5,8
Q4	6,2	5,7	12,5	4,8	10,4	13,7	9,1	0,8	8,9	6,0
2004 Q1	5,7	5,9	8,7	5,5	4,5	8,3	2,9	1,0	7,5	5,9
Q2	5,7	5,9	5,2	6,0	4,2	15,7	-0,3	0,4	4,8	5,8
Q3	5,4	5,5	5,2	5,6	4,8	14,1	1,2	0,5	11,3	5,8

Quelle: EZB.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

### 3.3 Wichtige Forderungen und Verbindlichkeiten von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

	Wichtige Forderungen											
	Insgesamt	Einlagen bei MFIs im Euro-Währungsgebiet					Kredite			Wertpapiere ohne Anteilsrechte		
		Zusammen	Täglich fällig	Mit vereinbarter Laufzeit	Mit vereinbarter Kündigungsfrist	Repos-geschäfte	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig	Zusammen	Kurzfristig	Langfristig
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	Bestände											
2003 Q2	3 460,3	538,1	63,8	450,5	1,6	22,3	337,5	65,1	272,4	1 398,3	55,8	1 342,4
Q3	3 513,8	533,3	57,5	455,3	1,8	18,7	339,5	65,8	273,6	1 419,8	58,7	1 361,2
Q4	3 623,6	542,4	58,9	462,3	2,1	19,1	328,2	66,7	261,5	1 447,7	59,9	1 387,8
2004 Q1	3 772,7	557,3	64,7	468,3	2,3	22,0	338,3	69,4	268,9	1 516,2	57,7	1 458,5
Q2	3 798,3	565,4	59,9	482,0	2,3	21,2	335,5	71,0	264,5	1 523,3	54,1	1 469,2
Q3	3 860,4	573,6	61,5	489,8	2,3	20,0	338,0	71,7	266,3	1 579,8	62,9	1 516,8
	Transaktionsbedingte Veränderungen											
2003 Q2	43,2	2,3	2,2	-3,9	0,0	3,9	4,4	1,4	3,0	18,9	-2,2	21,1
Q3	34,1	-6,2	-6,4	3,8	0,3	-3,8	2,0	0,7	1,2	22,8	2,8	19,9
Q4	60,5	10,2	1,5	7,9	0,3	0,5	-11,3	0,9	-12,2	37,4	1,2	36,2
2004 Q1	95,5	14,6	5,7	5,9	0,2	2,8	10,0	2,7	7,3	44,0	-1,8	45,8
Q2	31,1	7,2	-4,9	13,7	-0,6	-0,9	-2,8	1,6	-4,4	25,1	-3,6	28,7
Q3	51,1	8,2	1,6	7,8	-0,1	-1,1	2,5	0,7	1,8	37,9	8,8	29,1
	Wachstumsraten											
2003 Q2	6,7	6,8	28,9	3,9	-1,6	17,4	-0,6	-11,9	2,6	11,7	40,3	10,8
Q3	6,5	5,0	11,7	3,6	-1,6	28,2	0,8	-11,6	4,4	10,0	21,3	9,6
Q4	6,2	3,6	2,9	3,5	17,9	6,1	-4,0	-4,7	-3,8	10,0	17,4	9,7
2004 Q1	7,0	3,9	5,0	3,0	38,5	18,7	1,5	9,0	-0,2	9,0	0,1	9,4
Q2	6,4	4,8	-6,4	6,9	6,5	-6,3	-0,6	9,1	-3,0	9,2	-2,5	9,7
Q3	6,8	7,5	6,8	7,7	-12,8	6,7	-0,5	8,9	-2,7	10,2	7,8	10,3

	Wichtige Forderungen					Wichtige Verbindlichkeiten								
	Anteilsrechte <sup>1)</sup>				Prämien-überträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungs-fälle	Insgesamt	Kredite von MFIs und sonstigen finanziellen Kapital-gesellschaften im Euro-Währungsgebiet		Wertpapiere ohne Anteilsrechte	Börsen-notierte Aktien	Versicherungstechnische Rückstellungen			
	Zu-sammen	Börsen-notierte Aktien	Investment-zertifikate	Geldmarkt-fonds-anteile			Zusammen	Von MFIs im Euro-Währungs-gebiet			Zusammen	Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen für eingetretene Versicherungen und Pensionseinrichtungen	Prämien-überträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungs-fälle	
														13
	Bestände													
2003 Q2	1 072,7	473,0	599,7	64,4	113,8	3 734,0	60,6	44,8	18,4	163,4	3 491,6	2 970,8	520,8	
Q3	1 106,0	490,4	615,6	60,6	115,2	3 801,3	62,7	44,3	19,0	164,8	3 554,9	3 029,2	525,7	
Q4	1 188,8	542,0	646,8	64,1	116,5	3 862,7	51,9	35,4	20,9	189,9	3 600,0	3 069,7	530,3	
2004 Q1	1 241,1	558,7	682,4	63,5	119,8	3 930,3	61,6	46,3	21,7	190,9	3 656,1	3 115,0	541,1	
Q2	1 253,4	556,4	697,0	63,8	120,7	3 983,5	69,6	53,7	22,1	193,3	3 698,6	3 154,3	544,2	
Q3	1 246,5	547,3	699,2	63,4	122,6	4 025,2	69,5	52,5	20,5	185,7	3 749,5	3 200,9	548,6	
	Transaktionsbedingte Veränderungen													
2003 Q2	15,6	3,9	11,6	4,6	2,1	62,1	-0,3	2,3	0,1	4,5	57,8	51,1	6,6	
Q3	14,1	4,9	9,2	-4,2	1,4	58,2	2,0	-0,5	0,5	0,0	55,7	50,9	4,8	
Q4	22,8	7,0	15,8	4,2	1,5	33,9	-10,8	-8,9	1,8	5,0	37,9	33,9	4,0	
2004 Q1	23,6	2,0	21,7	-0,6	3,2	76,8	9,6	10,8	0,4	0,8	66,0	54,1	11,9	
Q2	0,8	-8,5	9,2	0,1	0,9	54,8	7,6	7,0	0,5	0,1	46,6	42,4	4,2	
Q3	0,6	2,4	-1,7	-0,3	1,9	56,2	-0,1	-1,1	-1,2	2,1	55,4	50,0	5,4	
	Wachstumsraten													
2003 Q2	3,5	-0,5	7,1	23,0	5,8	5,9	0,8	4,5	-0,8	1,5	6,4	6,9	4,0	
Q3	4,9	0,1	8,7	18,1	4,6	6,3	6,7	9,4	2,8	2,8	6,5	7,0	3,6	
Q4	5,8	2,6	8,3	11,6	6,9	6,7	12,9	12,7	12,6	6,2	6,6	6,9	4,9	
2004 Q1	7,8	4,3	10,3	6,5	7,3	6,4	0,9	8,5	15,4	8,3	6,4	6,5	5,3	
Q2	5,7	1,1	9,3	-1,0	6,2	6,0	14,0	18,8	17,6	3,5	5,9	6,1	4,8	
Q3	4,3	0,6	7,3	5,4	6,5	5,8	10,2	17,5	8,1	4,8	5,8	6,0	4,8	

Quelle: EZB.

1) Ohne nicht börsennotierte Aktien.

3.4 Jährliche Ersparnis, Investitionen und Finanzierung  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

1. Alle Sektoren im Euro-Währungsgebiet

	Sachvermögensbildung					Geldvermögensbildung								
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Vorratsveränderungen <sup>1)</sup>	Nicht produzierte Vermögensgüter	Insgesamt	Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZR)	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	Übrige Geldvermögensbildung (netto) <sup>3)</sup>	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
1997	350,5	1 137,7	-797,1	9,9	0,0	1 938,9	-0,2	390,9	330,7	464,6	491,4	224,1	37,4	
1998	411,5	1 201,7	-823,6	33,2	0,2	2 412,5	11,0	419,6	360,1	515,3	845,0	213,7	47,9	
1999	448,6	1 290,5	-863,7	21,6	0,2	3 113,7	1,3	559,2	429,1	878,8	942,2	259,2	43,8	
2000	485,7	1 389,6	-913,1	25,9	-16,7	2 911,6	1,3	350,9	264,6	829,9	1 189,1	251,3	24,4	
2001	459,8	1 441,3	-973,6	-10,0	2,0	2 597,0	-0,5	579,0	449,1	731,2	602,3	248,8	-12,9	
2002	389,0	1 428,1	-1 021,9	-18,3	1,1	2 311,3	0,9	656,6	279,7	632,8	468,4	220,8	52,1	
2003	391,8	1 440,3	-1 054,6	5,6	0,5	2 423,7	1,7	678,6	426,8	578,8	456,6	240,7	40,5	

	Reinvermögensänderung <sup>4)</sup>				Nettozugang an Verbindlichkeiten					
	Insgesamt	Bruttoersparnis	Abschreibungen (-)	Empfangene Vermögens-transfers (netto)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Kredite	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
1997	455,7	1 241,8	-797,1	11,0	1 833,7	509,7	318,0	393,1	382,5	230,3
1998	486,5	1 299,1	-823,6	11,1	2 337,4	648,8	323,2	484,6	659,8	221,0
1999	498,0	1 352,0	-863,7	9,7	3 064,3	934,9	503,4	765,2	597,1	263,7
2000	515,1	1 419,4	-913,1	8,8	2 882,2	539,5	416,9	882,9	788,7	254,1
2001	486,0	1 449,4	-973,6	10,2	2 570,8	668,9	489,9	634,3	521,6	256,0
2002	466,5	1 478,6	-1 021,9	9,9	2 233,7	572,9	442,0	618,0	376,2	224,7
2003	422,8	1 472,3	-1 054,6	5,1	2 392,7	676,2	514,0	539,3	420,3	242,8

2. Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögensänderung <sup>4)</sup>		Nettozugang an Verbindlichkeiten			
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Kredite	Anteilsrechte	Insgesamt	Bruttoersparnis	Insgesamt	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Kredite	Anteilsrechte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	150,3	591,9	-453,2	272,3	26,0	-12,1	65,8	100,8	104,8	521,3	317,8	12,1	175,9	120,1
1998	193,7	635,1	-470,6	439,8	45,7	-11,5	110,9	204,5	147,6	569,1	485,9	22,8	257,2	194,9
1999	212,0	683,1	-490,7	654,0	24,5	93,6	186,0	336,3	106,7	547,6	759,3	47,5	434,1	261,1
2000	306,1	751,6	-522,4	921,0	74,2	87,4	230,4	511,4	79,9	554,9	1 147,2	61,0	597,1	480,7
2001	215,7	778,9	-558,8	638,2	101,6	44,6	169,2	232,1	91,3	590,5	762,6	99,7	355,5	295,9
2002	172,0	757,6	-580,9	515,7	31,8	-55,7	174,2	253,1	108,7	633,2	579,0	21,0	352,0	190,8
2003	156,7	746,2	-597,5	356,5	69,3	-57,9	107,6	191,3	76,1	645,9	437,1	55,0	174,1	194,9

3. Private Haushalte<sup>5)</sup>

	Sachvermögensbildung			Geldvermögensbildung					Reinvermögensänderung <sup>4)</sup>		Nettozugang an Verbindlichkeiten		Nachrichtlich:	
	Insgesamt	Bruttoanlageinvestitionen	Abschreibungen (-)	Insgesamt	Bargeld und Einlagen	Wertpapiere ohne Anteilsrechte <sup>2)</sup>	Anteilsrechte	Versicherungstechnische Rückstellungen	Insgesamt	Bruttoersparnis	Insgesamt	Kredite	Verfügbares Einkommen	Bruttoersparquote <sup>6)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1997	164,9	376,0	-211,5	429,4	69,3	-20,8	192,5	217,6	424,6	615,6	169,7	168,3	3 818,3	16,1
1998	176,8	388,0	-216,2	446,3	92,9	-119,0	287,4	209,3	408,4	593,5	214,6	213,3	3 924,7	15,1
1999	188,1	417,6	-231,5	475,0	122,6	-28,5	195,8	245,2	394,7	580,0	268,4	266,9	4 086,0	14,2
2000	197,9	438,1	-241,6	434,8	66,2	35,3	122,6	245,9	406,2	607,7	226,4	224,7	4 290,6	14,2
2001	184,5	445,7	-259,0	415,6	180,7	82,7	45,4	229,1	423,9	649,7	176,2	174,3	4 576,4	14,2
2002	161,1	454,2	-279,5	482,7	220,6	83,1	-1,0	211,3	430,5	671,8	213,2	211,1	4 712,2	14,3
2003	166,8	461,7	-291,1	531,7	224,2	16,6	83,6	229,8	438,3	695,7	260,2	257,9	4 855,5	14,3

Quelle: EZB.

- 1) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.
- 2) Ohne Finanzderivate.
- 3) Finanzderivate, sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten und statistische Abweichungen.
- 4) Ergibt sich aus der Ersparnis und den empfangenen Vermögens-transfers (netto) nach Abschreibungen (-).
- 5) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
- 6) Bruttoersparnis in Prozent des verfügbaren Einkommens.



# FINANZMÄRKTE

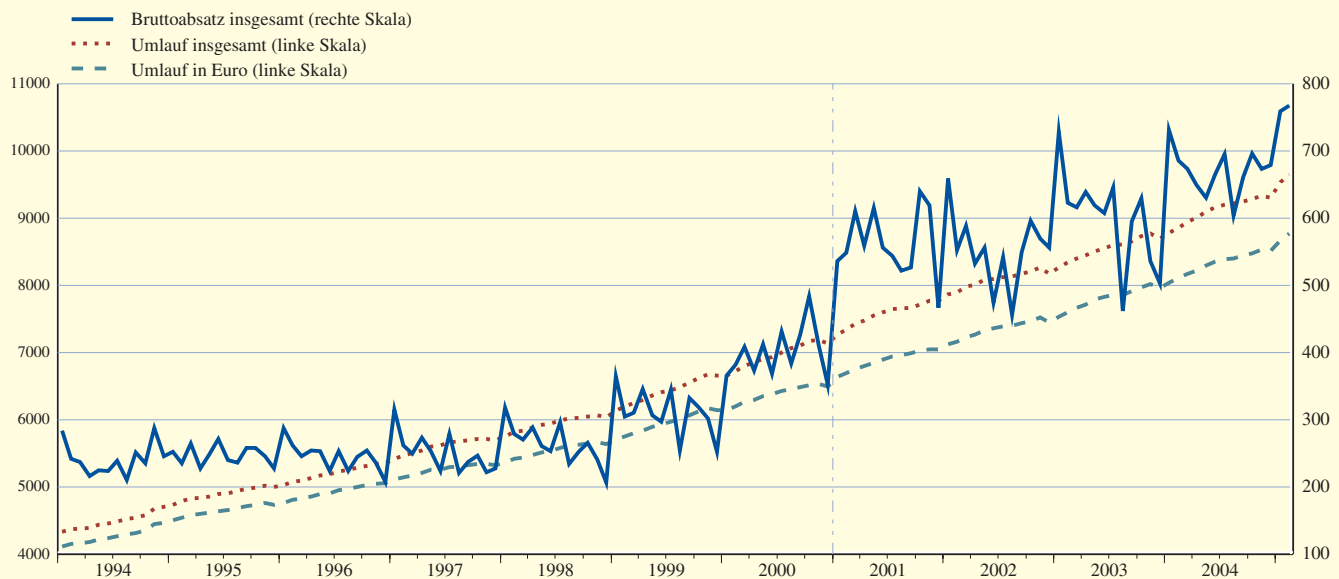
## 4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	In Euro insgesamt <sup>D</sup>				Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet							
	Umlauf	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Insgesamt				Darunter in Euro			
					Umlauf	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Umlauf (in %)	Bruttoabsatz (in %)	Tilgungen (in %)	Nettoabsatz
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Insgesamt</b>												
2004 Febr.	9 346,8	698,5	622,8	75,7	8 859,2	685,6	605,7	79,9	91,6	94,6	94,2	77,6
März	9 454,3	717,7	610,0	107,8	8 943,8	673,0	598,2	74,8	91,3	92,7	95,3	53,9
April	9 481,0	649,4	624,5	25,0	9 012,4	649,3	586,8	62,5	91,2	93,2	95,0	47,8
Mai	9 580,9	649,1	549,4	99,7	9 095,0	630,8	543,4	87,4	91,2	93,9	94,9	76,5
Juni	9 690,3	711,1	600,6	110,5	9 163,2	664,6	596,5	68,1	91,2	94,3	94,7	61,6
Juli	9 709,9	707,8	686,3	21,5	9 204,5	695,1	653,9	41,3	91,1	94,1	94,6	35,5
Aug.	9 739,6	619,7	590,0	29,7	9 215,8	603,6	589,7	13,9	91,2	94,7	94,8	13,1
Sept.	9 850,2	725,0	614,5	110,5	9 247,8	661,1	619,7	41,4	91,3	94,9	94,5	42,0
Okt.	9 873,5	711,9	689,9	21,9	9 283,3	696,6	655,8	40,8	91,3	93,7	94,9	30,5
Nov.	9 963,2	703,2	618,1	85,1	9 334,3	673,4	614,9	58,6	91,4	94,3	94,3	55,7
Dez.	9 969,3	705,5	699,0	6,5	9 305,3	679,2	700,2	-21,0	91,5	95,2	95,2	-19,8
2005 Jan.	.	.	.	.	9 534,6	759,3	675,5	83,8	90,8	93,8	95,6	66,3
Febr.	.	.	.	.	9 649,1	768,1	654,0	114,0	90,9	94,5	95,0	104,1
<b>Langfristig</b>												
2004 Febr.	8 484,4	193,5	109,3	84,2	7 991,1	182,7	98,9	83,8	91,7	92,2	88,0	81,5
März	8 545,2	213,5	152,0	61,5	8 055,6	189,6	133,8	55,8	91,4	86,8	94,1	38,5
April	8 586,8	163,8	123,9	39,8	8 106,6	155,6	110,0	45,5	91,3	88,5	94,7	33,5
Mai	8 689,0	174,8	71,9	102,8	8 191,0	156,6	67,6	89,0	91,3	89,3	90,8	78,4
Juni	8 776,4	204,2	118,9	85,3	8 264,6	181,1	111,2	70,0	91,3	92,9	92,1	65,8
Juli	8 812,0	190,3	153,1	37,2	8 300,0	173,4	139,0	34,4	91,2	91,8	93,7	28,9
Aug.	8 838,1	87,2	61,5	25,6	8 314,4	75,3	59,5	15,8	91,2	86,9	91,6	11,0
Sept.	8 930,7	191,4	100,1	91,3	8 361,9	156,7	102,8	53,9	91,3	91,6	88,9	52,2
Okt.	8 965,1	173,8	139,8	34,0	8 380,7	158,1	131,9	26,2	91,3	88,0	93,7	15,6
Nov.	9 038,6	168,3	97,9	70,4	8 431,8	154,7	95,2	59,5	91,4	89,1	92,2	50,1
Dez.	9 065,1	147,5	121,0	26,5	8 440,4	134,9	117,2	17,8	91,5	91,5	90,2	17,8
2005 Jan.	.	.	.	.	8 597,7	195,0	130,5	64,5	91,1	89,7	93,8	52,4
Febr.	.	.	.	.	8 701,5	198,5	95,6	102,9	91,2	90,4	88,9	94,5

## A13 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz

(in Mrd €)



Quellen: EZB und BIZ (BIZ: Emissionen von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets).

1) Gesamte auf Euro lautende Wertpapiere ohne Aktien, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden.

**4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten**  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Nominalwerte)

**1. Umlauf**

(Stand am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt						Darunter in Euro (in %)					
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Insgesamt</b>												
2003	8 691	3 288	673	589	3 923	219	91,6	85,5	87,7	88,3	97,7	95,4
2004	9 305	3 592	757	593	4 114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2004 Q1	8 944	3 403	676	587	4 045	232	91,3	85,2	87,6	87,6	97,4	95,5
Q2	9 163	3 477	705	604	4 139	239	91,2	84,7	88,5	87,4	97,4	95,5
Q3	9 248	3 533	710	601	4 163	242	91,3	84,7	89,3	87,3	97,6	95,7
Q4	9 305	3 592	757	593	4 114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2004 Nov.	9 334	3 578	736	604	4 167	249	91,4	84,8	90,3	87,6	97,6	95,7
Dez.	9 305	3 592	757	593	4 114	250	91,5	84,9	90,7	87,6	97,7	95,6
2005 Jan.	9 535	3 743	757	601	4 178	256	90,8	83,6	90,5	87,6	97,6	95,6
Febr.	9 649	3 800	761	607	4 223	258	90,9	83,6	90,8	87,7	97,6	95,7
<b>Kurzfristig</b>												
2003	831	360	6	94	367	3	91,2	81,8	100,0	94,1	99,6	87,6
2004	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,5	99,5	86,8
2004 Q1	888	374	5	102	403	4	90,7	81,4	100,0	94,7	98,3	83,7
Q2	899	379	5	108	402	5	90,3	80,5	100,0	95,2	98,2	83,2
Q3	886	369	6	100	405	6	91,2	82,1	96,2	95,5	98,5	85,2
Q4	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,5	99,5	86,8
2004 Nov.	903	392	6	99	400	6	92,1	84,2	95,2	95,2	99,0	91,4
Dez.	865	400	7	90	362	5	91,7	83,8	94,1	95,5	99,5	86,8
2005 Jan.	937	453	7	99	373	5	88,1	77,2	95,2	96,2	99,1	85,6
Febr.	948	456	8	106	372	5	88,2	77,5	96,8	96,4	98,8	86,6
<b>Langfristig insgesamt <sup>1)</sup></b>												
2003	7 860	2 927	667	495	3 556	216	91,6	86,0	87,5	87,2	97,5	95,5
2004	8 440	3 192	749	503	3 751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 Q1	8 056	3 029	671	485	3 643	228	91,4	85,7	87,5	86,2	97,3	95,7
Q2	8 265	3 098	700	495	3 737	234	91,3	85,2	88,4	85,7	97,3	95,8
Q3	8 362	3 164	703	500	3 758	236	91,3	85,0	89,3	85,7	97,5	95,9
Q4	8 440	3 192	749	503	3 751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2004 Nov.	8 432	3 187	730	505	3 767	243	91,4	84,9	90,2	86,1	97,5	95,8
Dez.	8 440	3 192	749	503	3 751	245	91,5	85,0	90,7	86,2	97,6	95,8
2005 Jan.	8 598	3 290	750	502	3 805	250	91,1	84,5	90,5	85,9	97,4	95,8
Febr.	8 701	3 344	754	500	3 852	252	91,2	84,4	90,8	85,8	97,5	95,9
<b>Darunter festverzinslich</b>												
2003	6 116	1 885	407	419	3 240	165	91,8	85,4	80,4	86,7	97,4	95,4
2004	6 378	1 929	423	411	3 430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2004 Q1	6 246	1 926	412	411	3 324	173	91,5	84,9	80,4	85,6	97,3	95,5
Q2	6 363	1 943	418	416	3 409	177	91,5	84,6	81,3	84,9	97,3	95,6
Q3	6 390	1 951	414	414	3 431	180	91,6	84,1	82,5	85,2	97,4	95,8
Q4	6 378	1 929	423	411	3 430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2004 Nov.	6 390	1 937	422	415	3 432	184	91,6	83,9	83,7	85,6	97,4	95,5
Dez.	6 378	1 929	423	411	3 430	185	91,7	84,0	84,2	85,5	97,5	95,5
2005 Jan.	6 441	1 943	425	410	3 472	191	91,5	83,6	83,9	85,1	97,4	95,6
Febr.	6 495	1 958	425	407	3 513	193	91,6	83,6	84,3	85,0	97,4	95,8
<b>Darunter variabel verzinslich</b>												
2003	1 587	959	257	59	262	51	91,3	87,5	98,7	89,5	97,5	95,8
2004	1 881	1 146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2004 Q1	1 646	1 008	256	62	265	55	91,2	87,5	98,7	89,2	97,5	96,0
Q2	1 725	1 048	278	66	277	57	90,8	86,7	98,9	89,7	97,5	96,2
Q3	1 783	1 100	287	73	268	56	90,6	86,7	99,0	87,6	97,5	96,3
Q4	1 881	1 146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2004 Nov.	1 850	1 135	305	76	276	59	90,8	86,7	99,1	88,3	97,6	96,5
Dez.	1 881	1 146	323	78	275	59	91,0	86,9	99,1	89,0	97,7	96,6
2005 Jan.	1 890	1 148	322	79	282	59	90,8	86,6	99,0	89,1	97,7	96,5
Febr.	1 931	1 180	326	79	286	59	90,7	86,5	99,0	89,0	97,7	96,5

Quelle: EZB.

1) Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen und den langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

## 4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten (soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Nominalwerte)

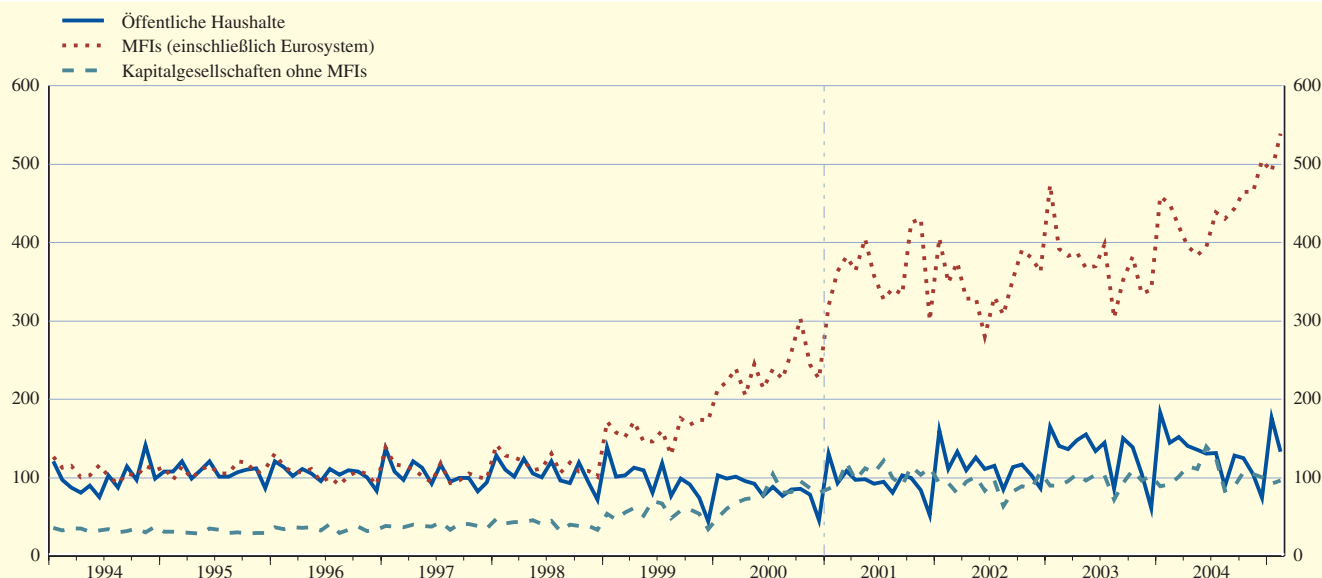
### 2. Bruttoabsatz

(während des Berichtszeitraums getätigte Transaktionen)

	Insgesamt					Langfristig <sup>1)</sup>						
	Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Zusammen	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	Insgesamt					Festverzinslich						
2003	7 205,5	4 485,6	244,7	909,7	1 478,8	86,6	1 284,8	414,3	113,7	89,0	626,4	41,4
2004	8 043,5	5 249,7	227,7	1 027,9	1 457,1	81,2	1 192,1	406,7	75,5	60,4	614,0	35,5
2004 Q1	2 089,8	1 329,0	38,1	243,5	453,0	26,2	377,1	135,9	16,8	11,7	199,7	13,2
Q2	1 944,7	1 173,3	64,0	300,5	387,5	19,3	307,8	91,3	21,8	19,7	166,8	8,1
Q3	1 959,8	1 313,3	41,7	255,5	333,2	16,0	248,1	86,5	10,3	14,3	130,9	6,1
Q4	2 049,3	1 434,1	83,9	228,4	283,4	19,6	259,1	92,9	26,7	14,7	116,6	8,1
2004 Nov.	673,4	464,4	30,3	74,7	95,4	8,8	94,5	33,2	13,4	3,2	40,3	4,3
Dez.	679,2	504,9	32,5	67,7	68,9	5,2	70,9	31,6	6,8	3,3	27,3	1,9
2005 Jan.	759,3	490,9	9,8	82,2	166,2	10,2	141,9	44,4	4,0	3,6	82,9	6,9
Febr.	768,1	538,9	15,0	81,1	125,8	7,4	127,6	51,1	5,1	3,3	63,6	4,6
	Darunter kurzfristig					Variabel verzinslich						
2003	5 331,9	3 698,2	41,3	796,1	767,6	28,6	507,7	336,7	89,5	11,7	53,3	16,5
2004	6 145,9	4 383,4	43,9	930,9	755,6	32,1	615,6	402,4	108,2	31,8	59,7	13,5
2004 Q1	1 538,7	1 072,1	10,0	224,7	223,7	8,1	146,6	105,6	11,3	6,6	18,4	4,9
Q2	1 451,4	969,5	11,1	271,1	191,3	8,5	159,7	96,9	31,1	7,8	21,1	2,7
Q3	1 554,4	1 118,9	10,8	230,4	185,9	8,4	136,0	95,2	20,6	10,0	8,6	1,6
Q4	1 601,5	1 222,9	12,0	204,7	154,7	7,1	173,3	104,6	45,2	7,4	11,7	4,4
2004 Nov.	518,7	393,2	4,3	68,2	50,4	2,7	55,9	34,4	12,5	2,6	4,7	1,7
Dez.	544,2	435,9	3,5	61,4	41,2	2,3	57,7	31,6	22,2	2,9	0,0	1,0
2005 Jan.	564,4	408,3	4,2	77,3	72,1	2,4	45,0	33,7	1,6	1,2	7,5	0,9
Febr.	569,5	429,4	4,6	76,7	56,1	2,7	64,2	53,6	5,3	0,7	4,5	0,1

## A14 Bruttoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien nach Emittentengruppen

(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Nominalwerte)



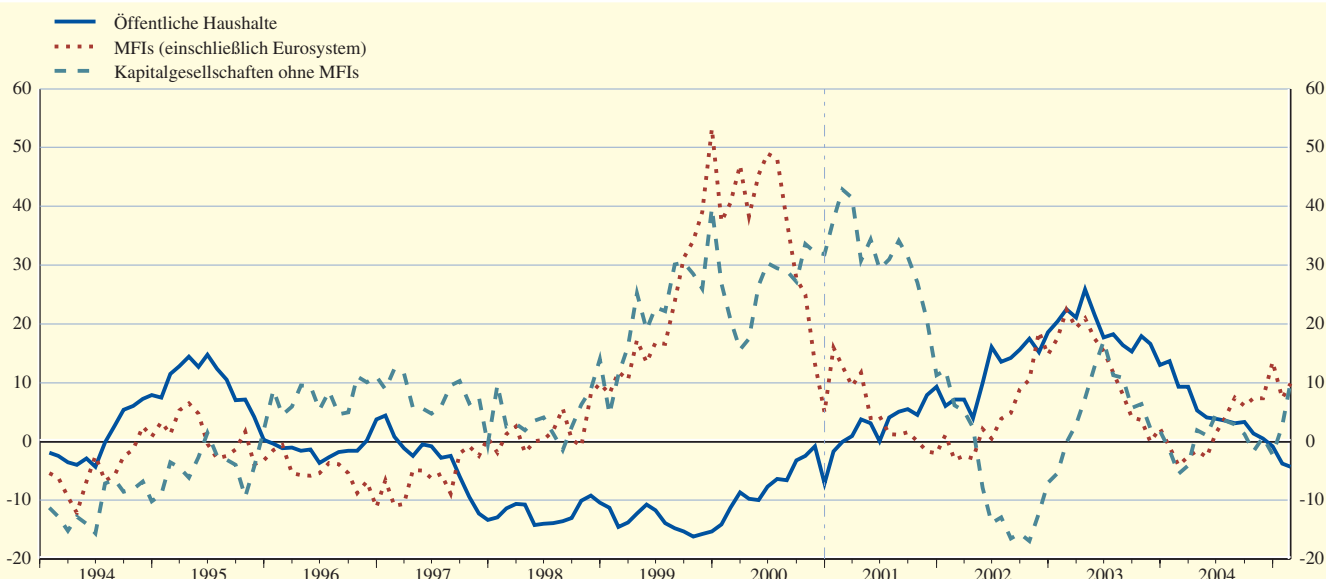
Quelle: EZB.

1) Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen und den langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

4.3 Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien <sup>1)</sup>  
(Veränderung in %)

	Insgesamt						Kurzfristig					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Alle Währungen</b>												
2003	6,8	5,1	25,8	8,6	4,5	26,0	14,1	12,1	1,1	5,7	19,2	-2,0
2004	7,0	8,0	15,1	3,7	4,9	17,5	3,3	2,4	-9,6	0,9	4,9	28,7
2004 Q1	6,9	6,3	20,5	5,9	4,8	21,4	3,5	-1,8	-17,9	-1,8	11,4	6,8
Q2	7,0	8,0	15,5	2,2	5,0	18,5	1,7	-1,6	-16,6	2,1	5,2	15,4
Q3	7,3	8,7	13,3	3,6	5,2	16,4	4,1	5,0	-10,7	4,0	3,1	30,6
Q4	6,9	9,0	11,8	3,0	4,6	14,4	3,8	8,2	8,9	-1,0	0,5	66,6
2004 Sept.	7,1	9,1	11,1	3,7	4,9	15,4	4,2	6,0	6,2	1,0	2,8	65,4
Okt.	6,8	8,9	11,1	3,2	4,4	14,2	3,5	7,4	4,5	-2,0	0,9	63,5
Nov.	6,9	8,7	12,4	3,3	4,5	14,3	3,4	7,3	7,7	0,3	-0,2	78,5
Dez.	7,3	9,6	13,0	1,6	4,9	14,2	5,1	13,5	22,3	-3,9	-1,3	50,3
2005 Jan.	7,2	8,9	12,9	3,1	5,0	14,8	1,7	7,3	23,3	1,4	-4,1	31,4
Febr.	7,5	9,5	12,2	3,4	5,3	12,7	3,4	9,8	45,7	8,2	-4,6	27,6
<b>Euro</b>												
2003	6,4	3,9	31,4	9,4	4,4	25,0	15,7	15,8	0,9	4,8	19,3	-8,0
2004	6,7	6,7	18,8	2,8	5,0	17,3	3,1	1,7	-11,1	0,9	4,8	28,1
2004 Q1	6,7	5,3	24,5	5,9	4,9	20,6	4,3	-1,0	-17,9	-2,5	11,3	7,4
Q2	6,6	6,7	19,1	1,4	5,0	18,1	1,5	-2,5	-15,5	1,7	5,0	12,8
Q3	6,9	7,1	17,2	2,4	5,3	16,3	3,0	2,6	-13,3	4,4	3,0	26,6
Q4	6,5	7,7	15,3	1,9	4,6	14,5	3,6	8,0	3,9	0,0	0,6	72,6
2004 Sept.	6,7	7,8	14,6	2,4	5,0	15,5	3,5	4,2	2,2	2,0	2,8	65,9
Okt.	6,4	7,7	14,4	2,1	4,4	14,4	3,2	6,8	0,3	-1,2	1,1	68,5
Nov.	6,4	7,4	16,0	2,1	4,5	14,2	3,3	7,7	2,6	1,3	-0,1	92,7
Dez.	6,9	8,5	16,4	0,4	4,8	14,4	5,2	15,3	15,1	-2,5	-1,4	48,5
2005 Jan.	6,7	7,5	16,3	2,4	4,8	14,9	1,9	8,3	17,4	3,3	-4,0	26,9
Febr.	7,0	7,9	15,5	2,8	5,2	12,8	3,6	10,9	41,2	10,5	-4,5	24,1

A15 Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen  
(Veränderung in %)



Quelle: EZB.

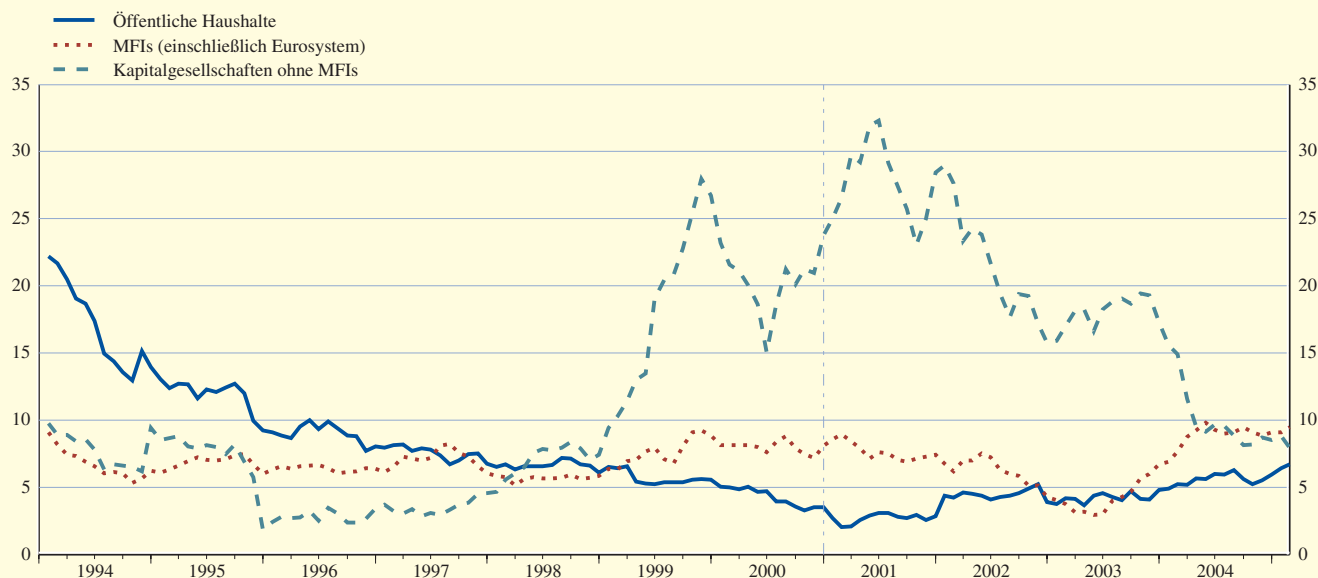
1) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.



### 4.3 Noch: Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien <sup>1)</sup> (Veränderung in %)

	Langfristig festverzinslich						Langfristig variabel verzinslich					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Nicht-monetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
<b>Alle Währungen</b>												
2003	5,2	2,1	15,3	11,9	4,4	22,6	8,8	8,3	53,3	-13,4	-9,2	43,4
2004	5,0	3,1	7,6	3,1	5,7	14,7	16,5	18,3	29,6	8,3	0,3	26,5
2004 Q1	5,6	3,1	12,6	8,5	5,3	18,4	13,8	15,2	37,7	-8,8	-4,4	33,6
2004 Q2	5,4	3,8	9,5	2,5	5,8	15,2	16,1	18,8	27,8	-2,3	0,8	30,2
2004 Q3	4,9	3,0	4,9	1,1	6,1	13,5	17,8	19,0	29,6	18,4	3,0	25,2
2004 Q4	4,3	2,3	4,2	0,7	5,6	12,2	18,0	20,1	24,8	29,5	2,0	18,8
2004 Sept.	4,7	3,2	3,4	1,2	5,7	13,1	17,2	19,6	24,8	25,0	0,3	20,0
2004 Okt.	4,2	2,3	3,5	1,7	5,4	12,0	17,6	20,4	24,2	26,9	0,1	18,6
2004 Nov.	4,1	1,8	5,0	0,4	5,5	11,7	18,6	20,4	24,9	32,6	3,5	19,1
2004 Dez.	4,5	2,6	4,8	-1,1	5,9	12,6	18,3	19,1	25,9	33,1	4,8	17,2
2005 Jan.	4,8	3,0	5,3	-0,8	6,0	14,7	18,3	18,5	24,7	30,1	9,1	14,3
2005 Febr.	4,9	2,8	4,2	-1,7	6,7	12,7	18,6	20,1	24,2	28,1	6,7	11,8
<b>Euro</b>												
2003	4,6	0,1	20,6	12,2	4,2	21,3	8,9	7,7	53,3	-8,9	-9,3	43,8
2004	4,8	1,3	11,9	1,8	5,8	14,7	16,0	17,6	29,7	8,6	0,3	25,4
2004 Q1	5,4	1,6	17,1	8,1	5,4	17,7	13,4	14,4	37,4	-6,0	-4,6	32,1
2004 Q2	5,1	2,0	13,9	1,0	5,8	15,0	15,7	18,1	27,9	-0,3	0,8	28,9
2004 Q3	4,7	1,2	9,2	-0,5	6,2	13,8	17,2	18,1	29,8	16,0	3,0	24,1
2004 Q4	4,0	0,4	8,3	-0,9	5,6	12,4	17,4	19,4	25,2	27,0	2,0	18,1
2004 Sept.	4,4	1,3	7,5	-0,6	5,9	13,5	16,7	19,2	25,1	22,3	0,2	18,9
2004 Okt.	3,9	0,3	7,2	0,3	5,5	12,4	17,0	19,9	24,5	24,1	0,1	17,8
2004 Nov.	3,7	-0,3	9,4	-1,2	5,4	11,7	18,0	19,7	25,3	29,9	3,6	18,2
2004 Dez.	4,2	0,7	8,9	-3,0	5,8	12,7	17,7	18,2	26,2	32,1	4,8	18,0
2005 Jan.	4,4	0,8	9,7	-2,3	5,9	14,7	17,7	17,4	25,0	29,3	9,2	15,0
2005 Febr.	4,5	0,4	8,2	-3,4	6,6	12,7	17,7	18,7	24,5	27,4	6,7	12,3

### A16 Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen (Veränderung in %)



Quelle: EZB.

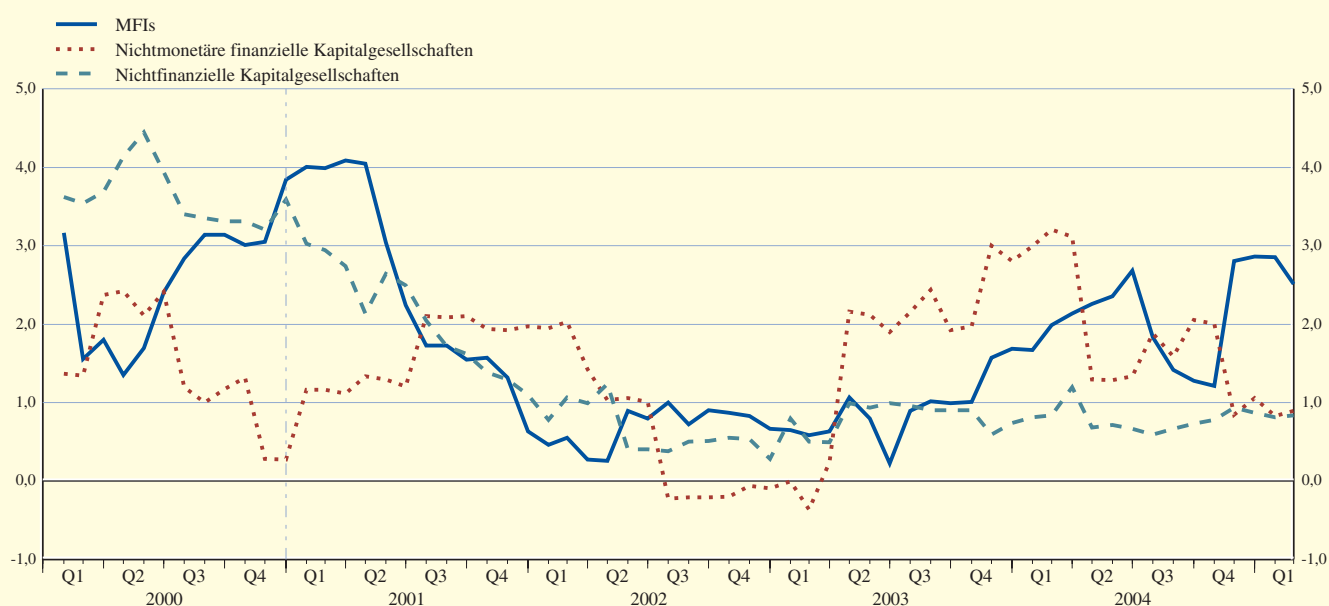
1) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €: Marktkurse)

1. Umlauf und Jahreswachstumsraten  
(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

	Insgesamt			MFIs		Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
	Umlauf	Index Dez. 2001 = 100 (in %)	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)	Umlauf	Jahres- wachstums- raten (in %)
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
2003 Febr.	2 885,0	100,3	0,4	425,3	0,6	270,8	-0,4	2 189,0	0,5
März	2 763,5	100,3	0,5	413,0	0,6	236,2	0,2	2 114,3	0,5
April	3 113,0	100,9	1,1	471,4	1,1	291,8	2,2	2 349,8	1,0
Mai	3 145,7	100,9	1,0	476,7	0,8	291,3	2,1	2 377,7	0,9
Juni	3 256,2	100,9	0,9	504,2	0,2	300,6	1,9	2 451,4	1,0
Juli	3 366,5	101,1	1,1	528,0	0,9	330,9	2,1	2 507,6	1,0
Aug.	3 413,4	101,1	1,1	506,5	1,0	325,5	2,4	2 581,5	0,9
Sept.	3 276,7	101,1	1,0	494,8	1,0	307,1	1,9	2 474,7	0,9
Okt.	3 484,0	101,2	1,0	535,2	1,0	333,2	2,0	2 615,6	0,9
Nov.	3 546,9	101,3	1,0	549,5	1,6	337,9	3,0	2 659,6	0,6
Dez.	3 647,4	101,4	1,1	569,5	1,7	348,6	2,8	2 729,3	0,7
2004 Jan.	3 788,6	101,4	1,1	584,1	1,7	372,3	3,0	2 832,2	0,8
Febr.	3 852,1	101,5	1,2	587,9	2,0	374,3	3,2	2 889,9	0,8
März	3 766,5	101,8	1,5	571,9	2,1	355,0	3,1	2 839,6	1,2
April	3 748,5	101,9	1,0	579,4	2,3	361,1	1,3	2 808,0	0,7
Mai	3 687,9	101,9	1,0	568,1	2,4	350,6	1,3	2 769,2	0,7
Juni	3 790,1	102,0	1,0	582,5	2,7	362,0	1,3	2 845,7	0,7
Juli	3 679,8	102,0	0,9	562,3	1,8	354,0	1,9	2 763,5	0,6
Aug.	3 621,2	102,0	0,9	562,5	1,4	353,1	1,6	2 705,6	0,7
Sept.	3 707,9	102,1	0,9	579,6	1,3	362,3	2,1	2 766,1	0,7
Okt.	3 787,6	102,2	1,0	598,0	1,2	372,6	2,0	2 817,0	0,8
Nov.	3 906,5	102,5	1,2	623,9	2,8	386,5	0,8	2 896,2	0,9
Dez.	4 034,6	102,6	1,2	643,7	2,9	405,6	1,1	2 985,3	0,9
2005 Jan.	4 139,3	102,6	1,1	662,6	2,9	412,2	0,8	3 064,5	0,8
Febr.	4 255,7	102,6	1,1	681,1	2,5	431,8	0,9	3 142,7	0,8

A17 Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet  
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB.

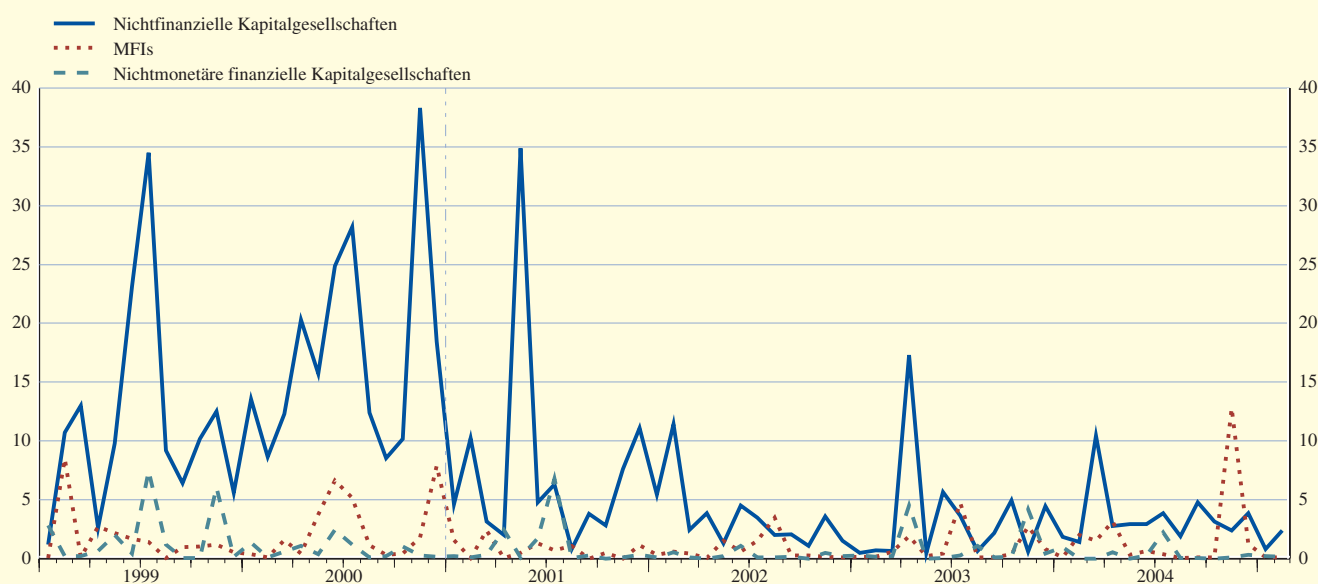
1) Zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

#### 4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup> (in Mrd €; Marktkurse)

##### 2. Während des Monats getätigte Transaktionen

	Insgesamt			MFIs			Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz	Bruttoabsatz	Tilgungen	Nettoabsatz
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2003 Febr.	1,0	1,3	-0,3	0,1	0,0	0,1	0,1	0,8	-0,7	0,7	0,5	0,2
März	1,4	1,5	-0,1	0,6	0,1	0,5	0,2	0,0	0,1	0,6	1,3	-0,7
April	23,7	4,9	18,8	1,9	0,1	1,7	4,5	0,0	4,5	17,3	4,8	12,5
Mai	0,7	2,2	-1,6	0,2	0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,5	1,8	-1,3
Juni	6,1	5,2	0,9	0,4	2,8	-2,3	0,0	0,0	0,0	5,7	2,4	3,2
Juli	8,6	2,0	6,6	4,7	0,2	4,5	0,2	0,0	0,2	3,6	1,8	1,8
Aug.	1,8	1,4	0,4	0,1	0,0	0,1	1,1	0,1	1,0	0,6	1,3	-0,7
Sept.	2,3	2,1	0,3	0,1	0,1	0,0	0,1	1,6	-1,5	2,2	0,4	1,8
Okt.	5,4	3,9	1,6	0,4	0,0	0,4	0,2	0,0	0,1	4,9	3,8	1,1
Nov.	7,5	5,5	2,1	2,7	0,0	2,7	4,2	0,3	3,9	0,6	5,1	-4,5
Dez.	5,7	1,6	4,0	0,8	0,1	0,8	0,4	0,9	-0,5	4,4	0,6	3,8
2004 Jan.	2,9	1,0	1,9	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	1,8	1,0	0,8
Febr.	3,5	0,7	2,8	2,0	0,0	2,0	0,0	0,2	-0,2	1,4	0,5	1,0
März	12,0	1,3	10,7	1,5	0,0	1,5	0,0	0,1	-0,1	10,5	1,1	9,3
April	6,4	0,6	5,8	3,1	0,1	3,1	0,5	0,1	0,4	2,8	0,5	2,3
Mai	3,3	3,6	-0,4	0,3	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	2,9	3,6	-0,6
Juni	3,8	2,2	1,6	0,7	1,6	-1,0	0,3	0,0	0,2	2,9	0,5	2,4
Juli	6,4	3,6	2,8	0,4	0,0	0,4	2,2	0,0	2,2	3,8	3,6	0,2
Aug.	2,0	2,9	-0,9	0,1	2,2	-2,2	0,0	0,0	0,0	1,9	0,7	1,2
Sept.	4,9	2,2	2,7	0,1	0,9	-0,8	0,0	0,0	0,0	4,8	1,3	3,5
Okt.	3,2	0,5	2,7	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	3,1	0,5	2,7
Nov.	15,2	3,3	11,9	12,8	0,3	12,4	0,1	0,0	0,1	2,4	3,0	-0,6
Dez.	5,4	1,6	3,9	1,2	0,0	1,2	0,3	0,1	0,2	3,9	1,4	2,4
2005 Jan.	1,1	1,8	-0,7	0,1	0,0	0,1	0,2	0,0	0,2	0,8	1,8	-1,0
Febr.	2,6	0,6	2,0	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	2,4	0,5	1,9

#### A18 Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen (in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Marktkurse)



Quelle: EZB.

1) Zur Berechnung des Index und der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“.

**4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet**  
 (in % p.a.; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; soweit nicht anders angegeben, Neugeschäft als volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

**1. Einlagenzinsen (Neugeschäft)**

	Einlagen von privaten Haushalten						Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften				Repo- geschäfte
	Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>1), 2)</sup>		Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit			
		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
2004 März	0,71	1,91	2,13	2,31	1,94	2,60	0,87	1,96	2,16	3,35	1,97
April	0,70	1,96	2,13	2,41	1,96	2,57	0,87	1,97	2,04	3,46	1,95
Mai	0,71	1,86	2,15	2,43	1,94	2,56	0,86	1,96	2,06	3,74	1,95
Juni	0,70	1,87	2,21	2,42	1,96	2,55	0,87	1,99	2,27	3,76	1,97
Juli	0,70	1,90	2,21	2,54	1,94	2,55	0,86	1,99	2,59	4,00	1,98
Aug.	0,72	1,91	2,18	2,67	1,95	2,53	0,87	1,98	2,36	3,99	1,98
Sept.	0,72	1,90	2,20	2,48	2,00	2,52	0,90	2,00	2,31	3,68	1,99
Okt.	0,72	1,92	2,29	2,48	2,00	2,52	0,89	2,04	2,32	3,56	2,00
Nov.	0,73	1,94	2,20	2,50	2,01	2,51	0,90	2,04	2,22	3,39	2,02
Dez.	0,73	1,95	2,19	2,31	2,00	2,52	0,90	2,08	2,68	3,52	2,02
2005 Jan.	0,73	1,95	2,29	2,53	1,98	2,49	0,92	2,04	2,25	3,26	2,05
Febr.	0,74	1,94	2,19	2,32	1,97	2,49	0,92	2,04	2,25	3,52	2,03

**2. Zinssätze für Kredite an private Haushalte (Neugeschäft)**

	Über- ziehungs- kredite <sup>1)</sup>	Konsumentenkredite			Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>3)</sup>	Sonstige Kredite mit anfänglicher Zinsbindung		
		Mit anfänglicher Zinsbindung				Mit anfänglicher Zinsbindung					Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre bis zu 10 Jahren	Mehr als 10 Jahre				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2004 März	9,86	6,91	6,90	8,37	7,97	3,47	4,14	4,87	4,71	4,28	3,96	5,06	4,96
April	9,91	6,92	6,64	8,30	7,77	3,42	4,06	4,77	4,69	4,24	3,89	4,97	4,95
Mai	9,81	6,82	6,77	8,27	7,87	3,40	4,05	4,75	4,61	4,17	4,14	4,87	4,94
Juni	9,79	6,58	6,74	8,42	7,87	3,42	4,12	4,82	4,69	4,17	3,93	4,97	5,01
Juli	9,79	6,63	6,86	8,52	7,97	3,47	4,16	4,81	4,69	4,20	4,04	4,94	5,01
Aug.	9,86	7,07	6,89	8,58	8,15	3,50	4,19	4,87	4,65	4,29	3,91	5,07	5,02
Sept.	9,60	6,91	6,96	8,45	8,07	3,49	4,14	4,82	4,66	4,24	3,90	4,98	5,00
Okt.	9,53	6,79	6,87	8,34	7,87	3,50	4,12	4,77	4,64	4,18	4,08	4,87	4,92
Nov.	9,48	6,88	6,85	8,23	7,85	3,45	4,07	4,66	4,58	4,09	3,96	4,89	4,82
Dez.	9,52	6,73	6,60	7,67	7,59	3,43	3,95	4,49	4,41	4,07	3,82	4,59	4,65
2005 Jan.	9,61	6,97	6,81	8,32	8,01	3,44	3,97	4,43	4,45	4,07	3,96	4,64	4,62
Febr.	9,66	6,20	6,84	8,19	7,77	3,40	3,94	4,39	4,33	3,98	3,99	4,73	4,49

**3. Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)**

	Über- ziehungs- kredite <sup>1)</sup>	Sonstige Kredite bis zu 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			Sonstige Kredite von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung			
		Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Variabel verzinslich oder bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	
	1	2	3	4	5	6	7	
2004 März		5,48	3,95	4,81	4,73	2,95	3,28	4,37
April		5,44	3,88	4,75	4,70	3,00	3,28	4,21
Mai		5,41	4,00	4,62	4,59	3,00	3,30	4,21
Juni		5,40	3,97	4,81	4,71	2,99	3,26	4,08
Juli		5,42	4,02	4,85	4,65	3,02	3,28	4,27
Aug.		5,44	4,06	4,89	4,73	2,99	3,12	4,30
Sept.		5,37	4,00	4,85	4,68	2,99	3,37	4,46
Okt.		5,39	4,02	4,87	4,64	2,98	3,30	4,27
Nov.		5,37	4,02	4,79	4,55	2,95	3,35	4,31
Dez.		5,26	3,97	4,67	4,46	3,05	3,55	4,10
2005 Jan.		5,40	3,97	4,69	4,47	3,02	3,30	4,08
Febr.		5,32	3,91	4,77	4,36	3,02	3,34	3,82

Quelle: EZB.

- Bei dieser Instrumentenkategorie entspricht das Neugeschäft den Beständen. Stand am Ende des Berichtszeitraums.
- Bei dieser Instrumentenkategorie werden private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zusammengefasst und dem Sektor der privaten Haushalte zugerechnet, da die Bestände nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Vergleich zu denen privater Haushalte aggregiert über alle Länder des Euro-Währungsgebiets verschwindend gering sind.
- Der effektive Jahreszinssatz beinhaltet die gesamten Kreditkosten. Diese umfassen sowohl die Zinskomponente als auch andere kreditbezogene Kosten wie z. B. für Anfragen, Verwaltung, Erstellung der Dokumente, Garantien usw.

#### 4.5 Zinssätze der MFls für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFls im Euro-Währungsgebiet

(in % p.a.; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; soweit nicht anders angegeben, Neugeschäft als volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

#### 4. Einlagenzinsen (Bestände)

	Einlagen von privaten Haushalten					Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Repo- geschäfte
	Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>1), 2)</sup>		Täglich fällig <sup>1)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		
		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate		Bis zu 2 Jahren	Mehr als 2 Jahre	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 März	0,71	1,92	3,32	1,94	2,60	0,87	2,08	4,08	1,96
April	0,70	1,90	3,31	1,96	2,57	0,87	2,07	4,03	1,94
Mai	0,71	1,89	3,27	1,94	2,56	0,86	2,07	4,04	1,95
Juni	0,70	1,88	3,28	1,96	2,55	0,87	2,09	4,03	1,96
Juli	0,70	1,89	3,26	1,94	2,55	0,86	2,09	4,03	1,97
Aug.	0,72	1,90	3,24	1,95	2,53	0,87	2,10	3,99	1,98
Sept.	0,72	1,90	3,22	2,00	2,52	0,90	2,12	3,97	1,97
Okt.	0,72	1,90	3,27	2,00	2,52	0,89	2,10	3,89	1,98
Nov.	0,73	1,90	3,26	2,01	2,51	0,90	2,12	3,86	2,00
Dez.	0,73	1,92	3,24	2,00	2,52	0,90	2,16	3,78	2,02
2005 Jan.	0,73	1,90	3,23	1,98	2,49	0,92	2,13	3,68	2,01
Febr.	0,74	1,91	3,25	1,97	2,49	0,92	2,13	3,67	2,00

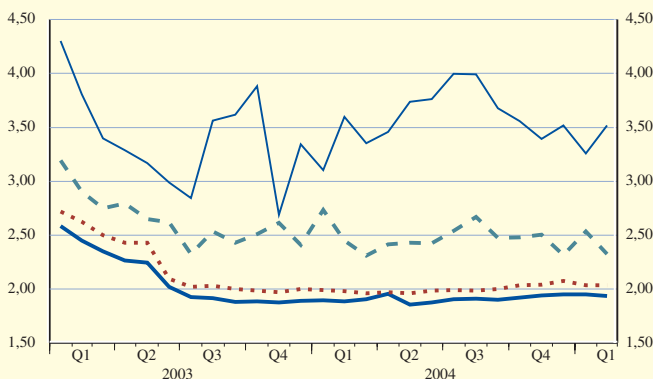
#### 5. Kreditzinsen (Bestände)

	Kredite an private Haushalte						Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Wohnungsbaukredite nach Laufzeiten			Konsumentenkredite und sonstige Kredite nach Laufzeiten			Nach Laufzeiten		
	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2004 März	4,92	4,79	5,05	8,26	7,25	5,91	4,45	4,05	4,61
April	4,86	4,75	5,02	8,27	7,20	5,87	4,43	4,02	4,58
Mai	4,87	4,73	4,99	8,22	7,15	5,83	4,41	3,99	4,54
Juni	4,84	4,71	4,97	8,13	5,90	5,90	4,44	4,00	4,54
Juli	4,84	4,64	4,94	8,16	7,11	5,85	4,44	4,00	4,52
Aug.	4,81	4,60	4,91	8,17	7,07	5,86	4,43	3,97	4,51
Sept.	4,82	4,58	4,90	8,05	7,14	5,85	4,46	3,99	4,52
Okt.	4,69	4,53	4,88	8,04	7,08	5,80	4,42	3,97	4,48
Nov.	4,67	4,52	4,86	7,93	6,99	5,82	4,41	3,96	4,48
Dez.	4,72	4,49	4,83	7,94	7,02	5,80	4,35	3,97	4,44
2005 Jan.	4,66	4,45	4,79	8,07	6,97	5,77	4,42	3,90	4,41
Febr.	4,62	4,45	4,76	8,06	7,02	5,76	4,40	3,92	4,46

#### A19 Einlageneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit

(in % p.a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

- Von privaten Haushalten, bis zu 1 Jahr
- Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Jahr
- - - Von privaten Haushalten, mehr als 2 Jahre
- Von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, mehr als 2 Jahre

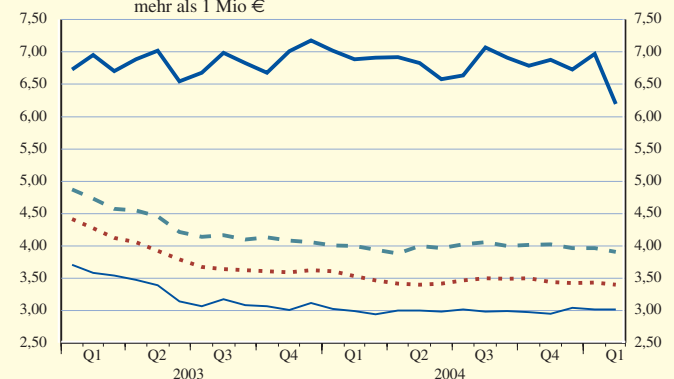


Quelle: EZB.

#### A20 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr

(in % p.a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

- Konsumentenkredite
- Wohnungsbaukredite an private Haushalte
- - - Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften,  
bis zu 1 Mio €
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften,  
mehr als 1 Mio €



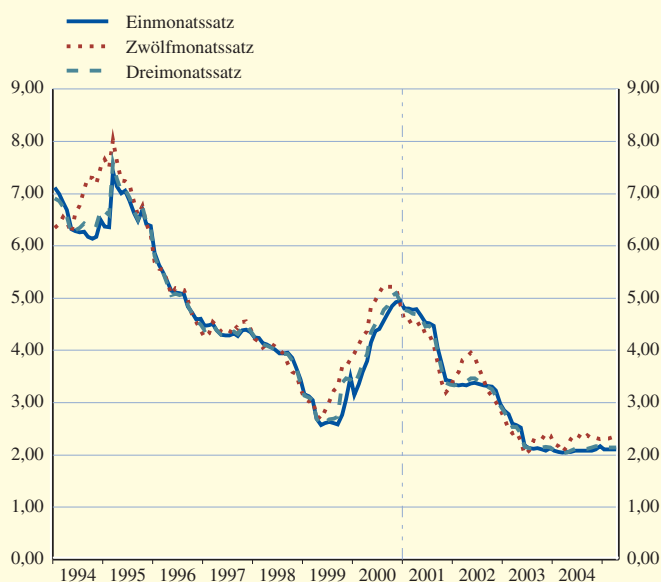
#### 4.6 Geldmarktsätze

(in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA)	Einmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (EURIBOR)	Sechsmonatsgeld (EURIBOR)	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)	Dreimonatsgeld (LIBOR)
	1	2	3	4	5	6	7
2002	3,29	3,30	3,32	3,35	3,49	1,80	0,08
2003	2,32	2,35	2,33	2,31	2,34	1,22	0,06
2004	2,05	2,08	2,11	2,15	2,27	1,62	0,05
2004 Q1	2,02	2,06	2,06	2,07	2,15	1,12	0,05
Q2	2,04	2,06	2,08	2,13	2,29	1,30	0,05
Q3	2,05	2,08	2,12	2,19	2,35	1,75	0,05
Q4	2,08	2,12	2,16	2,20	2,32	2,30	0,05
2005 Q1	2,06	2,11	2,14	2,19	2,32	2,84	0,05
2004 April	2,08	2,05	2,05	2,06	2,16	1,15	0,05
Mai	2,02	2,06	2,09	2,14	2,30	1,25	0,05
Juni	2,03	2,08	2,11	2,19	2,40	1,50	0,05
Juli	2,07	2,08	2,12	2,19	2,36	1,63	0,05
Aug.	2,04	2,08	2,11	2,17	2,30	1,73	0,05
Sept.	2,05	2,08	2,12	2,20	2,38	1,90	0,05
Oktober	2,11	2,09	2,15	2,19	2,32	2,08	0,05
Nov.	2,09	2,11	2,17	2,22	2,33	2,31	0,05
Dez.	2,05	2,17	2,17	2,21	2,30	2,50	0,05
2005 Jan.	2,08	2,11	2,15	2,19	2,31	2,66	0,05
Febr.	2,06	2,10	2,14	2,18	2,31	2,82	0,05
März	2,06	2,10	2,14	2,19	2,34	3,03	0,05
April	2,08	2,10	2,14	2,17	2,27	3,15	0,05

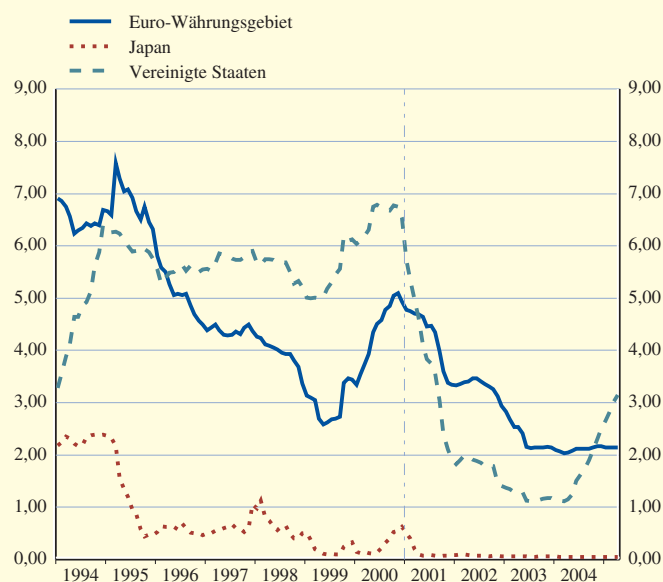
#### A21 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



#### A22 Dreimonats-Geldmarktsätze

(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

1) Für die Zeit vor Januar 1999 wurden synthetische Sätze für das Euro-Währungsgebiet anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Weitere Informationen siehe „Erläuterungen“.

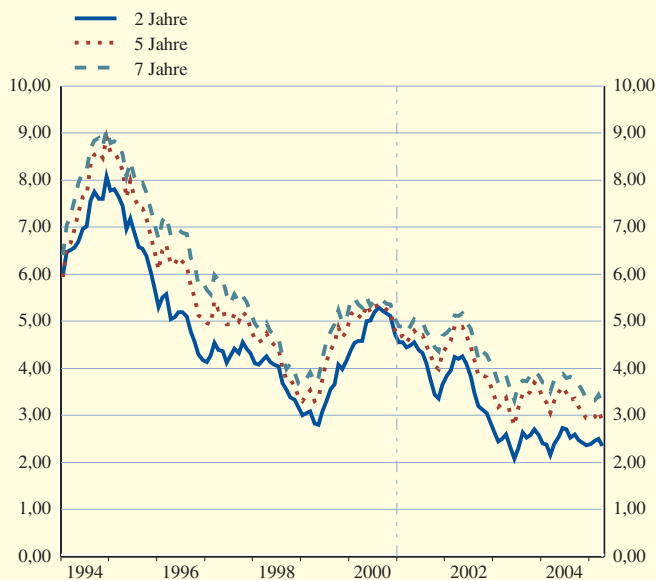
## 4.7 Renditen von Staatsanleihen

(in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euro-Währungsgebiet <sup>1)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	2 Jahre 1	3 Jahre 2	5 Jahre 3	7 Jahre 4	10 Jahre 5	10 Jahre 6	10 Jahre 7
2002	3,68	3,94	4,35	4,70	4,92	4,60	1,27
2003	2,49	2,74	3,32	3,74	4,16	4,00	0,99
2004	2,47	2,77	3,29	3,70	4,14	4,26	1,50
2004 Q1	2,31	2,63	3,23	3,63	4,15	4,00	1,31
Q2	2,56	2,92	3,47	3,84	4,36	4,58	1,59
Q3	2,61	2,89	3,39	3,80	4,21	4,29	1,64
Q4	2,41	2,62	3,06	3,51	3,84	4,17	1,45
2005 Q1	2,45	2,66	2,99	3,36	3,67	4,30	1,41
2004 April	2,39	2,75	3,31	3,75	4,24	4,32	1,51
Mai	2,55	2,94	3,50	3,87	4,39	4,70	1,49
Juni	2,74	3,06	3,60	3,89	4,44	4,73	1,77
Juli	2,70	2,97	3,49	3,80	4,34	4,48	1,79
Aug.	2,53	2,83	3,33	3,82	4,17	4,27	1,63
Sept.	2,60	2,87	3,35	3,79	4,11	4,13	1,50
Okt.	2,47	2,71	3,18	3,66	3,98	4,08	1,49
Nov.	2,41	2,62	3,08	3,53	3,87	4,19	1,46
Dez.	2,36	2,53	2,93	3,35	3,69	4,23	1,40
2005 Jan.	2,39	2,57	2,92	3,31	3,63	4,21	1,37
Febr.	2,45	2,67	2,97	3,32	3,62	4,16	1,40
März	2,49	2,74	3,08	3,44	3,76	4,49	1,45
April	2,34	2,55	2,89	3,25	3,57	4,34	1,32

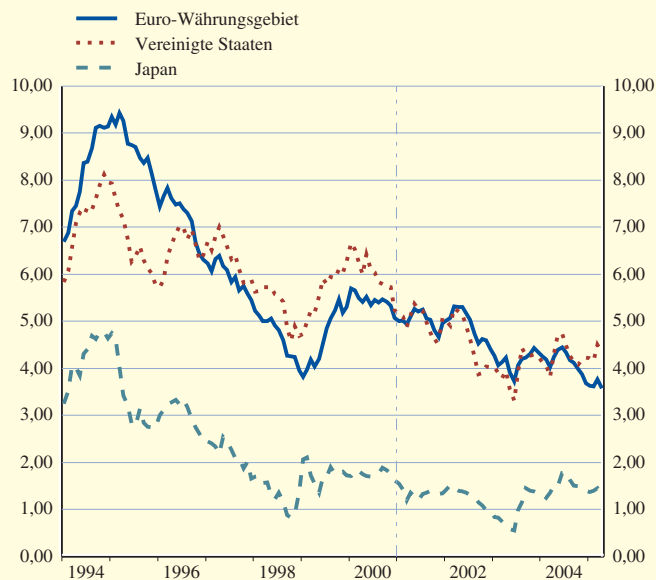
## A23 Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet

(monatlich; in % p.a.)



## A24 Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich

(monatlich; in % p.a.)



Quelle: EZB.

1) Bis Dezember 1998 wurden die Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Seitdem werden als Gewichte die nominalen Umlaufsbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet.



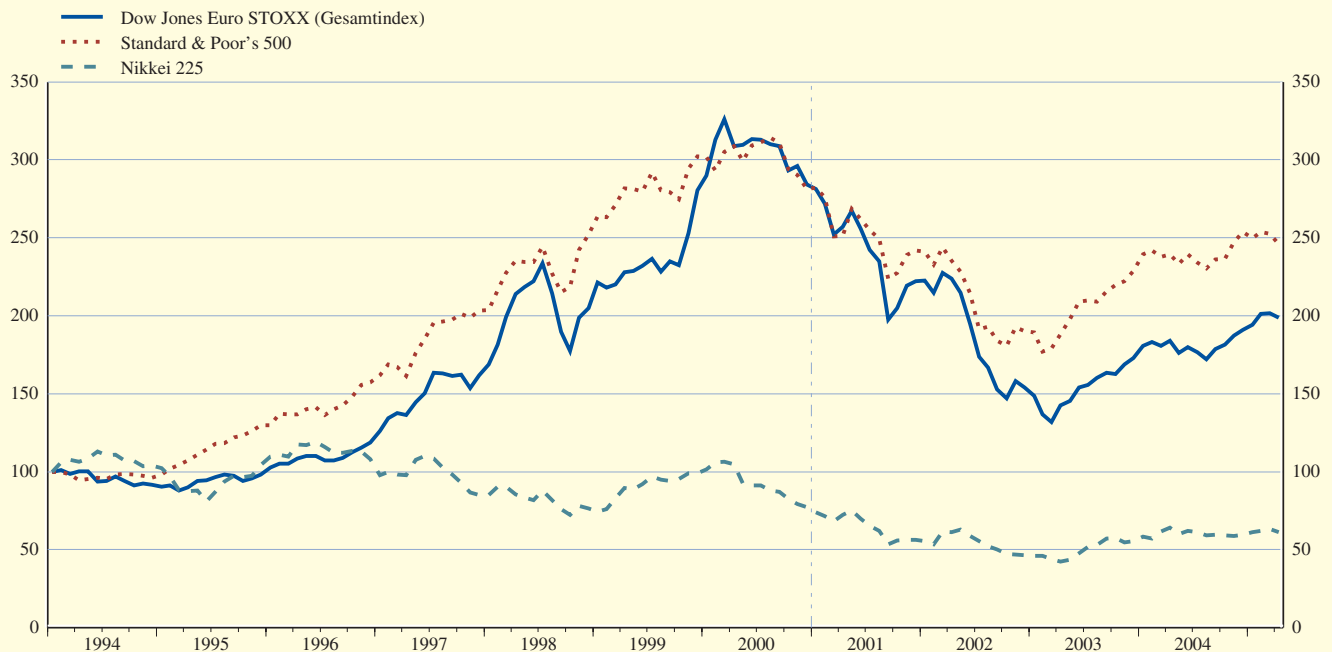
4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX												Vereinigte Staaten	Japan
	Benchmark		Hauptbranchen											
	Gesamtindex	Euro STOXX 50	Grundstoffe	Verbrauchernahe Dienstleistungen	Konsumgüter	Erdöl und Erdgas	Finanzsektor	Industrie	Technologie	Versorgungsunternehmen	Telekommunikation	Gesundheitswesen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	260,0	3 052,5	267,5	194,8	239,0	309,0	243,4	252,4	345,2	255,5	349,2	411,9	995,3	10 119,3
2003	213,3	2 422,7	212,5	144,9	193,8	259,5	199,3	213,5	275,2	210,7	337,5	304,5	964,9	9 312,9
2004	251,1	2 804,8	251,4	163,4	219,9	300,5	238,2	258,6	298,3	266,3	399,2	395,9	1 131,1	11 180,9
2004 Q1	251,6	2 846,5	245,0	166,9	222,1	279,9	240,5	257,1	353,0	248,7	405,3	366,6	1 132,7	10 996,9
Q2	249,8	2 794,7	244,7	164,7	226,3	300,9	234,6	256,1	299,4	262,1	388,3	394,9	1 123,6	11 550,0
Q3	244,0	2 708,7	246,8	159,3	216,4	305,0	228,7	253,1	259,9	266,8	379,8	402,6	1 104,4	11 152,3
Q4	259,2	2 869,7	268,9	162,7	215,0	315,7	249,1	268,0	281,8	287,3	423,5	419,1	1 163,7	11 027,1
2005 Q1	276,2	3 025,3	290,4	177,0	227,9	335,8	269,0	290,9	274,8	309,6	446,5	427,0	1 191,7	11 594,1
2004 April	255,0	2 860,9	247,6	168,3	227,8	300,2	241,0	262,6	321,3	264,7	402,0	389,3	1 133,4	11 962,8
Mai	244,4	2 728,0	240,2	160,8	223,0	297,7	228,7	250,9	284,8	256,6	378,0	395,3	1 103,6	11 141,0
Juni	249,8	2 792,2	246,1	164,9	227,9	304,7	233,9	254,5	291,4	264,9	384,3	400,0	1 132,9	11 527,7
Juli	245,2	2 730,4	245,5	162,1	221,6	302,8	227,8	251,4	272,3	267,5	382,1	397,7	1 106,7	11 390,8
Aug.	238,9	2 646,9	243,7	155,7	212,5	300,2	223,9	248,1	245,3	262,6	372,8	396,4	1 088,9	10 989,3
Sept.	248,0	2 748,6	251,1	160,0	215,1	311,8	234,6	259,9	261,9	270,1	384,4	413,7	1 117,5	11 076,8
Okt.	252,1	2 794,4	259,1	157,4	211,5	315,5	240,4	262,5	273,3	278,8	401,2	415,1	1 118,1	11 028,9
Nov.	260,0	2 882,7	269,5	163,8	215,6	317,3	249,4	267,7	290,3	287,4	421,1	422,3	1 169,5	10 963,5
Dez.	264,8	2 926,0	277,2	166,5	217,7	314,4	256,8	273,2	281,3	295,0	446,2	419,6	1 199,7	11 086,3
2005 Jan.	269,4	2 957,0	277,0	172,0	221,6	318,1	262,8	284,2	270,4	302,9	450,6	423,8	1 181,6	11 401,2
Febr.	279,0	3 050,4	294,2	179,5	230,0	338,5	270,1	295,1	277,4	317,5	453,8	428,7	1 199,7	11 545,7
März	279,8	3 065,8	299,4	179,3	232,0	349,5	273,7	293,5	276,5	308,7	436,3	428,6	1 193,9	11 812,5
April	275,9	3 013,7	290,0	176,7	227,9	345,5	269,0	287,6	268,5	314,2	426,1	443,1	1 164,4	11 377,2

A25 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.



# PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex

	Insgesamt				Insgesamt (saisonbereinigt; Veränderung gegen Vorperiode in %)					
	Index 1996 = 100	Insgesamt	Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen
Gewichte in % <sup>1)</sup>	100,0	100,0	59,0	41,0	100,0	12,0	7,6	30,8	8,5	41,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	108,5	2,3	2,3	2,5	-	-	-	-	-	-
2002	110,9	2,3	1,7	3,1	-	-	-	-	-	-
2003	113,2	2,1	1,8	2,5	-	-	-	-	-	-
2004	115,7	2,1	1,8	2,6	-	-	-	-	-	-
2004 Q1	114,4	1,7	1,1	2,6	0,6	1,0	-0,5	0,3	1,2	0,7
Q2	115,8	2,3	2,1	2,6	0,7	1,1	-0,2	0,2	3,3	0,6
Q3	115,9	2,2	2,0	2,6	0,5	0,3	-0,2	0,1	1,9	0,7
Q4	116,6	2,3	2,1	2,7	0,5	0,3	0,2	0,1	1,8	0,6
2005 Q1	116,7	2,0	1,8	2,4	0,3	0,6	0,7	-0,1	0,3	0,5
2004 Nov.	116,4	2,2	2,0	2,7	0,0	-0,1	0,2	0,0	-1,2	0,2
Dez.	116,9	2,4	2,0	2,7	0,1	1,1	0,6	0,0	-1,8	0,2
2005 Jan.	116,2	1,9	1,6	2,4	0,0	-0,1	-0,4	-0,1	0,3	0,1
Febr.	116,6	2,1	1,8	2,4	0,2	-0,1	0,7	-0,1	1,4	0,2
März	117,4	2,1	1,9	2,5	0,4	0,1	0,6	0,1	2,4	0,3
April <sup>2)</sup>	.	2,1	.	.	.	.	.	.	.	.

	Waren						Dienstleistungen					
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrienerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen	
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrienerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten
Gewichte in % <sup>1)</sup>	19,6	12,0	7,6	39,4	30,8	8,5	10,4	6,4	6,4	2,8	14,8	6,6
	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22
2001	4,5	2,9	7,0	1,2	0,9	2,2	1,8	1,4	3,6	-4,1	3,6	2,7
2002	3,1	3,1	3,1	1,0	1,5	-0,6	2,4	2,0	3,2	-0,3	4,2	3,4
2003	2,8	3,3	2,1	1,2	0,8	3,0	2,3	2,0	2,9	-0,6	2,7	3,4
2004	2,3	3,4	0,6	1,6	0,8	4,5	2,4	1,9	2,8	-2,0	2,4	5,1
2004 Q1	3,0	3,5	2,2	0,2	0,7	-1,5	2,3	1,9	2,5	-1,0	2,4	4,9
Q2	2,9	3,9	1,5	1,7	0,9	4,8	2,3	1,8	3,0	-1,9	2,4	4,9
Q3	2,0	3,6	-0,3	2,0	0,8	6,3	2,5	2,0	2,8	-2,6	2,5	5,3
Q4	1,4	2,8	-0,7	2,4	0,8	8,5	2,6	2,1	3,0	-2,6	2,4	5,3
2005 Q1	1,6	2,3	0,5	1,9	0,3	7,6	2,6	2,1	3,1	-1,9	2,4	3,4
2004 Nov.	1,0	2,3	-1,0	2,5	0,8	8,7	2,6	2,1	2,8	-2,6	2,4	5,4
Dez.	2,0	3,2	0,0	2,0	0,8	6,9	2,7	2,1	3,3	-2,6	2,4	5,4
2005 Jan.	1,5	2,8	-0,6	1,7	0,5	6,2	2,6	2,1	3,2	-2,4	2,3	3,5
Febr.	1,9	2,6	0,7	1,8	0,2	7,7	2,5	2,0	2,9	-1,8	2,3	3,5
März	1,5	1,6	1,3	2,1	0,4	8,8	2,6	2,1	3,1	-1,5	2,5	3,4

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Bezogen auf den Indexzeitraum 2005.

2) Die Schätzung basiert auf ersten Daten für Deutschland, Spanien und Italien (und sofern verfügbar für andere Mitgliedstaaten) sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

**5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern**

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

**2. Industrielle Erzeugerpreise und Rohstoffpreise**

	Industrielle Erzeugerpreise											Weltmarktpreise für Rohstoffe <sup>1)</sup>	Ölpreise <sup>2)</sup> (in € je Barrel)	
	Industrie ohne Baugewerbe									Baugewerbe <sup>3)</sup>	Verarbeitendes Gewerbe			Insgesamt
	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie			Insgesamt ohne Energie		
			Zu- sammen	Vorleistungs- güter	Investi- tions- güter	Konsumgüter								
					Zu- sammen	Ge- brauchs- güter	Ver- brauchs- güter							
Gewichte in % <sup>4)</sup>	100,0	100,0	82,5	31,6	21,3	29,5	4,0	25,5	17,5		89,5	100,0	32,8	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2001	102,0	2,0	1,7	1,2	0,9	3,0	1,9	3,1	2,6	2,4	1,2	-8,3	-8,1	27,8
2002	101,9	-0,1	0,5	-0,3	0,9	1,0	1,3	1,0	-2,3	2,8	0,3	-4,1	-0,9	26,5
2003	103,4	1,4	0,8	0,8	0,3	1,1	0,6	1,2	3,8	2,2	0,9	-4,0	-4,5	25,1
2004	105,7	2,3	2,0	3,5	0,7	1,3	0,7	1,4	3,9	2,7	2,5	18,4	10,8	30,5
2004 Q1	103,9	0,2	0,9	1,0	0,3	1,2	0,4	1,3	-2,6	1,8	0,2	-2,5	9,8	25,0
Q2	105,3	2,0	1,7	2,8	0,6	1,5	0,6	1,7	3,7	2,1	2,5	28,8	20,9	29,3
Q3	106,4	3,1	2,5	4,7	0,9	1,4	0,8	1,5	6,1	2,8	3,5	26,9	11,9	33,3
Q4	107,2	3,8	2,8	5,4	1,1	1,2	1,1	1,2	8,5	3,7	4,0	22,9	1,3	34,5
2005 Q1	108,2	4,1	2,8	5,0	1,6	1,2	1,4	1,1	10,0	.	3,8	22,9	1,9	36,6
2004 Nov.	107,3	3,7	2,7	5,5	1,1	1,0	1,2	0,9	8,3	-	3,9	21,0	0,4	34,5
Dez.	107,0	3,5	2,9	5,4	1,3	1,5	1,1	1,5	7,0	-	3,8	12,8	-0,2	30,0
2005 Jan.	107,7	3,9	2,9	5,5	1,6	1,3	1,3	1,3	8,4	-	3,7	20,7	3,1	33,6
Febr.	108,1	4,2	2,9	5,1	1,6	1,3	1,5	1,2	10,0	-	3,9	23,7	3,1	35,2
März	108,8	4,2	2,5	4,5	1,7	0,9	1,4	0,8	11,5	-	3,8	24,1	-0,4	40,4
April										-		22,2	-1,9	41,4

**3. Arbeitskosten pro Stunde<sup>5)</sup>**

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Nach ausgewählten Wirtschaftszweigen			Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	103,6	3,7	3,9	3,0	3,5	4,0	3,3	2,6
2002	107,1	3,4	3,4	3,4	3,4	3,7	3,2	2,7
2003	110,2	2,7	2,6	3,2	2,6	3,4	2,9	2,4
2004	112,7	2,3	2,4	2,2	2,6	2,4	2,2	2,2
2003 Q4	111,1	2,1	2,0	2,6	1,9	2,5	2,5	2,2
2004 Q1	111,8	3,0	3,1	2,6	3,5	2,8	2,6	2,3
Q2	112,4	2,2	2,3	1,9	2,4	2,0	2,2	2,3
Q3	113,0	1,9	1,9	1,7	1,9	2,3	1,9	2,0
Q4	113,6	2,4	2,3	2,5	2,7	2,5	2,1	2,2

Quellen: Eurostat, HWWA (Spalte 12 und 13), Thomson Financial Datastream (Spalte 14), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Spalte 6 von Tabelle 2 in Abschnitt 5.1 und Spalte 7 von Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Spalte 8 von Tabelle 3 in Abschnitt 5.1).

- 1) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise.
- 2) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).
- 3) Wohngebäude: auf der Grundlage nicht harmonisierter Statistiken.
- 4) Im Jahr 2000.
- 5) Arbeitskosten pro Stunde in der Gesamtwirtschaft ohne Landwirtschaft, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen. Differenzen zwischen geschätzten Komponenten und den Summen aufgrund des unterschiedlichen Abdeckungsgrads.

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 4. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Arbeitsproduktivität

	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Wirtschaftszweigen					Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
			Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gast- gewerbe, Verkehr und Nachrichten- übermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmens- dienstleister	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Lohnstückkosten<sup>1)</sup></b>								
2001	102,5	2,5	3,9	2,4	3,2	0,8	3,4	2,7
2002	104,8	2,2	0,1	0,7	2,6	1,8	3,8	2,4
2003	106,9	2,0	3,9	1,1	3,8	1,9	1,4	3,0
2004	107,9	0,9	-5,9	-1,6	2,6	0,3	2,5	2,2
2003 Q4	107,2	1,6	1,4	0,0	3,7	2,0	1,6	2,3
2004 Q1	107,5	1,2	-6,0	-0,4	2,1	1,0	2,2	2,7
Q2	107,9	0,8	-7,7	-2,9	1,6	-0,5	2,2	3,2
Q3	107,9	0,5	-4,6	-2,7	4,0	0,5	3,2	1,0
Q4	108,4	1,1	-5,3	-0,2	2,6	0,0	2,3	1,8
<b>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer</b>								
2001	102,9	2,9	1,9	2,7	3,0	2,8	2,5	3,1
2002	105,5	2,6	3,0	2,5	2,9	2,6	2,1	2,8
2003	108,0	2,4	3,1	3,2	3,2	2,1	1,6	2,4
2004	110,4	2,2	0,2	2,3	2,7	1,9	1,1	3,1
2003 Q4	108,7	2,2	2,4	3,0	3,2	1,8	1,5	2,3
2004 Q1	109,7	2,5	-1,3	3,3	3,2	2,0	1,0	3,3
Q2	110,4	2,5	-0,8	2,3	2,2	1,5	1,1	4,4
Q3	110,5	1,8	2,8	1,6	2,9	2,1	1,5	2,0
Q4	111,0	2,0	0,0	1,9	2,4	1,9	0,9	2,9
<b>Arbeitsproduktivität<sup>2)</sup></b>								
2001	100,3	0,3	-1,9	0,3	-0,2	1,9	-0,9	0,4
2002	100,6	0,3	2,9	1,7	0,3	0,8	-1,6	0,4
2003	101,0	0,4	-0,8	2,1	-0,6	0,2	0,1	-0,6
2004	102,3	1,3	6,5	3,9	0,1	1,6	-1,3	0,9
2003 Q4	101,5	0,6	0,9	3,0	-0,5	-0,2	-0,1	0,0
2004 Q1	102,1	1,3	5,1	3,8	1,0	1,0	-1,2	0,6
Q2	102,3	1,7	7,4	5,4	0,7	2,0	-1,1	1,1
Q3	102,4	1,3	7,8	4,5	-1,0	1,6	-1,6	1,0
Q4	102,4	0,9	5,6	2,1	-0,2	1,9	-1,3	1,0

### 5. Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts

	Insgesamt (Index 2000 = 100)	Insgesamt	Inländische Verwendung			Exporte <sup>3)</sup>	Importe <sup>3)</sup>	
			Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staats			Bruttoanlage- investitionen
	1	2	3	4	5	6	7	8
2001	102,4	2,4	2,2	2,3	2,4	2,0	1,4	0,8
2002	105,0	2,5	2,2	2,2	2,1	1,8	-0,4	-1,6
2003	107,2	2,1	1,9	2,0	2,2	1,3	-0,6	-1,3
2004	109,3	1,9	2,1	2,0	1,5	2,8	0,9	1,3
2003 Q4	108,0	2,0	1,7	1,9	1,7	1,3	-0,8	-1,9
2004 Q1	108,5	2,0	1,7	1,7	1,8	1,9	-1,1	-2,2
Q2	109,2	2,2	2,4	2,1	2,2	2,7	0,9	1,2
Q3	109,5	1,8	2,1	2,1	0,6	3,3	1,8	2,8
Q4	109,9	1,8	2,3	2,0	1,6	3,2	2,0	3,5

Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten.

1) Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Wertschöpfung (in konstanten Preisen) je Arbeitnehmer.

2) Wertschöpfung (in konstanten Preisen) je Arbeitnehmer.

3) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

**5.2 Produktion und Nachfrage**
**1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts**

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag <sup>1)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staats	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen <sup>2)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>1)</sup>	Importe <sup>1)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>									
2001	6 850,3	6 728,2	3 927,5	1 373,4	1 442,1	-14,7	122,1	2 559,6	2 437,5
2002	7 086,0	6 897,9	4 041,8	1 445,8	1 431,0	-20,7	188,1	2 598,2	2 410,2
2003	7 272,2	7 111,1	4 166,0	1 500,7	1 442,9	1,5	161,1	2 594,4	2 433,3
2004	7 546,5	7 388,1	4 294,1	1 548,4	1 507,0	38,6	158,5	2 771,2	2 612,7
2003 Q4	1 841,1	1 798,0	1 050,0	379,0	366,4	2,6	43,1	656,6	613,6
2004 Q1	1 863,4	1 816,7	1 062,6	382,3	369,2	2,6	46,8	665,4	618,6
Q2	1 884,5	1 839,7	1 068,8	387,5	374,9	8,5	44,9	692,4	647,5
Q3	1 894,2	1 859,8	1 076,4	388,1	379,6	15,7	34,4	704,0	669,7
Q4	1 904,4	1 871,9	1 086,3	390,5	383,3	11,9	32,5	709,3	676,9
<i>In % des BIP</i>									
2004	100,0	97,9	56,9	20,5	20,0	0,5	2,1	-	-
<i>In konstanten Preisen (in Mrd ECU, in Preisen von 1995; saisonbereinigt)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2003 Q4	0,4	0,9	0,0	0,5	1,2	-	-	0,7	2,0
2004 Q1	0,7	0,3	0,7	0,2	-0,2	-	-	1,4	0,3
Q2	0,5	0,3	0,0	0,3	0,5	-	-	3,1	2,9
Q3	0,3	0,9	0,1	0,6	0,5	-	-	1,0	2,6
Q4	0,2	0,3	0,6	0,2	0,6	-	-	0,3	0,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2001	1,6	0,9	1,9	2,5	-0,3	-	-	3,3	1,6
2002	0,9	0,3	0,6	3,1	-2,6	-	-	1,9	0,4
2003	0,5	1,2	1,1	1,6	-0,4	-	-	0,4	2,2
2004	2,1	2,0	1,2	1,6	2,1	-	-	6,3	6,5
2003 Q4	0,8	1,5	0,6	1,5	0,4	-	-	0,5	2,3
2004 Q1	1,5	1,2	1,1	1,8	1,1	-	-	3,4	2,7
Q2	2,2	1,6	1,0	1,6	2,0	-	-	7,8	6,6
Q3	1,8	2,4	0,8	1,6	2,0	-	-	6,3	8,0
Q4	1,6	1,8	1,4	1,4	1,4	-	-	5,9	6,6
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2001	1,6	0,9	1,1	0,5	-0,1	-0,5	0,7	-	-
2002	0,9	0,3	0,4	0,6	-0,6	-0,1	0,6	-	-
2003	0,5	1,1	0,6	0,3	-0,1	0,3	-0,6	-	-
2004	2,1	2,0	0,7	0,3	0,4	0,5	0,1	-	-
2003 Q4	0,8	1,4	0,3	0,3	0,1	0,7	-0,6	-	-
2004 Q1	1,5	1,2	0,6	0,4	0,2	0,0	0,3	-	-
Q2	2,2	1,5	0,6	0,3	0,4	0,2	0,6	-	-
Q3	1,8	2,3	0,5	0,3	0,4	1,1	-0,5	-	-
Q4	1,6	1,7	0,8	0,3	0,3	0,4	-0,1	-	-

Quelle: Eurostat.

- 1) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Sie stimmen nicht vollständig mit Tabelle 1 in Abschnitt 7.3 überein.
- 2) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

## 5.2 Produktion und Nachfrage

### 2. Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							Unterstellte Bankgebühr <sup>1)</sup>	Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
	<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €; saisonbereinigt)</i>								
2001	6 345,1	150,4	1 407,1	351,6	1 349,8	1 720,8	1 365,4	212,2	717,4
2002	6 565,8	147,8	1 431,4	364,5	1 391,0	1 796,3	1 434,9	222,7	742,9
2003	6 736,4	151,5	1 438,4	374,8	1 419,3	1 868,4	1 484,1	231,5	767,3
2004	6 990,2	151,9	1 494,2	393,7	1 457,5	1 957,8	1 535,1	243,4	799,7
2003 Q4	1 704,8	38,6	363,6	95,4	358,1	474,5	374,7	58,2	194,5
2004 Q1	1 725,0	38,2	367,1	96,5	360,9	481,4	380,9	59,8	198,2
Q2	1 747,8	38,2	374,2	98,3	364,3	487,9	384,9	61,3	198,1
Q3	1 754,1	37,6	376,5	98,6	365,9	492,3	383,2	60,5	200,6
Q4	1 763,4	38,0	376,3	100,3	366,4	496,3	386,1	61,7	202,7
	<i>In % der Wertschöpfung</i>								
2004	100,0	2,2	21,4	5,6	20,9	28,0	22,0	-	-
	<i>In konstanten Preisen (in Mrd ECU, in Preisen von 1995; saisonbereinigt)</i>								
	<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>								
2003 Q4	0,4	1,8	0,9	0,0	0,0	0,1	0,5	0,0	0,3
2004 Q1	0,7	3,7	0,8	0,5	1,0	0,3	0,6	1,0	0,7
Q2	0,7	1,2	1,0	0,3	0,9	0,7	0,4	1,1	-2,0
Q3	0,1	0,2	0,0	-0,6	0,4	-0,1	0,2	-0,5	1,6
Q4	0,2	0,3	-0,4	0,3	0,1	0,3	0,6	0,8	0,2
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2001	1,9	-2,5	0,6	0,0	3,2	2,9	1,7	4,7	0,1
2002	1,0	0,6	0,3	-0,5	1,2	0,8	2,2	0,7	-0,4
2003	0,5	-3,3	0,0	-0,6	0,6	1,5	0,6	2,1	1,0
2004	2,2	5,5	2,9	0,9	2,7	1,5	1,8	2,1	0,5
2003 Q4	0,8	-1,2	0,9	-0,4	0,6	1,4	0,8	1,1	1,0
2004 Q1	1,5	3,1	1,3	0,7	1,7	1,3	1,5	1,6	2,2
Q2	2,5	6,0	3,7	0,7	2,7	1,8	1,8	2,8	-0,6
Q3	2,0	7,1	2,8	0,2	2,3	1,1	1,7	1,7	0,6
Q4	1,8	5,5	1,5	0,4	2,5	1,3	1,8	2,4	0,4
	<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>								
2001	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,7	0,8	0,4	-	-
2002	1,0	0,0	0,1	0,0	0,3	0,2	0,5	-	-
2003	0,5	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	0,1	-	-
2004	2,2	0,1	0,7	0,0	0,6	0,4	0,4	-	-
2003 Q4	0,8	0,0	0,2	0,0	0,1	0,4	0,2	-	-
2004 Q1	1,5	0,1	0,3	0,0	0,4	0,4	0,3	-	-
Q2	2,5	0,1	0,8	0,0	0,6	0,5	0,4	-	-
Q3	2,0	0,2	0,6	0,0	0,5	0,3	0,4	-	-
Q4	1,8	0,1	0,3	0,0	0,5	0,4	0,4	-	-

Quelle: Eurostat.

1) Die unterstellte Bankgebühr (FISIM) wird unter Vorleistungen erfasst, die nicht den einzelnen Wirtschaftszweigen zugeordnet werden.

5.2 Produktion und Nachfrage  
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

3. Industrieproduktion

	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe								Baugewerbe	Verarbeitendes Gewerbe	
		Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie					Energie			
				Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter					
							Zusammen	Verbrauchsgüter				Verbrauchsgüter
Gewichte in % <sup>1)</sup>	100,0	82,9	82,9	74,0	30,0	22,4	21,5	3,6	17,9	8,9	17,1	75,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	-0,3	99,9	-0,5	-0,7	-0,1	-1,7	-0,3	-5,5	0,7	1,1	0,7	-0,8
2003	0,2	100,1	0,3	-0,1	0,2	-0,1	-0,5	-4,6	0,2	3,0	0,0	0,0
2004	2,2	102,1	1,9	1,9	1,9	2,9	0,6	-0,1	0,7	2,4	0,2	2,0
2004 Q1	1,4	101,3	1,1	1,1	0,8	0,7	0,5	1,0	0,5	2,1	1,4	1,0
Q2	3,2	102,2	3,0	3,2	2,7	4,6	1,5	3,0	1,3	2,8	-0,1	3,3
Q3	2,9	102,5	2,8	2,9	2,9	5,0	0,4	-0,5	0,5	2,5	-0,1	3,0
Q4	1,1	102,2	1,0	0,5	1,1	1,5	-0,2	-3,5	0,4	2,3	-0,2	0,7
2004 Sept.	3,3	102,8	3,6	3,6	3,3	6,3	0,7	-1,3	1,1	4,5	-0,4	3,7
Okt.	1,3	102,3	1,2	1,1	1,3	4,5	-0,8	-2,4	-0,5	-1,0	-1,5	1,2
Nov.	-0,5	102,0	0,7	-0,2	0,8	0,7	-0,6	-4,3	0,1	3,5	-1,1	0,1
Dez.	2,7	102,3	1,1	0,6	1,2	-0,8	1,1	-3,8	1,9	4,3	2,3	0,7
2005 Jan.	.	102,7	2,0	2,6	3,3	2,7	1,5	-2,5	2,2	0,0	.	2,6
Febr.	.	102,1	0,5	0,0	0,1	0,9	-0,1	-4,3	0,7	2,2	.	0,1
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)												
2004 Sept.	0,1	-	0,8	0,6	0,4	1,0	0,2	0,7	0,2	0,1	0,4	0,6
Okt.	-0,4	-	-0,6	-0,6	-0,3	0,0	-0,4	-0,4	-0,4	-1,4	-0,7	-0,7
Nov.	-0,8	-	-0,3	-0,6	0,0	-1,8	-0,2	-1,3	-0,1	0,5	0,3	-0,5
Dez.	1,6	-	0,3	0,5	0,5	-0,6	1,1	0,1	1,3	1,5	3,7	0,5
2005 Jan.	.	-	0,3	0,8	0,9	1,2	0,2	0,7	0,1	-2,3	.	0,6
Febr.	.	-	-0,5	-1,1	-1,5	-0,8	-0,8	-0,6	-0,8	4,1	.	-1,1

4. Auftragseingang und Umsätze in der Industrie, Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze							Pkw-Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe <sup>2)</sup> (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saisonbereinigt) Tsd. <sup>3)</sup>	Insgesamt
	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren				
									Textilien, Bekleidung, Schuhe	Haushaltsausstattung			
Gewichte in % <sup>1)</sup>	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,7	56,3	10,6	14,8		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002	98,0	-0,5	101,4	-0,6	1,9	101,7	0,1	0,9	-0,5	-1,7	-1,9	925	-4,4
2003	98,2	0,3	101,0	-0,3	1,8	102,1	0,3	1,1	-0,3	-2,8	0,2	911	-1,5
2004	106,1	8,4	105,9	4,9	1,0	102,2	0,1	-0,2	0,2	-0,3	1,7	921	1,0
2004 Q2	107,4	12,0	106,0	6,3	1,1	102,2	-0,1	-0,4	0,2	-0,3	2,3	927	3,0
Q3	105,4	7,6	106,5	5,7	0,9	102,1	0,0	-0,8	0,6	0,7	1,8	903	-3,5
Q4	110,3	10,1	107,1	5,2	0,9	102,2	0,1	0,1	-0,1	0,2	0,7	942	3,6
2005 Q1	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	919	0,4
2004 Okt.	106,3	0,3	104,6	1,6	0,1	102,2	-0,6	-1,0	-0,4	-1,7	0,7	947	3,9
Nov.	108,1	13,3	108,3	8,4	1,3	102,2	0,6	0,4	0,5	2,5	0,9	953	4,8
Dez.	116,6	17,0	108,6	5,7	1,1	102,2	0,5	0,8	0,0	0,3	1,1	925	1,8
2005 Jan.	108,6	6,8	106,1	5,1	0,7	102,6	-0,7	-0,9	0,1	-1,9	-1,4	920	1,4
Febr.	106,0	3,3	107,1	3,6	1,9	102,7	0,8	1,5	0,5	-0,9	0,6	908	-2,2
März	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	928	1,7
Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)													
2004 Okt.	-	0,1	-	-3,3	0,2	-	0,4	0,4	0,2	1,3	-0,1	-	2,2
Nov.	-	1,6	-	3,5	0,5	-	0,0	0,5	-0,3	-0,1	-0,6	-	0,6
Dez.	-	7,9	-	0,3	-0,2	-	0,0	0,0	0,1	-0,5	0,5	-	-2,9
2005 Jan.	-	-6,9	-	-2,3	0,5	-	0,4	-0,1	0,9	0,9	-0,2	-	-0,6
Febr.	-	-2,3	-	1,0	0,2	-	0,2	0,5	-0,4	-0,8	0,7	-	-1,3
März	-	.	-	.	.	-	.	.	.	.	.	-	2,2

Quellen: Eurostat, außer Spalte 12 und 13 von Tabelle 4 in Abschnitt 5.2 (EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Statistiken der ACEA, European Automobile Manufacturers Association).  
 1) Im Jahr 2000.  
 2) Hierzu zählen Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist; ihr Anteil am gesamten verarbeitenden Gewerbe belief sich im Jahr 2000 auf 62,6 %.  
 3) Die Jahres- und Quartalswerte sind Monatsdurchschnitte im betreffenden Zeitraum.



## 5.2 Produktion und Nachfrage

(soweit nicht anders angegeben, Salden in %<sup>1)</sup>; saisonbereinigt)

### 5. Branchen- und Verbraucherumfragen

	Indikator für die konjunkturelle Einschätzung <sup>2)</sup> (langfristiger Durchschnitt = 100)	Verarbeitendes Gewerbe				Kapazitätsauslastung <sup>4)</sup> (in %)	Vertrauensindikator für die Verbraucher <sup>3)</sup>				
		Vertrauensindikator für die Industrie					Insgesamt <sup>5)</sup>	Finanzlage in den nächsten zwölf Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten zwölf Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten zwölf Monaten	Ersparnisse in den nächsten zwölf Monaten
		Insgesamt <sup>5)</sup>	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2001	100,9	-9	-15	13	1	82,8	-5	2	-9	14	2
2002	94,4	-11	-25	11	3	81,3	-11	-1	-12	26	-3
2003	93,5	-10	-25	10	3	81,1	-18	-5	-21	38	-9
2004	100,0	-5	-15	8	10	81,7	-14	-4	-14	30	-8
2004 Q1	98,6	-7	-21	10	10	81,1	-14	-4	-13	30	-9
Q2	99,9	-5	-17	8	10	81,6	-14	-3	-15	32	-8
Q3	100,6	-4	-12	7	9	82,1	-14	-4	-14	29	-8
Q4	100,9	-3	-12	8	10	82,0	-13	-3	-13	29	-6
2005 Q1	99,0	-6	-15	11	6	81,4	-13	-3	-13	29	-8
2004 Nov.	100,9	-3	-12	8	10	-	-13	-4	-14	29	-5
Dez.	100,2	-4	-12	9	9	-	-13	-3	-13	29	-6
2005 Jan.	100,8	-5	-11	9	7	81,9	-13	-3	-13	28	-7
Febr.	98,8	-6	-15	10	6	-	-13	-2	-13	30	-8
März	97,5	-8	-17	12	6	-	-14	-3	-13	31	-9
April	96,5	-9	-19	13	5	80,9	-13	-3	-14	29	-8

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt <sup>5)</sup>	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt <sup>5)</sup>	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt <sup>5)</sup>	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten Monaten	Nachfrage in den kommenden Monaten
2001	-10	-16	-4	-8	-5	17	-1	15	16	8	20
2002	-19	-26	-11	-16	-20	18	-12	1	-4	-6	13
2003	-20	-27	-13	-11	-15	17	-2	2	-6	1	12
2004	-16	-24	-8	-8	-12	14	2	12	7	10	18
2004 Q1	-19	-28	-9	-8	-12	15	1	11	8	6	20
Q2	-16	-23	-9	-8	-10	15	2	11	6	12	17
Q3	-15	-24	-7	-8	-10	14	0	12	8	11	17
Q4	-14	-21	-6	-8	-14	13	3	11	8	9	16
2005 Q1	-13	-18	-9	-8	-12	12	1	11	6	7	18
2004 Nov.	-14	-20	-7	-10	-17	12	-1	11	8	8	17
Dez.	-13	-21	-6	-7	-12	12	2	10	8	8	14
2005 Jan.	-13	-19	-7	-6	-8	11	1	13	12	9	18
Febr.	-14	-18	-10	-8	-14	13	2	10	6	5	18
März	-13	-17	-9	-10	-15	13	-1	9	1	7	19
April	-14	-20	-7	-8	-11	14	1	8	1	6	17

Quelle: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen).

- 1) Differenz zwischen den prozentualen Anteilen der Umfrageteilnehmer mit positiver und negativer Einschätzung.
- 2) Der Indikator für die konjunkturelle Einschätzung setzt sich aus den Vertrauensindikatoren für die Industrie, den Dienstleistungssektor, die Verbraucher, das Baugewerbe und den Einzelhandel zusammen; der Vertrauensindikator für die Industrie hat dabei einen Gewichtsanteil von 40 %, der Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor besitzt einen Gewichtsanteil von 30 %, der Vertrauensindikator für die Verbraucher wird mit 20 % und die beiden anderen Indikatoren werden mit jeweils 5 % gewichtet. Werte des Indikators für die konjunkturelle Einschätzung über (unter) 100 zeigen ein überdurchschnittliches (unterdurchschnittliches) Konjunkturvertrauen an, berechnet für den Zeitraum ab Januar 1985.
- 3) Aufgrund von Änderungen im Fragebogen für die französische Umfrage sind die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet ab Januar 2004 nicht vollständig mit früheren Ergebnissen vergleichbar.
- 4) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinander folgenden Umfragen dar. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.
- 5) Die Vertrauensindikatoren werden als einfaches Mittel der aufgeführten Teilkomponenten berechnet. Die Beurteilung der Lagerbestände (Spalte 4 und 17) und der Arbeitslosigkeit (Spalte 10) geht mit umgekehrten Vorzeichen in die Berechnung der Vertrauensindikatoren ein.

**5.3 Arbeitsmärkte <sup>1)</sup>**

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

**1. Beschäftigung**

	Gesamtwirtschaft		Nach Art der Erwerbstätigkeit		Nach Wirtschaftszweigen					
	Mio (saisonbereinigt)		Arbeitnehmer	Selbstständige	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichtenübermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmensdienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen sowie sonstige Dienstleistungen
Gewichte in % <sup>2)</sup>	100,0	100,0	84,3	15,7	4,6	18,4	7,1	25,1	14,9	30,1
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	133,570	1,3	1,6	0,2	-0,4	0,3	0,5	1,4	3,8	1,4
2002	134,350	0,6	0,7	-0,1	-2,0	-1,4	-0,6	0,4	2,5	1,8
2003	134,589	0,2	0,2	0,1	-2,3	-1,9	0,0	0,5	1,3	1,2
2004	135,292	0,5	0,3	1,5	-0,7	-1,6	1,1	0,6	2,8	0,7
2003 Q4	134,552	0,2	0,1	0,4	-1,8	-2,1	-0,1	0,9	1,2	0,9
2004 Q1	134,681	0,3	0,2	0,8	-1,8	-2,4	-0,4	0,8	2,7	0,8
Q2	135,024	0,5	0,3	1,5	-1,1	-1,7	0,1	0,7	3,1	0,6
Q3	135,266	0,6	0,3	2,0	-0,2	-1,7	2,2	0,4	2,8	0,7
Q4	135,472	0,8	0,7	1,6	0,4	-0,6	2,6	0,5	2,6	0,8
<i>Veränderung gegen Vorquartal (saisonbereinigt)</i>										
2003 Q4	0,012	0,0	0,0	0,1	-0,5	-0,6	0,1	0,1	0,5	0,2
2004 Q1	0,129	0,1	0,2	-0,5	-0,5	-0,7	-0,2	0,0	1,2	0,3
Q2	0,343	0,3	0,1	0,9	0,0	0,2	0,5	0,3	0,5	0,2
Q3	0,242	0,2	0,0	1,4	0,4	-0,5	0,9	0,3	0,6	0,1
Q4	0,206	0,2	0,2	0,0	0,0	0,4	-0,5	0,0	0,4	0,2

**2. Arbeitslosigkeit**

(saisonbereinigt)

	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>			
	Mio	In % der Erwerbspersonen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen	
			Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen
Gewichte in % <sup>2)</sup>	100,0		75,7		24,3		47,8		52,2	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2001	10,955	7,8	8,057	6,6	2,898	16,1	5,005	6,3	5,950	9,9
2002	11,661	8,2	8,675	7,0	2,986	16,7	5,465	6,8	6,195	10,1
2003	12,400	8,7	9,324	7,4	3,076	17,6	5,901	7,3	6,499	10,4
2004	12,706	8,8	9,622	7,6	3,084	17,9	6,078	7,5	6,628	10,5
2004 Q1	12,691	8,8	9,545	7,6	3,146	18,1	6,054	7,5	6,637	10,6
Q2	12,733	8,9	9,600	7,6	3,133	18,1	6,064	7,5	6,669	10,6
Q3	12,715	8,8	9,658	7,6	3,057	17,8	6,041	7,5	6,674	10,6
Q4	12,691	8,8	9,684	7,6	3,007	17,7	6,164	7,6	6,527	10,3
2005 Q1	12,769	8,8	9,519	7,5	3,250	18,9	6,112	7,5	6,657	10,5
2004 Okt.	12,780	8,8	9,752	7,7	3,029	17,8	6,229	7,7	6,552	10,4
Nov.	12,636	8,8	9,711	7,6	2,925	17,3	6,212	7,7	6,424	10,2
Dez.	12,656	8,8	9,589	7,5	3,067	17,9	6,051	7,5	6,605	10,4
2005 Jan.	12,722	8,8	9,501	7,5	3,221	18,7	6,148	7,6	6,574	10,4
Febr.	12,782	8,8	9,573	7,5	3,209	18,6	6,054	7,5	6,729	10,6
März	12,803	8,9	9,484	7,5	3,319	19,2	6,134	7,6	6,669	10,5

Quellen: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 1 in Abschnitt 5.3) und Eurostat (Tabelle 2 in Abschnitt 5.3).

- Die Beschäftigungszahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und beruhen auf dem ESVG 95. Die Arbeitslosenzahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und wurden nach den Empfehlungen der IAO berechnet.
- Im Jahr 2004.
- Erwachsene: 25 Jahre und älter; Jugendliche: unter 25 Jahren; gemessen in Prozent der Erwerbspersonen der jeweiligen Altersgruppe.
- Gemessen in Prozent der erwerbstätigen Männer bzw. Frauen.



# ÖFFENTLICHE FINANZEN

## 6.1 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo <sup>1)</sup> (in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – Einnahmen

	Ins- gesamt 1	Laufende Einnahmen									Vermögens- wirksame Einnahmen		Nach- richtlich: Fiskali- sche Be- lastung <sup>2)</sup> 14	
		Direkte Steuern			Indirekte Steuern	Erhalten von Institutionen der EU		Sozial- beiträge		Verkäufe	Vermögens- wirksame Steuern			
		2	3	Private Haushalte 4		Kapital- gesell- schaften 5	6	7	8			9		10
1996	47,3	46,9	11,8	9,1	2,3	13,3	0,8	17,4	8,6	5,5	2,4	0,4	0,3	42,8
1997	47,6	47,1	12,0	9,1	2,6	13,5	0,7	17,4	8,6	5,5	2,4	0,5	0,4	43,2
1998	47,1	46,8	12,3	9,6	2,3	14,1	0,7	16,3	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,0
1999	47,6	47,3	12,7	9,8	2,6	14,3	0,6	16,3	8,4	4,9	2,3	0,3	0,3	43,6
2000	47,3	47,0	12,9	9,9	2,7	14,1	0,6	16,1	8,3	4,9	2,3	0,3	0,3	43,4
2001	46,6	46,3	12,5	9,7	2,5	13,8	0,6	15,9	8,3	4,8	2,2	0,3	0,3	42,5
2002	46,0	45,7	12,1	9,5	2,3	13,8	0,4	15,9	8,3	4,7	2,3	0,3	0,3	42,1
2003	46,2	45,4	11,7	9,3	2,1	13,8	0,4	16,1	8,4	4,8	2,3	0,7	0,6	42,2
2004	45,7	45,2	11,6	9,0	2,3	13,9	0,4	15,9	8,3	4,7	2,2	0,5	0,4	41,9

### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt 1	Laufende Ausgaben							Vermögenswirksame Ausgaben				Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup> 14	
		Zu- sammen 2	Arbeitnehmer- entgelte 3	Vorleistungen 4	Zins- ausgaben 5	Laufende Übertra- gungen 6	Sozialaus- gaben		Subven- tionen 8	Gezahlt von Institutionen der EU 9	Investi- tionen 10	Vermö- gens- transfers 11		Gezahlt von Institutionen der EU 13
							7	7						
1996	51,6	47,8	11,1	4,8	5,7	26,1	23,0	2,2	0,6	3,8	2,6	1,3	0,0	45,9
1997	50,2	46,6	11,0	4,8	5,1	25,8	22,9	2,1	0,6	3,6	2,4	1,2	0,1	45,1
1998	49,4	45,6	10,7	4,7	4,7	25,5	22,5	2,1	0,5	3,8	2,4	1,3	0,1	44,6
1999	48,9	45,0	10,6	4,8	4,1	25,4	22,4	2,0	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,7
2000	48,3	44,4	10,5	4,8	4,0	25,1	22,1	1,9	0,5	3,8	2,5	1,3	0,1	44,3
2001	48,4	44,4	10,5	4,8	3,9	25,2	22,2	1,9	0,5	4,0	2,6	1,4	0,0	44,5
2002	48,5	44,6	10,6	4,9	3,6	25,5	22,6	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,9
2003	49,0	45,0	10,7	5,0	3,4	25,9	23,1	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,6
2004	48,5	44,5	10,6	4,9	3,3	25,7	22,9	1,8	0,5	4,0	2,6	1,4	0,1	45,2

### 3. Euro-Währungsgebiet – Finanzierungssaldo, Primärsaldo und Konsumausgaben des Staats

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo 6	Konsumausgaben des Staats <sup>4)</sup>						Kollektiv- verbrauch 13	Individual- verbrauch 14
	Ins- gesamt 1	Zentral- staaten 2	Länder 3	Gemein- den 4	Sozial- ver- siche- rung 5		Ins- gesamt 7	Arbeitnehmer- entgelte 8	Vorlei- stungen 9	Sachtransfers über Markt- produzenten 10	Abschrei- bungen 11	Verkäufe (minus) 12		
1997	-2,6	-2,4	-0,4	0,1	0,1	2,4	20,2	11,0	4,8	5,0	1,8	2,4	8,5	11,7
1998	-2,3	-2,2	-0,2	0,1	0,1	2,4	19,9	10,7	4,7	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
1999	-1,3	-1,7	-0,1	0,1	0,4	2,8	19,9	10,6	4,8	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
2000	-1,0	-1,4	-0,1	0,1	0,5	3,1	19,9	10,5	4,8	5,0	1,8	2,3	8,3	11,6
2001	-1,8	-1,6	-0,4	0,0	0,3	2,1	20,0	10,5	4,8	5,1	1,8	2,2	8,3	11,8
2002	-2,5	-2,0	-0,5	-0,2	0,2	1,1	20,4	10,6	4,9	5,3	1,8	2,3	8,4	12,0
2003	-2,9	-2,3	-0,4	-0,1	0,0	0,6	20,7	10,7	5,0	5,4	1,8	2,3	8,4	12,2
2004	-2,7	-2,3	-0,4	-0,2	0,2	0,5	20,5	10,6	4,9	5,3	1,8	2,2	8,3	12,2

### 4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo <sup>5)</sup>

	BE 1	DE 2	GR 3	ES 4	FR 5	IE 6	IT 7	LU 8	NL 9	AT 10	PT 11	FI 12
2001	0,6	-2,8	-3,6	-0,5	-1,5	0,9	-3,0	6,2	-0,1	0,3	-4,4	5,2
2002	0,1	-3,7	-4,1	-0,3	-3,2	-0,4	-2,6	2,3	-1,9	-0,2	-2,7	4,3
2003	0,4	-3,8	-5,2	0,3	-4,2	0,2	-2,9	0,5	-3,2	-1,1	-2,9	2,5
2004	0,1	-3,7	-6,1	-0,3	-3,7	1,3	-3,0	-1,1	-2,5	-1,3	-2,9	2,1

Quellen: Aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet von der EZB; Angaben zum Finanzierungssaldo der Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission.

- 1) Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. In den Angaben sind jedoch – soweit nicht anders gekennzeichnet – die Erlöse aus dem Verkauf der UMTS-Lizenzen des Jahres 2000 nicht berücksichtigt (der Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets einschließlich dieser Erlöse beträgt 0,1 % des BIP). Einschließlich Transaktionen, die den EU-Haushalt betreffen; konsolidierte Angaben. Transaktionen zwischen den Mitgliedstaaten sind nicht konsolidiert.
- 2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.
- 3) Umfassen Gesamtausgaben abzüglich Zinsausgaben.
- 4) Entsprechen Konsumausgaben (P 3) der öffentlichen Haushalte im ESVG 95.
- 5) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen und aus Swap- sowie Zinstermingeschäften.

**6.2 Verschuldung <sup>1)</sup>**  
(in % des BIP)

**1. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldarten und Gläubigergruppen**

	Insgesamt	Schuldart				Gläubiger				
		Münzen und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>2)</sup>				Sonstige Gläubiger <sup>3)</sup>
						Zusammen	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesellschaften	Sonstige Sektoren	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
1995	74,5	2,8	17,7	8,0	46,0	58,9	30,9	10,8	17,2	15,5
1996	75,8	2,8	17,2	8,0	47,8	59,4	30,6	12,6	16,2	16,4
1997	74,9	2,8	16,2	6,6	49,4	57,1	28,9	14,1	14,1	17,9
1998	73,4	2,7	15,0	5,7	49,9	53,5	26,9	15,0	11,5	19,9
1999	72,5	2,9	14,2	4,3	51,2	49,5	26,4	11,4	11,7	23,1
2000	70,2	2,7	13,2	3,7	50,7	45,0	23,4	10,3	11,3	25,3
2001	69,2	2,7	12,5	3,9	50,1	42,9	22,0	9,7	11,2	26,2
2002	69,1	2,7	11,8	4,6	50,0	40,4	20,5	8,7	11,3	28,7
2003	70,5	2,0	12,4	5,0	51,1	39,9	21,0	9,4	9,6	30,5
2004	70,9	2,1	11,9	4,8	52,0	39,4	20,2	9,6	9,5	31,6

**2. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldnergruppen, Laufzeiten und Währungen**

	Ins- gesamt	Schuldner <sup>4)</sup>				Ursprungslaufzeit			Restlaufzeit			Währung	
		Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr	Variabler Zinssatz	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Euro oder nationale Währung eines Mitglied- staats <sup>5)</sup>	Sonstige Währun- gen
1995	74,5	62,2	5,6	5,9	0,8	13,0	61,5	6,2	18,7	26,8	28,9	72,2	2,2
1996	75,8	63,5	5,9	5,8	0,5	12,4	63,4	5,9	20,2	26,2	29,4	73,6	2,2
1997	74,9	62,8	6,1	5,4	0,6	11,1	63,9	5,5	19,5	26,0	29,4	72,7	2,2
1998	73,4	61,6	6,1	5,3	0,4	9,3	64,1	5,8	16,8	27,1	29,5	71,3	2,1
1999	72,5	61,0	6,1	5,2	0,3	9,1	63,4	4,0	15,2	28,0	29,4	70,6	2,0
2000	70,2	59,0	6,0	5,0	0,3	8,2	62,1	3,5	15,1	28,5	26,6	68,5	1,8
2001	69,2	57,9	6,2	4,8	0,3	8,6	60,6	2,1	15,7	26,7	26,8	67,7	1,5
2002	69,1	57,6	6,4	4,8	0,3	8,9	60,2	1,9	16,6	25,5	27,1	67,8	1,4
2003	70,5	58,0	6,7	5,2	0,6	8,9	61,5	1,8	15,4	26,6	28,4	69,4	1,0
2004	70,9	58,4	6,8	5,3	0,4	9,9	61,1	0,8	15,6	27,3	28,1	70,0	1,0

**3. Länder des Euro-Währungsgebiets**

	BE	DE	GR	ES	FR	IE	IT	LU	NL	AT	PT	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2001	108,0	59,4	114,8	57,8	57,0	35,8	110,7	7,2	52,9	67,1	55,9	43,8
2002	105,4	60,9	112,2	55,0	59,0	32,6	108,0	7,5	52,6	66,7	58,5	42,5
2003	100,0	64,2	109,3	51,4	63,9	32,0	106,3	7,1	54,3	65,4	60,1	45,3
2004	95,6	66,0	110,5	48,9	65,6	29,9	105,8	7,5	55,7	65,2	61,9	45,1

Quellen: Aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet von der EZB; Angaben zur Verschuldung der Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission.

- 1) Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert nach Konsolidierung zwischen den Teilsektoren des Staates. Verbindlichkeiten gegenüber öffentlichen Haushalten gebietsfremder Staaten sind nicht konsolidiert. Daten teilweise geschätzt.
- 2) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 3) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 4) Konsolidiert um Schuldverhältnisse innerhalb der öffentlichen Haushalte eines Mitgliedstaats.
- 5) Vor 1999 einschließlich Schuldtiteln, die auf ECU, Inlandswährung oder eine der Währungen der Mitgliedstaaten, die den Euro eingeführt haben, lauten.

## 6.3 Veränderung der Verschuldung <sup>1)</sup> (in % des BIP)

### 1. Euro-Währungsgebiet – nach Ursachen, Schuldarten und Gläubigergruppen

	Ins- gesamt	Ursache der Veränderung				Schuldarten				Gläubiger			Sonstige Gläu- biger <sup>7)</sup>
		Nettoneu- verschul- dung <sup>2)</sup>	Bewer- tungs- effekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumens- änderun- gen <sup>4)</sup>	Aggre- gations- effekt <sup>5)</sup>	Münzen und Einlagen	Kredite	Kurz- fristige Wert- papiere	Lang- fristige Wert- papiere	Inlän- dische Gläu- biger <sup>6)</sup>	MFIs	Sonstige finanzielle Kapital- gesell- schaften	
1996	3,9	4,4	-0,2	0,0	-0,4	0,1	0,1	0,2	3,4	2,5	0,7	2,1	1,4
1997	2,0	2,4	0,2	-0,4	-0,2	0,0	-0,3	-1,1	3,4	-0,1	-0,6	1,9	2,1
1998	1,7	2,0	-0,2	0,0	-0,1	0,1	-0,5	-0,6	2,7	-1,1	-0,7	1,6	2,8
1999	1,9	1,5	0,4	0,0	-0,1	0,2	-0,3	-1,2	3,2	-2,0	0,5	-3,1	3,9
2000	1,1	1,0	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,4	1,9	-2,2	-1,8	-0,5	3,3
2001	1,8	1,7	0,0	0,1	0,0	0,1	-0,1	0,4	1,4	-0,2	-0,5	-0,2	2,0
2002	2,2	2,5	-0,4	0,1	0,0	0,1	-0,2	0,8	1,6	-1,1	-0,8	-0,7	3,3
2003	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,5	2,3	0,5	1,0	0,9	2,5
2004	3,1	3,3	0,0	-0,1	0,0	0,3	0,0	0,1	2,8	1,0	0,0	0,6	2,2

### 2. Euro-Währungsgebiet – Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung

Schulden- stands- änderung	Finanzie- rungs- saldo <sup>8)</sup>	Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung <sup>9)</sup>												
		Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)								Bewer- tungs- effekte	Wechsel- kurseffekte	Sonstige Volumens- änderungen	Sons- tige <sup>10)</sup>
			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen	Wert- papiere <sup>11)</sup>	Kredite	Aktien und sonstige Anteils- rechte	Privati- sierungen	Kapital- erhö- hungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
1996	3,9	-4,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,2	-0,2	-0,2	0,0	-0,2
1997	2,0	-2,6	-0,6	-0,5	0,1	-0,1	0,0	-0,5	-0,7	0,2	0,2	0,2	-0,4	0,0
1998	1,7	-2,3	-0,6	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,6	-0,8	0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0
1999	1,9	-1,3	0,6	-0,1	0,5	0,0	0,1	-0,7	-0,8	0,1	0,4	0,3	0,0	0,3
2000	1,1	0,1	1,2	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0
2001	1,8	-1,7	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,1	0,4
2002	2,2	-2,5	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	-0,4	0,0	0,1	0,0
2003	3,1	-2,9	0,2	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,4	0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,3
2004	3,1	-2,7	0,4	0,2	0,2	0,1	0,0	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,4

Quelle: EZB.

- 1) Daten teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP:  $[\text{Verschuldung}(t) - \text{Verschuldung}(t-1)] / \text{BIP}(t)$ .
- 2) Die Nettoverschuldung entspricht per Definition dem Saldo der Transaktionen in Schuldtiteln.
- 3) Neben den Auswirkungen von Wechselkursschwankungen auch einschließlich der Effekte aus der Bewertung zum Nennwert (z. B. Agios oder Disagios auf emittierte Wertpapiere).
- 4) Umfassen insbesondere den Einfluss von Reklassifizierungen von institutionellen Einheiten und bestimmter Arten von Schuldenübernahmen.
- 5) Die Differenz zwischen der Veränderung der aggregierten Verschuldung und der aggregierten Verschuldungsveränderung der einzelnen Mitgliedsländer beruht auf dem gewählten Verfahren zur Bereinigung um Schwankungen der zur Aggregation verwendeten Wechselkurse zwischen den Währungen des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum vor 1999.
- 6) Gläubiger im Schuldnerstaat ansässig.
- 7) Einschließlich Ansässiger im Euro-Währungsgebiet außerhalb des Schuldnerstaats.
- 8) Einschließlich der Erlöse aus den UMTS-Lizenzverkäufen.
- 9) Differenz zwischen der jährlichen Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert und dem Defizit in % des BIP.
- 10) Umfassen hauptsächlich Transaktionen in sonstigen Aktiva und Passiva (Handelskredite, sonstige Forderungen und Verbindlichkeiten und Finanzderivate).
- 11) Ohne Finanzderivate.

6.4 Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis <sup>1)</sup>  
 (in % des BIP)

## 1. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Einnahmen

	Insgesamt		Laufende Einnahmen					Vermögenswirksame Einnahmen		Nachrichtlich: Fiskalische Belastung <sup>2)</sup>
	1	2	Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögens-einkommen	8	Vermögens-wirksame Steuern	
			3	4	5	6	7			
1999 Q1	44,1	43,6	10,8	13,3	16,0	2,0	0,7	0,5	0,3	40,3
1999 Q2	48,3	47,8	13,7	13,6	16,2	2,2	1,3	0,5	0,3	43,7
1999 Q3	45,2	44,7	11,9	13,1	16,1	2,1	0,7	0,5	0,3	41,3
1999 Q4	52,1	51,4	14,5	14,9	17,1	3,1	0,8	0,7	0,3	46,8
2000 Q1	44,0	43,5	11,2	13,2	15,7	1,9	0,7	0,5	0,3	40,4
2000 Q2	48,3	47,7	14,1	13,6	16,0	2,1	1,1	0,6	0,3	44,0
2000 Q3	44,9	44,5	12,1	12,8	16,0	2,0	0,8	0,4	0,3	41,1
2000 Q4	51,3	50,7	14,3	14,5	17,0	3,1	0,9	0,5	0,3	46,1
2001 Q1	43,0	42,6	10,7	12,9	15,5	1,8	0,8	0,4	0,2	39,4
2001 Q2	47,7	47,2	13,8	13,2	15,9	2,0	1,5	0,4	0,2	43,0
2001 Q3	44,4	43,9	11,9	12,5	15,8	1,9	0,8	0,4	0,3	40,6
2001 Q4	50,7	50,1	13,9	14,3	16,8	3,2	0,9	0,6	0,3	45,3
2002 Q1	42,7	42,2	10,4	13,0	15,7	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2002 Q2	46,4	45,8	12,8	12,9	15,8	2,0	1,5	0,6	0,4	41,9
2002 Q3	44,4	44,0	11,5	13,0	15,8	2,0	0,7	0,4	0,3	40,5
2002 Q4	50,7	50,1	13,8	14,6	16,7	3,2	0,8	0,6	0,3	45,5
2003 Q1	42,7	42,2	10,0	13,1	15,9	1,7	0,7	0,4	0,2	39,3
2003 Q2	47,1	45,5	12,4	12,9	16,1	2,1	1,2	1,6	1,3	42,8
2003 Q3	43,9	43,4	11,1	12,9	15,9	2,0	0,6	0,5	0,3	40,2
2003 Q4	51,2	50,0	13,5	14,8	16,7	3,1	0,8	1,2	0,4	45,4
2004 Q1	42,6	42,1	9,8	13,2	15,7	1,7	0,6	0,5	0,3	39,0
2004 Q2	46,2	45,3	12,4	13,2	15,7	2,1	0,9	0,9	0,7	42,0
2004 Q3	43,8	43,4	10,9	12,9	15,7	2,0	0,6	0,5	0,3	39,9
2004 Q4	51,4	50,3	13,4	15,0	16,7	3,1	0,7	1,1	0,5	45,7

## 2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo

	Insgesamt		Laufende Ausgaben					Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungssaldo	Primärsaldo	
	1	Zusammen	Arbeitnehmer-entgelte	Vorleis-tungen	Zins-ausgaben	Laufende Übertra-gungen	Sozial-leistungen	Subven-tionen	9	Investitionen			Vermö-gens-transfers
1999 Q1	47,8	44,5	10,5	4,3	4,7	25,0	21,8	1,3	3,3	1,9	1,3	-3,6	1,0
1999 Q2	47,9	44,3	10,6	4,5	4,3	24,8	21,6	1,5	3,6	2,4	1,2	0,4	4,7
1999 Q3	47,7	44,1	10,3	4,5	4,2	25,1	21,6	1,6	3,7	2,5	1,1	-2,5	1,6
1999 Q4	51,7	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,9	1,7	4,8	3,1	1,7	0,3	4,2
2000 Q1	46,6	43,3	10,3	4,4	4,3	24,2	21,2	1,2	3,3	2,0	1,4	-2,6	1,7
2000 Q2	47,1	43,6	10,5	4,6	4,0	24,5	21,3	1,4	3,4	2,4	1,1	1,2	5,3
2000 Q3	43,7	43,4	10,2	4,5	4,1	24,5	21,4	1,5	0,3	2,5	1,1	1,2	5,3
2000 Q4	50,8	46,9	11,2	5,3	3,9	26,5	22,7	1,6	3,9	3,2	1,5	0,4	4,3
2001 Q1	46,0	42,6	10,2	4,1	4,1	24,1	21,2	1,2	3,4	2,0	1,5	-2,9	1,2
2001 Q2	47,2	43,6	10,5	4,7	4,0	24,5	21,3	1,4	3,5	2,4	1,1	0,5	4,5
2001 Q3	47,1	43,3	10,1	4,6	4,0	24,6	21,4	1,5	3,8	2,5	1,2	-2,7	1,3
2001 Q4	52,5	47,4	11,3	5,6	3,8	26,7	23,0	1,6	5,1	3,2	1,8	-1,8	1,9
2002 Q1	46,5	43,1	10,5	4,2	3,8	24,6	21,6	1,2	3,5	2,0	1,5	-3,9	0,0
2002 Q2	47,5	44,1	10,5	4,9	3,7	24,9	21,7	1,3	3,5	2,4	1,1	-1,1	2,6
2002 Q3	47,7	44,0	10,2	4,7	3,7	25,4	21,9	1,4	3,8	2,6	1,2	-3,3	0,4
2002 Q4	52,4	47,8	11,4	5,7	3,5	27,2	23,6	1,5	4,6	2,9	1,6	-1,7	1,9
2003 Q1	47,1	43,6	10,5	4,3	3,7	25,1	22,0	1,1	3,5	2,0	1,5	-4,4	-0,8
2003 Q2	48,4	44,8	10,7	4,8	3,6	25,9	22,4	1,4	3,6	2,4	1,2	-1,3	2,3
2003 Q3	48,0	44,3	10,4	4,7	3,4	25,7	22,2	1,4	3,7	2,6	1,1	-4,1	-0,7
2003 Q4	52,9	47,9	11,3	5,8	3,3	27,6	23,8	1,5	4,9	3,3	1,6	-1,7	1,6
2004 Q1	47,2	43,8	10,5	4,4	3,4	25,5	22,0	1,0	3,4	2,0	1,4	-4,6	-1,2
2004 Q2	47,9	44,5	10,6	4,8	3,3	25,7	22,1	1,3	3,4	2,4	1,0	-1,7	1,6
2004 Q3	47,3	43,9	10,1	4,5	3,3	25,8	22,2	1,3	3,5	2,5	0,9	-3,5	-0,2
2004 Q4	52,7	47,5	11,2	5,8	3,2	27,4	23,6	1,4	5,2	3,2	1,9	-1,3	1,9

Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten und nationalen Statistiken.

- 1) Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESGV 95. Ohne Transaktionen zwischen Ländern und dem EU-Haushalt. Eine Berücksichtigung dieser Transaktionen würde zu einem durchschnittlichen Anstieg der Einnahmen und Ausgaben um rund 0,2 % des BIP führen. Ansonsten stimmen die vierteljährlichen Daten abgesehen von Unterschieden im Hinblick auf den Datenstand zum jeweiligen Übermittlungszeitpunkt mit den Jahresdaten überein. Die Daten sind nicht saisonbereinigt.
- 2) Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.



# AUSSENWIRTSCHAFT

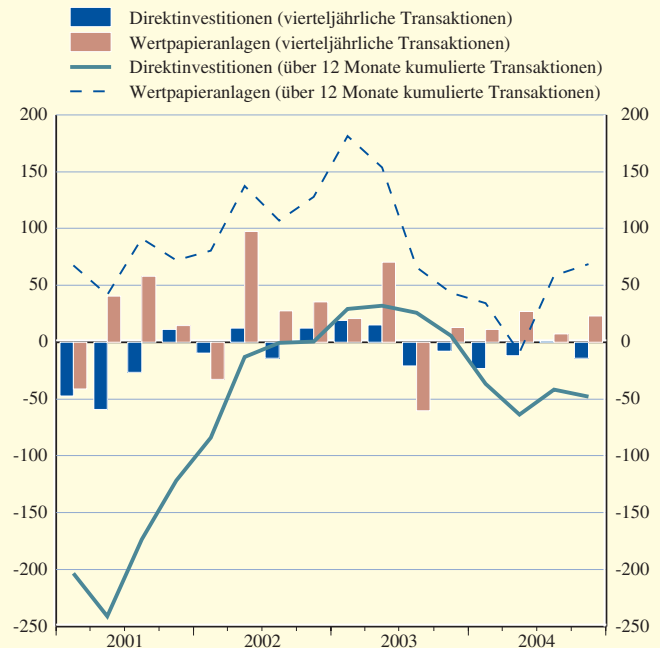
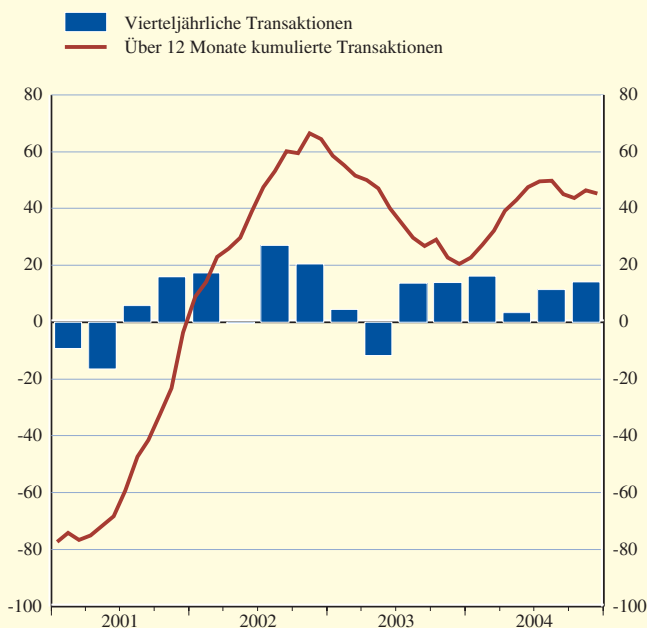
## 7.1 Zahlungsbilanz (in Mrd €; Nettotransaktionen)

### 1. Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht

	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- gungen	Finanzie- rungssaldo gegenüber der übrigen Welt (Spalte 1+6)	Kapitalbilanz					Rest- posten	
	Insgesamt	Waren- handel	Dienst- leistun- gen	Erwerbs- und Ver- mögens- ein- kommen	Laufende Übertra- gungen			Insgesamt	Direkt- investi- tionen	Wert- papier- anlagen	Finanz- derivate	Übriger Kapital- verkehr		Wäh- rungs- reserven
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
2002	64,5	128,5	16,4	-31,9	-48,6	10,2	74,6	-43,9	0,6	127,8	-11,0	-159,1	-2,3	-30,7
2003	20,4	102,7	19,7	-45,8	-56,1	13,1	33,5	-5,9	5,4	43,4	-12,2	-72,5	30,0	-27,6
2004	45,2	103,4	27,2	-29,8	-55,6	17,2	62,5	24,5	-47,9	68,6	-2,0	-6,6	12,4	-86,9
2003 Q4	14,0	28,8	6,0	-8,0	-12,7	7,5	21,5	-3,9	-8,0	12,9	-3,6	-18,9	13,6	-17,6
2004 Q1	16,2	27,7	1,8	-6,4	-7,0	3,4	19,6	5,5	-23,0	11,3	5,3	2,6	9,3	-25,1
2004 Q2	3,4	31,4	10,4	-21,7	-16,7	4,0	7,4	11,3	-12,1	27,0	-1,2	0,4	-2,8	-18,6
2004 Q3	11,4	23,5	8,8	-3,0	-18,0	4,1	15,5	3,1	1,1	7,2	-1,0	-7,7	3,5	-18,6
2004 Q4	14,3	20,8	6,2	1,2	-13,9	5,7	20,0	4,6	-14,0	23,1	-5,1	-2,0	2,5	-24,6
2004 Febr.	6,0	9,5	1,1	0,1	-4,7	2,1	8,1	22,4	8,9	15,8	1,3	-12,2	8,6	-30,5
2004 März	7,9	13,4	1,4	-2,9	-4,0	1,1	9,1	-3,5	-22,4	-1,0	2,3	13,9	3,7	-5,6
2004 April	-1,8	9,7	2,2	-9,6	-4,1	0,8	-1,0	-15,6	-2,0	-5,8	-2,7	-2,4	-2,6	16,6
2004 Mai	0,5	10,2	4,2	-7,9	-6,0	2,3	2,9	15,7	0,0	1,2	-0,3	14,2	0,7	-18,6
2004 Juni	4,7	11,5	3,9	-4,2	-6,6	0,9	5,5	11,1	-10,1	31,6	1,8	-11,3	-0,8	-16,7
2004 Juli	8,3	13,5	3,7	-2,5	-6,4	1,3	9,6	-17,6	-7,2	-40,6	0,6	29,4	0,2	8,0
2004 Aug.	3,3	5,2	2,6	0,8	-5,3	1,6	4,9	6,3	5,1	2,5	-4,2	-0,9	3,8	-11,2
2004 Sept.	-0,1	4,9	2,5	-1,2	-6,3	1,1	1,0	14,4	3,3	45,3	2,5	-36,2	-0,5	-15,4
2004 Okt.	3,5	8,9	3,8	-3,6	-5,6	0,6	4,2	-30,1	-12,6	-2,2	-4,1	-12,1	0,9	25,9
2004 Nov.	5,3	4,6	1,6	3,5	-4,4	1,0	6,3	25,2	-6,4	-13,0	1,4	43,2	-0,1	-31,5
2004 Dez.	5,5	7,3	0,8	1,4	-4,0	4,1	9,6	9,4	5,1	38,3	-2,4	-33,1	1,6	-19,0
2005 Jan.	-7,2	0,2	0,5	-4,7	-3,2	-0,8	-8,0	25,9	-11,4	-17,1	-3,8	59,7	-1,6	-17,8
2005 Febr.	8,0	6,1	0,6	3,4	-2,2	1,1	9,1	21,6	-4,6	22,6	-0,4	-1,0	5,0	-30,7
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2005 Febr.	37,8	95,6	27,9	-27,7	-58,0	15,2	53,0	62,9	-63,3	61,8	-9,3	63,3	10,3	-115,9

### A26 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz (in Mrd €)

### A27 Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto) (in Mrd €)



Quelle: EZB.

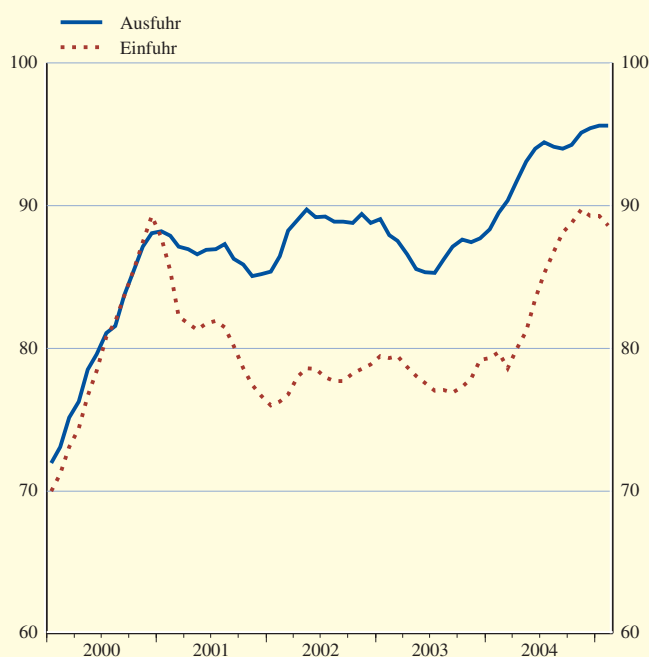


7.1 Zahlungsbilanz  
(in Mrd €; Transaktionen)

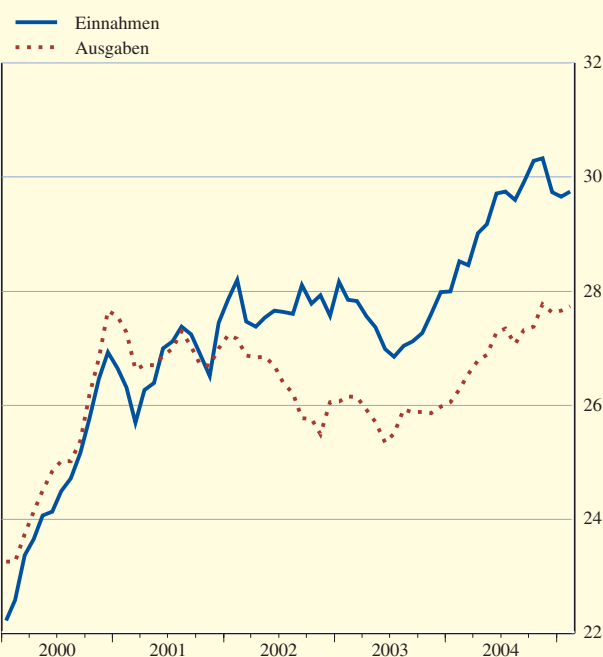
2. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

	Leistungsbilanz											Vermögensübertragungen	
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen		Einnahmen	Ausgaben
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Ausfuhr	Einfuhr	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2002	1 726,9	1 662,4	64,5	1 062,1	933,6	332,1	315,7	247,3	279,2	85,4	133,9	19,2	9,0
2003	1 675,4	1 655,0	20,4	1 039,7	937,0	329,3	309,6	225,6	271,5	80,8	137,0	23,3	10,1
2004	1 818,1	1 772,8	45,2	1 130,0	1 026,6	355,1	327,9	252,8	282,6	80,2	135,8	23,3	6,1
2003 Q4	436,0	422,0	14,0	272,2	243,3	85,9	79,9	58,8	66,8	19,2	31,9	9,3	1,9
2004 Q1	431,0	414,8	16,2	266,1	238,4	77,2	75,4	56,1	62,5	31,5	38,5	5,0	1,6
Q2	455,9	452,5	3,4	285,0	253,6	89,8	79,4	66,0	87,7	15,0	31,7	5,3	1,3
Q3	451,7	440,3	11,4	279,6	256,1	96,4	87,5	60,3	63,3	15,4	33,4	5,6	1,6
Q4	479,5	465,2	14,3	299,2	278,4	91,7	85,6	70,3	69,1	18,2	32,2	7,3	1,6
2004 Dez.	163,6	158,1	5,5	97,8	90,5	31,6	30,8	25,9	24,5	8,3	12,3	4,9	0,8
2005 Jan.	150,2	157,5	-7,2	87,3	87,0	26,5	26,0	18,9	23,6	17,6	20,8	1,6	2,4
Febr.	147,4	139,4	8,0	91,0	84,9	25,7	25,1	22,9	19,5	7,7	9,9	1,5	0,4
	Saisonbereinigt												
2003 Q4	425,1	417,1	8,0	263,2	237,6	84,0	77,9	56,8	68,9	21,2	32,7	.	.
2004 Q1	435,5	421,1	14,4	271,1	235,8	85,4	79,6	59,4	69,9	19,7	35,8	.	.
Q2	452,4	435,7	16,7	281,9	250,3	89,1	81,8	61,4	71,2	20,0	32,4	.	.
Q3	454,6	450,7	3,9	282,0	264,4	89,7	82,0	63,3	69,5	19,6	34,9	.	.
Q4	463,4	456,2	7,2	286,3	267,9	89,2	82,9	68,0	71,7	19,9	33,7	.	.
2004 Juni	151,4	147,6	3,8	94,0	84,6	29,6	27,5	20,7	23,8	7,0	11,6	.	.
Juli	151,0	148,5	2,5	94,8	87,5	29,4	27,2	20,7	22,5	6,0	11,3	.	.
Aug.	151,0	149,8	1,2	93,4	88,2	29,8	26,6	20,9	22,9	6,9	12,1	.	.
Sept.	152,6	152,3	0,3	93,7	88,6	30,6	28,2	21,7	24,0	6,6	11,5	.	.
Okt.	154,8	151,0	3,8	95,6	89,5	30,5	27,4	22,1	23,6	6,5	10,6	.	.
Nov.	156,6	154,1	2,5	95,9	91,1	29,9	27,7	24,1	24,3	6,6	11,0	.	.
Dez.	152,0	151,0	0,9	94,7	87,3	28,8	27,8	21,7	23,8	6,8	12,1	.	.
2005 Jan.	155,6	157,3	-1,8	96,2	89,4	30,3	27,5	22,2	26,0	6,9	14,4	.	.
Febr.	156,9	151,8	5,1	96,0	89,0	30,2	28,0	23,9	24,0	6,9	10,9	.	.

A28 Zahlungsbilanz – Warenhandel  
(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



A29 Zahlungsbilanz – Dienstleistungen  
(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

## 7.1 Zahlungsbilanz (in Mrd €)

### 3. Erwerbs- und Vermögenseinkommen

(Transaktionen)

	Erwerbseinkommen		Vermögenseinkommen											
	Einnahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen				Wertpapieranlagen				Übrige Vermögenseinkommen	
			Einnahmen	Ausgaben	Beteiligungskapital		Kredite		Dividendenwerte		Schuldverschreibungen		Einnahmen	Ausgaben
					Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2002	14,9	6,2	232,4	273,0	56,4	51,8	7,6	7,1	19,8	52,3	65,6	71,0	83,0	90,8
2003	14,5	6,3	211,1	265,2	47,9	53,7	10,3	9,6	19,0	50,0	64,6	76,7	69,3	75,2
2004	15,1	6,3	237,8	276,3	65,7	57,4	11,8	11,4	23,8	56,6	73,9	79,3	62,6	71,6
2003 Q4	3,8	1,6	54,9	65,2	14,8	13,3	3,0	2,6	4,7	9,7	16,5	20,8	15,9	18,8
2004 Q1	3,7	1,3	52,5	61,2	11,7	13,3	3,2	2,5	4,6	9,3	17,8	18,7	15,1	17,3
Q2	3,7	1,6	62,4	86,1	18,2	17,0	3,0	2,7	8,1	26,0	17,6	22,8	15,4	17,6
Q3	3,8	1,8	56,6	61,5	14,0	13,8	2,4	2,6	5,7	11,1	19,0	16,5	15,4	17,6
Q4	4,0	1,6	66,4	67,5	21,8	13,3	3,1	3,5	5,4	10,2	19,4	21,3	16,7	19,2

### 4. Direktinvestitionen

(Netto-transaktionen)

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets							Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet						
	Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Insgesamt	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
		Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs
2002	-179,9	-179,3	-22,3	-157,0	-0,6	0,0	-0,7	180,6	124,9	1,9	123,0	55,6	0,5	55,2
2003	-136,0	-112,7	-1,7	-111,0	-23,3	-0,1	-23,3	141,4	124,2	3,0	121,2	17,2	0,1	17,1
2004	-116,9	-124,1	-18,2	-105,9	7,2	0,1	7,1	69,0	69,7	2,4	67,3	-0,7	0,8	-1,5
2003 Q4	-35,8	-23,5	-2,1	-21,5	-12,3	0,2	-12,5	27,9	38,6	0,6	38,1	-10,8	0,5	-11,3
2004 Q1	-28,4	-22,5	-4,9	-17,6	-5,9	-0,1	-5,8	5,4	13,5	-0,7	14,2	-8,1	-0,3	-7,8
Q2	-27,9	-24,8	-3,6	-21,2	-3,1	0,0	-3,1	15,8	10,6	0,6	10,0	5,2	0,8	4,5
Q3	-16,4	-27,5	-1,1	-26,4	11,1	0,0	11,1	17,6	17,7	1,5	16,3	-0,1	0,4	-0,6
Q4	-44,2	-49,2	-8,5	-40,7	5,0	0,1	5,0	30,2	27,9	1,0	26,8	2,3	-0,1	2,4
2004 Febr.	-6,8	-4,3	-1,1	-3,2	-2,5	0,0	-2,4	15,7	5,4	0,3	5,1	10,3	-0,1	10,4
März	-11,3	-13,0	-4,1	-8,9	1,8	0,0	1,8	-11,1	1,5	-1,2	2,7	-12,6	-0,1	-12,5
April	-15,4	-7,6	-0,4	-7,2	-7,8	0,1	-7,9	13,4	8,6	0,2	8,4	4,8	0,0	4,8
Mai	-2,8	-5,6	0,0	-5,6	2,8	0,0	2,8	2,9	3,1	0,3	2,8	-0,3	0,3	-0,6
Juni	-9,7	-11,6	-3,2	-8,5	2,0	0,0	2,0	-0,5	-1,1	0,0	-1,2	0,7	0,4	0,3
Juli	-18,7	-16,4	0,1	-16,4	-2,3	0,0	-2,3	11,4	11,4	0,2	11,2	0,0	-0,1	0,1
Aug.	9,1	-7,3	0,2	-7,5	16,4	0,0	16,4	-4,0	-1,9	0,3	-2,3	-2,1	0,0	-2,0
Sept.	-6,8	-3,9	-1,3	-2,5	-3,0	0,0	-3,0	10,2	8,3	0,9	7,3	1,9	0,5	1,4
Okt.	-29,6	-22,6	0,0	-22,5	-7,0	0,0	-7,0	16,9	9,3	0,2	9,0	7,7	0,0	7,7
Nov.	-21,5	-20,3	-13,3	-7,0	-1,3	0,1	-1,4	15,1	8,0	0,3	7,7	7,1	0,0	7,1
Dez.	6,9	-6,4	4,8	-11,2	13,4	0,0	13,3	-1,8	10,6	0,5	10,1	-12,4	0,0	-12,4
2005 Jan.	-11,2	-7,0	-0,9	-6,1	-4,2	0,0	-4,2	-0,2	3,4	0,2	3,2	-3,6	0,0	-3,6
Febr.	-6,3	-3,8	-1,5	-2,3	-2,5	0,0	-2,5	1,7	2,9	0,2	2,8	-1,2	-0,1	-1,2

Quelle: EZB.

7.1 Zahlungsbilanz  
(in Mrd €; Transaktionen)

## 5. Wertpapieranlagen nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Dividendenwerte					Schuldverschreibungen									
	Aktiva				Passiva	Anleihen					Geldmarktpapiere				
	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Staat		Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Staat	Euro-system	MFIs ohne Euro-system	Nicht-MFIs	Staat		
					1									2	3
2002	-0,4	-7,4	-31,0	-4,4	86,2	-0,7	-17,4	-70,6	-0,9	157,9	2,0	-31,9	-18,8	-1,1	59,8
2003	-0,3	-12,8	-53,8	-2,6	117,2	-2,4	-45,1	-134,8	-0,2	170,4	0,2	-41,3	13,7	0,6	32,4
2004	0,0	-21,8	-51,8	-2,1	121,6	1,2	-80,7	-70,1	-1,1	211,3	-0,1	-43,1	-15,8	0,2	18,0
2003 Q4	0,0	-3,6	-21,7	-0,4	45,1	-0,4	-7,3	-19,2	-0,1	30,9	-0,2	-13,1	1,2	1,3	1,2
2004 Q1	0,0	-6,0	-24,6	-0,9	20,6	-0,4	-26,3	-17,5	-0,5	54,1	-0,1	-10,6	-10,1	-1,0	32,3
Q2	0,0	-12,4	-3,8	-0,7	-4,1	0,3	-10,7	-17,6	-0,1	85,4	0,1	-5,0	-3,5	-2,4	-1,7
Q3	0,0	-2,5	-3,9	-0,6	38,5	0,7	-23,0	-15,0	-0,1	39,9	0,0	-14,7	-5,8	-0,7	-6,9
Q4	0,0	-0,9	-19,4	0,1	66,6	0,6	-20,6	-20,0	-0,3	31,9	-0,1	-12,8	3,5	4,3	-5,6
2004 Febr.	0,1	-3,1	-6,8	-	17,2	0,0	-1,6	-0,2	-	14,3	-0,2	-5,5	-2,9	-	4,8
März	0,0	0,5	-11,0	-	1,9	-0,4	-11,6	-11,0	-	9,8	0,0	10,4	-3,6	-	14,1
April	0,0	-1,0	2,6	-	-19,8	0,2	-2,8	-5,3	-	38,8	0,0	-15,3	-3,7	-	0,6
Mai	0,0	-1,8	0,4	-	1,2	0,1	-7,3	-7,3	-	17,6	-0,2	2,6	0,6	-	-4,7
Juni	0,0	-9,7	-6,8	-	14,5	0,0	-0,5	-5,0	-	29,1	0,3	7,6	-0,3	-	2,4
Juli	0,0	-8,9	-0,5	-	10,2	-0,3	-12,9	0,7	-	-9,1	0,3	-19,1	1,4	-	-2,4
Aug.	0,0	-4,2	-7,5	-	15,8	0,4	-12,0	-0,7	-	9,8	-0,1	-3,5	-2,2	-	6,8
Sept.	0,0	10,6	4,0	-	12,6	0,6	1,9	-15,0	-	39,2	-0,1	7,9	-5,0	-	-11,3
Okt.	0,0	-3,7	-10,5	-	14,8	0,3	-13,7	-4,4	-	11,9	-0,1	0,6	-0,5	-	3,2
Nov.	0,0	-9,1	-5,5	-	23,0	0,4	-6,0	-9,6	-	5,9	0,2	-14,7	4,9	-	-2,5
Dez.	0,0	11,9	-3,5	-	28,8	-0,1	-1,0	-6,0	-	14,2	-0,1	1,3	-0,8	-	-6,3
2005 Jan.	0,0	-7,1	-8,8	-	10,0	-0,4	-26,0	-2,8	-	5,5	0,2	-3,1	-5,0	-	20,5
Febr.	0,0	-16,3	-3,2	-	5,2	-0,2	-3,7	-16,1	-	39,4	0,1	17,1	-2,0	-	2,4

## 6. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

	Insgesamt		Eurosistem		Staat		MFIs (ohne Eurosistem)						Übrige Sektoren				
	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Zusammen		Langfristig		Kurzfristig		Aktiva	Passiva			
							Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva	Aktiva	Passiva					
	1	2	3	4	5	Bargeld und Einlagen	6	7	8	9	10	11	12	13	14	Bargeld und Einlagen	15
2002	-225,1	66,0	-0,9	19,3	0,1	-	-8,3	-168,0	25,8	-35,0	52,1	-133,0	-26,3	-56,3	-	29,2	
2003	-240,1	167,6	-0,8	10,0	-0,6	-	-3,9	-154,7	136,2	-59,9	64,4	-94,9	71,8	-84,0	-	25,3	
2004	-289,6	283,0	0,4	7,3	-1,8	-1,9	-2,8	-259,9	246,5	-19,8	0,6	-240,0	245,9	-28,3	-5,8	31,9	
2003 Q4	-78,9	59,9	-0,7	-0,9	3,2	-	-4,6	-71,3	52,3	-16,5	16,7	-54,8	35,7	-10,0	-	13,1	
2004 Q1	-178,9	181,5	-0,6	-1,3	-0,6	-0,5	-6,3	-156,0	158,4	-10,4	0,3	-145,6	158,1	-21,7	-16,0	30,7	
Q2	-18,6	19,0	0,9	1,7	-4,9	-4,9	3,1	-5,3	22,2	-2,3	6,7	-3,0	15,5	-9,3	10,1	-7,9	
Q3	-17,9	10,2	-1,5	3,2	0,2	-0,2	2,2	-24,2	6,5	-7,8	-5,7	-16,5	12,2	7,6	-7,4	-1,7	
Q4	-74,1	72,2	1,7	3,7	3,4	3,7	-1,7	-74,3	59,3	0,7	-0,8	-75,0	60,0	-5,0	7,4	10,9	
2004 Febr.	-27,5	15,3	-0,4	-4,3	0,5	0,3	-0,2	-23,8	16,6	-5,5	-0,6	-18,3	17,2	-3,8	-3,6	3,2	
März	-83,5	97,4	0,2	0,4	-0,7	-0,5	-1,5	-69,7	65,5	-3,7	-3,2	-65,9	68,8	-13,3	-9,5	33,0	
April	-51,1	48,7	0,6	0,6	-1,5	-1,2	-0,3	-50,4	54,3	-6,3	0,5	-44,1	53,8	0,2	5,0	-6,0	
Mai	12,2	2,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	0,5	17,6	10,3	3,6	3,5	14,0	6,8	-5,1	6,3	-8,6	
Juni	20,3	-31,6	0,5	1,3	-3,3	-3,6	2,9	27,4	-42,4	0,4	2,7	27,1	-45,2	-4,4	-1,2	6,7	
Juli	57,3	-27,8	-0,3	1,5	-0,3	-0,5	-0,4	46,1	-12,7	3,1	-7,8	43,0	-4,9	11,8	2,7	-16,2	
Aug.	-31,8	30,9	-0,2	0,2	-0,2	-0,3	0,1	-31,3	18,8	-5,7	2,3	-25,5	16,5	-0,1	-1,2	11,8	
Sept.	-43,4	7,2	-1,0	1,5	0,7	0,7	2,6	-39,0	0,4	-5,2	-0,2	-33,9	0,6	-4,0	-8,9	2,7	
Okt.	-15,7	3,6	0,1	1,3	2,0	2,2	0,2	-9,8	-0,2	8,3	5,3	-18,1	-5,5	-8,1	-0,7	2,4	
Nov.	-67,1	110,3	0,5	2,0	-0,4	-0,8	1,0	-60,1	97,2	-0,3	3,3	-59,7	93,9	-7,1	-1,8	10,0	
Dez.	8,7	-41,7	1,1	0,4	1,8	2,2	-2,9	-4,4	-37,7	-7,3	-9,4	2,9	-28,3	10,2	9,9	-1,6	
2005 Jan.	-50,9	110,5	0,7	3,9	-1,3	-1,0	2,6	-33,9	97,7	-15,1	16,6	-18,8	81,1	-16,4	-13,4	6,3	
Febr.	-60,2	59,2	0,2	-3,5	-1,5	0,6	-4,2	-58,0	60,0	-10,2	2,7	-47,8	57,2	-1,0	4,9	6,9	

Quelle: EZB.

## 7.1 Zahlungsbilanz

(in Mrd €; Transaktionen)

### 7. Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren und Instrumenten

	Eurosysteem				Staat							
	Aktiva		Passiva		Aktiva					Passiva		
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
						Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-0,9	0,0	19,3	0,0	1,5	-0,4	-	-	-1,0	0,0	-8,0	-0,3
2003	-0,8	0,0	10,0	0,0	-0,1	0,4	-	-	-0,9	0,0	-4,2	0,3
2004	0,4	0,0	7,1	0,2	0,0	0,1	2,0	-1,9	-1,9	0,0	-2,7	0,0
2003 Q4	-0,7	0,0	-0,9	0,0	0,0	3,1	-	-	0,1	0,0	-4,2	-0,4
2004 Q1	-0,6	0,0	-1,3	0,0	0,0	0,2	0,7	-0,5	-0,8	0,0	-6,0	-0,3
Q2	0,9	0,0	1,5	0,2	0,0	-4,5	0,4	-4,9	-0,4	0,0	2,8	0,2
Q3	-1,5	0,0	3,3	-0,1	0,0	0,5	0,7	-0,2	-0,3	0,0	2,1	0,1
Q4	1,7	0,0	3,5	0,2	0,0	3,9	0,2	3,7	-0,4	0,0	-1,6	-0,1

	MFIs (ohne Eurosysteem)				Übrige Sektoren							
	Aktiva		Passiva		Aktiva					Passiva		
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
						Zusammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2002	-163,0	-5,0	27,9	-2,1	-1,9	-50,7	-	-	-3,7	-3,7	26,2	6,6
2003	-154,2	-0,5	136,3	-0,1	0,2	-81,2	-	-	-3,0	3,4	22,7	-0,7
2004	-256,8	-3,1	243,6	2,9	-4,8	-18,3	-12,5	-5,8	-5,2	8,8	22,7	0,4
2003 Q4	-70,7	-0,6	52,1	0,2	-1,0	-8,3	-	-	-0,7	2,4	11,7	-1,1
2004 Q1	-153,5	-2,6	156,8	1,6	-2,8	-17,2	-1,2	-16,0	-1,6	4,8	25,3	0,5
Q2	-4,7	-0,6	22,2	0,0	-3,2	-5,1	-15,3	10,1	-1,0	1,6	-7,4	-2,1
Q3	-22,5	-1,7	5,0	1,5	1,9	6,6	14,0	-7,4	-0,9	-0,2	-4,1	2,7
Q4	-76,1	1,8	59,6	-0,3	-0,7	-2,6	-10,0	7,4	-1,7	2,7	8,9	-0,7

### 8. Währungsreserven

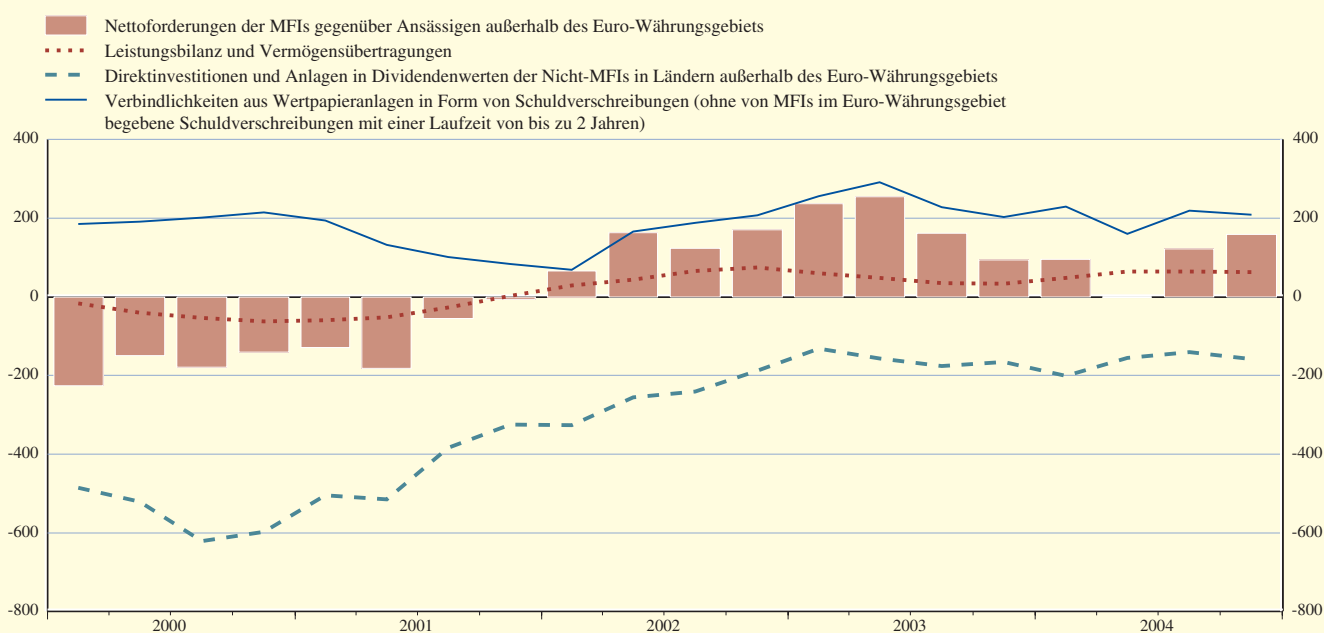
	Insgesamt	Monetäre Gold- reserven	Sonder- ziehungs- rechte	Reserve- position im IWF	Devisenreserven						Sonstige Reserven	
					Zusammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere				Finanz- derivate
						Bei Währungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Dividen- denwerte	Anleihen	Geldmarkt- papiere		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	-2,3	0,7	0,2	-2,0	-1,2	-2,3	-15,3	0,0	8,1	8,5	-0,2	0,0
2003	30,0	1,7	0,0	-1,6	29,9	-1,8	1,6	0,0	23,2	6,9	0,1	0,0
2004	12,4	1,2	0,5	4,0	6,8	-3,8	3,7	0,5	17,8	-11,4	0,0	0,0
2003 Q4	13,6	0,6	0,0	1,8	11,2	-1,0	-1,9	0,0	13,0	1,1	0,0	0,0
2004 Q1	9,3	-0,1	-0,1	0,7	8,7	0,8	1,8	0,5	8,1	-2,4	-0,1	0,0
Q2	-2,8	0,5	0,1	0,6	-4,0	-3,3	2,2	0,0	5,4	-8,4	0,1	0,0
Q3	3,5	0,0	-0,1	1,5	2,1	2,6	-3,6	0,0	1,0	2,1	0,0	0,0
Q4	2,5	0,8	0,5	1,1	0,0	-3,9	3,4	0,0	3,3	-2,8	0,0	0,0

Quelle: EZB.

7.2 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz  
(in Mrd €; Transaktionen)

	Zahlungsbilanzposten zum Ausgleich der transaktionsbedingten Veränderungen des externen Gegenpostens zu M3											Nachrichtlich: Transaktionsbedingte Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3
	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	Direktinvestitionen		Wertpapieranlagen			Übriger Kapitalverkehr		Finanzderivate	Restposten	Gesamtsumme der Spalten 1 bis 10	
		Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets (Nicht-MFIs)	Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet	Aktiva Nicht-MFIs	Passiva		Aktiva Nicht-MFIs	Passiva Nicht-MFIs				
					Dividendenwerte <sup>1)</sup>	Schuldverschreibungen <sup>2)</sup>						
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2002	74,6	-157,7	180,1	-120,5	49,9	208,0	-56,2	20,9	-11,0	-30,7	157,5	170,7
2003	33,5	-134,2	141,3	-174,9	121,5	203,1	-84,6	21,5	-12,2	-27,6	87,4	94,0
2004	62,5	-98,8	68,2	-137,7	111,5	209,4	-30,1	29,2	-2,0	-86,9	125,1	158,6
2003 Q4	21,5	-33,9	27,3	-39,7	41,5	23,5	-6,9	8,5	-3,6	-17,6	20,6	20,5
2004 Q1	19,6	-23,4	5,7	-52,1	4,3	79,1	-22,2	24,3	5,3	-25,1	15,4	36,4
Q2	7,4	-24,3	15,0	-24,9	-4,3	72,7	-14,2	-4,9	-1,2	-18,6	2,8	0,0
Q3	15,5	-15,4	17,2	-24,8	37,6	44,6	7,9	0,5	-1,0	-18,6	63,4	64,7
Q4	20,0	-35,7	30,3	-35,9	74,0	12,9	-1,5	9,2	-5,1	-24,6	43,5	57,4
2004 Febr.	8,1	-5,7	15,8	-9,9	17,2	14,7	-3,4	3,0	1,3	-30,5	10,7	9,0
März	9,1	-7,1	-11,0	-25,5	-6,4	23,8	-14,0	31,5	2,3	-5,6	-3,1	6,7
April	-1,0	-15,1	13,3	-6,4	-22,7	32,2	-1,3	-6,3	-2,7	16,6	6,8	7,1
Mai	2,9	-2,7	2,5	-6,4	4,5	10,1	-5,3	-8,2	-0,3	-18,6	-21,5	-21,2
Juni	5,5	-6,5	-0,8	-12,1	13,9	30,4	-7,7	9,6	1,8	-16,7	17,5	14,2
Juli	9,6	-18,8	11,5	1,6	5,9	-10,3	11,4	-16,6	0,6	8,0	3,0	-0,5
Aug.	4,9	8,9	-4,0	-10,3	15,5	17,9	-0,3	11,9	-4,2	-11,2	29,1	30,3
Sept.	1,0	-5,5	9,7	-16,0	16,1	37,0	-3,3	5,3	2,5	-15,4	31,3	34,9
Okt.	4,2	-29,5	17,0	-15,4	13,4	12,3	-6,1	2,6	-4,1	25,9	20,2	20,4
Nov.	6,3	-8,3	15,2	-10,2	27,0	0,7	-7,4	11,0	1,4	-31,5	4,1	10,1
Dez.	9,6	2,2	-1,8	-10,3	33,6	0,0	12,0	-4,4	-2,4	-19,0	19,2	26,9
2005 Jan.	-8,0	-10,3	-0,2	-16,7	7,1	20,9	-17,6	8,9	-3,8	-17,8	-37,6	-22,3
Febr.	9,1	-4,8	1,8	-21,3	12,3	38,3	-2,5	2,7	-0,4	-30,7	4,5	14,0
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2005 Febr.	53,0	-97,6	53,0	-149,1	120,2	213,2	-42,0	47,9	-9,3	-115,9	73,5	120,6

A30 Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets (in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Transaktionen)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfondsanteile.

2) Ohne von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

## 7.3 Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus (in Mrd €)

### 1. Zahlungsbilanz: Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen

(kumulierte Transaktionen)

	Insgesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Andere
		Insgesamt	Dänemark	Schweden	Vereinigtes Königreich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Institutionen					
2004 Q1 bis 2004 Q4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Einnahmen</b>												
<b>Leistungsbilanz</b>	1 818,1	673,0	35,9	59,1	366,6	154,1	57,3	24,0	48,2	125,5	311,8	635,7
Warenhandel	1 130,0	395,5	25,1	41,3	202,5	126,2	0,3	14,6	33,0	64,6	171,9	450,4
Dienstleistungen	355,1	130,5	7,3	10,0	92,6	16,5	4,1	4,6	10,2	35,8	73,3	100,7
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	252,8	88,0	3,1	7,3	62,3	10,1	5,3	4,2	4,7	18,9	59,6	77,4
Darunter:												
Vermögenseinkommen	237,8	83,2	3,0	7,1	60,8	9,9	2,4	4,2	4,6	12,7	57,9	75,2
Laufende Übertragungen	80,2	59,0	0,4	0,5	9,2	1,3	47,6	0,6	0,3	6,3	7,0	7,1
<b>Vermögensübertragungen</b>	23,3	20,9	0,0	0,0	0,6	0,1	20,2	0,0	0,0	0,3	1,2	0,9
<b>Ausgaben</b>												
<b>Leistungsbilanz</b>	1 772,8	597,3	34,3	57,0	293,4	130,4	82,2	18,3	84,3	119,8	265,2	688,0
Warenhandel	1 026,6	309,9	24,3	38,5	141,9	105,3	0,0	8,6	52,2	52,3	111,4	492,1
Dienstleistungen	327,9	101,6	6,1	7,7	68,5	19,1	0,2	4,8	6,8	30,2	74,4	110,0
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	282,6	96,8	3,5	10,0	75,1	4,3	3,8	3,3	24,9	32,0	69,2	56,5
Darunter:												
Vermögenseinkommen	276,3	93,6	3,5	9,9	74,1	2,3	3,8	3,2	24,7	31,5	68,4	55,0
Laufende Übertragungen	135,8	89,0	0,3	0,8	7,9	1,6	78,3	1,7	0,4	5,3	10,1	29,5
<b>Vermögensübertragungen</b>	6,1	0,9	0,0	0,0	0,3	0,2	0,4	0,1	0,0	0,2	0,4	4,5
<b>Saldo</b>												
<b>Leistungsbilanz</b>	45,2	75,7	1,6	2,1	73,2	23,7	-24,9	5,7	-36,1	5,7	46,6	-52,3
Warenhandel	103,4	85,5	0,8	2,8	60,7	20,9	0,3	6,0	-19,2	12,3	60,5	-41,6
Dienstleistungen	27,2	28,9	1,2	2,3	24,1	-2,6	4,0	-0,2	3,3	5,5	-1,2	-9,2
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-29,8	-8,8	-0,5	-2,8	-12,8	5,7	1,5	1,0	-20,2	-13,1	-9,6	20,9
Darunter:												
Vermögenseinkommen	-38,6	-10,3	-0,5	-2,8	-13,3	7,7	-1,4	1,0	-20,1	-18,8	-10,6	20,3
Laufende Übertragungen	-55,6	-30,0	0,1	-0,3	1,3	-0,4	-30,7	-1,1	-0,1	1,0	-3,1	-22,3
<b>Vermögensübertragungen</b>	17,2	20,0	0,0	0,0	0,3	-0,1	19,8	0,0	0,0	0,1	0,8	-3,6

### 2. Zahlungsbilanz: Direktinvestitionen

(kumulierte Transaktionen)

	Insgesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Andere
		Insgesamt	Dänemark	Schweden	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten	EU- Institutionen						
2004 Q1 bis 2004 Q4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Direktinvestitionen</b>	-47,9	-20,4	2,9	-3,1	-18,3	-2,0	0,1	-0,2	-10,0	10,6	20,3	-23,2	-24,9
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	-116,9	-56,3	1,4	-6,2	-43,7	-7,8	0,0	1,8	-14,0	3,6	6,3	-28,1	-30,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	-124,1	-54,3	-0,9	-6,2	-33,4	-13,7	0,0	1,9	-11,4	1,0	-18,1	-21,8	-21,5
Sonstige Anlagen	7,2	-2,0	2,4	0,0	-10,3	5,9	0,0	-0,2	-2,7	2,6	24,4	-6,3	-8,7
Im Euro-Währungsgebiet	69,0	35,8	1,4	3,1	25,4	5,8	0,1	-1,9	4,0	7,0	14,0	4,9	5,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	69,7	40,7	1,1	2,5	36,0	1,0	0,1	-2,4	1,8	3,9	15,9	8,5	1,2
Sonstige Anlagen	-0,7	-4,8	0,3	0,6	-10,5	4,8	0,0	0,5	2,2	3,0	-1,9	-3,6	4,0

Quelle: EZB.

7.3 Geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus  
(in Mrd €)

3. Zahlungsbilanz: Wertpapieranlagen (Aktiva) nach Instrumenten

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)					Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Andere	
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten							EU- Insti- tutionen
2004 Q1 bis 2004 Q4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	-282,2	-108,8	0,9	-8,2	-81,6	-14,6	-5,2	-4,6	-42,9	1,5	-55,0	-34,5	-37,8
Dividendenwerte	-73,6	-8,6	3,1	-0,5	-9,9	-1,2	-0,1	-2,4	-17,4	2,0	-20,4	-13,7	-13,1
Schuldverschreibungen	-208,6	-100,2	-2,3	-7,7	-71,8	-13,4	-5,1	-2,2	-25,6	-0,5	-34,6	-20,8	-24,7
Anleihen	-149,5	-76,1	-0,3	-6,6	-52,2	-11,4	-5,6	-2,5	-8,9	-0,9	-34,2	0,5	-27,3
Geldmarktpapiere	-59,1	-24,1	-1,9	-1,1	-19,6	-2,1	0,6	0,3	-16,7	0,4	-0,4	-21,3	2,7

4. Zahlungsbilanz: Übriger Kapitalverkehr nach Sektoren

(kumulierte Transaktionen)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)					Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere	
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten								EU- Insti- tutionen
2004 Q1 bis 2004 Q4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-6,6	-101,7	6,9	-18,3	-90,1	-5,2	5,0	-0,1	10,0	19,7	61,1	-26,7	5,1	26,0
<b>Aktiva</b>	-289,6	-247,4	3,5	-26,0	-206,3	-18,5	-0,2	-1,8	6,0	-5,1	-3,4	-25,7	-3,3	-8,8
Staat	-1,8	-1,7	-1,0	0,0	-0,3	0,2	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,9	1,8
MFIs	-259,5	-224,8	5,1	-23,6	-189,2	-17,6	0,5	-0,8	5,4	-4,8	-5,5	-13,5	-1,2	-14,2
Übrige Sektoren	-28,3	-20,9	-0,5	-2,4	-16,9	-1,0	-0,1	-1,0	0,6	-0,3	2,0	-12,1	-0,2	3,7
<b>Passiva</b>	283,0	145,7	3,4	7,7	116,2	13,3	5,2	1,7	4,0	24,8	64,6	-1,0	8,4	34,8
Staat	-2,8	-1,7	0,0	0,1	1,0	0,0	-2,8	0,0	-0,6	-0,5	-0,5	0,0	0,2	0,5
MFIs	253,8	137,2	3,1	6,5	110,0	11,7	5,9	1,1	2,1	20,4	53,9	-3,5	8,5	33,9
Übrige Sektoren	31,9	10,2	0,2	1,1	5,2	1,6	2,0	0,5	2,5	4,9	11,2	2,5	-0,2	0,4

5. Auslandsvermögensstatus

(Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)					Kanada	Japan	Schweiz	Ver- einigte Staaten	Off- shore- Finanz- zentren	Inter- nationale Organi- sationen	Andere	
		Ins- gesamt	Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Mitglied- staaten								EU- Insti- tutionen
2003	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Direktinvestitionen</b>	79,7	-250,1	1,8	-11,1	-346,3	105,6	-0,1	33,0	5,0	71,2	-3,3	-40,2	-0,1	264,2
<b>Außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	2 110,4	683,3	25,9	63,5	485,0	108,8	0,0	73,0	53,6	231,6	492,8	218,5	0,0	357,6
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	1 647,3	524,9	22,6	40,3	377,0	85,0	0,0	59,5	45,4	171,4	350,5	206,0	0,0	289,5
Sonstige Anlagen	463,1	158,3	3,4	23,2	107,9	23,8	0,0	13,5	8,2	60,1	142,3	12,5	0,0	68,0
<b>Im Euro-Währungsgebiet</b>	2 030,7	933,4	24,2	74,6	831,2	3,2	0,1	39,9	48,7	160,4	496,2	258,7	0,1	93,4
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	1 474,4	732,2	18,9	60,2	650,8	2,3	0,0	37,5	38,4	109,7	347,0	135,1	0,1	74,2
Sonstige Anlagen	556,4	201,1	5,2	14,4	180,5	1,0	0,1	2,4	10,2	50,7	149,1	123,6	0,0	19,1
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	2 607,4	799,4	48,3	91,7	568,3	45,0	46,1	57,0	117,5	84,7	960,3	284,5	27,8	276,2
Dividendenwerte	1 054,6	267,4	8,3	26,0	223,5	9,6	0,0	6,8	80,7	75,7	441,6	74,9	0,5	107,0
Schuldverschreibungen	1 552,8	532,0	40,0	65,7	344,8	35,5	46,1	50,2	36,8	9,0	518,7	209,6	27,3	169,2
Anleihen	1 317,0	433,8	37,5	53,6	262,3	34,9	45,5	49,0	35,2	7,9	423,6	197,0	26,2	144,2
Geldmarktpapiere	235,8	98,2	2,5	12,0	82,4	0,6	0,6	1,2	1,6	1,2	95,0	12,5	1,1	25,0
<b>Übrige Anlagen</b>	-314,8	-76,5	33,5	18,1	23,4	12,2	-163,8	2,1	14,1	-52,5	-71,8	-239,6	-6,8	116,1
<b>Aktiva</b>	2 587,3	1 240,7	49,9	49,1	1 064,8	72,5	4,5	14,2	86,4	170,6	368,4	229,7	38,9	438,4
Staat	92,7	9,4	0,0	0,0	4,2	2,4	2,8	0,0	0,3	0,1	2,8	1,1	33,2	45,8
MFIs	1 768,1	961,8	42,2	33,1	834,2	51,7	0,7	6,8	70,3	109,0	233,9	153,0	5,1	228,1
Übrige Sektoren	726,4	269,5	7,7	16,0	226,4	18,4	1,0	7,3	15,8	61,5	131,7	75,6	0,5	164,5
<b>Passiva</b>	2 902,1	1 317,2	16,3	31,0	1 041,4	60,3	168,2	12,1	72,3	223,1	440,1	469,3	45,6	322,3
Staat	43,5	25,6	0,0	0,1	4,1	0,2	21,1	0,0	1,6	0,3	5,2	0,3	3,0	7,6
MFIs	2 333,1	1 012,1	13,2	15,5	816,6	48,3	118,5	6,7	50,6	192,0	350,7	436,2	41,3	243,5
Übrige Sektoren	525,5	279,5	3,2	15,3	220,7	11,8	28,6	5,4	20,1	30,8	84,3	32,8	1,4	71,2

Quelle: EZB.



## 7.4 Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven) (soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Auslandsvermögensstatus – Gesamtübersicht

	Insgesamt 1	Insgesamt in % des BIP 2	Direkt- investitionen 3	Wertpapier- anlagen 4	Finanzderivate 5	Übrige Anlagen 6	Währungs- reserven 7
<b>Netto-Auslandsvermögensstatus</b>							
2001	-398,8	-5,8	410,2	-820,8	2,5	-383,4	392,7
2002	-618,0	-8,7	204,2	-879,0	-12,0	-297,2	366,1
2003	-759,6	-10,5	79,7	-823,5	-7,5	-314,8	306,5
2004 Q1	-693,6	-9,2	130,3	-858,1	-9,0	-265,2	308,4
Q2	-706,4	-9,3	134,4	-842,3	-10,2	-290,5	302,2
Q3	-714,1	-9,4	112,1	-865,8	-6,5	-252,4	298,5
Q4	-815,8	-10,8	74,2	-910,6	-13,6	-246,4	280,6
<b>In % der Aktiva insgesamt</b>							
2001	7 628,1	111,4	1 951,4	2 515,0	129,9	2 639,2	392,7
2002	7 260,6	102,5	1 877,4	2 302,6	135,9	2 578,6	366,1
2003	7 768,2	106,9	2 110,4	2 607,4	156,6	2 587,3	306,5
2004 Q1	8 285,6	109,6	2 158,1	2 796,4	170,0	2 852,7	308,4
Q2	8 317,6	110,0	2 188,7	2 821,9	150,6	2 854,2	302,2
Q3	8 429,8	111,5	2 202,0	2 869,5	167,7	2 892,0	298,5
Q4	8 461,1	111,9	2 199,5	2 931,5	165,7	2 883,8	280,6
<b>In % der Passiva insgesamt</b>							
2001	8 026,9	117,2	1 541,2	3 335,8	127,4	3 022,6	-
2002	7 878,6	111,3	1 673,2	3 181,6	147,9	2 875,9	-
2003	8 527,8	117,3	2 030,7	3 430,9	164,1	2 902,1	-
2004 Q1	8 979,2	118,8	2 027,8	3 654,5	179,0	3 117,9	-
Q2	9 024,0	119,4	2 054,3	3 664,2	160,8	3 144,7	-
Q3	9 143,9	120,9	2 090,0	3 735,3	174,2	3 144,4	-
Q4	9 276,9	122,7	2 125,3	3 842,1	179,3	3 130,2	-

### 2. Direktinvestitionen

	Von gebietsansässigen Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets						Von gebietsfremden Einheiten im Euro-Währungsgebiet					
	Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)			Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne			Sonstige Anlagen (vor allem Kredite zwischen verbundenen Unternehmen)		
	Zusammen 1	MFIs ohne Eurosystem 2	Nicht-MFIs 3	Zusammen 4	MFIs ohne Eurosystem 5	Nicht-MFIs 6	Zusammen 7	MFIs ohne Eurosystem 8	Nicht-MFIs 9	Zusammen 10	MFIs ohne Eurosystem 11	Nicht-MFIs 12
2001	1 555,8	124,6	1 431,2	395,6	0,8	394,8	1 175,1	32,5	1 142,6	366,1	2,8	363,3
2002	1 544,1	127,7	1 416,4	333,3	0,3	333,0	1 264,6	37,1	1 227,5	408,6	2,9	405,7
2003	1 647,3	114,8	1 532,5	463,1	0,4	462,7	1 474,4	47,6	1 426,8	556,4	2,9	553,5
2004 Q1	1 683,3	123,6	1 559,8	474,7	1,7	473,0	1 479,0	37,6	1 441,4	548,8	2,8	546,0
Q2	1 709,1	124,9	1 584,1	479,6	1,5	478,1	1 494,5	38,3	1 456,3	559,8	3,6	556,2
Q3	1 757,4	124,3	1 633,1	444,6	1,5	443,1	1 515,4	42,1	1 473,2	574,6	4,0	570,7
Q4	1 764,3	128,5	1 635,8	435,2	1,7	433,5	1 550,0	41,3	1 508,7	575,3	3,8	571,5

### 3. Wertpapieranlagen (Aktiva) nach Instrumenten und Anlegergruppen

	Dividendenwerte				Passiva	Schuldverschreibungen									
	Aktiva					Anleihen					Geldmarktpapiere				
	Euro-system		MFIs ohne Euro-system			Euro-system		Aktiva			Passiva	Aktiva			Passiva
	1	2	3	4		6	7	8	9	11		12	13	14	
2001	0,6	38,5	6,7	1 070,9	1 640,5	2,0	424,8	8,2	783,6	1 514,8	2,8	135,1	0,2	41,6	180,5
2002	0,7	43,8	8,3	800,5	1 366,1	6,4	404,8	8,0	787,2	1 628,8	1,2	193,8	1,3	46,7	186,7
2003	1,8	52,6	11,5	988,8	1 516,2	8,3	463,7	8,0	837,1	1 701,3	1,1	184,8	0,6	49,2	213,4
2004 Q1	1,9	60,7	13,2	1 073,1	1 643,1	7,6	513,2	8,5	869,9	1 783,0	1,2	195,0	1,7	50,6	228,4
Q2	1,8	73,7	14,1	1 075,5	1 620,0	6,9	515,8	8,5	866,4	1 819,2	1,1	198,4	4,0	55,7	225,1
Q3	1,8	75,3	14,4	1 063,8	1 632,3	6,5	539,6	8,6	884,1	1 891,1	0,9	212,0	4,7	57,8	211,9
Q4	1,8	76,3	14,6	1 105,3	1 754,2	6,1	547,6	8,9	896,1	1 893,5	1,0	217,1	0,4	56,4	194,3

Quelle: EZB.

**7.4 Auslandsvermögensstatus (einschließlich Währungsreserven)**  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

**4. Übrige Anlagen nach Instrumenten**

	Eurosistem				Staat							
	Aktiva		Passiva		Aktiva				Passiva			
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanzkredite	Sonstige Passiva
						Zu- sammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2001	3,0	0,1	40,5	0,2	3,1	68,6	-	-	55,8	0,2	44,8	12,3
2002	3,4	0,1	57,2	0,2	1,3	58,7	-	-	54,4	0,1	42,8	13,5
2003	4,2	0,6	65,3	0,2	1,4	53,2	49,1	4,1	38,1	0,0	39,7	3,8
2004 Q1	5,4	0,6	64,6	0,2	1,4	56,0	50,5	5,5	39,0	0,0	36,0	2,8
Q2	4,3	0,6	66,0	0,2	1,4	60,6	50,2	10,5	39,5	0,0	39,0	3,5
Q3	5,6	0,6	69,5	0,2	1,4	60,1	49,4	10,7	38,9	0,0	40,8	3,3
Q4	4,5	0,6	71,3	0,2	1,4	61,1	53,7	7,4	38,9	0,0	41,0	3,5

	MFIs (ohne Eurosistem)				Übrige Sektoren							
	Aktiva		Passiva		Aktiva				Passiva			
	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Aktiva	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen	Sonstige Passiva	Handels- kredite	Finanzkredite/Bargeld und Einlagen			Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanzkredite	Sonstige Passiva
						Zu- sammen	Finanz- kredite	Bargeld und Einlagen				
13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	
2001	1 666,6	48,8	2 364,6	49,3	176,3	515,8	-	-	101,2	109,6	360,2	40,9
2002	1 631,3	55,3	2 197,7	42,9	183,6	496,7	-	-	93,9	102,6	369,3	49,6
2003	1 731,1	32,3	2 238,8	28,8	176,4	470,4	148,7	321,6	79,6	103,0	377,6	44,9
2004 Q1	1 938,3	27,7	2 429,4	34,7	165,8	519,8	190,4	329,5	98,8	108,5	393,2	48,4
Q2	1 943,5	25,1	2 458,8	32,8	169,9	509,0	189,2	319,8	100,4	111,0	385,7	47,5
Q3	1 946,2	29,1	2 437,5	38,3	169,7	538,3	198,9	339,4	102,1	111,4	393,4	50,0
Q4	1 955,4	27,6	2 426,9	37,3	165,4	526,3	199,6	326,7	102,7	107,5	395,5	47,0

**5. Währungsreserven**

	Währungsreserven													Nachrichtlich		
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		Sonder- zie- hungs- rechte	Re- ser- ve- posi- tion im IWF	Devisenreserven							Sons- tige Reser- ven	Forde- run- gen in Frem- wäh- rung an Ansäs- sige im Euro- Wäh- rungs- gebiet	Feststehende kurzfristige Netto- abflüsse in Fremd- wäh- rung	
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sammen	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate				
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sammen	Divi- den- werte	Anlei- hen					Geld- markt- papiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
Eurosistem																
2002	366,1	130,4	399,022	4,8	25,0	205,8	10,3	35,3	159,8	1,0	120,2	38,5	0,4	0,0	22,4	-26,3
2003	306,5	130,0	393,543	4,4	23,3	148,9	10,0	30,4	107,8	0,9	80,5	26,5	0,7	0,0	20,3	-16,3
2004 Q3	298,5	131,4	392,200	4,6	20,5	142,1	8,4	31,2	102,5	0,4	66,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-8,5
Q4	280,6	125,4	389,998	3,9	18,6	132,7	12,5	25,5	94,6	0,4	58,2	35,9	0,1	0,0	19,1	-12,8
2005 Jan.	289,0	126,1	389,435	4,0	18,8	140,1	10,2	30,1	99,8	-	-	-	0,0	0,0	19,9	-14,4
Febr.	283,2	127,6	388,411	4,0	18,3	133,4	9,2	26,7	97,4	-	-	-	0,0	0,0	20,5	-11,5
März	284,9	127,7	387,359	4,0	17,4	135,7	7,6	27,8	100,3	-	-	-	-0,1	0,0	21,4	-15,1
Darunter im Bestand der Europäischen Zentralbank																
2002	45,5	8,1	24,656	0,2	0,0	37,3	1,2	9,9	26,1	0,0	19,5	6,7	0,0	0,0	3,0	-5,2
2003	36,9	8,1	24,656	0,2	0,0	28,6	1,4	5,0	22,2	0,0	14,9	7,3	0,0	0,0	2,8	-1,5
2004 Q3	38,0	8,2	24,656	0,2	0,0	29,6	0,9	6,8	21,9	0,0	11,0	10,9	0,0	0,0	2,0	-1,0
Q4	35,1	7,9	24,656	0,2	0,0	27,0	2,7	3,3	21,1	0,0	9,7	11,3	0,0	0,0	2,6	-1,3
2005 Jan.	36,3	8,0	24,656	0,2	0,0	28,2	2,0	4,8	21,5	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-1,3
Febr.	34,9	8,1	24,656	0,2	0,0	26,6	1,6	3,7	21,3	-	-	-	0,0	0,0	2,8	-0,4
März	36,2	8,1	24,656	0,2	0,0	27,9	1,1	4,2	22,6	-	-	-	0,0	0,0	2,7	-0,9

Quelle: EZB.

## 7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

### 1. Werte, Volumen und Durchschnittswerte nach Warengruppen

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachrichtlich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorleistungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter		Vorleistungs- güter	Investitions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2001	6,1	-0,7	1 062,6	506,0	234,9	289,3	932,6	1 014,6	579,1	178,8	228,5	741,1	107,7
2002	2,0	-3,0	1 084,0	512,5	227,9	309,5	949,6	984,8	559,5	163,2	234,2	717,5	105,2
2003	-2,2	0,5	1 058,7	501,1	222,8	300,3	924,6	988,0	554,2	164,2	240,9	715,5	109,1
2004	8,5	8,7	1 145,5	539,3	241,6	309,5	988,5	1 072,3	595,1	177,7	252,0	759,8	128,0
2003 Q3	-2,2	-1,0	265,4	125,8	56,5	75,4	232,8	243,1	135,5	39,6	60,3	176,5	26,8
Q4	-0,4	1,5	269,5	125,8	57,5	76,3	233,2	249,7	138,8	42,1	61,5	180,5	27,0
2004 Q1	4,7	-0,2	277,8	130,6	58,8	75,9	241,6	251,6	137,8	42,0	62,2	182,6	26,2
Q2	11,8	8,9	286,8	134,7	59,7	78,8	246,0	263,4	145,7	44,6	62,2	186,4	29,3
Q3	8,8	14,4	289,1	136,9	61,2	78,4	249,6	277,2	156,3	44,9	64,0	194,0	36,2
Q4	8,7	12,1	291,8	137,0	62,0	76,5	251,2	280,0	155,3	46,2	63,5	196,8	36,3
2004 Sept.	6,4	14,3	96,3	45,2	20,4	26,1	83,3	92,5	52,1	15,2	21,2	64,9	12,8
Okt.	3,1	7,2	96,3	45,2	20,7	25,4	82,9	93,5	50,9	15,3	21,4	65,0	12,9
Nov.	14,4	18,2	98,1	45,9	20,6	25,9	84,1	94,2	52,7	15,7	21,3	66,6	12,1
Dez.	9,3	11,2	97,4	45,8	20,7	25,1	84,2	92,3	51,7	15,2	20,8	65,2	11,2
2005 Jan.	6,8	11,1	97,3	45,8	20,1	25,5	85,3	92,3	49,6	14,7	20,7	65,8	11,2
Febr.	4,2	9,4	96,8	45,5	20,4	25,7	83,4	91,8	49,7	14,4	20,9	65,1	10,6
Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2001	5,1	-0,8	105,0	102,1	108,5	107,8	105,5	98,8	99,3	96,3	100,6	98,0	99,3
2002	2,9	-0,7	108,0	105,0	106,2	114,9	108,3	98,3	98,9	89,5	104,1	96,4	101,4
2003	1,0	3,7	109,0	105,9	107,9	114,8	109,2	101,7	100,5	95,2	110,4	100,1	104,9
2004	8,4	6,0	117,8	113,6	118,2	118,3	117,2	107,6	102,2	104,7	116,5	106,0	104,6
2003 Q3	0,8	2,4	109,8	106,8	110,3	115,5	110,4	101,0	99,7	92,5	111,0	99,4	109,5
Q4	3,0	5,5	111,9	107,3	112,0	117,1	111,2	103,9	101,8	98,2	113,7	101,9	106,7
2004 Q1	7,6	4,7	115,9	112,0	115,9	117,0	115,8	105,3	101,2	99,3	116,0	103,5	101,2
Q2	11,3	5,7	117,9	113,7	116,4	119,9	116,6	106,6	101,7	104,3	115,4	104,2	100,1
Q3	7,5	8,3	118,0	114,4	118,8	119,3	117,7	109,0	104,2	105,0	117,5	107,2	113,1
Q4	7,3	5,4	119,6	114,1	121,5	116,9	118,7	109,6	101,9	110,0	117,3	109,3	103,8
2004 Sept.	5,5	8,8	118,1	113,7	118,8	119,2	117,8	108,9	103,8	107,5	117,2	107,9	118,0
Okt.	2,1	0,0	118,6	113,5	121,0	116,8	117,8	109,1	99,2	109,0	119,0	108,3	106,4
Nov.	12,0	10,8	119,9	113,7	120,9	118,5	118,7	110,0	103,1	112,2	118,0	110,8	102,5
Dez.	8,2	5,7	120,1	115,0	122,7	115,3	119,7	109,6	103,4	109,0	114,8	108,7	102,5
2005 Jan.	5,0	6,6	119,5	114,5	117,6	116,8	120,6	111,1	101,8	106,6	114,6	110,1	110,1
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Durchschnittswertindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)													
2001	1,1	0,3	101,0	100,7	100,1	102,1	100,9	100,2	98,7	101,4	102,9	101,7	88,6
2002	-0,9	-2,3	100,1	99,1	99,2	102,4	100,1	97,8	95,8	99,6	101,9	100,0	84,6
2003	-3,2	-3,1	96,9	96,1	95,4	99,5	96,6	94,8	93,3	94,2	98,8	96,1	85,0
2004	0,1	2,5	97,0	96,4	94,5	99,5	96,3	97,2	98,5	92,7	97,9	96,3	99,4
2003 Q3	-3,0	-3,3	96,5	95,6	94,6	99,3	96,2	94,0	92,0	93,6	98,4	95,5	79,8
Q4	-3,2	-3,7	96,1	95,3	94,9	99,0	95,7	93,8	92,2	93,7	98,1	95,2	82,4
2004 Q1	-2,7	-4,6	95,7	94,8	93,7	98,6	95,3	93,3	92,2	92,4	97,1	94,8	84,4
Q2	0,4	3,0	97,1	96,2	94,7	100,0	96,3	96,5	97,0	93,3	97,7	96,2	95,3
Q3	1,3	5,7	97,7	97,2	95,2	99,9	96,9	99,3	101,5	93,6	98,8	97,3	104,1
Q4	1,4	6,4	97,4	97,5	94,3	99,6	96,6	99,8	103,2	91,7	98,1	96,8	113,9
2004 Sept.	0,8	5,1	97,6	97,0	95,1	99,8	96,9	99,5	102,0	92,4	98,2	96,9	105,8
Okt.	0,9	7,2	97,2	97,1	94,7	99,3	96,4	100,4	104,3	91,8	97,6	96,7	118,8
Nov.	2,1	6,7	98,0	98,5	94,4	99,8	97,0	100,3	103,7	92,0	98,2	97,0	115,9
Dez.	1,0	5,1	97,1	97,1	93,6	99,5	96,4	98,7	101,5	91,3	98,4	96,7	106,9
2005 Jan.	1,7	4,3	97,4	97,5	94,6	99,6	96,9	97,3	99,0	90,2	98,2	96,4	99,6
Febr.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Volumenindizes und Saisonbereinigung der Durchschnittswertindizes).

## 7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; saisonbereinigt)

## 2. Geographische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	Europäische Union (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörig)				Russland	Schweiz	Türkei	Ver- einigte Staaten	Asien			Afrika	Latein- amerika	Andere Staaten
		Däne- mark	Schwe- den	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Staaten					China	Japan	Andere asiatische Staaten			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<i>Ausfuhren (fob)</i>															
2001	1 062,6	24,4	37,0	202,5	105,8	24,7	66,4	17,9	180,2	25,2	34,5	140,3	60,5	49,9	93,2
2002	1 084,0	25,3	37,1	205,8	112,1	27,1	64,0	21,4	184,1	29,9	33,1	140,5	59,6	43,4	100,5
2003	1 058,7	24,9	38,7	194,9	117,7	29,2	63,4	24,9	166,4	35,3	31,3	135,4	59,6	37,9	99,2
2004	1 145,5	25,5	41,7	203,0	126,7	35,5	66,1	31,8	173,5	40,2	33,0	149,5	63,4	40,2	115,6
2003 Q3	265,4	6,3	9,7	48,1	30,4	7,6	15,3	6,5	41,6	9,2	7,8	34,2	15,1	9,1	24,5
Q4	269,5	6,1	9,8	49,6	29,6	7,4	15,9	6,7	41,4	9,0	8,1	34,2	15,1	8,9	27,6
2004 Q1	277,8	6,1	10,1	49,4	31,2	8,0	15,5	7,9	42,5	9,8	8,4	36,7	15,2	9,6	27,5
Q2	286,8	6,3	10,4	50,5	31,6	9,0	16,3	8,2	43,9	10,4	8,0	36,9	15,7	9,9	29,7
Q3	289,1	6,4	10,5	51,7	31,2	9,3	17,2	8,0	43,3	9,9	8,4	38,7	16,7	10,3	27,5
Q4	291,8	6,6	10,7	51,4	32,7	9,1	17,1	7,7	43,8	10,1	8,1	37,3	15,8	10,4	30,9
2004 Sept.	96,3	2,2	3,5	17,3	10,6	3,1	5,7	2,7	14,3	3,3	2,8	12,4	5,5	3,5	9,4
Okt.	96,3	2,2	3,6	17,3	11,0	2,9	5,5	2,6	14,3	3,4	2,6	12,3	5,4	3,3	9,8
Nov.	98,1	2,2	3,6	17,7	10,9	3,1	5,7	2,5	14,7	3,3	2,7	12,3	5,1	3,7	10,7
Dez.	97,4	2,2	3,6	16,4	10,7	3,2	5,8	2,6	14,8	3,4	2,8	12,7	5,3	3,4	10,5
2005 Jan.	97,3	2,2	3,5	16,6	11,6	3,2	5,9	2,7	14,7	3,4	2,8	13,7	5,5	3,7	7,8
Febr.	96,8	2,2	3,4	17,3	10,7	3,2	5,6	2,5	14,5	3,4	2,8	12,4	5,5	3,7	9,7
<i>In % der Ausfuhren insgesamt</i>															
2004	100,0	2,2	3,6	17,7	11,1	3,1	5,8	2,8	15,1	3,5	2,9	13,1	5,5	3,5	10,1
<i>Einfuhren (cif)</i>															
2001	1 014,6	22,0	35,6	154,6	88,9	42,8	52,9	16,7	138,7	57,6	58,6	150,5	74,0	41,0	80,7
2002	984,8	23,0	35,6	149,7	93,5	42,0	52,1	17,7	125,6	61,8	52,7	142,7	67,9	39,4	81,0
2003	988,0	23,7	36,9	138,9	102,1	47,4	50,4	19,3	110,4	74,3	52,2	141,5	68,9	39,8	82,1
2004	1 072,3	24,3	39,4	141,7	107,7	56,0	53,4	22,7	113,4	91,6	53,4	162,8	71,9	44,7	89,2
2003 Q3	243,1	5,8	9,1	33,6	25,4	11,7	12,3	4,8	27,3	18,6	12,6	34,4	17,0	9,7	20,7
Q4	249,7	5,9	9,4	34,5	26,8	11,9	12,3	5,0	26,6	20,0	12,9	35,9	16,5	10,6	21,4
2004 Q1	251,6	6,0	9,4	33,8	26,9	12,3	12,8	5,1	26,1	20,7	13,4	35,4	16,5	10,7	22,4
Q2	263,4	5,8	9,8	34,6	26,3	13,6	13,2	5,5	29,9	22,2	12,8	41,1	17,0	10,8	20,7
Q3	277,2	6,2	10,1	37,3	26,9	14,3	13,7	6,0	28,9	23,7	13,7	43,2	18,9	11,5	22,9
Q4	280,0	6,2	10,1	36,0	27,6	15,8	13,7	6,1	28,5	25,0	13,4	43,1	19,5	11,7	23,2
2004 Sept.	92,5	2,1	3,4	12,3	9,1	5,2	4,6	2,1	9,5	8,0	4,5	14,2	6,3	3,9	7,3
Okt.	93,5	2,2	3,3	12,3	9,1	5,1	4,6	2,0	9,5	8,2	4,3	13,1	6,6	3,8	9,4
Nov.	94,2	2,2	3,4	12,2	9,2	5,5	4,6	2,0	9,5	8,5	4,6	14,7	6,8	3,9	7,0
Dez.	92,3	1,9	3,3	11,4	9,3	5,2	4,5	2,0	9,6	8,3	4,4	15,3	6,2	3,9	6,7
2005 Jan.	92,3	2,0	3,3	11,8	9,3	4,8	4,5	2,1	9,5	8,5	4,4	12,7	6,3	4,0	8,9
Febr.	91,8	2,0	3,3	12,2	9,1	5,5	4,4	2,0	9,5	8,6	4,3	13,5	6,5	4,0	6,8
<i>In % der Einfuhren insgesamt</i>															
2004	100,0	2,3	3,7	13,2	10,1	5,2	5,0	2,1	10,6	8,5	5,0	15,2	6,7	4,2	8,3
<i>Saldo</i>															
2001	48,0	2,3	1,4	47,9	17,0	-18,1	13,5	1,2	41,5	-32,3	-24,0	-10,2	-13,6	8,9	12,5
2002	99,2	2,3	1,5	56,1	18,6	-15,0	12,0	3,8	58,5	-31,9	-19,7	-2,3	-8,3	4,0	19,6
2003	70,7	1,1	1,8	56,0	15,6	-18,2	13,0	5,5	56,1	-39,1	-20,9	-6,0	-9,4	-1,8	17,1
2004	73,3	1,2	2,3	61,3	18,9	-20,5	12,7	9,1	60,1	-51,4	-20,4	-13,3	-8,5	-4,6	26,4
2003 Q3	22,3	0,5	0,6	14,5	5,0	-4,0	2,9	1,7	14,3	-9,5	-4,8	-0,2	-1,9	-0,6	3,7
Q4	19,7	0,2	0,4	15,0	2,8	-4,6	3,6	1,8	14,8	-11,0	-4,8	-1,6	-1,4	-1,6	6,2
2004 Q1	26,3	0,1	0,7	15,6	4,2	-4,2	2,8	2,8	16,4	-10,9	-5,0	1,3	-1,4	-1,1	5,0
Q2	23,4	0,4	0,6	15,9	5,3	-4,6	3,0	2,7	14,0	-11,8	-4,8	-4,2	-1,2	-1,0	9,0
Q3	11,8	0,2	0,4	14,4	4,4	-5,0	3,5	2,0	14,4	-13,7	-5,3	-4,6	-2,2	-1,3	4,6
Q4	11,8	0,4	0,6	15,4	5,1	-6,7	3,3	1,6	15,3	-14,9	-5,2	-5,8	-3,7	-1,2	7,7
2004 Sept.	3,9	0,1	0,2	5,0	1,5	-2,1	1,0	0,6	4,8	-4,6	-1,7	-1,8	-0,8	-0,4	2,1
Okt.	2,8	0,0	0,2	5,0	1,9	-2,2	1,0	0,6	4,8	-4,8	-1,7	-0,7	-1,2	-0,5	0,3
Nov.	3,9	0,0	0,2	5,4	1,7	-2,4	1,1	0,4	5,2	-5,2	-1,9	-2,4	-1,6	-0,2	3,7
Dez.	5,1	0,3	0,2	5,0	1,4	-2,1	1,3	0,6	5,2	-4,9	-1,6	-2,7	-0,8	-0,5	3,7
2005 Jan.	5,0	0,1	0,2	4,9	2,2	-1,6	1,4	0,6	5,1	-5,1	-1,6	1,0	-0,8	-0,3	-1,2
Febr.	5,1	0,2	0,1	5,1	1,7	-2,3	1,2	0,5	4,9	-5,2	-1,6	-1,1	-1,0	-0,3	2,9

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Saldo und Spalte 5, 12 und 15).



# WECHSELKURSE

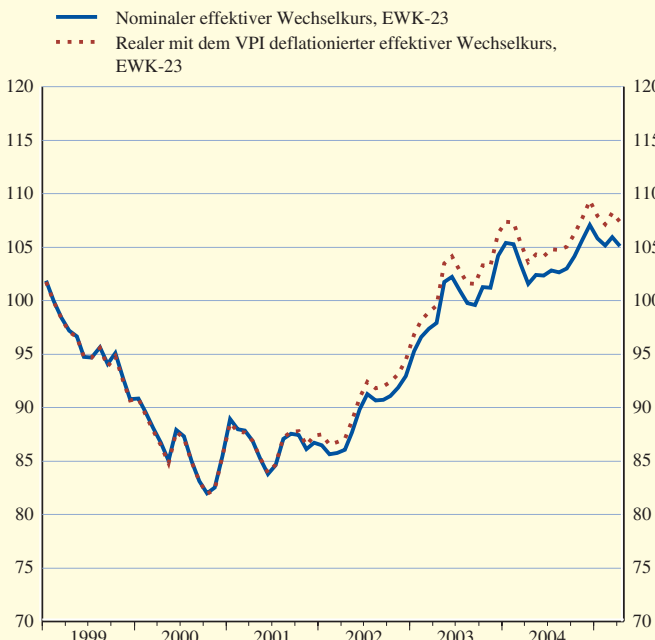
## 8.1 Effektive Wechselkurse<sup>1)</sup>

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index 1999 Q1 = 100)

	EWK-23						EWK-42	
	Nominal 1	Real VPI 2	Real EPI 3	Real BIP-Deflator 4	Real LSK/VG 5	Real LSK/GW 6	Nominal 7	Real VPI 8
2002	89,2	90,3	91,9	90,3	87,9	88,4	94,8	90,8
2003	99,9	101,7	102,2	101,5	99,1	99,5	106,6	101,6
2004	103,8	105,8	105,3	105,9	102,8	102,9	111,0	105,4
2004 Q1	104,7	106,7	106,4	106,5	104,3	104,3	111,6	106,1
Q2	102,1	104,1	103,7	104,3	101,3	101,3	109,2	103,7
Q3	102,8	104,9	104,4	104,9	101,6	101,7	110,1	104,5
Q4	105,7	107,8	106,8	107,7	104,2	104,2	113,0	107,1
2005 Q1	105,7	107,8	107,2	.	.	.	112,6	106,5
2004 April	101,6	103,6	103,3	-	-	-	108,3	103,0
Mai	102,4	104,4	103,9	-	-	-	109,5	104,1
Juni	102,3	104,2	103,7	-	-	-	109,6	104,0
Juli	102,8	104,8	104,4	-	-	-	110,1	104,5
Aug.	102,7	104,7	104,3	-	-	-	109,9	104,4
Sept.	103,0	105,1	104,5	-	-	-	110,3	104,6
Okt.	104,2	106,3	105,3	-	-	-	111,5	105,8
Nov.	105,6	107,7	106,5	-	-	-	113,1	107,1
Dez.	107,1	109,3	108,4	-	-	-	114,4	108,5
2005 Jan.	105,8	107,9	107,2	-	-	-	112,9	106,8
Febr.	105,1	107,1	106,6	-	-	-	111,9	105,8
März	106,0	108,2	107,7	-	-	-	112,9	106,9
April	105,1	107,4	106,9	-	-	-	111,9	105,9
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>							
2005 April	-0,8	-0,8	-0,7	-	-	-	-0,9	-0,9
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>							
2005 April	3,4	3,6	3,5	-	-	-	3,3	2,9

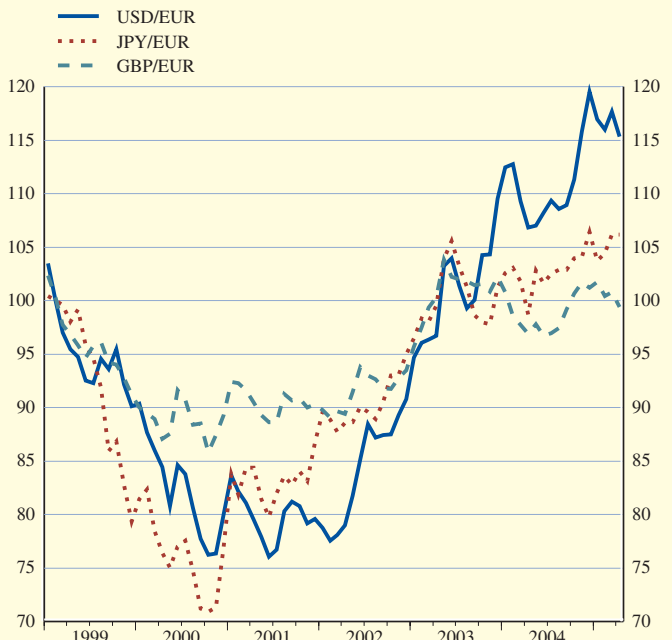
## A31 Effektive Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)



## A32 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)



Quelle: EZB.

1) Die Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

8.2 Bilaterale Wechselkurse

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Einheiten der nationalen Währungen pro Euro)

	Däni- sche Krone	Schwe- dische Krone	Pfund Sterling	US- Dollar	Japani- scher Yen	Schwei- zer Franken	(Süd-) Korean- ischer Won	Hong- kong- Dollar	Singa- pur- Dollar	Kana- discher Dollar	Norwe- gische Krone	Australi- scher Dollar
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2002	7,4305	9,1611	0,62883	0,9456	118,06	1,4670	1 175,50	7,3750	1,6912	1,4838	7,5086	1,7376
2003	7,4307	9,1242	0,69199	1,1312	130,97	1,5212	1 346,90	8,8079	1,9703	1,5817	8,0033	1,7379
2004	7,4399	9,1243	0,67866	1,2439	134,44	1,5438	1 422,62	9,6881	2,1016	1,6167	8,3697	1,6905
2004 Q3	7,4367	9,1581	0,67216	1,2220	134,38	1,5363	1 411,03	9,5310	2,0867	1,5998	8,3890	1,7226
2004 Q4	7,4343	9,0128	0,69507	1,2977	137,11	1,5335	1 415,11	10,0964	2,1481	1,5835	8,1987	1,7132
2005 Q1	7,4433	9,0736	0,69362	1,3113	137,01	1,5488	1 340,74	10,2257	2,1452	1,6083	8,2388	1,6878
2004 Okt.	7,4379	9,0620	0,69144	1,2490	135,97	1,5426	1 426,19	9,7284	2,0947	1,5600	8,2349	1,7049
2004 Nov.	7,4313	8,9981	0,69862	1,2991	136,09	1,5216	1 411,15	10,1028	2,1446	1,5540	8,1412	1,6867
2004 Dez.	7,4338	8,9819	0,69500	1,3408	139,14	1,5364	1 408,77	10,4264	2,2002	1,6333	8,2207	1,7462
2005 Jan.	7,4405	9,0476	0,69867	1,3119	135,63	1,5469	1 362,01	10,2269	2,1501	1,6060	8,2125	1,7147
2005 Febr.	7,4427	9,0852	0,68968	1,3014	136,55	1,5501	1 330,26	10,1507	2,1327	1,6128	8,3199	1,6670
2005 März	7,4466	9,0884	0,69233	1,3201	138,83	1,5494	1 329,44	10,2960	2,1522	1,6064	8,1880	1,6806
2005 April	7,4499	9,1670	0,68293	1,2938	138,84	1,5475	1 306,82	10,0899	2,1375	1,5991	8,1763	1,6738
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2005 April	0,0	0,9	-1,4	-2,0	0,0	-0,1	-1,7	-2,0	-0,7	-0,5	-0,1	-0,4
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2005 April	0,1	0,0	2,6	8,0	7,6	-0,5	-5,4	8,0	5,9	-0,5	-1,5	3,7
	Tschechi- sche Krone	Estnische Krone	Zypern- Pfund	Lettischer Lats	Litauischer Litas	Unga- rischer Forint	Malte- sische Lira	Polnischer Zloty	Slowe- nischer Tolar	Slowakische Krone	Bulga- rischer Leu	Rumä- nischer Leu
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
2002	30,804	15,6466	0,57530	0,5810	3,4594	242,96	0,4089	3,8574	225,98	42,694	1,9492	31 270
2003	31,846	15,6466	0,58409	0,6407	3,4527	253,62	0,4261	4,3996	233,85	41,489	1,9490	37 551
2004	31,891	15,6466	0,58185	0,6652	3,4529	251,66	0,4280	4,5268	239,09	40,022	1,9533	40 510
2004 Q3	31,593	15,6466	0,57902	0,6597	3,4528	248,80	0,4266	4,4236	239,95	40,020	1,9559	40 994
2004 Q4	31,125	15,6466	0,57769	0,6801	3,4528	245,94	0,4314	4,2342	239,83	39,454	1,9559	39 839
2005 Q1	30,012	15,6466	0,58267	0,6962	3,4528	245,01	0,4316	4,0267	239,74	38,294	1,9559	37 069
2004 Okt.	31,491	15,6466	0,57595	0,6690	3,4528	246,69	0,4297	4,3182	239,91	39,997	1,9559	41 082
2004 Nov.	31,286	15,6466	0,57789	0,6803	3,4528	245,36	0,4319	4,2573	239,79	39,546	1,9559	39 848
2004 Dez.	30,636	15,6466	0,57909	0,6900	3,4528	245,80	0,4325	4,1354	239,80	38,872	1,9559	38 696
2005 Jan.	30,304	15,6466	0,58170	0,6963	3,4528	246,48	0,4322	4,0794	239,77	38,573	1,9559	38 168
2005 Febr.	29,957	15,6466	0,58315	0,6961	3,4528	243,69	0,4309	3,9867	239,74	38,044	1,9559	36 733
2005 März	29,771	15,6466	0,58319	0,6961	3,4528	244,81	0,4317	4,0123	239,70	38,253	1,9559	36 292
2005 April	30,134	15,6466	0,58282	0,6961	3,4528	248,19	0,4299	4,1559	239,65	39,232	1,9553	36 277
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2005 April	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	1,4	-0,4	3,6	0,0	2,6	0,0	0,0
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2005 April	-7,3	0,0	-0,6	7,1	0,0	-0,9	1,1	-12,7	0,5	-2,3	0,5	-10,8
	Chine- sischer Renminbi Yuan <sup>1)</sup>	Kroatische Kuna <sup>1)</sup>	Isländische Krone	Indonesische Rupiah <sup>1)</sup>	Malay- sischer Ringgit <sup>1)</sup>	Neuseeland- Dollar	Philippi- nischer Peso <sup>1)</sup>	Russischer Rubel <sup>1)</sup>	Südafri- kanischer Rand	Thailän- discher Baht <sup>1)</sup>	Neue Türkische Lira <sup>2)</sup>	
	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	
2002	7,8265	7,4130	86,18	8 785,12	3,5933	2,0366	48,837	29,7028	9,9072	40,637	1 439 680	
2003	9,3626	7,5688	86,65	9 685,54	4,2983	1,9438	61,336	34,6699	8,5317	46,923	1 694 851	
2004	10,2967	7,4967	87,14	11 127,34	4,7273	1,8731	69,727	35,8192	8,0092	50,077	1 777 052	
2004 Q3	10,1195	7,3950	87,48	11 190,20	4,6440	1,8701	68,442	35,6546	7,7869	50,478	1 807 510	
2004 Q4	10,7423	7,5528	86,19	11 840,69	4,9324	1,8526	73,035	36,9618	7,8379	52,191	1 871 592	
2005 Q1	10,8536	7,5081	80,67	12 165,35	4,9835	1,8299	72,084	36,5154	7,8793	50,622	1,7412	
2004 Okt.	10,3423	7,5367	87,58	11 370,40	4,7481	1,8280	70,405	36,3001	7,9861	51,596	1 860 247	
2004 Nov.	10,7536	7,5619	87,15	11 723,41	4,9374	1,8540	73,138	37,1185	7,8566	52,357	1 883 365	
2004 Dez.	11,0967	7,5589	83,99	12 382,27	5,0960	1,8737	75,336	37,4162	7,6847	52,576	1 870 690	
2005 Jan.	10,8588	7,5494	82,12	12 073,27	4,9861	1,8620	73,068	36,6704	7,8386	50,855	1,7784	
2005 Febr.	10,7719	7,5176	80,74	12 039,68	4,9458	1,8192	71,305	36,3910	7,8337	50,078	1,7104	
2005 März	10,9262	7,4577	79,15	12 377,13	5,0167	1,8081	71,842	36,4789	7,9635	50,908	1,7333	
2005 April	10,7080	7,3908	80,71	12 362,94	4,9163	1,7967	70,435	35,9794	7,9649	51,165	1,7645	
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>											
2005 April	-2,0	-0,9	2,0	-0,1	-2,0	-0,6	-2,0	-1,4	0,0	0,5	1,8	
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>											
2005 April	8,0	-1,7	-7,9	19,6	7,9	-4,1	5,1	4,5	1,0	8,2	-	

Quelle: EZB.

- 1) Für diese Währungen errechnet und veröffentlicht die EZB seit dem 1. April 2005 Referenzkurse gegenüber dem Euro. Die Angaben für frühere Zeiträume haben lediglich indikativen Charakter.  
2) Die Angaben vor Januar 2005 beziehen sich auf die türkische Lira; 1 000 000 türkische Lira entsprechen 1 Neuen türkischen Lira.



# ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

## 9.1 In anderen EU-Mitgliedstaaten

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

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Tschechische Republik	Dänemark	Estland	Zypern	Lettland	Litauen	Ungarn	Malta	Polen	Slowenien	Slowakei	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>HVPI</b>													
2003	-0,1	2,0	1,4	4,0	2,9	-1,1	4,7	1,9	0,7	5,7	8,5	2,3	1,4
2004	2,6	0,9	3,0	1,9	6,2	1,1	6,8	2,7	3,6	3,6	7,4	1,0	1,3
2004 Q3	3,0	1,0	3,9	2,5	7,4	2,3	7,0	3,0	4,7	3,6	7,2	1,2	1,2
Q4	2,7	1,2	4,4	2,8	7,2	3,0	5,9	2,2	4,5	3,5	6,0	1,1	1,4
2005 Q1	1,4	1,0	4,5	2,5	6,7	3,1	3,5	2,3	3,5	2,8	2,6	0,7	1,7
2004 Nov.	2,6	1,0	4,4	2,6	7,2	2,9	5,7	1,9	4,5	3,8	6,0	1,1	1,5
Dez.	2,5	1,0	4,8	3,9	7,4	2,8	5,5	1,9	4,4	3,3	5,8	0,9	1,6
2005 Jan.	1,5	0,8	4,2	2,8	6,7	2,8	3,9	1,9	3,8	2,3	3,1	0,5	1,6
Febr.	1,4	1,0	4,6	2,4	7,0	3,2	3,4	2,5	3,5	2,8	2,6	1,2	1,6
März	1,2	1,3	4,8	2,4	6,6	3,3	3,3	2,6	3,2	3,3	2,3	0,5	1,9
<b>Finanzierungssaldo des Staats in % des BIP</b>													
2002	-6,8	1,7	1,4	-4,5	-2,7	-1,5	-8,5	-5,9	-3,6	-2,4	-5,7	-0,3	-1,7
2003	-11,7	1,2	3,1	-6,3	-1,5	-1,9	-6,2	-10,5	-4,5	-2,0	-3,7	0,2	-3,4
2004	-3,0	2,8	1,8	-4,2	-0,8	-2,5	-4,5	-5,2	-4,8	-1,9	-3,3	1,4	-3,2
<b>Bruttoverschuldung des Staats in % des BIP</b>													
2002	30,7	47,2	5,3	65,2	14,1	22,4	55,5	62,7	41,2	29,5	43,3	52,4	38,3
2003	38,3	44,7	5,3	69,8	14,4	21,4	56,9	71,8	45,4	29,4	42,6	52,0	39,7
2004	37,4	42,7	4,9	71,9	14,4	19,7	57,6	75,0	43,6	29,4	43,6	51,2	41,6
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>													
2004 Okt.	4,82	4,23	-	6,58	4,63	4,38	8,23	4,71	6,80	4,47	5,08	4,25	4,81
Nov.	4,55	4,09	-	6,45	4,58	4,25	7,64	4,70	6,45	4,31	4,92	4,13	4,74
Dez.	4,05	3,86	-	6,26	4,58	3,95	7,17	4,70	6,00	4,07	4,58	3,90	4,58
2005 Jan.	3,84	3,74	-	6,13	4,29	3,85	7,21	4,71	5,97	3,87	4,04	3,84	4,60
Febr.	3,55	3,64	-	6,06	4,03	3,80	6,84	4,72	5,73	3,92	3,80	3,76	4,66
März	3,62	3,82	-	5,89	3,94	3,73	6,83	4,72	5,55	3,89	3,60	3,86	4,87
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p.a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>													
2004 Okt.	2,67	2,21	2,41	5,15	4,20	2,69	11,09	2,96	6,89	4,10	4,26	2,21	4,90
Nov.	2,61	2,21	2,41	5,13	4,49	2,70	9,57	2,95	6,81	4,06	4,22	2,20	4,88
Dez.	2,57	2,20	2,41	5,16	4,39	2,65	-	2,96	6,72	4,05	3,74	2,18	4,87
2005 Jan.	2,53	2,20	2,40	5,16	3,99	2,62	-	2,97	6,63	4,05	3,66	2,15	4,87
Febr.	2,25	2,19	2,40	5,13	3,97	2,59	8,45	2,97	6,54	4,05	2,90	2,12	4,89
März	2,08	2,19	2,40	4,96	3,26	2,49	-	2,98	6,15	4,05	2,29	2,11	4,99
<b>Reales BIP</b>													
2003	3,7	0,7	5,1	2,0	7,5	9,7	3,0	-1,8	3,8	2,5	4,5	1,5	2,2
2004	4,0	2,4	6,2	3,7	8,5	6,7	4,0	1,5	5,3	4,6	5,5	3,5	3,1
2004 Q3	4,0	2,5	5,9	4,1	9,1	6,0	3,9	1,9	4,8	4,5	5,3	3,3	3,1
Q4	4,3	2,9	5,9	3,0	8,6	6,1	3,9	2,3	3,9	3,4	5,8	2,6	2,9
2005 Q1	.	.	.	.	.	5,6	.	.	.	.	.	.	.
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>													
2003	-6,3	3,3	-12,7	-3,3	-7,6	-6,5	-8,7	-5,6	-2,2	-1,0	-0,5	7,0	-1,6
2004	-5,7	2,4	-11,8	-5,0	-11,3	-5,9	-8,5	-9,0	-1,1	-1,6	-3,4	8,1	-2,0
2004 Q2	-5,3	3,7	-17,9	-4,4	-18,3	-9,5	-10,9	-3,1	-3,2	-3,2	-7,5	8,7	-2,6
Q3	-7,5	2,5	-4,5	5,1	-11,6	-5,0	-8,2	-7,7	-0,7	-0,7	-3,4	8,5	-2,9
Q4	-7,8	0,5	-13,0	-12,7	-7,1	-2,5	-7,2	-19,0	0,5	-2,6	-3,6	7,0	-1,3
<b>Lohnstückkosten</b>													
2003	3,3	2,0	4,6	-	5,2	1,5	7,0	-	-	4,8	3,5	0,6	3,1
2004	.	1,0	4,9	-	8,7	.	.	.	.	.	2,1	.	.
2004 Q2	.	0,6	4,8	-	.	.	.	.	.	.	5,1	.	1,7
Q3	.	1,1	5,2	-	.	.	.	.	.	.	3,5	.	1,1
Q4	.	0,4	4,7	-	.	.	.	.	.	.	5,1	.	.
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>													
2003	7,8	5,6	10,2	4,5	10,4	12,7	5,7	8,0	19,2	6,5	17,5	5,6	5,0
2004	8,3	5,4	9,2	5,0	9,8	10,7	5,9	7,3	18,8	6,0	18,0	6,4	4,6
2004 Q3	8,3	5,3	9,1	5,0	9,7	10,6	5,8	7,1	18,7	5,9	17,8	6,4	4,5
Q4	8,3	5,2	8,4	5,3	9,7	9,6	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
2005 Q1	8,3	5,0	8,0	5,4	9,5	8,8	6,3	.	18,1	5,8	16,2	6,3	.
2004 Nov.	8,3	5,2	8,3	5,2	9,7	9,5	6,1	7,0	18,4	5,8	17,1	6,4	4,6
Dez.	8,3	5,1	8,2	5,5	9,6	9,3	6,2	7,0	18,3	5,8	16,8	6,4	4,6
2005 Jan.	8,3	5,0	8,1	5,5	9,6	9,0	6,3	6,9	18,2	5,8	16,5	6,2	4,7
Febr.	8,3	5,0	8,0	5,6	9,5	8,8	6,3	6,8	18,1	5,8	16,1	6,5	.
März	8,3	5,0	7,9	5,1	9,4	8,6	6,3	.	18,1	5,8	15,9	6,3	.

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

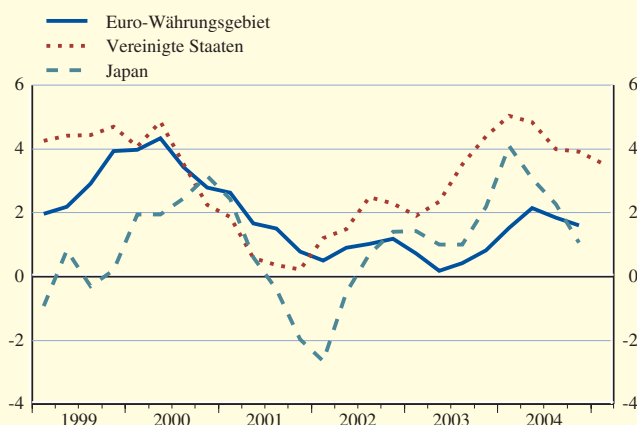


9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan  
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

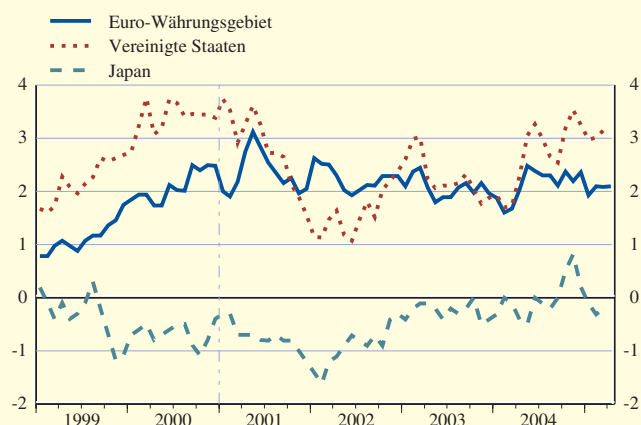
1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten <sup>1)</sup> (verarbeitendes Gewerbe)	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge <sup>2)</sup>	Bietungssätze für dreimonatige Interbank-einlagen <sup>3)</sup> in % p.a.	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich <sup>3)</sup> in % p.a.	Wechselkurs <sup>4)</sup> in nationaler Währung pro Euro	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staats <sup>5)</sup> in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Vereinigte Staaten											
2001	2,8	0,2	0,8	-4,1	4,8	11,4	3,78	5,01	0,8956	-0,4	42,9
2002	1,6	-0,8	1,9	-0,1	5,8	8,0	1,80	4,60	0,9456	-3,8	45,2
2003	2,3	3,3	3,0	0,0	6,0	6,4	1,22	4,00	1,1312	-4,6	47,8
2004	2,7	-0,8	4,4	4,9	5,5	5,2	1,62	4,26	1,2439	-4,3	48,7
2004 Q1	1,8	-0,7	5,0	3,2	5,7	4,6	1,12	4,00	1,2497	-4,5	48,5
Q2	2,9	-1,7	4,8	5,6	5,6	5,7	1,30	4,58	1,2046	-4,4	48,2
Q3	2,7	-0,1	4,0	5,5	5,4	4,8	1,75	4,29	1,2220	-4,4	48,3
Q4	3,3	-0,5	3,9	5,1	5,4	5,8	2,30	4,17	1,2977	-3,9	48,7
2005 Q1	3,0	.	3,6	4,5	5,3	5,5	2,84	4,30	1,3113	.	.
2004 Dez.	3,3	-	-	5,1	5,4	6,3	2,50	4,23	1,3408	-	-
2005 Jan.	3,0	-	-	5,0	5,2	6,1	2,66	4,21	1,3119	-	-
Febr.	3,0	-	-	4,4	5,4	5,6	2,82	4,16	1,3014	-	-
März	3,1	-	-	4,0	5,2	4,9	3,03	4,49	1,3201	-	-
April	.	-	-	.	.	.	3,15	4,34	1,2938	-	-
Japan											
2001	-0,7	4,4	0,1	-6,8	5,0	2,8	0,15	1,34	108,68	-6,1	134,7
2002	-0,9	-3,2	-0,3	-1,2	5,4	3,3	0,08	1,27	118,06	-7,9	141,5
2003	-0,3	-3,8	1,4	3,2	5,2	1,7	0,06	0,99	130,97	-7,7	149,2
2004	0,0	-5,3	2,6	5,5	4,7	1,9	0,05	1,50	134,44	.	.
2004 Q1	-0,1	-6,5	4,1	6,9	4,9	1,7	0,05	1,31	133,97	.	.
Q2	-0,3	-6,7	3,1	7,2	4,6	1,9	0,05	1,59	132,20	.	.
Q3	-0,1	-5,9	2,3	6,4	4,8	1,8	0,05	1,64	134,38	.	.
Q4	0,5	-1,9	0,8	1,8	4,6	2,0	0,05	1,45	137,11	.	.
2005 Q1	-0,2	.	.	1,3	.	2,0	0,05	1,41	137,01	.	.
2004 Dez.	0,2	-2,0	-	1,9	4,4	2,0	0,05	1,40	139,14	-	-
2005 Jan.	-0,1	.	-	2,0	4,5	2,0	0,05	1,37	135,63	-	-
Febr.	-0,3	.	-	1,0	4,6	1,9	0,05	1,40	136,55	-	-
März	-0,2	.	-	1,1	.	2,2	0,05	1,45	138,83	-	-
April	.	.	-	.	.	.	0,05	1,32	138,84	-	-

A33 Reales Bruttoinlandsprodukt  
(Veränderung gegen Vorjahr in %; vierteljährlich)



A34 Verbraucherpreisindizes  
(Veränderung gegen Vorjahr in %; monatlich)



Quellen: Nationale Statistiken (Spalte 1, 2 (Vereinigte Staaten), 3, 4, 5 (Vereinigte Staaten), 6, 9 und 10); OECD (Spalte 2 (Japan)); Eurostat (Spalte 5 (Japan), Daten der Abbildungen zum Euro-Währungsgebiet); Reuters (Spalte 7 und 8); EZB-Berechnungen (Spalte 11).

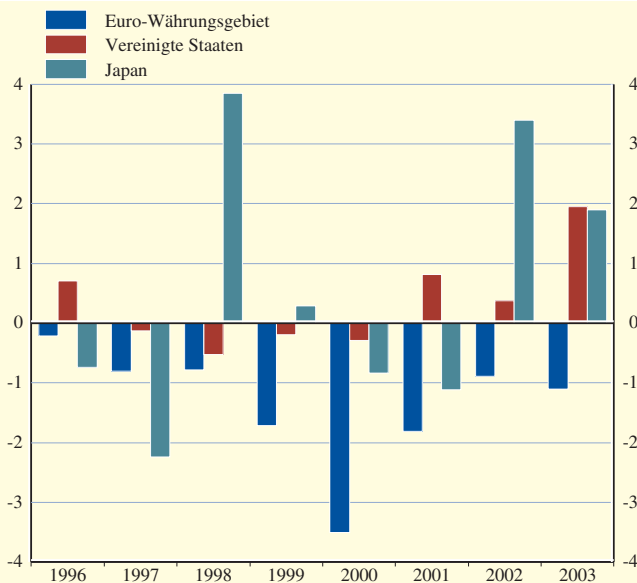
- 1) Vereinigte Staaten: saisonbereinigt.
- 2) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M3, Japan: M2 + Einlagezertifikate.
- 3) Weitere Informationen in Abschnitt 4.6 und 4.7.
- 4) Weitere Informationen in Abschnitt 8.2.
- 5) Konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

## 9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan (in % des BIP)

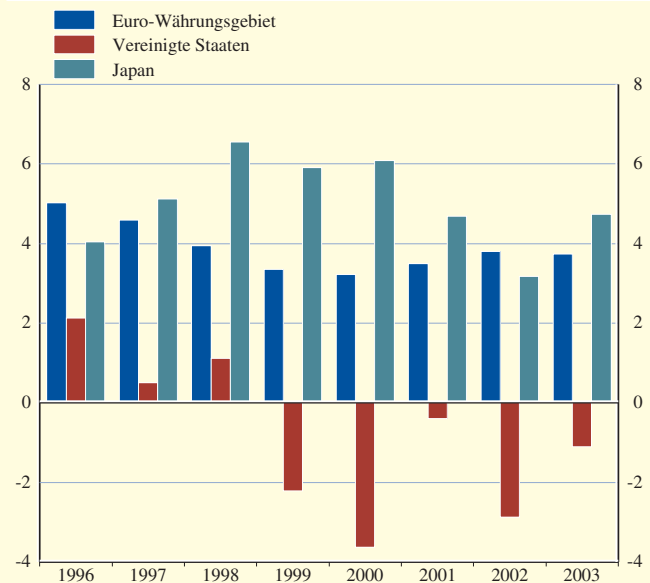
### 2. Ersparnis, Investitionen und Finanzierung

	Nationale Ersparnis und Investitionen			Vermögensbildung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und ihre Finanzierung					Vermögensbildung privater Haushalte <sup>1)</sup> und ihre Finanzierung				
	Bruttoersparnis	Bruttoinvestitionen	Nettokreditgewährung an die übrige Welt	Bruttoinvestitionen	Bruttoanlageinvestitionen	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis	Außenfinanzierung	Wertpapiere und Aktien	Investitionsausgaben <sup>2)</sup>	Geldvermögensbildung	Bruttoersparnis <sup>3)</sup>	Kreditaufnahme
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
<b>Vereinigte Staaten</b>													
2001	16,4	19,1	-3,7	7,9	8,3	1,8	7,6	0,9	1,7	12,8	5,3	10,8	5,7
2002	14,2	18,4	-4,4	7,3	7,3	1,4	8,0	1,1	-0,1	12,9	3,7	11,1	6,6
2003	13,5	18,4	-4,7	7,0	7,1	4,4	8,5	2,5	0,8	13,2	6,9	10,6	8,0
2004	13,7	19,7	-5,5	7,7	7,4	4,5	8,7	3,0	0,3	13,4	6,6	10,4	9,5
2003 Q1	12,8	18,2	-5,0	7,0	7,0	3,6	7,8	2,4	0,8	12,9	6,1	10,2	8,8
2003 Q2	13,2	18,1	-4,8	6,8	7,0	5,3	8,5	3,3	2,1	13,1	9,3	10,5	11,7
2003 Q3	13,7	18,6	-4,6	7,0	7,1	3,6	8,7	1,4	0,3	13,4	9,3	11,2	7,4
2003 Q4	14,4	18,8	-4,3	7,2	7,2	5,3	9,1	2,8	0,1	13,4	3,0	10,7	4,3
2004 Q1	13,7	19,1	-4,9	7,4	7,2	6,2	8,9	4,2	1,0	13,1	7,2	10,2	10,2
2004 Q2	13,9	19,8	-5,4	7,7	7,3	4,3	8,8	2,5	-0,6	13,4	5,9	10,3	8,5
2004 Q3	13,8	19,7	-5,4	7,6	7,4	4,2	9,1	2,6	0,3	13,5	6,9	10,4	9,3
2004 Q4	13,4	20,1	-6,2	8,0	7,6	3,2	8,2	2,8	0,3	13,4	6,4	10,7	9,7
<b>Japan</b>													
2001	26,4	25,8	2,0	15,3	15,3	-2,8	14,3	-6,3	0,2	4,9	2,8	8,6	0,2
2002	25,6	24,2	2,8	13,8	14,1	-1,7	15,3	-7,4	-0,8	4,8	-0,2	9,0	-2,1
2003	26,3	23,9	3,1	14,3	14,4	2,3	16,0	-5,3	0,7	.	0,3	9,2	-0,6
2004	.	23,9	.	.	.	4,8	.	0,9	0,7	.	1,9	.	-0,7
2003 Q1	28,0	23,4	2,9	.	.	17,5	.	-1,8	1,7	.	-13,2	.	2,9
2003 Q2	23,6	23,3	2,9	.	.	-26,1	.	-20,6	-0,9	.	4,2	.	-5,7
2003 Q3	25,7	24,0	3,7	.	.	9,2	.	-5,6	-0,6	.	-3,7	.	1,4
2003 Q4	27,8	24,8	2,9	.	.	10,5	.	5,5	1,2	.	9,5	.	-1,4
2004 Q1	30,7	24,0	3,9	.	.	12,5	.	-1,9	-0,5	.	-7,2	.	2,6
2004 Q2	.	23,0	.	.	.	-13,7	.	-11,2	1,0	.	7,9	.	-6,2
2004 Q3	.	23,8	.	.	.	7,1	.	0,7	-0,2	.	-2,1	.	1,5
2004 Q4	.	24,6	.	.	.	13,0	.	15,2	2,2	.	8,3	.	-0,4

**A35 Finanzierungüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften**  
(in % des BIP)



**A36 Finanzierungüberschuss privater Haushalte<sup>1)</sup>**  
(in % des BIP)



Quellen: EZB, US-amerikanische und japanische Zentralbank und Institut für Wirtschafts- und Sozialforschung.

1) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

2) Bruttoinvestitionen in Japan. Investitionsausgaben in den Vereinigten Staaten enthalten den Erwerb von Gebrauchsgütern.

3) Die Bruttoersparnis in den Vereinigten Staaten erhöht sich um die Ausgaben für Gebrauchsgüter.



## ABBILDUNGEN

A1	Geldmengenaggregate	S12
A2	Gegenposten	S12
A3	Komponenten der Geldmengenaggregate	S13
A4	Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten	S13
A5	Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S14
A6	Kredite an private Haushalte	S15
A7	Kredite an öffentliche Haushalte und Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S16
A8	Einlagen von Finanzintermediären	S17
A9	Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften und privaten Haushalten	S18
A10	Einlagen von öffentlichen Haushalten und Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S19
A11	Wertpapierbestände der MFIs	S20
A12	Gesamtaktiva der Investmentfonds	S24
A13	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz	S30
A14	Bruttoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien nach Emittentengruppen	S32
A15	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S33
A16	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S34
A17	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S35
A18	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S36
A19	Einlagengeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S38
A20	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S38
A21	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S39
A22	Dreimonats-Geldmarktsätze	S39
A23	Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet	S40
A24	Renditen von Staatsanleihen im Zehnjahresbereich	S40
A25	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S41
A26	Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz	S54
A27	Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)	S54
A28	Zahlungsbilanz – Warenhandel	S55
A29	Zahlungsbilanz – Dienstleistungen	S55
A30	Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S59
A31	Effektive Wechselkurse	S66
A32	Bilaterale Wechselkurse	S66
A33	Reales Bruttoinlandsprodukt	S69
A34	Verbraucherpreisindizes	S69
A35	Finanzierungsüberschuss nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften	S70
A36	Finanzierungsüberschuss privater Haushalte	S70





## TECHNISCHER HINWEIS

### ZUR ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGS- GEBIET

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONETÄRE ENTWICKLUNG

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$a) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index des bereinigten Bestands im Monat t (siehe auch weiter unten). Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$b) \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

### ZU DEN ABSCHNITTEN 2.1 BIS 2.6

#### BERECHNUNG DER TRANSAKTIONSBEDINGTEN VERÄNDERUNGEN

Die monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen werden anhand der um Umgruppierungen, sonstige Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen bereinigten monatlichen Bestandsdifferenzen berechnet.

$L_t$  sei der Bestand am Ende des Monats t,  $C_t^M$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung im Monat t,  $E_t^M$  die Bereinigung infolge von Wechselkursänderungen und  $V_t^M$  die aus sonstigen Neubewertungen resultierenden Anpassungen. Die transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^M$  im Monat t sind definiert als:

$$c) F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M$$

Entsprechend sind die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen  $F_t^Q$  für das mit dem Monat t endende Quartal definiert als:

$$d) F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q$$

Dabei ist  $L_{t-3}$  der Bestand am Ende des Monats t-3 (d. h. am Ende des Vorquartals) und beispielsweise  $C_t^Q$  die aus Umgruppierungen resultierende Bereinigung in dem Quartal, das mit dem Monat t endet.

Bei den vierteljährlichen Datenreihen, für die inzwischen auch Monatswerte vorliegen (siehe unten), lassen sich die vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderungen als Summe der drei monatlichen transaktionsbedingten Veränderungen im jeweiligen Quartal berechnen.

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE MONATSREIHEN

Die Wachstumsraten lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen.  $F_t^M$  und  $L_t$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$e) I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{F_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis für den Index (der nicht saisonbereinigten Reihen) dient derzeit Dezember 2001 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“ abrufbar.

Die Jahreswachstumsrate  $a_t$  für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat t, lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$f) a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$g) a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Jahreswachstumsraten auf das Ende des angegebenen Berichtszeitraums. Beispielsweise ergibt sich die Jahreswachstumsrate für das Jahr 2002 in Formel g) aus der Division des Indexwerts für Dezember 2002 durch den Indexwert für Dezember 2001.

Wachstumsraten für Zeiträume von weniger als einem Jahr können durch Anpassung von Formel g) berechnet werden. Beispielsweise kann die prozentuale Veränderung gegenüber dem Vormonat  $a_t^M$  wie folgt berechnet werden:

$$h) \quad a_t^M = \left( \frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100$$

Den zentrierten gleitenden Dreimonatsdurchschnitt der prozentualen Veränderung von M3 gegenüber dem Vorjahr erhält man schließlich mit der Formel  $(a_{t+1} + a_t + a_{t-1})/3$ , wobei  $a_t$  wie in den Formeln f) und g) oben definiert ist.

### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALSREIHEN

$F_t^Q$  und  $L_{t-3}$  seien wie oben definiert, und der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands für das mit dem Monat t endende Quartal wird definiert als:

$$i) \quad I_t = I_{t-3} \times \left( 1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right)$$

Die Jahreswachstumsrate für die vier Quartale, die mit dem Monat t enden, d. h.  $a_t$ , lässt sich mit Formel g) berechnen.

### SAISONBEREINIGUNG DER MONETÄREN STATISTIKEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS<sup>1</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA.<sup>2</sup> Die Saisonbereinigung kann eine wochentägliche Bereinigung umfassen und wird bei einigen Reihen indirekt durch eine lineare Kombination der Komponenten durchgeführt. Dies gilt insbesondere für das Geldmengenaggregat M3, das durch Aggregation der saison-

bereinigten Reihen für M1, M2 minus M1 und M3 minus M2 ermittelt wird.

Die Verfahren zur Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index des bereinigten Bestands angewandt.<sup>3</sup> Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf die Bestände und die Bereinigungen infolge von Umgruppierungen und Neubewertungen angewandt, woraus sich wiederum die saisonbereinigten transaktionsbedingten Veränderungen ergeben. Die Saisonfaktoren (und Kalenderfaktoren) werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

### ZU DEN ABSCHNITTEN 3.1 BIS 3.3

### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen.

$T_t$  seien die transaktionsbedingten Veränderungen im Quartal t und  $L_t$  der Bestand am Ende des Quartals t. Die Wachstumsrate für das Quartal t wird wie folgt berechnet:

$$j) \quad \frac{\sum_{i=0}^3 T_{t-i}}{L_{t-4}} \times 100$$

1 Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

2 Ausführliche Informationen in: D. Findley, B. Monsell, W. Bell, M. Otto und B. C. Chen, New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program, in: Journal of Business and Economic Statistics, 16, 2, 1998, S. 127-152, sowie: Time Series Staff, Bureau of the Census, X-12-ARIMA Reference Manual, Washington, D.C.

Für interne Zwecke wird auch der modellgestützte Ansatz von TRAMO-SEATS verwendet. Ausführliche Informationen über TRAMO-SEATS in: V. Gomez und A. Maravall, Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User, Working Paper Nr. 9628 der Banco de España, Madrid, 1996.

3 Daraus folgt, dass bei den saisonbereinigten Reihen der Index für die Basisperiode, also Dezember 2001, in der Regel vom Wert 100 abweicht, worin die Saisonfigur des betreffenden Monats zum Ausdruck kommt.

## ZU ABSCHNITT 4.3 UND 4.4

### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR SCHULDVERSCHREIBUNGEN UND BÖRSEN- NOTIERTE AKTIEN

Die Wachstumsraten werden auf der Basis von Finanztransaktionen berechnet und enthalten daher keine Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen. Sie lassen sich anhand der transaktionsbedingten Veränderungen oder des Index des bereinigten Bestands berechnen.  $N_t^M$  seien die transaktionsbedingten Veränderungen (Nettoabsatz) im Monat t und  $L_t$  der Bestand am Ende des Monats t. Der Index  $I_t$  des bereinigten Bestands im Monat t ist definiert als:

$$k) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis dient Dezember 2001, für den der Index gleich 100 gesetzt wird. Die Zuwachsrate  $a_t$  für den Monat t, also die Veränderung in den zurückliegenden zwölf Monaten bis zum Monat t, lässt sich mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$l) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$m) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

Bei der Berechnung der Wachstumsraten für Wertpapiere ohne Aktien wird dieselbe Methode wie für die Berechnung der Geldmengenaggregate angewandt; der einzige Unterschied besteht darin, dass ein „N“ anstelle eines „F“ verwendet wird, um die verschiedenen Wege zu verdeutlichen, auf denen man den „Nettoabsatz“ für die Wertpapierstatistik und die für die Geldmengenaggregate verwendeten „transaktionsbedingten Veränderungen“ erhält. Bei der Wertpapierstatistik erhebt die EZB die Daten zu Bruttoabsatz und Tilgungen getrennt.

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$n) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0,5I_{t-3}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0,5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index des bereinigten Bestands im Monat t. Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat t ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$o) \quad \left( \frac{0,5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0,5I_{t-12}}{0,5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0,5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

Die in Abschnitt 4.3 zugrunde gelegte Berechnungsformel wird auch für Abschnitt 4.4 verwendet und stützt sich ebenfalls auf die Methode zur Berechnung der Geldmengenaggregate. Abschnitt 4.4 beruht auf Marktkursen, deren Berechnung auf der Basis von Finanztransaktionen erfolgt, die keine Umgruppierungen, Neubewertungen oder anderen nicht transaktionsbedingten Veränderungen enthalten. Wechselkursänderungen entfallen, da alle erfassten börsennotierten Aktien auf Euro lauten.

## ZU TABELLE I IN ABSCHNITT 5.1

### SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenzersetzung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S74). Die Saisonbereinigung des HVPI-Gesamt-

<sup>4</sup> Ausführliche Informationen in: EZB, Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area, August 2000, sowie auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.



index für das Euro-Währungsgebiet wird indirekt durch eine Aggregation der saisonbereinigten Reihen für verarbeitete und unverarbeitete Nahrungsmittel, Industrieerzeugnisse (ohne Energie) und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets durchgeführt. Energie wird unbereinigt hinzugefügt, da es keinen statistischen Nachweis für eine Saisonabhängigkeit gibt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

#### **ZU TABELLE 2 IN ABSCHNITT 7.1**

#### **SAISONBEREINIGUNG DER LEISTUNGSBILANZ**

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S74). Die Ursprungswerte zum Warenhandel sowie zu den Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen und laufenden Übertragungen werden arbeitstäglich bereinigt. Beim Warenhandel sowie bei den Dienstleistungen und den laufenden Übertragungen wird neben der arbeitstäglichen Bereinigung auch eine Bereinigung um die durchschnittlichen Effekte nationaler Feiertage vorgenommen. Die Daten zu den Einnahmen im Bereich der Dienstleistungen werden zusätzlich um die durchschnittlichen Einflüsse der Osterfeiertage bereinigt. Die Saisonbereinigung für die genannten Posten wird anhand dieser vorbereinigten Reihen vorgenommen. Die Ausgaben bei den laufenden Übertragungen werden nicht vorbereinigt. Die Saisonbereinigung der gesamten Leistungsbilanz erfolgt durch Aggregation der saisonbereinigten Reihen für den Warenhandel, die Dienstleistungen, die Erwerbs- und Vermögenseinkommen und die laufenden Übertragungen für das Euro-Währungsgebiet. Die Saisonfaktoren (und die Faktoren im Zusammenhang mit den Handelstagen) werden in halbjährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.



## ERLÄUTERUNGEN

Der Abschnitt „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ enthält in erster Linie Statistiken für das Euro-Währungsgebiet als Ganzes. Detailliertere und längere Zeiträume erfassende Datenreihen mit weiteren Erläuterungen sind unter der Rubrik „Statistics“ auf der Website der EZB ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) abrufbar. Unter „Data services“ steht eine Browser-Schnittstelle mit Suchfunktionen zur Verfügung, und es können verschiedene Datensätze abonniert sowie komprimierte Daten direkt im CSV-Format (CSV = Comma Separated Value) heruntergeladen werden. Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.int](mailto:statistics@ecb.int) erhältlich.

Redaktionsschluss für die in den Monatsberichten enthaltenen Statistiken ist im Allgemeinen der Tag vor der ersten Sitzung des EZB-Rats im Monat. Für die vorliegende Ausgabe des Monatsberichts war dies der 3. Mai 2005.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Daten auf die zwölf Euro-Länder. Bei den monetären Daten, beim Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), bei den Investmentfonds- und den Finanzmarktstatistiken geben die statistischen Zeitreihen zum Euro-Währungsgebiet Auskunft über die EU-Mitgliedstaaten, die den Euro im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik bereits eingeführt hatten. Gegebenenfalls wird dies in den Tabellen durch eine Fußnote kenntlich gemacht. In den Abbildungen wird der statistische Bruch durch eine gepunktete Linie angezeigt. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Daten um absolute und prozentuale Veränderungen für 2001 handelt, die gegenüber Daten für 2000 berechnet wurden, werden Zeitreihen herangezogen, die die Auswirkungen des Beitritts von Griechenland zum Euro-Währungsgebiet berücksichtigen.

Da die Zusammensetzung des ECU-Währungskorbs nicht deckungsgleich mit den früheren Währungen der Länder ist, die die einheitliche Währung eingeführt haben, werden die Beträge aus dem Zeitraum vor 1999, die von den Teilnehmerwährungen zu den jeweils geltenden

ECU-Kursen in ECU umgerechnet wurden, von der Kursentwicklung der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro nicht eingeführt haben, beeinflusst. Um diesen Einfluss auf die monetäre Statistik zu vermeiden, werden die in den Abschnitten 2.1 bis 2.8 für den Zeitraum vor 1999 ausgewiesenen Daten in Währungseinheiten ausgedrückt, die zu den am 31. Dezember 1998 unwiderruflich festgelegten Euro-Wechselkursen aus den nationalen Währungen errechnet wurden. Soweit nicht anders angegeben, beruhen die Statistiken über Preise und Kosten für den Zeitraum vor 1999 auf in nationalen Währungen angegebenen Zahlen.

Bei der Zusammenstellung der Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet wurden gegebenenfalls Aggregations- und Konsolidierungsverfahren (einschließlich einer länderübergreifenden Konsolidierung) angewandt.

Die jeweils jüngsten Daten sind häufig vorläufiger Natur und können noch revidiert werden. Rundungsdifferenzen sind möglich.

Die Gruppe „Andere EU-Mitgliedstaaten“ umfasst die Tschechische Republik, Dänemark, Estland, Zypern, Lettland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slowenien, die Slowakei, Schweden und das Vereinigte Königreich.

Die in den Tabellen verwendete Terminologie entspricht überwiegend internationalen Standards wie etwa dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) und dem „Balance of Payments Manual“ des IWF. Transaktionen beziehen sich auf (direkt oder indirekt ermittelte) ökonomisch motivierte Geschäftsvorfälle, während Veränderungen auch Bestandsänderungen umfassen, die sich aus Kurs- und Wechselkursänderungen, Abschreibungen und sonstigen Anpassungen ergeben.

In den Tabellen bedeutet „bis zu (x) Jahren“ „bis einschließlich (x) Jahre“.

## ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

In dieser Tabelle ist die Entwicklung der wichtigsten Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet zusammengefasst.

### MONETÄRE STATISTIK

In Abschnitt 1.4 sind Statistiken über die Mindestreserven und Liquiditätsfaktoren ausgewiesen. Jahres- und Quartalsangaben stellen die Durchschnittswerte der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres bzw. Quartals dar. Bis Dezember 2003 begann die Erfüllungsperiode jeweils am 24. Kalendertag eines Monats und endete am 23. des darauf folgenden Monats. Am 23. Januar 2003 gab die EZB Änderungen am Handlungsrahmen bekannt, die am 10. März 2004 umgesetzt wurden. Aufgrund dieser Änderungen beginnt die Erfüllungsperiode jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist. Es wurde eine Übergangserfüllungsperiode festgelegt, um den Zeitraum vom 24. Januar bis zum 9. März 2004 abzudecken.

Tabelle 1 in Abschnitt 1.4 zeigt die Komponenten der Mindestreservebasis der mindestreservepflichtigen Kreditinstitute. Die Verbindlichkeiten gegenüber anderen dem Mindestreservesystem des ESZB unterliegenden Kreditinstituten, der EZB und den teilnehmenden nationalen Zentralbanken sind von der Mindestreservebasis ausgenommen. Sollte ein Kreditinstitut den Betrag seiner Verbindlichkeiten in Form von Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren gegenüber den zuvor erwähnten Instituten nicht nachweisen können, kann es einen bestimmten Prozentsatz dieser Verbindlichkeiten von seiner Mindestreservebasis in Abzug bringen. Bis November 1999 betrug der Prozentsatz zur Berechnung der Mindestreservebasis 10 %, seit Dezember 1999 sind es 30 %.

Tabelle 2 in Abschnitt 1.4 enthält Durchschnittsangaben zu abgelaufenen Mindestreserve-Erfüllungsperioden. Das Mindestreserve-Soll jedes einzelnen Kreditinstituts wird zunächst errechnet, indem auf den Betrag der reservepflichtigen Verbindlichkeiten die Reservesätze der entsprechenden Verbindlichkeitskategorien auf der Grundlage der Bilanzdaten vom Ende eines jeden Kalendermonats angewendet werden; anschließend zieht jedes Kreditinstitut von dieser Größe einen Freibetrag in Höhe von 100 000 € ab. Das auf diese Weise berechnete Mindestreserve-Soll wird dann für das gesamte Euro-Währungsgebiet aggregiert (Spalte 1). Bei den Guthaben auf Girokonten (Spalte 2) handelt es sich um die aggregierten tagesdurchschnittlichen Guthaben von Kreditinstituten auf Girokonten, einschließlich solcher, die der Erfüllung des Mindestreserve-Solls dienen. Die Überschussreserven (Spalte 3) stellen die durchschnittlichen Guthaben auf Girokonten innerhalb einer Erfüllungsperiode dar, die über das Reserve-Soll hinausgehen. Die Unterschreitungen des Reserve-Solls (Spalte 4) sind definiert als durchschnittliche Unterschreitung der Guthaben auf Girokonten gegenüber dem Reserve-Soll innerhalb der Erfüllungsperiode, berechnet auf der Grundlage der Kreditinstitute, die ihre Mindestreservepflicht nicht erfüllt haben. Die Verzinsung der Mindestreserven (Spalte 5) entspricht dem Durchschnitt des marginalen Zuteilungssatzes für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems (siehe Abschnitt 1.3) während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode (gewichtet nach der Anzahl der Kalendertage).

Tabelle 3 in Abschnitt 1.4 zeigt die Liquiditätsposition des Bankensystems, die aus den Euro-Guthaben auf den Girokonten der Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets beim Eurosystem besteht. Alle Angaben sind dem konsolidierten Ausweis des Eurosystems entnommen. Bei den sonstigen liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalte 7) ist die von den nationalen Zentralbanken in der zweiten Stufe der WWU initiierte Begebung von Schuldverschreibungen ausgenommen. Die sonstigen Faktoren (netto) (Spalte 10) geben die saldierten restlichen Posi-

tionen des konsolidierten Ausweises des Eurosystems wieder. Die Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11) entsprechen der Differenz zwischen der Summe der liquiditätszuführenden Faktoren (Spalten 1 bis 5) und der Summe der liquiditätsabschöpfenden Faktoren (Spalten 6 bis 10). Das Basisgeld (Spalte 12) wird berechnet als Summe der Einlagefazilität (Spalte 6), des Banknotenumlaufs (Spalte 8) und der Guthaben der Kreditinstitute auf Girokonten (Spalte 11).

### MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

Abschnitt 2.1 zeigt die aggregierte Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute (MFIs), d. h. die Summe der harmonisierten Bilanzen aller im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs. MFIs sind Zentralbanken, Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts, Geldmarktfonds und andere Finanzinstitute, deren Geschäftstätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagensubstitute im engeren Sinne von anderen Rechtssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und Kredite auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinne) zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Ein vollständiges Verzeichnis der MFIs ist auf der Website der EZB abrufbar.

In Abschnitt 2.2 ist die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors ausgewiesen, die sich aus der Saldierung der aggregierten Bilanzpositionen zwischen den MFIs im Euroraum ergibt. Aufgrund leicht unterschiedlicher Ausweispraktiken ist die Summe der Inter-MFI-Positionen nicht unbedingt null; der Saldo ist in Spalte 10 unter den Passiva ausgewiesen. Abschnitt 2.3 zeigt die Geldmengenaggregate des Euro-Währungsgebiets und ihre Gegenposten. Diese werden anhand der konsolidierten MFI-Bilanz ermittelt und umfassen auch einige monetäre Forderungen und Verbindlichkeiten der Zentralstaaten. Die Statistiken über Geldmengenaggregate und Gegenposten sind um Saison- und Kalendereffekte bereinigt. Die Bestände von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets an a) An-

teilen an im Euroraum ansässigen Geldmarktfonds und b) von MFIs im Euroraum begebenen Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sind in Abschnitt 2.1 und 2.2 unter dem Posten „Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ ausgewiesen. In Abschnitt 2.3 hingegen sind sie aus den Geldmengenaggregaten herausgerechnet und dem Posten „Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“ zugerechnet.

Abschnitt 2.4 enthält eine Aufschlüsselung der Kreditgewährung der im Eurogebiet ansässigen MFIs ohne Eurosystem (des Bankensystems) nach Schuldnergruppen, Arten und Ursprungslaufzeiten. In Abschnitt 2.5 sind die Einlagen beim Bankensystem des Euro-Währungsgebiets nach Gläubigergruppen und Arten aufgeschlüsselt. Abschnitt 2.6 zeigt die vom Bankensystem des Euroraums gehaltenen Wertpapiere, aufgliedert nach Emittentengruppen.

Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten „transaktionsbedingte Veränderungen“, die aus der Differenz der Bestände, bereinigt um Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkurs- und sonstige nicht transaktionsbedingte Veränderungen, abgeleitet werden. Abschnitt 2.7 zeigt ausgewählte Neubewertungen, die bei der Ermittlung der transaktionsbedingten Veränderungen zugrunde gelegt werden. Die Abschnitte 2.2 bis 2.6 enthalten außerdem Wachstumsraten, die als prozentuale Veränderung gegenüber dem Vorjahr auf Basis der transaktionsbedingten Veränderungen ausgewiesen werden. Abschnitt 2.8 zeigt ausgewählte, nach Währungen aufgeschlüsselte vierteljährliche Bilanzpositionen der MFIs.

Einzelheiten zur Sektorengliederung sind in dem Dokument „Money and Banking Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers“ (EZB, November 1999) zu finden. Die „Guidance Notes to the Regulation ECB/2001/13 on the MFI Balance Sheet Statistics“ (EZB, November 2002) erläutern die empfohlenen Erhebungs- und Aufbereitungsverfahren, die von den NZBen anzuwen-

den sind. Seit dem 1. Januar 1999 werden die statistischen Daten nach der Verordnung EZB/1998/16 vom 1. Dezember 1998 über die konsolidierte Bilanz des Sektors der monetären Finanzinstitute<sup>1</sup> in der zuletzt durch Verordnung EZB/2003/10<sup>2</sup> geänderten Fassung erhoben und aufbereitet.

Im Einklang mit dieser Verordnung werden die Bilanzpositionen „Geldmarktpapiere“ und „Schuldverschreibungen“ sowohl auf der Aktivseite als auch auf der Passivseite der Bilanzstatistik der MFIs zusammen ausgewiesen.

Abschnitt 2.9 zeigt die Bestände am Quartalsende für die Bilanz der Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds) im Euro-Währungsgebiet. Die Bilanz ist aggregiert, sodass unter den Passiva auch die von den Investmentfonds gehaltenen Bestände an von anderen Investmentfonds ausgegebenen Anteilen enthalten sind. Außerdem werden die gesamten Aktiva/Passiva in einer Aufgliederung nach Anlageschwerpunkten (Aktienfonds, Rentenfonds, gemischte Fonds, Immobilienfonds und sonstige Fonds) und nach Anlegergruppen (Publikumsfonds und Spezialfonds) ausgewiesen. Die aggregierte Bilanz wird in Abschnitt 2.10 für jede Art von Investmentfonds nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen dargestellt.

## FINANZKONTEN UND NICHTFINANZIELLE KONTEN

Die Abschnitte 3.1 und 3.2 enthalten vierteljährliche Daten zur Finanzierungsrechnung der nichtfinanziellen Sektoren im Euro-Währungsgebiet, die öffentliche Haushalte (Staat) (S13, ESVG 95), nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (S11, ESVG 95) und private Haushalte (S14, ESVG 95) einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck (S15, ESVG 95) umfassen. Die Angaben beziehen sich auf nicht saisonbereinigte Bestände und finanzielle Transaktionen, gegliedert nach dem ESVG 95, und zeigen die wichtigsten Bereiche der Finanzierung und Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Sektoren. Auf der Finanzierungsseite (Verbindlichkeiten) sind die Daten nach

Sektoren und Ursprungslaufzeiten gemäß ESVG 95 aufgeschlüsselt („kurzfristig“ bedeutet eine Ursprungslaufzeit von bis zu einem Jahr, „langfristig“ eine Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr). Die Finanzierung über MFIs wird, soweit möglich, gesondert ausgewiesen. Die Angaben zur Geldvermögensbildung bzw. zum Geldvermögen (Forderungen) sind zurzeit weniger detailliert als die Daten zur Finanzierung, insbesondere weil eine Aufgliederung nach Sektoren nicht möglich ist.

In Abschnitt 3.3 werden vierteljährliche Daten der Finanzierungsrechnung zu Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125, ESVG 95) im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Wie in Abschnitt 3.1 und 3.2 beziehen sich die Angaben auf nicht saisonbereinigte Bestände und finanzielle Transaktionen und zeigen die wichtigsten Bereiche der Finanzierung und Geldvermögensbildung dieses Sektors auf.

Die Quartalsangaben in den drei genannten Abschnitten beruhen auf den vierteljährlichen Daten der nationalen Finanzierungsrechnungen, den Bilanzstatistiken der MFIs sowie den Statistiken über Wertpapieremissionen. Die Abschnitte 3.1 und 3.2 beziehen sich außerdem auf Daten der internationalen Bankenstatistiken der BIZ. Zwar leisten alle Euro-Länder ihren Beitrag zu den MFI-Bilanz- und den Wertpapierstatistiken, doch haben Irland und Luxemburg bislang noch keine Daten zur vierteljährlichen nationalen Finanzierungsrechnung vorgelegt.

In Abschnitt 3.4 werden Jahresangaben zu Ersparnis, Geld- und Sachvermögensbildung und Finanzierung für das Euro-Währungsgebiet insgesamt sowie für nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte separat dargestellt. Die Jahresangaben enthalten insbesondere eine detailliertere sektorale Gliederung der Geldvermögensbildung und entsprechen den Quartalsangaben in den beiden vorhergehenden Abschnitten.

1 ABl. L 356 vom 30.12.1998, S. 7.

2 ABl. L 250 vom 2.10.2003, S. 19.

## FINANZMÄRKTE

Die Zeitreihen zur Finanzmarktstatistik des Euro-Währungsgebiets umfassen die EU-Mitgliedstaaten, die im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik den Euro bereits eingeführt hatten.

Die Statistiken über Wertpapiere ohne Aktien und börsennotierte Aktien (Abschnitte 4.1 bis 4.4) werden von der EZB auf der Grundlage von Daten des ESZB und der BIZ erstellt. In Abschnitt 4.5 sind die MFI-Zinssätze für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet ausgewiesen. Die Statistiken über Geldmarktsätze, Renditen langfristiger Staatsanleihen und Börsenindizes (Abschnitte 4.6 bis 4.8) werden von der EZB auf der Grundlage der Daten von Wirtschaftsinformationsdiensten erstellt.

Die Statistiken über Wertpapieremissionen umfassen Wertpapiere ohne Aktien (Schuldverschreibungen), die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesen sind, sowie börsennotierte Aktien, die in Abschnitt 4.4 dargestellt werden. Die Schuldverschreibungen sind nach kurzfristigen und langfristigen Wertpapieren aufgliedert. Als kurzfristig werden Wertpapiere mit einer Ursprungslaufzeit von einem Jahr oder weniger (in Ausnahmefällen auch bis einschließlich zwei Jahren) bezeichnet. Wertpapiere mit einer längeren Laufzeit oder mit fakultativen Laufzeiten, von denen eine mindestens länger als ein Jahr ist, und Wertpapiere mit beliebig langer Laufzeit werden als langfristige Wertpapiere klassifiziert. Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene langfristige Schuldverschreibungen werden nach festverzinslichen und variabel verzinslichen Schuldverschreibungen aufgeschlüsselt. Bei festverzinslichen Schuldverschreibungen ist der Zinssatz für die gesamte Laufzeit festgelegt. Bei variabel verzinslichen Schuldverschreibungen wird der Zinssatz in regelmäßigen Zeitabständen unter Bezugnahme auf einen Referenzzinssatz oder Index neu festgesetzt. Der Erfassungsgrad der Statistik zu den Schuldverschreibungen beträgt schätzungsweise rund 95 % des Gesamtvolumens der Emissionen von Ansässigen im Euro-

Währungsgebiet. Die in Abschnitt 4.1, 4.2 und 4.3 ausgewiesenen auf Euro lautenden Wertpapiere enthalten auch Papiere, die auf eine der nationalen Währungseinheiten des Euro lauten.

Abschnitt 4.1 enthält Angaben über Bruttoabsatz, Tilgung, Nettoabsatz und Umlauf von Wertpapieren für alle Laufzeitenbereiche mit einer zusätzlichen Aufgliederung der langfristigen Wertpapiere. Abweichungen zwischen den Angaben zum Nettoabsatz und den Veränderungen im Umlauf haben ihre Ursache in Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen.

Die Spalten 1 bis 4 zeigen den Umlauf, den Bruttoabsatz, die Tilgungen und den Nettoabsatz von allen auf Euro lautenden Wertpapieren ohne Aktien. In den Spalten 5 bis 8 sind Umlauf, Bruttoabsatz, Tilgungen und Nettoabsatz aller von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien (d. h. Schuldverschreibungen) ausgewiesen. Die Spalten 9 bis 11 enthalten den prozentualen Anteil des Umlaufs, des Bruttoabsatzes und der Tilgungen der von Ansässigen im Euroraum begebenen auf Euro lautenden Wertpapiere. In Spalte 12 ist der Nettoabsatz dieser Wertpapiere dargestellt.

Abschnitt 4.2 enthält eine Gliederung des Umlaufs und des Bruttoabsatzes nach Emittentengruppen im Euroraum, die dem ESVG 95 entspricht.<sup>3</sup> Die EZB wird dem Eurosystem zugerechnet.

Der in Spalte 1 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Umlauf der gesamten und der langfristigen Schuldverschreibungen entspricht den Angaben zum Umlauf der gesamten und der

<sup>3</sup> Die Schlüssel für die in den Tabellen des Monatsberichts ausgewiesenen Sektoren nach dem ESVG 95 lauten wie folgt: MFIs (einschließlich Eurosystem), die die EZB und die nationalen Zentralbanken der Euro-Länder (S121) sowie Kreditinstitute (S122) umfassen; nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften, die sonstige Finanzinstitute (S123), Kredit- und Versicherungshilfsaktivitäten (S124) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (S125) umfassen; nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (S11); Zentralstaaten (S1311); sonstige öffentliche Haushalte, die Länder (S1312), Gemeinden (S1313) und Sozialversicherung (S1314) umfassen.



langfristigen Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 5 von Abschnitt 4.1. Der Umlauf der von MFIs insgesamt und langfristig begebenen Schuldverschreibungen in Tabelle 4.2 Punkt 1 Spalte 2 entspricht weitgehend den Angaben zu den Schuldverschreibungen auf der Passivseite der aggregierten Bilanz der MFIs in Spalte 8 von Tabelle 2 in Abschnitt 2.1.

Der in Spalte 1 von Tabelle 2 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Bruttoabsatz der Schuldverschreibungen insgesamt entspricht den Angaben zum Bruttoabsatz der Emissionen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet insgesamt in Spalte 6 von Abschnitt 4.1. Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen in Abschnitt 4.1 Spalte 6 und den langfristigen festverzinslichen und den langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen in Spalte 7 von Tabelle 2 in Abschnitt 4.2 ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

Abschnitt 4.3 enthält die Jahreswachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen, aufgegliedert nach Laufzeiten, Instrumenten, Emittentengruppen und Währungen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Verbindlichkeiten von einer institutionellen Einheit eingegangen bzw. zurückgezahlt werden. Daher sind Umgruppierungen, Neubewertungen, Wechselkursänderungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen nicht in den Jahreswachstumsraten enthalten. Bei Monatsangaben beziehen sich die prozentualen Veränderungen gegenüber dem Vorjahr auf das Monatsende, bei Quartals- und Jahresangaben auf die jährliche Veränderung der Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Einzelheiten hierzu finden sich im „Technischen Hinweis“.

Abschnitt 4.4 (Spalte 1, 4, 6 und 8) zeigt den Umlauf börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgegliedert nach Emittentengruppen. Die monatlichen An-

gaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.2 ausgewiesenen Quartalsangaben (wichtige Verbindlichkeiten, Spalte 21).

Abschnitt 4.4 (Spalte 3, 5, 7 und 9) zeigt die Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet, aufgegliedert nach Emittentengruppen. Die Raten basieren auf Finanztransaktionen, d. h. Geschäften, bei denen Aktien gegen Zahlung von einem Emittenten veräußert oder zurückgekauft werden (mit Ausnahme von Investitionen in eigene Aktien). Die Angaben zu den Transaktionen umfassen die Börseneinführung eines Emittenten sowie die Schaffung neuer Instrumente (Bruttoabsatz) oder die Löschung (Tilgung). Umgruppierungen, Neubewertungen und andere nicht transaktionsbedingte Veränderungen werden bei der Berechnung der Jahreswachstumsraten nicht berücksichtigt.

Abschnitt 4.5 enthält Angaben zu den Zinssätzen, die die im Euroraum ansässigen MFIs für auf Euro lautende Einlagen und Kredite von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet anwenden. Die MFI-Zinssätze für den Euroraum werden als mit dem entsprechenden Geschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der Euro-Länder für die jeweilige Kategorie berechnet.

Die MFI-Zinsstatistik ist nach Art des Geschäfts (Bestand, Neugeschäft), Sektor, Instrumenten, Laufzeit des Finanzinstruments, vereinbarter Kündigungsfrist bzw. anfänglicher Zinsbindung untergliedert. Die neue MFI-Zinsstatistik ersetzt die zehn statistischen Übergangszeitreihen zu den Zinssätzen im Kundengeschäft der Banken im Euro-Währungsgebiet, die seit Januar 1999 im Monatsbericht veröffentlicht wurden.

In Abschnitt 4.6 sind die Geldmarktsätze für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan dargestellt. Für den Euro-



raum wird ein breites Spektrum an Geldmarktsätzen ausgewiesen, das von den Zinssätzen für Tagesgeld bis hin zum Zwölfmonatsgeld reicht. Für die Zeit vor Januar 1999 wurden synthetische Zinssätze für das Euro-Währungsgebiet anhand nationaler mit dem BIP gewichteter Sätze berechnet. Mit Ausnahme des Tagesgeldsatzes bis Dezember 1998 handelt es sich bei den Monats-, Quartals- und Jahresangaben um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Für Tagesgeld sind bis Dezember 1998 die Bietungssätze für Interbankeinlagen angegeben. Ab Januar 1999 gibt Spalte 1 in Abschnitt 4.6 den durchschnittlichen Euro-Tagesgeldsatz (Euro Overnight Index Average = EONIA) an. Bis Dezember 1998 handelt es sich dabei um die am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums geltenden Sätze, danach um die Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Die Zinsen für Ein-, Drei-, Sechs- und Zwölfmonatsgeld werden seit Januar 1999 nach den Euro Interbank Offered Rates (EURIBOR) berechnet, bis Dezember 1998 – soweit verfügbar – nach den London Interbank Offered Rates (LIBOR). Bei den Vereinigten Staaten und Japan entspricht der Zinssatz auf Dreimonatsgeld dem LIBOR.

Abschnitt 4.7 zeigt die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet, in den Vereinigten Staaten und Japan. Bei den Renditen im Euro-Währungsgebiet im Zwei-, Drei-, Fünf- und Siebenjahresbereich handelt es sich bis Dezember 1998 um Endstände der Berichtszeiträume und im Zehnjahresbereich um Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Danach sind alle Renditen Durchschnittswerte der Berichtszeiträume. Bis Dezember 1998 wurden die Renditen im Euro-Währungsgebiet anhand harmonisierter, mit dem BIP gewichteter nationaler Staatsanleiherenditen berechnet. Seitdem werden als Gewichte die nominalen Umlaufbeträge der Staatsanleihen im jeweiligen Laufzeitbereich verwendet. Bei den Vereinigten Staaten und Japan sind die Renditen im Zehnjahresbereich Durchschnittswerte der Berichtszeiträume.

In Abschnitt 4.8 sind die Börsenindizes für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan ausgewiesen.

## PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

Die meisten in diesem Abschnitt dargestellten Daten werden von der Europäischen Kommission (hauptsächlich von Eurostat) sowie von den nationalen Statistikämtern erhoben. Die Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet werden gewonnen, indem die Daten für die einzelnen Länder aggregiert werden. Die Daten sind, soweit dies möglich ist, harmonisiert und vergleichbar. Die Angaben zur Verwendung des Bruttoinlandsprodukts, zur Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen, zur Industrieproduktion, zu den Einzelhandelsumsätzen und den Pkw-Neuzulassungen sind arbeitstäglich bereinigt.

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet (Abschnitt 5.1) liegt für den Zeitraum ab 1995 vor. Er beruht auf den nationalen HVPIs, die in allen Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets nach demselben Verfahren ermittelt werden. Die Aufgliederung nach Waren und Dienstleistungen wurde aus der Klassifikation der Verwendungszwecke des Individualverbrauchs (Coicop/HVPI) abgeleitet. Der HVPI erfasst die monetären Ausgaben für den Konsum der privaten Haushalte im Wirtschaftsgebiet des Euro-raums. Die Tabelle enthält auch von der EZB erhobene saisonbereinigte Daten zum HVPI.

Maßgeblich für die Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1), zur Industrieproduktion, zum Auftragseingang und zu den Umsätzen in der Industrie sowie den Einzelhandelsumsätzen (Abschnitt 5.2) ist die Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates vom 19. Mai 1998 über Konjunkturstatistiken<sup>4</sup>. Die Aufschlüsselung nach dem Endverbrauch der Güter bei den industriellen Erzeugerpreisen und der Industrieproduktion entspricht der harmonisierten Untergliederung der Industrie ohne Baugewerbe (NACE, Abschnitte C bis E) in die industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG)

<sup>4</sup> ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

Nr. 586/2001 der Kommission vom 26. März 2001<sup>5</sup>. Die industriellen Erzeugerpreise stellen die Preise der Produzenten ab Werk dar. Darin enthalten sind indirekte Steuern (ohne Mehrwertsteuer) und sonstige abzugsfähige Steuern. Die Industrieproduktion spiegelt die Wertschöpfung der betreffenden Wirtschaftszweige wider.

Die Weltmarktpreise für Rohstoffe (Tabelle 2 in Abschnitt 5.1) geben die Preisänderungen der in Euro umgerechneten Einfuhren des Euro-Währungsgebiets im Vergleich zur Basisperiode wieder.

Die Arbeitskostenindizes (Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) messen die durchschnittlichen Arbeitskosten je geleistete Arbeitsstunde. Die Bereiche Landwirtschaft, Fischerei, öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen sind darin jedoch nicht erfasst. Der Indikator der Tarifverdienste (nachrichtlich in Tabelle 3 von Abschnitt 5.1) wird von der EZB auf der Grundlage nicht harmonisierter nationaler Statistiken berechnet.

Die Komponenten der Lohnstückkosten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.1), das Bruttoinlandsprodukt und seine Komponenten (Tabelle 1 und 2 in Abschnitt 5.2), die Deflatoren des BIP (Tabelle 5 in Abschnitt 5.1) sowie die Arbeitsmarktstatistik (Tabelle 1 in Abschnitt 5.3) beruhen auf den Ergebnissen der vierteljährlichen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nach dem ESVG 95.

Der Auftragseingang in der Industrie (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) erfasst die während des Referenzzeitraums eingegangenen Aufträge und bezieht sich auf die Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist, insbesondere Textilgewerbe, Papiergewerbe, chemische Industrie, Metallerzeugung und -bearbeitung, Investitionsgüterproduzenten und Gebrauchsgüterproduzenten. Die Angaben werden in jeweiligen Preisen berechnet.

Die Indizes für die Umsätze in der Industrie und für den Einzelhandel (Tabelle 4 in Abschnitt 5.2) geben den Umsatz – einschließlich aller Steuern und Abgaben mit Ausnahme der Mehrwertsteuer – wieder, für den während des Referenzzeitraums Rechnungen erstellt wurden. Der Einzelhandelsumsatz umfasst den gesamten Einzelhandel ohne den Handel mit Kraftfahrzeugen und ohne Reparaturen. Die Pkw-Neuzulassungen umfassen sowohl private als auch geschäftlich genutzte Pkw.

Die qualitativen Daten aus Erhebungen bei Unternehmen und Verbrauchern (Tabelle 5 in Abschnitt 5.2) basieren auf den Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Die Arbeitslosenquoten (Tabelle 2 in Abschnitt 5.3) werden entsprechend den Richtlinien der Internationalen Arbeitsorganisation (IAO) ermittelt. Sie beziehen sich auf den Teil der Erwerbspersonen, die aktiv nach Arbeit suchen, und stützen sich auf harmonisierte Kriterien und Abgrenzungen. Die Schätzungen zur Gesamtzahl der Erwerbspersonen, auf denen die Arbeitslosenquote basiert, entsprechen nicht der Summe der in Abschnitt 5.3 aufgeführten Zahlen zu Beschäftigung und Arbeitslosigkeit.

## ÖFFENTLICHE FINANZEN

Die Abschnitte 6.1 bis 6.4 zeigen die Finanzlage der öffentlichen Haushalte (Staat) im Euro-Währungsgebiet. Die Angaben sind größtenteils konsolidiert und beruhen auf der Methodik des ESVG 95. Die jährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in den Abschnitten 6.1 bis 6.3 werden von der EZB auf der Grundlage der von den NZBen gelieferten harmonisierten Daten berechnet, die regelmäßig aktualisiert werden. Die Angaben zum Defizit und zur Verschuldung der Euro-Länder können daher

<sup>5</sup> ABl. L 86 vom 27.3.2001, S. 11.

von den Daten, die die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit verwendet, abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 6.4 werden von der EZB auf der Grundlage der von Eurostat gelieferten Daten und nationaler Daten berechnet.

In Abschnitt 6.1 werden die Jahreswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1500/2000 der Europäischen Kommission vom 10. Juli 2000<sup>6</sup>, die das ESVG 95 ergänzt, dargestellt. Abschnitt 6.2 geht näher auf die konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat) zum Nennwert gemäß den Bestimmungen des EG-Vertrags über das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit ein. Die Abschnitte 6.1 und 6.2 enthalten zusammengefasste Daten für die einzelnen Länder des Euro-Währungsgebiets aufgrund ihrer Bedeutung im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts. Die für die einzelnen Staaten im Euro-Währungsgebiet ausgewiesenen Angaben zum Defizit/Überschuss entsprechen dem Code „EDP B.9“, wie er in Verordnung (EG) Nr. 351/2002 der Kommission vom 25. Februar 2002 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 3605/93 des Rates hinsichtlich der Verweise auf das ESVG 95 festgelegt wurde. In Abschnitt 6.3 werden Veränderungen der öffentlichen Verschuldung dargestellt. Der Unterschied zwischen der Veränderung der öffentlichen Verschuldung und dem öffentlichen Defizit, die Differenz Defizit/Schuldenstandsänderung, erklärt sich hauptsächlich durch staatliche Transaktionen in Finanzaktiva und durch Wechselkursänderungen. In Abschnitt 6.4 werden die Quartalswerte der Einnahmen und Ausgaben der öffentlichen Haushalte (Staat) auf der Grundlage der Definitionen in Verordnung (EG) Nr. 1221/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 10. Juni 2002 über die vierteljährlichen Konten des Staates für nichtfinanzielle Transaktionen<sup>7</sup> dargestellt.

## AUSSENWIRTSCHAFT

Die Begriffe und Abgrenzungen, die in der Zahlungsbilanzstatistik und beim Auslandsvermögensstatus (Abschnitte 7.1 bis 7.4) verwendet werden, entsprechen im Allgemeinen der 5. Auflage des „Balance of Payments Manual“ des IWF (Oktober 1993), der EZB-Leitlinie vom 16. Juli 2004 über die statistischen Berichtsanforderungen der Europäischen Zentralbank (EZB/2004/15)<sup>8</sup> sowie den Eurostat-Regelungen. Weitere Hinweise zur Methodik und zu den Quellen für die Zahlungsbilanzstatistik und den Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets sind der EZB-Publikation „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“ vom November 2004 und den folgenden Berichten zu entnehmen, die von der Website der EZB heruntergeladen werden können: „Task force on portfolio investment collection systems, Final Report“ vom Juni 2002, „Portfolio investment income: Task force report“ vom August 2003 und „Foreign direct investment task force report“ vom März 2004. Darüber hinaus ist auf der Website des Ausschusses für die Währungs-, Finanz- und Zahlungsbilanzstatistiken ([www.cmfb.org](http://www.cmfb.org)) der Bericht der Task Force der EZB/Europäischen Kommission (Eurostat) mit dem Titel „Report on the quality assessment of balance of payments and international investment position statistics“ vom Juni 2004 abrufbar. Der erste Jahresbericht über die Qualität der Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets (Januar 2005), der auf den Empfehlungen der Task Force beruht, steht auf der Website der EZB zur Verfügung.

Der Ausweis der Nettotransaktionen in der Kapitalbilanz entspricht der Vorzeichenkonvention des „Balance of Payments Manual“ des

<sup>6</sup> ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

<sup>7</sup> ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

<sup>8</sup> ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

IWF, d. h., eine Zunahme der Aktiva wird mit einem Minuszeichen dargestellt, eine Zunahme der Passiva mit einem Pluszeichen. In der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen werden sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben mit einem Pluszeichen dargestellt.

Die Daten zur Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets werden von der EZB zusammengestellt. Die jeweils jüngsten Monatsangaben sind als vorläufig anzusehen. Sie werden mit der Veröffentlichung der Daten für den darauf folgenden Monat und/oder der detaillierten vierteljährlichen Zahlungsbilanzangaben revidiert. Frühere Angaben werden in regelmäßigen Abständen oder jeweils bei methodischen Änderungen bei der Erstellung der zugrunde liegenden Daten revidiert.

Tabelle 2 in Abschnitt 7.1 enthält saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch um Kalender- und Schaltjahreffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. In Tabelle 5 sind die von gebietsansässigen Investoren erworbenen Wertpapiere, die von Emittenten außerhalb des Euro-Währungsgebiets begeben wurden, nach Anlegergruppen aufgliedert. Eine Aufschlüsselung nach Anlegergruppen der von Emittenten im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere, die von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets erworben wurden, ist noch nicht möglich. In Tabelle 6 und 7 basiert die Aufgliederung in „Finanzkredite“ und „Bargeld und Einlagen“ auf der Sektorzugehörigkeit der außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässigen Kontrahenten. So werden Forderungen an gebietsfremde Banken als Einlagen erfasst, während Forderungen an die übrigen gebietsfremden Sektoren als Finanzkredite eingestuft werden. Diese Aufschlüsselung entspricht der Aufgliederung in anderen Statistiken wie der konsolidierten Bilanz der MFIs und ist mit dem „Balance of Payments Manual“ des IWF konform.

Abschnitt 7.2 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz, d. h. der Zahlungsbilanztransaktionen, die die transaktionsbedingten

Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3 widerspiegeln. Die Angaben entsprechen der Vorzeichenkonvention der Zahlungsbilanz mit Ausnahme der den Geld- und Bankenstatistiken entnommenen transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3 (Spalte 12), bei dem ein positives Vorzeichen auf eine Zunahme der Aktiva bzw. eine Abnahme der Passiva hinweist. Bei den Passiva der Wertpapieranlagen (Spalte 5 und 6) umfassen die Zahlungsbilanztransaktionen auch den Verkauf und Kauf der von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebenen Dividendenwerte und Schuldverschreibungen mit Ausnahme von Geldmarktfondsanteilen und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Entsprechende methodische Hinweise zur monetären Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets finden sich auf der Website der EZB unter der Rubrik „Statistics“. (Siehe auch Kasten 1 im Monatsbericht vom Juni 2003.)

Abschnitt 7.3 zeigt eine geographische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz (Tabellen 1 bis 4) und des Auslandsvermögensstatus (Tabelle 5) des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Partnerländern bzw. Ländergruppen, wobei zwischen EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören, und Ländern oder Ländergruppen außerhalb der Europäischen Union unterschieden wird. Daneben zeigt die Aufschlüsselung auch Transaktionen und Bestände gegenüber EU-Institutionen (die – mit Ausnahme der EZB – ungeachtet ihres physischen Standorts statistisch als Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets behandelt werden) und zu bestimmten Zwecken auch gegenüber Offshore-Finanzzentren und internationalen Organisationen. Die Tabellen 1 bis 4 weisen die kumulierten Zahlungsbilanztransaktionen für die jeweils letzten vier Quartale aus; Tabelle 5 enthält eine geographische Aufschlüsselung des Auslandsvermögensstatus jeweils zum Jahresende. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geographische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Einzelheiten zur geo-

graphischen Aufschlüsselung finden sich im Aufsatz „Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen“ im Monatsbericht vom Februar 2005.

Die Angaben zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.4 werden auf der Grundlage der Bestände gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets errechnet, wobei der Euroraum als eine Wirtschaftseinheit betrachtet wird (siehe auch Kasten 9 im Monatsbericht vom Dezember 2002). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, die größtenteils zum Buchwert ausgewiesen werden. Der vierteljährliche Auslandsvermögensstatus wird nach der gleichen Methodik wie die entsprechenden Jahresangaben erstellt. Da einige Datenquellen nicht auf Quartalsbasis (bzw. erst mit zeitlicher Verzögerung) verfügbar sind, sind die Quartalsangaben zum Auslandsvermögensstatus anhand der Finanztransaktionen, Vermögenspreise und Entwicklung der Wechselkurse teilweise geschätzt.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 5 in Abschnitt 7.4 zusammen mit dem von der EZB gehaltenen Anteil ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenausweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 5 entsprechen den Empfehlungen für das IWF/BIZ-Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität. Veränderungen der Goldbestände des Eurosystems (Spalte 3) sind auf Goldtransaktionen im Rahmen des Goldabkommens der Zentralbanken vom 26. September 1999, aktualisiert am 8. März 2004, zurückzuführen. Weitere Informationen sind einer Veröffentlichung zur statistischen Behandlung der Währungsreserven des Eurosystems („Statistical treatment of the Eurosystem’s international reserves“, Oktober 2000) zu entnehmen, die auf der Website der EZB abrufbar ist. Dort finden sich auch umfas-

sendere Daten gemäß dem Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität.

Abschnitt 7.5 zeigt Angaben zum Außenhandel des Euro-Währungsgebiets, die in erster Linie auf Eurostat-Daten beruhen. Die EZB leitet die Volumenindizes von dem von Eurostat zur Verfügung gestellten Wertindex und Durchschnittswertindex ab und führt eine Saisonbereinigung der Durchschnittswertindizes durch. Die Wertangaben hingegen werden von Eurostat um Saison- und Kalendereinflüsse bereinigt.

In Tabelle 1 in Abschnitt 7.5 entspricht die Warengliederung in den Spalten 4 bis 6 und 9 bis 11 der Klassifizierung nach BEC (Broad Economic Categories). Die gewerblichen Erzeugnisse (Spalte 7 und 12) und Öl (Spalte 13) beruhen auf der Definition gemäß SITC Rev. 3. Die geographische Aufschlüsselung (Tabelle 2 in Abschnitt 7.5) weist die wichtigsten Handelspartner, nach einzelnen Ländern oder regional zusammengefasst, aus. In den Angaben zu China ist Hongkong nicht enthalten.

Aufgrund von Unterschieden in der Abgrenzung, Klassifizierung, Erfassung und dem Berichtszeitpunkt sind die Außenhandelszahlen, insbesondere die Einfuhren, nicht vollständig mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik (Abschnitte 7.1 bis 7.3) vergleichbar. Die Differenz bei den Einfuhren belief sich in den vergangenen Jahren nach Schätzung der EZB auf rund 5 % und ist zum großen Teil darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Außenhandelsdaten (cif) Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt wurden.

## WECHSELKURSE

In Abschnitt 8.1 sind die Indizes der nominalen und realen effektiven Wechselkurse (EWK) des Euro dargestellt, die von der EZB auf Basis der gewichteten Durchschnitte der bilateralen Wechselkurse des Euro gegenüber den Währun-

gen der Handelspartner des Euro-Währungsgebiets berechnet werden. Eine positive Veränderung zeigt eine Aufwertung des Euro an. Die Gewichte beruhen auf dem mit den Handelspartnern in den Zeiträumen von 1995 bis 1997 und von 1999 bis 2001 getätigten Handel mit gewerblichen Erzeugnissen und spiegeln auch Drittmarkteffekte wider. Die Indizes der effektiven Wechselkurse erhält man, indem die Indizes auf Basis der Gewichte für den Zeitraum von 1995 bis 1997 zu Beginn des Jahres 1999 mit den Indizes auf Basis der Gewichte für den Zeitraum von 1999 bis 2001 verkettet werden. Die EWK-23-Gruppe der Handelspartner umfasst die 13 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie Australien, China, Hongkong, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz, Singapur, Südkorea und die Vereinigten Staaten. Zur EWK-42-Gruppe gehören zusätzlich noch folgende Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Bulgarien, Indien, Indonesien, Israel, Kroatien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, die Philippinen, Rumänien, die Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand und die Türkei. Die realen effektiven Wechselkurse werden anhand der Verbraucherpreisindizes, der Erzeugerpreisindizes, des BIP-Deflators, der Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe und der Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft berechnet.

Nähere Einzelheiten zur Berechnung der effektiven Wechselkurse finden sich in Kasten 10 „Aktualisierung der Wägungsschemata für die effektiven Wechselkurse des Euro und Berechnung eines neuen Kreises von Euro-Indikatoren“ im Monatsbericht vom September 2004 sowie im Occasional Paper Nr. 2 der EZB (L. Buldorini, S. Makrydakis und C. Thimann, The effective exchange rates of the euro, Februar 2002), das von der Website der EZB heruntergeladen werden kann.

Bei den in Abschnitt 8.2 ausgewiesenen bilateralen Wechselkursen handelt es sich um die Monatsdurchschnitte der täglich für die betreffenden Währungen veröffentlichten Referenzkurse.

## **ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS**

Die Statistiken über die anderen EU-Mitgliedstaaten (Abschnitt 9.1) werden nach denselben Grundsätzen wie die Statistiken zum Euro-Währungsgebiet erstellt. Die Daten über die Vereinigten Staaten und Japan (Abschnitt 9.2) werden aus nationalen Quellen gewonnen.



# CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS <sup>1</sup>



## 9. JANUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,75 %, 3,75 % bzw. 1,75 % zu belassen.

## 23. JANUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt die beiden folgenden Maßnahmen zur Verbesserung des geldpolitischen Handlungsrahmens:

Erstens wird der Zeitplan der Mindestreserve-Erfüllungsperiode geändert. Künftig beginnt diese immer am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist. Darüber hinaus werden die Veränderung der Zinssätze der ständigen Fazilitäten und der Beginn der neuen Mindestreserve-Erfüllungsperiode in der Regel zusammenfallen.

Zweitens wird die Laufzeit der HRGs von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt.

Diese Maßnahmen sollen im ersten Quartal 2004 in Kraft treten.

Unter Bezugnahme auf die Pressemitteilung vom 10. Juli 2002 beschließt der EZB-Rat ferner, hinsichtlich der im Jahr 2003 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte den Zuteilungsbetrag von 15 Mrd € pro Geschäft beizubehalten. Dieser Betrag berücksichtigt den erwarteten Liquiditätsbedarf des Bankensystems des Euro-Währungsgebiets im Jahr 2003 und spiegelt den Wunsch des Eurosystems wider, den größten Teil der Liquidität weiterhin über die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zur Verfügung zu stellen.

## 6. FEBRUAR 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,75 %, 3,75 % bzw. 1,75 % zu belassen.

## 6. MÄRZ 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 12. März 2003 abzuwickelnden Geschäft – um 0,25 Prozentpunkte auf 2,50 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 7. März 2003 um jeweils 0,25 Prozentpunkte auf 3,50 % bzw. 1,50 % zu senken.

## 3. APRIL 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,50 %, 3,50 % bzw. 1,50 % zu belassen.

## 8. MAI 2003

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,50 %, 3,50 % bzw. 1,50 % zu belassen.

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems für die Jahre 1999 bis 2002 ist im Jahresbericht 1999 auf Seite 181 ff., im Jahresbericht 2000 auf Seite 225 ff., im Jahresbericht 2001 auf Seite 237 ff. beziehungsweise im Jahresbericht 2002 auf Seite 248 ff. zu finden.



Er gibt ferner die Ergebnisse seiner Bewertung der geldpolitischen Strategie der EZB bekannt. Diese Strategie, die am 13. Oktober 1998 angekündigt wurde, besteht aus drei Hauptelementen: einer quantitativen Definition von Preisstabilität, einer herausragenden Rolle der Geldmenge bei der Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität und einer breit angelegten Beurteilung der Aussichten für die Preisentwicklung.

Der EZB-Rat bestätigt seine im Oktober 1998 formulierte Definition von Preisstabilität, und zwar ist „Preisstabilität (...) definiert als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Preisstabilität muss mittelfristig gewährleistet werden.“ Gleichzeitig erklärt der EZB-Rat, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abzielen wird, mittelfristig eine Preissteigerungsrate von annähernd 2 % beizubehalten.

Der EZB-Rat bestätigt, dass seine geldpolitischen Beschlüsse weiterhin auf der Basis einer umfassenden Analyse der Risiken für die Preisstabilität getroffen werden. Der EZB-Rat beschließt auch, in seinen Erläuterungen deutlich zu machen, welche Rolle die wirtschaftliche Analyse und die monetäre Analyse bei der einheitlichen Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität durch den EZB-Rat spielen.

Um die längerfristige Natur des Referenzwerts für das Geldmengenwachstum als Richtwert zur Bewertung der monetären Entwicklung zu unterstreichen, beschließt der EZB-Rat ebenfalls, keine jährliche Überprüfung des Referenzwerts mehr vorzunehmen. Die zugrunde liegenden Bedingungen und Annahmen wird er jedoch auch weiterhin beurteilen.

#### **5. JUNI 2003**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. Juni 2003 abzuwickelnden Geschäft – um 0,50 Prozent-

punkte auf 2,0 % zu senken. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 6. Juni 2003 um jeweils 0,50 Prozentpunkte auf 3,0 % bzw. 1,0 % zu senken.

#### **10. JULI, 31. JULI, 4. SEPTEMBER, 2. OKTOBER, 6. NOVEMBER, 4. DEZEMBER 2003 UND 8. JANUAR 2004**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

#### **12. JANUAR 2004**

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2004 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 15 Mrd € auf 25 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2004 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2005 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

#### **5. FEBRUAR, 4. MÄRZ 2004**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

#### **10. MÄRZ 2004**

Gemäß dem Beschluss des EZB-Rats vom 23. Januar 2003 wird die Laufzeit der Hauptre-

finanzierungsgeschäfte des Eurosystems von zwei Wochen auf eine Woche verkürzt und die Mindestreserve-Erfüllungsperiode für das Reserve-Soll des Eurosystems geändert. Sie beginnt zukünftig nicht mehr am 24. eines Monats, sondern am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts, das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, für die die monatliche Erörterung der Geldpolitik vorgesehen ist.

**1. APRIL, 6. MAI, 3. JUNI, 1. JULI,  
5. AUGUST, 2. SEPTEMBER, 7. OKTOBER,  
4. NOVEMBER, 2. DEZEMBER 2004 UND  
13. JANUAR 2005**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

**14. JANUAR 2005**

Der EZB-Rat beschließt, den Zuteilungsbetrag für alle im Jahr 2005 durchzuführenden längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte von 25 Mrd € auf 30 Mrd € zu erhöhen. Das größere Zuteilungsvolumen trägt dem für 2005 erwarteten höheren Liquiditätsbedarf des Bankensystems im Euro-Währungsgebiet Rechnung. Den Großteil der Liquidität wird das Eurosystem allerdings weiterhin über seine Hauptrefinanzierungsgeschäfte bereitstellen. Der EZB-Rat entscheidet zu Beginn des Jahres 2006 über eine mögliche erneute Anpassung des Zuteilungsbetrags.

**3. FEBRUAR, 3. MÄRZ, 7. APRIL UND 4. MAI 2005**

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.





# PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK SEIT 2004



Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2004 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von Februar bis April 2005 aufgeführt. Die Publikationen werden von der Presse- und Informationsabteilung kostenlos an Interessenten abgegeben. Anfragen sind schriftlich an die im Impressum angegebene Postanschrift zu richten.

Eine vollständige Liste der Publikationen der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Währungsinstituts kann auf der Website der EZB (<http://www.ecb.int>) abgerufen werden.

## JAHRESBERICHT

„Jahresbericht 2003“, April 2004.

„Jahresbericht 2004“, April 2005.

## KONVERGENZBERICHT

„Konvergenzbericht 2004“, Oktober 2004.

## AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

„Die WWU und die Durchführung der Finanzpolitik“, Januar 2004.

„Umfragen zur Konjunktur-, Preis- und Arbeitsmarktentwicklung im Euro-Währungsgebiet – Merkmale und Nutzen“, Januar 2004.

„Messung und Analyse der Gewinnentwicklung im Euro-Währungsgebiet“, Januar 2004.

„Die Volkswirtschaften der beitretenden Staaten an der Schwelle zur Mitgliedschaft in der Europäischen Union“, Februar 2004.

„Entwicklung der Bilanzen im privaten Sektor des Euro-Währungsgebiets und der Vereinigten Staaten“, Februar 2004.

„Die Auswirkungen der Zeitwertbilanzierung auf den europäischen Bankensektor im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität“, Februar 2004.

„Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise“, April 2004.

„Zukünftige Entwicklung des TARGET-Systems“, April 2004.

„Die Mittelmeerpartnerstaaten im Barcelona-Prozess und ihre Beziehungen mit dem Euro-Währungsgebiet“, April 2004.

„Die Wirtschaft der EU nach dem Beitritt der neuen Mitgliedstaaten“, Mai 2004.

„Der natürliche Realzins im Euro-Währungsgebiet“, Mai 2004.

„Methoden zur Risikominderung in den Kreditgeschäften des Eurosystems“, Mai 2004.

„Entwicklung der Arbeitsproduktivität im Euro-Währungsgebiet: Gesamtwirtschaftliche und sektorale Trends“, Juli 2004.

„Gründe für die Widerstandsfähigkeit des Bankensektors der EU seit dem Jahr 2000“, Juli 2004.

„Die europäische Verfassung und die EZB“, August 2004.

„Eigenschaften und Nutzen von Vierteljahresdaten zum Staatssektor“, August 2004.

„Euro-Banknoten: Erfahrungen der ersten Jahre“, August 2004.

„Monetäre Analyse in Echtzeit“, Oktober 2004.

„Wirtschaftliche Integration in ausgewählten Regionen außerhalb der Europäischen Union“, Oktober 2004.

„Die Ölpreise und die Wirtschaft im Euro-Währungsgebiet“, November 2004.

„Informationsgewinnung aus Finanzmarktpreisen“, November 2004.

„Entwicklungen beim EU-Rahmen für die Finanzmarktregulierung, -aufsicht und -stabilität“, November 2004.

„Die neue Basler Eigenkapitalvereinbarung: Wesentliche Merkmale und Auswirkungen“, Januar 2005.

„Kapitalströme in die Schwellenländer: Veränderungen in den Trends und neuere Entwicklungen“, Januar 2005.

„Marktdisziplin im Bankensektor“, Februar 2005.

„Erste Erfahrungen mit den Änderungen am geldpolitischen Handlungsrahmen des Eurosystems“, Februar 2005.

„Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen“, Februar 2005.

„Vermögenspreisblasen und Geldpolitik“, April 2005.

„Vergleichbarkeit von Statistiken für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan“, April 2005.

„Die Standards des ESZB/CESR für das Clearing und die Abwicklung von Wertpapieren in der Europäischen Union“, April 2005.

„Geldpolitik und Inflationsdivergenz in einem heterogenen Währungsraum“, Mai 2005.

„Konsolidierung und Diversifizierung im Bankensektor des Euro-Währungsgebiets“, Mai 2005.

„Entwicklung des Regelungsrahmens für die Unternehmensführung und -kontrolle (Corporate Governance)“, Mai 2005.

#### STATISTICS POCKET BOOK

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

#### OCCASIONAL PAPERS

9. „Fiscal adjustment in 1991-2002: stylised facts and policy implications“ von M. G. Briotti, Februar 2004.
10. „The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review“ von einem Mitarbeiterteam unter der Leitung von P. Backé und C. Thimann sowie O. Arratibel, O. Calvo-Gonzalez, A. Mehl und C. Nerlich, Februar 2004.
11. „Official dollarisation/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases“ von A. Winkler, F. Mazzaferro, C. Nerlich und C. Thimann, Februar 2004.
12. „Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages“ von R. Anderton, F. di Mauro und F. Moneta, April 2004.
13. „Fair value accounting and financial stability“ von einem Mitarbeiterteam unter Leitung von Andrea Enria unter Mitwirkung von Lorenzo Cappiello, Frank Dierick, Sergio Grittini, Angela Maddaloni, Philippe Molitor, Fatima Pires und Paolo Poloni, April 2004.
14. „Measuring financial integration in the euro area“ von L. Baele, A. Ferrando, P. Hördahl, E. Krylova und C. Monnet, April 2004.
15. „Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics“ von Henning Ahnert und Geoff Kenny, Mai 2004.
16. „Market dynamics associated with credit ratings: a literature review“ von F. Gonzalez, F. Haas, R. Johannes, M. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland und C. Zins, Juni 2004.

17. „Corporate ‚excesses‘ and financial market dynamics“ von A. Maddaloni und D. Pain, Juli 2004.
18. „The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents“ von A. Geis, A. Mehl und S. Wredenburg, Juli 2004.
19. „Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective“ von MPC Task Force of the ESCB, Juli 2004.
20. „The supervision of mixed financial services groups in Europe“ von F. Dierick, August 2004.
21. „Governance of securities clearing and settlement systems“ von D. Russo, T. Hart, M. C. Malaguti und C. Papathanassiou, Oktober 2004.
22. „Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective“ von A. Musso und T. Westermann, Januar 2005.
23. „The bank lending survey for the euro area“ von J. Berg, A. Van Rixtel, A. Ferrando, G. de Bondt und S. Scopel, Februar 2005.
24. „Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries“ von V. Genre, D. Momferatou und G. Mourre, Februar 2005.
25. „Government debt management in the euro area: recent theoretical developments and changes in practices“ von G. Wolswijk und J. de Haan, März 2005.
26. „Analysing banking sector conditions: how to use macro-prudential indicators“ von L. Mörntinen, P. Poloni, P. Sandars und J. Vesala, April 2005.
27. „The EU budget: how much scope for institutional reform?“ von H. Enderlein, J. Lindner, O. Calvo-Gonzalez und R. Ritter, April 2005.
28. „Regulatory reforms in selected EU network industries“ von R. Martin, M. Roma und I. Vansteenkiste, April 2005.

#### **WORKING PAPERS**

435. „Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs?“ von L. Schuknecht und V. Tanzi, Februar 2005.
436. „Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany“ von L. Cappiello und S. Guéné, Februar 2005.
437. „What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants“ von E. Papaioannou, Februar 2005.
438. „Quality of public finances and growth“ von A. Afonso, W. Ebert, L. Schuknecht und M. Thöne, Februar 2005.
439. „A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market“ von V. Brousseau und A. Manzanares, Februar 2005.
440. „Estimating and analysing currency options implied risk-neutral density functions for the largest new EU member states“ von O. Castrén, Februar 2005.
441. „The Phillips curve and long-term unemployment“ von R. Llaudes, Februar 2005.
442. „Why do financial systems differ? History matters“ von C. Monnet und E. Quintin, Februar 2005.
443. „Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data“ von S. Rosati und S. Secola, Februar 2005.
444. „Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy“ von L. Stracca und A. al-Nowaihi, Februar 2005.
445. „Welfare implications of joining a common currency“ von M. Ca’Zorzi, R. A. De Santis und F. Zampolli, Februar 2005.

446. „Trade effects of the euro: evidence from sectoral data“ von R. E. Baldwin, F. Skudelny und D. Taglioni, Februar 2005.
447. „Foreign exchange option and returns based correlation forecasts: evaluation and two applications“ von O. Castrén und S. Mazzotta, Februar 2005.
448. „Price-setting behaviour in Belgium: what can be learned from an ad hoc survey?“ von L. Aucremanne und M. Druant, März 2005.
449. „Consumer price behaviour in Italy: evidence from micro CPI data“ von G. Veronese, S. Fabiani, A. Gattulli und R. Sabbatini, März 2005.
450. „Using mean reversion as a measure of persistence“ von D. Dias und C. R. Marques, März 2005.
451. „Breaks in the mean of inflation: how they happen and what to do with them“ von S. Corvoisier und B. Mojon, März 2005.
452. „Stocks, bonds, money markets and exchange rates: measuring international financial transmission“ von M. Ehrmann, M. Fratzscher und R. Rigobon, März 2005.
453. „Does product market competition reduce inflation? Evidence from EU countries and sectors“ von M. Przybyla und M. Roma, März 2005.
454. „European women: why do (n't) they work?“ von V. Genre, R. G. Salvador und A. Lamo, März 2005.
455. „Central bank transparency and private information in a dynamic macroeconomic model“ von J. G. Pearlman, März 2005.
456. „The French block of the ESCB multi-country model“ von F. Boissay (EZB) und J.-P. Villetelle (Banque de France), März 2005.
457. „Transparency, disclosure and the Federal Reserve“ von M. Ehrmann und M. Fratzscher, März 2005.
458. „Money Demand and Macroeconomic Stability Revisited“ von A. Schabert und C. Stoltenberg, März 2005.
459. „Capital flows and the US ‘New Economy’: consumption smoothing and risk exposure“ von M. Miller, O. Castrén und L. Zhang, März 2005.
460. „Part-time work in EU countries: labour market mobility, entry and exit“ von H. Buddelmeyer, G. Mourre und M. Ward-Warmedinger, März 2005.
461. „Do decreasing hazard functions for price changes make any sense?“ von L. J. Álvarez, P. Burriel und I. Hernando, März 2005.
462. „Time-dependent versus state-dependent pricing: a panel data approach to the determinants of Belgian consumer price changes“ von L. Aucremanne und E. Dhyne, März 2005.
463. „Break in the mean and persistence of inflation: a sectoral analysis of French CPI“ von L. Bilke, März 2005.
464. „The price-setting behavior of Austrian firms: some survey evidence“ von C. Kwapil, J. Baumgartner und J. Scharler, März 2005.
465. „Determinants and consequences of the unification of dual-class shares“ von Anete Pajuste, März 2005.
466. „Regulated and services prices and inflation persistence“ von P. Lünemann und T. Y. Mathä, April 2005.
467. „Socio-economic development and fiscal policy: lessons from the cohesion countries for the new member states“ von A. N. Mehrotra und T. A. Peltonen, April 2005.
468. „Endogeneities of optimum currency areas: what brings countries sharing a single currency closer together?“ von P. De Grauwe und F. P. Mongelli, April 2005.
469. „Money and prices in models of bounded rationality in high inflation economies“ von A. Marcet und J. P. Nicolini, April 2005.



470. „Structural filters for monetary analysis: the inflationary movements of money in the euro area“ von A. Bruggeman, G. Camba-Méndez, B. Fischer und J. Sousa, April 2005.
471. „Real wages and local unemployment in the euro area“ von A. Sanz de Galdeano und J. Turunen, April 2005.
472. „Yield curve prediction for the strategic investor“ von C. Bernadell, J. Coche und K. Nyholm, April 2005.
473. „Fiscal consolidations in the central and eastern European countries“ von A. Afonso, C. Nickel und P. Rother, April 2005.
474. „Calvo pricing and imperfect common knowledge: a forward-looking model of rational inflation inertia“ von K. P. Nimark, April 2005.
475. „Monetary policy analysis with potentially misspecified models“ von M. Del Negro und F. Schorfheide, April 2005.
476. „Monetary policy with judgement: forecast targeting“ von L. E. O. Svensson, April 2005.
477. „Parameter misspecification and robust monetary policy rules“ von C. E. Walsh, April 2005.
478. „The conquest of US inflation: learning and robustness to model uncertainty“ von T. Cogley und T. J. Sargent, April 2005.
479. „The performance and robustness of interest rate rules in models of the euro area“ von R. Adalid, G. Coenen, P. McAdam und S. Siviero, April 2005.
480. „Insurance policies for monetary policy in the euro area“ von K. Küster und V. Wieland, April 2005.
481. „Output and inflation responses to credit shocks: are there threshold effects in the euro area?“ von A. Calza und J. Sousa, April 2005.

#### **SONSTIGE PUBLIKATIONEN**

- „Assessment of accession countries’ securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations“, Januar 2004.
- „The monetary policy of the ECB“, Januar 2004.
- „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem monetary policy instruments and procedures“, Februar 2004.
- „Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in Regulation ECB/2003/10“, Februar 2004.
- „Comments on the communication from the Commission to the Council and the European Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative document)“, Februar 2004.
- „Foreign direct investment task force report“, März 2004.
- „External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank“, April 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.
- „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures (Blue Book, April 2004)“, April 2004.
- „TARGET compensation claim form“, April 2004.
- „Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe“, April 2004.
- „The use of central bank money for settling securities transactions“, Mai 2004.
- „TARGET Annual Report 2003“, Mai 2004.
- „Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles“, Mai 2004.

„Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management“, Mai 2004.  
 „Risk Management for Central Bank Foreign Reserves“, Mai 2004.  
 „Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan“, Juni 2004.  
 „The development of statistics for Economic and Monetary Union“ von Peter Bull,  
 Juli 2004.  
 „ECB staff macroeconomic projections for the euro area“, September 2004.  
 „Letter from the ECB President to the Chairman of International Accounting Standards Board of  
 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option“,  
 September 2004.  
 „Institutional provisions: Statute of the ESCB and of the ECB. Rules of procedure“,  
 Oktober 2004.  
 „Standards for securities clearing and settlement in the European Union“, Oktober 2004.  
 „The European Central Bank – History, role and functions“ von Hanspeter K. Scheller,  
 Oktober 2004.  
 „E-payments without frontiers“, Oktober 2004.  
 „European Union balance of payments/international investment position statistical methods“,  
 November 2004.  
 „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European  
 Union and in accession countries“, November 2004.  
 „Report on EU banking structure 2004“, November 2004.  
 „EU banking sector stability 2004“, November 2004.  
 „Letter from the ECB President to the President of the European Parliament“, November 2004.  
 „Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on  
 Economic and Monetary Affairs“, November 2004.  
 „Eurosysteem staff macroeconomic projections for the euro area“, Dezember 2004.  
 „Towards a single euro payments area – third progress report“, Dezember 2004.  
 „The euro bond market study 2004“, Dezember 2004.  
 „Financial Stability Review“, Dezember 2004.  
 „Review of the requirements in the field of general economic statistics“, Dezember 2004.  
 „Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and  
 experience after two years“, Dezember 2004.  
 „Recycling of euro banknotes: framework for the detection of counterfeits and fitness sorting  
 by credit institutions and other professional cash handlers“, Januar 2005.  
 „Review of the international role of the euro“, Januar 2005.  
 „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality  
 report“, Januar 2005.  
 „Banking structures in the new EU Member States“, Januar 2005.  
 „Progress Report on Target2“, Februar 2005.  
 „The implementation of monetary policy in the euro area: General documentation on Eurosystem  
 monetary policy instruments and procedures“, Februar 2005.  
 „Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation“,  
 Februar 2005.  
 „Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating  
 2003 figures“, Februar 2005.  
 „Statistics and their use for monetary and economic policy-making“, März 2005.  
 „Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board  
 of 13 April 2005: in support of the current proposal to amendments to IAS 39 – The fair value  
 option“, April 2005.

## **INFORMATIONSBROSCHÜREN**

„Information guide for credit institutions using TARGET“, Juli 2003.

„TARGET 2 – the future TARGET system“, September 2004.

„TARGET – the current system“, September 2004.





## GLOSSAR

Dieses Glossar enthält ausgewählte Begriffe, die im Monatsbericht häufig verwendet werden. Ein umfassenderes Glossar in englischer Sprache kann auf der Website der EZB ([www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.int/home/glossary/html/index.en.html)) abgerufen werden.

**Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer** (compensation per employee): Sämtliche Geld- und Sachleistungen, die von einem Arbeitgeber an einen Arbeitnehmer erbracht werden, d. h. die Bruttolöhne und -gehälter sowie Sonderzahlungen, Überstundenvergütungen und die Sozialbeiträge der Arbeitgeber, geteilt durch die Gesamtzahl der Arbeitnehmer.

**Arbeitsproduktivität** (labour productivity): Produktionsergebnis bei einem bestimmten Arbeits-einsatz. Die Arbeitsproduktivität lässt sich zwar auf verschiedene Arten berechnen, doch wird sie meist als BIP in konstanten Preisen dividiert durch die Gesamtzahl der Beschäftigten oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden gemessen.

**Auslandsvermögensstatus** (international investment position – i.i.p.): Bestandsstatistik, die den Wert und die Zusammensetzung der finanziellen Nettoforderungen und -verbindlichkeiten einer Volkswirtschaft gegenüber dem Ausland ausweist.

**Außenhandel** (external trade in goods): Warenausfuhren und -einfuhren im Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets, angegeben als Wert, Volumen- und Durchschnittswertindizes. Die Außenhandelsstatistik ist nicht mit den in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Exporten und Importen vergleichbar, da Letztere sowohl grenzüberschreitende Transaktionen innerhalb des Euro-Währungsgebiets als auch den Handel mit Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets erfassen und darüber hinaus nicht zwischen Waren und Dienstleistungen unterscheiden. Auch mit der Position Warenhandel in der Zahlungsbilanzstatistik ist sie nicht gänzlich vergleichbar. Neben methodischen Anpassungen liegt der Hauptunterschied darin, dass bei der Erfassung der Einfuhren in der Außenhandelsstatistik Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt werden, während die Warenimporte in der Zahlungsbilanzstatistik ohne diese beiden Dienstleistungen (FOB – free on board) erfasst werden.

**Autonome Liquiditätsfaktoren** (autonomous liquidity factors): Liquiditätsfaktoren, die normalerweise nicht aus dem Einsatz geldpolitischer Instrumente resultieren. Dazu zählen unter anderem der Banknotenumlauf, die Einlagen öffentlicher Haushalte bei der Zentralbank und die Netto-Fremdwährungsposition der Zentralbank.

**Bruttoinlandsprodukt (BIP)** (gross domestic product – GDP): Wert der Gesamtproduktion von Waren und Dienstleistungen einer Volkswirtschaft nach Abzug der Vorleistungen zuzüglich der um Subventionen verminderten Produktions- und Importabgaben. Das BIP lässt sich nach Entstehungs-, Verwendungs- oder Verteilungskomponenten aufgliedern. Die wichtigsten Verwendungskomponenten des BIP sind private Konsumausgaben, Konsumausgaben des Staats, Bruttoanlageinvestitionen, Vorratsveränderungen sowie Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets).

**Defizit (öffentliche Haushalte)** (deficit – general government): Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, d. h. die Differenz zwischen den Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staats.

**Defizitquote (öffentliche Haushalte)** (deficit ratio – general government, budget deficit ratio, fiscal deficit ratio): Verhältnis zwischen dem Defizit der öffentlichen Haushalte und dem BIP zu

Marktpreisen. Die Defizitquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Direktinvestitionen** (direct investment): Grenzüberschreitende Investitionen mit dem Ziel, eine langfristige Beteiligung an einem in einer anderen Volkswirtschaft ansässigen Unternehmen zu erwerben (in der Praxis durch den Erwerb von mindestens 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts). Zu den Direktinvestitionen zählen Beteiligungskapital, reinvestierte Gewinne und sonstige Anlagen im Zusammenhang mit Transaktionen zwischen verbundenen Unternehmen. Erfasst werden die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets („Direktinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets“) sowie die Nettotransaktionen/-positionen der Investitionen von Gebietsfremden im Euro-Währungsgebiet („Direktinvestitionen im Euro-Währungsgebiet“).

**Dividendenwerte** (equities): Wertpapiere, die Eigentumsrechte an Kapitalgesellschaften umfassen. Hierzu zählen Aktien, die an Börsen gehandelt werden (börsennotierte Aktien), nichtbörsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte. Sie erbringen in der Regel Erträge in Form von Dividenden.

**Effektiver Wechselkurs (EWK) des Euro (nominal/real)** (effective exchange rate of the euro – EER, nominal/real): Gewichtetes Mittel der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber den Währungen der wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets. Die Europäische Zentralbank veröffentlicht nominale effektive Wechselkursindizes für den Euro gegenüber zwei Gruppen von Handelspartnern: der EWK-23-Gruppe, die die 13 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie die 10 wichtigsten Handelspartner außerhalb der EU umfasst, und der EWK-42-Gruppe, die sich aus der EWK-23-Gruppe und 19 weiteren Ländern zusammensetzt. Die zugrunde gelegten Gewichtungen spiegeln den Anteil der einzelnen Partnerländer am Handel des Euro-Währungsgebiets wider und berücksichtigen den Wettbewerb an Drittmärkten. Reale effektive Wechselkurse sind nominale effektive Wechselkurse, deflationiert mit dem gewichteten Mittel von ausländischen Preisen oder Kosten im Verhältnis zu den entsprechenden inländischen Preisen und Kosten. Damit sind sie ein Indikator für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit.

**Einlagefazilität** (deposit facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die den Geschäftspartnern die Möglichkeit bietet, täglich fällige Einlagen zum dafür festgesetzten Zinssatz bei der nationalen Zentralbank anzulegen.

**EONIA (Euro Overnight Index Average)**: Auf der Basis effektiver Umsätze berechneter Durchschnittszinssatz für Tagesgeld im Euro-Interbankengeschäft. Er wird als gewichteter Durchschnitt der Sätze für unbesicherte Euro-Übernachtverträge, die von einer Gruppe bestimmter Institute im Euro-Währungsgebiet gemeldet werden, berechnet.

**Erwerbspersonen** (labour force): Gesamtzahl der Beschäftigten und Arbeitslosen.

**EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate)**: Durchschnittszinssatz, zu dem ein erstklassiges Kreditinstitut bereit ist, einem anderen Kreditinstitut mit höchster Bonität Euro-Gelder zur Verfügung zu stellen. Der EURIBOR wird täglich für Interbankeinlagen mit Laufzeiten von bis zu zwölf Monaten berechnet.

**Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)** (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße der Verbraucherpreise, die von Eurostat ermittelt wird und für alle EU-Mitgliedstaaten harmonisiert ist.

**Hauptrefinanzierungsgeschäft (HRG)** (main refinancing operation): Regelmäßiges Offenermarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. HRGs werden über wöchentliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel einer Woche durchgeführt.

**Implizite Volatilität** (implied volatility): Messgröße für die erwartete Volatilität (Standardabweichung im Sinne der annualisierten prozentualen Veränderung) von beispielsweise Anleihe- oder Aktienkursen (oder der entsprechenden Terminkontrakte), die sich aus Optionspreisen ableiten lässt.

**Index der Arbeitskosten pro Stunde** (hourly labour cost index): Messgröße für die Arbeitskosten pro tatsächlich geleisteter Arbeitsstunde einschließlich der Bruttolöhne und -gehälter (sowie Sonderzahlungen jeglicher Art), der Sozialbeiträge der Arbeitgeber und sonstiger Arbeitskosten (wie Aus- und Fortbildungskosten, Anwerbungskosten und Beschäftigungssteuern) ohne Subventionen. Die Arbeitskosten pro Stunde werden durch Division der Gesamtarbeitskosten für alle Beschäftigten durch die Anzahl der von ihnen geleisteten Gesamtarbeitsstunden (einschließlich Überstunden) ermittelt.

**Index der Tarifverdienste** (index of negotiated wages): Messgröße für das unmittelbare Ergebnis der Tarifverhandlungen in Bezug auf die Grundvergütung (d. h. ohne Sonderzahlungen) im Euro-Währungsgebiet. Sie bezieht sich auf die implizite durchschnittliche Veränderung der monatlichen Löhne und Gehälter.

**Industrielle Erzeugerpreise** (industrial producer prices): Abgabepreise der Industrie (ohne Transportkosten) für alle von der Industrie (ohne Baugewerbe) auf den heimischen Märkten der Euro-Länder abgesetzten Produkte (ohne Importe).

**Industrieproduktion** (industrial production): Bruttowertschöpfung der Industrie in konstanten Preisen.

**Inflationsindexierte Staatsanleihen** (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

**Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors** (consolidated balance sheet of the MFI sector): Bilanz, die durch Saldierung der in der aggregierten MFI-Bilanz enthaltenen Inter-MFI-Positionen (z. B. an MFIs vergebene Kredite und Einlagen bei MFIs) erstellt wird. Sie enthält Statistikinformationen über die Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (z. B. öffentliche Haushalte und sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet) und gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets. Die konsolidierte Bilanz der MFIs ist die wichtigste statistische Grundlage für die Berechnung der monetären Aggregate und dient als Basis für die regelmäßige Analyse der Bilanzgegenposten von M3.

**Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs** (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündi-



gungsfrist von mehr als drei Monaten, Schuldverschreibungen von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen des MFI-Sektors im Euroraum.

**Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft (LRG)** (longer-term refinancing operation): Regelmäßiges Offenmarktgeschäft, das vom Eurosystem in Form einer befristeten Transaktion durchgeführt wird. LRGs werden über monatliche Standardtender mit einer Laufzeit von in der Regel drei Monaten durchgeführt.

**Leitkurs** (central parity): Wechselkurs der am WKM II teilnehmenden Währungen gegenüber dem Euro, um den herum die Bandbreiten des WKM II festgelegt sind.

**Leitzinsen der EZB** (key ECB interest rates): Zinssätze, die vom EZB-Rat festgelegt werden und die den geldpolitischen Kurs der EZB widerspiegeln. Hierbei handelt es sich um den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und den Zinssatz für die Einlagefazilität.

**Lohnstückkosten** (unit labour costs): Messgröße der Gesamtarbeitskosten je Produkteinheit, die für das Euro-Währungsgebiet als Quotient aus dem gesamten Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und dem BIP je Erwerbstätigen in konstanten Preisen berechnet wird.

**M1**: Eng gefasstes Geldmengenaggregat, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen bei MFIs und beim Zentralstaat (z. B. bei der Post oder dem Schatzamt) umfasst.

**M2**: Mittleres Geldmengenaggregat, das M1 sowie Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. kurzfristige Spareinlagen) und Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. kurzfristige Termineinlagen) bei MFIs und beim Zentralstaat umfasst.

**M3**: Weit gefasstes Geldmengenaggregat, das M2 sowie marktfähige Finanzinstrumente, insbesondere Repogeschäfte, Geldmarktfondsanteile und von MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umfasst.

**Mengentender** (fixed rate tender): Tenderverfahren, bei dem der Zinssatz im Voraus von der Zentralbank festgelegt wird und die teilnehmenden Geschäftspartner den Geldbetrag bieten, für den sie zum vorgegebenen Zinssatz abschließen wollen.

**MFI-Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet** (MFI credit to euro area residents): Buchkredite der MFIs an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet (einschließlich öffentlicher Haushalte und privatem Sektor) sowie der MFI-Bestand an von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapieren (Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Schuldverschreibungen).

**MFIs (Monetäre Finanzinstitute)** (MFIs – Monetary Financial Institutions): Alle Finanzinstitute, die den Geldschöpfungssektor des Euro-Währungsgebiets bilden. Hierzu zählen das Eurosystem, ansässige Kreditinstitute im Sinne des Gemeinschaftsrechts und alle anderen im Euroraum ansässigen Finanzinstitute, deren wirtschaftliche Tätigkeit darin besteht, Einlagen bzw. Einlagen substitute im engeren Sinn von anderen Wirtschaftssubjekten als MFIs entgegenzunehmen und auf eigene Rechnung (zumindest im wirtschaftlichen Sinn) Kredite zu gewähren und/oder in Wertpapiere zu investieren. Letztere Gruppe umfasst in erster Linie Geldmarktfonds.

**MFI-Zinssätze** (MFI interest rates): Zinssätze, die von gebietsansässigen Kreditinstituten und sonstigen MFIs (ohne Zentralbanken und Geldmarktfonds) für auf Euro lautende Einlagen und Kredite gegenüber im Euro-Währungsgebiet ansässigen privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften angewendet werden.

**Mindestreservepflicht** (reserve requirement): Verpflichtung eines Kreditinstituts, Mindestreserven beim Eurosystem zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthabens innerhalb einer etwa einmonatigen Mindestreserve-Erfüllungsperiode.

**Monatliche Bruttoverdienste** (gross monthly earnings): Monatliche Bruttolöhne und -gehälter der Arbeitnehmer, einschließlich der Sozialbeiträge der Arbeitnehmer.

**Nettoforderungen des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets** (MFI net external assets): Forderungen des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Gebietsfremden (z. B. in Form von Gold, nicht auf Euro lautenden Banknoten und Münzen, von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets begebenen Wertpapieren sowie an Gebietsfremde vergebenen Krediten) abzüglich der Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Euroraum gegenüber Ansässigen außerhalb des Eurogebiets (wie Einlagen und Repogeschäfte von Gebietsfremden sowie deren Geldmarktfondsanteile und von MFIs des Euroraums begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren).

**Offene Stellen** (job vacancies): Sammelbegriff für neu geschaffene Stellen, unbesetzte Stellen und Stellen, die in naher Zukunft nicht mehr besetzt sein werden und für die der Arbeitgeber in letzter Zeit aktiv nach geeigneten Kandidaten gesucht hat.

**Öffentliche Haushalte (Staat)** (general government): Sektor, der laut ESGV 95 gebietsansässige Einheiten umfasst, deren Hauptfunktion darin besteht, nicht marktbestimmte Waren und Dienstleistungen für den Individual- und Kollektivkonsum bereitzustellen und/oder die Einkommen und Vermögen umzuverteilen. Darin enthalten sind die Teilsektoren Zentralstaat, Länder, Gemeinden und Sozialversicherung. Einrichtungen der öffentlichen Hand mit Erwerbzzweck, wie beispielsweise öffentliche Unternehmen, zählen nicht zum Staatssektor.

**Preisstabilität** (price stability): Die Gewährleistung der Preisstabilität ist das vorrangige Ziel des Eurosystems. Der EZB-Rat definiert Preisstabilität als Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat machte außerdem deutlich, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abziele, mittelfristig eine Preissteigerungsrate unter, aber nahe der 2 %-Marke beizubehalten.

**Referenzwert für das M3-Wachstum** (reference value for M3 growth): Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3, die auf mittlere Sicht mit der Gewährleistung der Preisstabilität vereinbar ist. Derzeit beträgt der Referenzwert für das jährliche M3-Wachstum  $4 \frac{1}{2}$  %.

**Schuldenquote (öffentliche Haushalte)** (debt-to-GDP ratio – general government): Verhältnis zwischen dem öffentlichen Schuldenstand und dem BIP zu Marktpreisen. Die Schuldenquote ist Gegenstand eines der in Artikel 104 Absatz 2 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft festgelegten fiskalpolitischen Kriterien zur Feststellung eines übermäßigen Defizits.

**Schuldenstand (öffentliche Haushalte)** (debt – general government): Brutto-Gesamtschuldenstand zum Nominalwert am Jahresende nach Konsolidierung innerhalb und zwischen den einzelnen Bereichen des Staatssektors.

**Schuldverschreibung** (debt security): Versprechen des Emittenten (d. h. des Schuldners), dem Inhaber (Gläubiger) (eine) Zahlung(en) zu einem oder mehreren bestimmten Terminen zu leisten. In der Regel sind Schuldverschreibungen festverzinslich (mit einem Kupon ausgestattet) und/oder werden mit einem Abschlag vom Nennwert verkauft. Schuldverschreibungen mit einer Ursprungslaufzeit von mehr als einem Jahr werden als langfristig eingestuft.

**Spitzenrefinanzierungsfazilität** (marginal lending facility): Ständige Fazilität des Eurosystems, die die Geschäftspartner nutzen können, um von einer nationalen Zentralbank Übernachtskredit gegen refinanzierungsfähige Sicherheiten zu einem im Voraus festgelegten Zinssatz zu erhalten.

**Survey of Professional Forecasters (SPF)**: Umfrage, die von der EZB seit dem Jahr 1999 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden die gesamtwirtschaftlichen Prognosen einer Gruppe von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Institutionen in der EU in Bezug auf Inflation, reales BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt.

**Umfrage zum Kreditgeschäft** (bank lending survey): Umfrage zur Kreditvergabepolitik, die vom Eurosystem seit Januar 2003 vierteljährlich durchgeführt wird. Darin werden einer fest vorgegebenen Gruppe von Banken im Euro-Währungsgebiet qualitative Fragen zur Entwicklung der Kreditrichtlinien, der Kreditkonditionen und der Kreditnachfrage sowohl bei Unternehmen als auch bei privaten Haushalten gestellt.

**Umfragen der Europäischen Kommission** (European Commission surveys): Im Auftrag der Europäischen Kommission in allen EU-Mitgliedstaaten durchgeführte harmonisierte Branchen- und Verbraucherumfragen. Die Fragebögen richten sich an Führungskräfte im verarbeitenden Gewerbe, im Baugewerbe, im Einzelhandel und im Dienstleistungssektor sowie an die Verbraucher. Die Ergebnisse der monatlichen Umfragen werden zu einzelnen Indikatoren zusammengefasst (Vertrauensindikatoren).

**Umfragen zum Einkaufsmanagerindex für das Euro-Währungsgebiet** (Eurozone Purchasing Managers' Surveys): Umfragen zur Geschäftslage im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in einer Reihe von Euro-Ländern, die zur Berechnung von Indizes verwendet werden. Der Einkaufsmanagerindex (EMI) für das verarbeitende Gewerbe im Euro-Währungsgebiet ist ein gewichteter Indikator, der aus Indizes der Produktion, des Auftragseingangs, der Beschäftigung, der Lieferzeiten der Anbieter und des Einkaufsbestands ermittelt wird. Die Umfrage im Dienstleistungssektor stellt Fragen zur gegenwärtigen und zukünftig erwarteten Geschäftsentwicklung, zu den Auftragsbeständen, zum Neugeschäft, zur Beschäftigung sowie zu den Vorleistungs- und Verkaufspreisen. Der Mehrkomponentenindex für das Euro-Währungsgebiet (Eurozone Composite Index) ergibt sich aus den kumulierten Umfrageergebnissen im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor.

**Verschuldung (Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung)** (debt – financial accounts): Kredite, Verbindlichkeiten aus Einlagen, begebene Schuldverschreibungen und Pensionsrückstellungen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (aufgrund der unmittelbaren Pensionsverpflichtungen der Arbeitgeber gegenüber ihren Arbeitnehmern), die am Ende des Berichtszeitraums zu Marktkursen bewertet werden. Anders als in der jährlichen Berechnung werden Kredite von nichtfinan-

ziellen Sektoren (z. B. Kredite zwischen verbundenen Unternehmen) oder von Banken außerhalb des Euro-Währungsgebiets in der vierteljährlichen Finanzierungsrechnung mangels verfügbarer Daten nicht erfasst.

**Wechselkursmechanismus II (WKM II)** (exchange rate mechanism II – ERM II): Bildet den Rahmen für die wechsellkurspolitische Zusammenarbeit zwischen den Euro-Ländern und den EU-Mitgliedstaaten, die nicht an der dritten Stufe der WWU teilnehmen.

**Wertpapiieranlagen** (portfolio investment): Anlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Wertpapieren von Gebietsfremden (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Aktiva) und Anlagen von Gebietsfremden in Wertpapieren von Ansässigen des Euroraums (Nettowert der Transaktionen und/oder Positionen) (Passiva). Darin enthalten sind Dividendenwerte und Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere). Transaktionen werden zu den tatsächlich gezahlten oder vereinnahmten Preisen abzüglich Kosten und Provisionen erfasst. Bei den Wertpapiieranlagen werden nur Unternehmensbeteiligungen, die weniger als 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts umfassen, verbucht.

**Zinsstrukturkurve** (yield curve): Kurve, die das Verhältnis von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von Schuldverschreibungen mit gleichem Kreditrisiko, aber unterschiedlichen Fälligkeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt beschreibt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve kann als die Differenz zwischen den Zinssätzen für zwei ausgewählte Restlaufzeiten errechnet werden.

**Zinstender** (variable rate tender): Tenderverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.



