



EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM

05 | 2009

MONATSBERICHT

EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

01 | 2009

02 | 2009

03 | 2009

04 | 2009

**05 | 2009**

06 | 2009

07 | 2009

08 | 2009

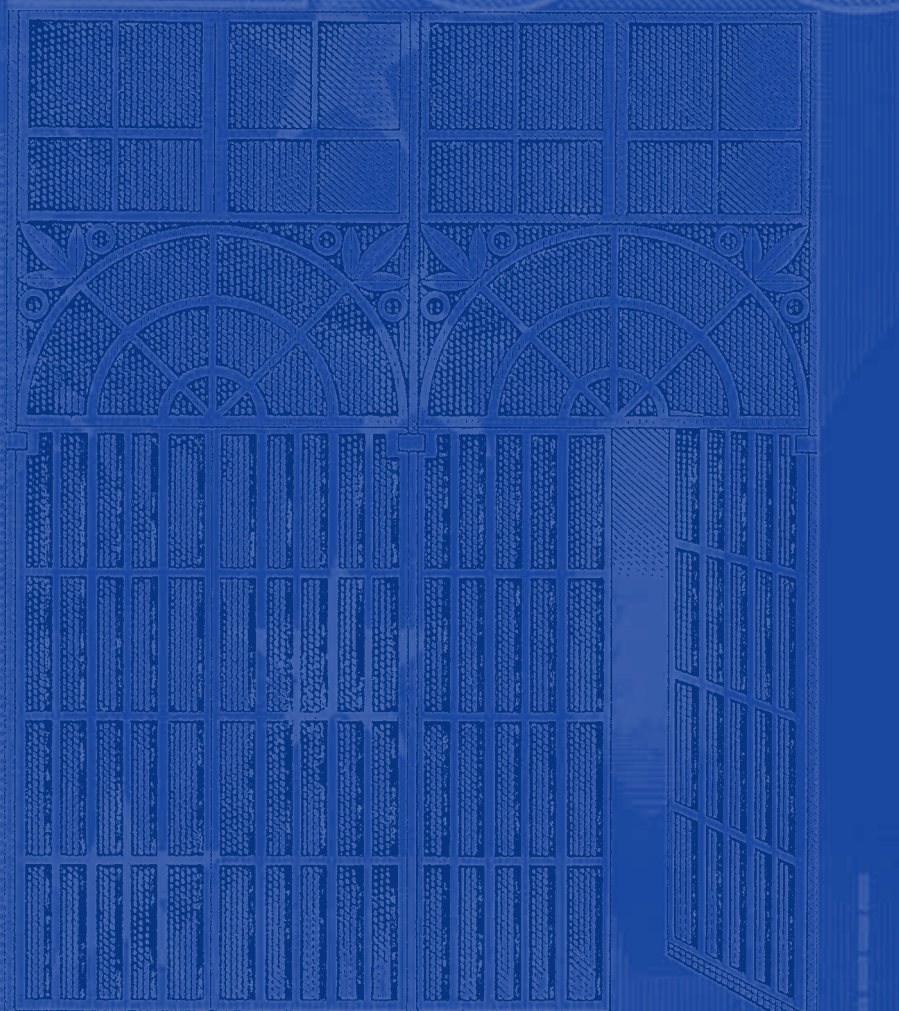
09 | 2009

10 | 2009

11 | 2009

12 | 2009

MONATSBERICHT  
MAI





EUROPÄISCHE ZENTRALBANK

EUROSYSTEM



## MONATSBERICHT MAI 2009

Auf allen  
Veröffentlichungen  
der EZB ist im  
Jahr 2009 ein  
Ausschnitt der  
200-€-Banknote  
abgebildet.

© Europäische Zentralbank, 2009

**Anschrift**

Kaiserstraße 29  
D-60311 Frankfurt am Main

**Postanschrift**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main

**Telefon**

+49 69 1344 0

**Internet**

[www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

**Fax**

+49 69 1344 6000

*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, der Oesterreichischen Nationalbank und der Europäischen Zentralbank). In Zweifelsfällen gilt der englische Originaltext.*

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

*Redaktionsschluss für die in dieser Ausgabe enthaltenen Statistiken war am 6. Mai 2009.*

ISSN 1561-0292 (Druckversion)

ISSN 1725-2954 (Online-Version)



# INHALT

<b>EDITORIAL</b>	<b>5</b>	<b>STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	<b>SI</b>
<b>WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN</b>	<b>9</b>	<b>ANHANG</b>	
Das außenwirtschaftliche Umfeld des Euro-Währungsgebiets	9	Chronik der geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems	I
Monetäre und finanzielle Entwicklung	18	Publikationen der Europäischen Zentralbank seit 2008	V
Preise und Kosten	48	Glossar	XIII
Produktion, Nachfrage und Arbeitsmarkt	59		
Wechselkurs- und Zahlungsbilanzentwicklung	71		
<b>Kästen:</b>			
1 Die Auswirkungen des Ölpreistrückgangs auf die Leistungsbilanz ausgewählter Volkswirtschaften	11		
2 Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet vom April 2009	23		
3 Die integrierten Sektorkonten des Euro-Währungsgebiets für das vierte Quartal 2008	42		
4 Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB für das zweite Quartal 2009	54		
5 Jüngste Entwicklung der Lagerbestände	61		
6 Abschwächung in der Bauwirtschaft	66		
7 Zur jüngsten Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und der Preise im Handel des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern	76		
<b>AUFSÄTZE</b>			
Die Bedeutung von Erwartungen für die Durchführung der Geldpolitik	79		
Fünf Jahre EU-Mitgliedschaft	97		
Ratingagenturen: Entwicklungen und politische Grundsatzfragen	115		

## ABKÜRZUNGEN

### LÄNDER

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

### 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
HWWI	Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut
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
OECD	Organisation für Wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung
SITC Rev. 4	Internationales Warenverzeichnis für den Außenhandel (4. 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 7. Mai 2009 beschloss der EZB-Rat auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse, mit Wirkung vom 13. Mai 2009 den für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geltenden Zinssatz um weitere 25 Basispunkte auf 1,00 % zu senken und den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität um 50 Basispunkte auf 1,75 % zu verringern. Der Zinssatz für die Einlagefazilität wurde unverändert bei 0,25 % belassen. Damit wurde der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems seit dem 8. Oktober 2008 um insgesamt 325 Basispunkte herabgesetzt.

Das aktuelle Leitzinsniveau der EZB ist unter Berücksichtigung aller verfügbaren Informationen und Analysen angemessen. Neben den Zinssenkungen beschloss der EZB Rat am 7. Mai 2009, seinen erweiterten Ansatz zur Unterstützung der Kreditvergabe weiterzuentwickeln. Im Sinne der Kontinuität und Konsistenz der seit Oktober 2008 durchgeführten Geschäfte und in Anerkennung der zentralen Rolle, die das Bankensystem bei der Finanzierung der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets einnimmt, wird das Eurosystem liquiditätszuführende längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von zwölf Monaten in Form von Mengentendern mit vollständiger Zuteilung durchführen. Der Zinssatz für das erste dieser Geschäfte wird am 23. Juni 2009 bekannt gegeben; er wird dem dann geltenden Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte entsprechen. Die für die nachfolgenden Geschäfte geltenden Zinssätze werden – abhängig von der jeweils aktuellen Lage – unter Umständen einen Aufschlag auf den Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte enthalten.

Der EZB-Rat hat grundsätzlich beschlossen, dass das Eurosystem auf Euro lautende gedeckte Schuldverschreibungen, die im Eurogebiet begeben wurden, ankaufen wird. Die genauen Modalitäten hierfür werden nach der am 4. Juni 2009 stattfindenden Sitzung des EZB-Rats veröffentlicht.

Ferner beschloss der EZB-Rat, die Europäische Investitionsbank mit Wirkung vom 8. Juli 2009 als Geschäftspartner für die geldpolitischen

Geschäfte des Eurosystems zuzulassen; dabei werden für sie die gleichen Bedingungen gelten wie für die übrigen Geschäftspartner.

Diese Beschlüsse wurden getroffen, um den anhaltenden Rückgang der längerfristigen Geldmarktsätze zu fördern, die Banken zu ermutigen, ihre Kreditvergabe an Kunden aufrechtzuerhalten und auszuweiten, die Marktliquidität in wichtigen Segmenten des Marktes für private Anleihen zu verbessern und die Finanzierungsbedingungen für Banken und Unternehmen zu lockern.

Die Beschlüsse tragen der Erwartung Rechnung, dass die Preisentwicklung aufgrund des vergangenen kräftigen Rückgangs der Rohstoffpreise und der spürbaren Konjunkturabschwächung im Euro-Währungsgebiet sowie weltweit gedämpft bleiben wird. Die jüngsten Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse lassen erste Anzeichen einer Stabilisierung auf sehr niedrigem Niveau erkennen, nachdem das erste Quartal wesentlich schwächer ausgefallen war als erwartet. Die Wirtschaft befindet sich weltweit, auch im Euroraum, nach wie vor in einem schwerwiegenden Abschwung. Sowohl die Auslands- als auch die Binnennachfrage dürften 2009 sehr schwach bleiben, bevor sie sich im Laufe des nächsten Jahres allmählich erholen. Diese Einschätzung berücksichtigt eine Reihe ungünstiger Entwicklungen, die in den kommenden Monaten zum Tragen kommen dürften, wie zum Beispiel eine weitere Verschlechterung der Arbeitsmarktlage. Gleichzeitig bleiben die verfügbaren Indikatoren für die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen fest auf einem Niveau verankert, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Die Ergebnisse der monetären Analyse bestätigen, dass der Inflationsdruck nachgelassen hat, da sich das Geldmengen- und Kreditwachstum in den letzten Monaten weiter verlangsamt. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen geht der EZB-Rat nach seinen Beschlüssen vom 7. Mai davon aus, dass die Preisstabilität auf mittlere Frist gewährleistet bleibt und somit die Kaufkraft der privaten Haushalte im Euroraum gestützt wird.

Was die wirtschaftliche Analyse betrifft, so schwächte sich die Konjunktur im Euroraum infolge der Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen im Verlauf des ersten Quartals 2009 parallel zum anhaltenden weltwirtschaftlichen Abschwung weiter ab. Diese im ersten Jahresviertel verzeichnete Eintrübung scheint wesentlich stärker gewesen zu sein als im März vorausgesagt. Zuletzt waren in Umfragedaten erste Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen, wenngleich auf sehr niedrigem Niveau. Insgesamt dürfte sich die Wirtschaftstätigkeit im weiteren Jahresverlauf sehr schwach entwickeln, bevor 2010 eine allmähliche Erholung einsetzt. Insbesondere stützen die seit Sommer 2008 deutlich gefallen Rohstoffpreise das real verfügbare Einkommen und damit den Konsum. Darüber hinaus dürften die Auslands- und die Binnennachfrage zunehmend von den laufenden umfangreichen gesamtwirtschaftlichen Konjunkturprogrammen sowie von den bislang ergriffenen Maßnahmen zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems innerhalb wie auch außerhalb des Eurogebiets profitieren.

Unter Berücksichtigung all dieser Maßnahmen sowie ihrer Effekte, des deutlich negativen Wirtschaftswachstums im ersten Quartal des laufenden Jahres und der kürzlich veröffentlichten Prognosen öffentlicher Institutionen sind die Risiken, mit denen diese Aussichten behaftet sind, nach wie vor weitgehend ausgewogen. Abwärtsrisiken ergeben sich aus Bedenken, dass die Finanzmarkturbulenzen die Realwirtschaft stärker beeinflussen könnten, die Protektionismusbestrebungen möglicherweise weiter zunehmen und es in der Weltwirtschaft aufgrund einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte zu ungünstigen Entwicklungen kommen könnte. Andererseits könnten sich der Rückgang der Rohstoffpreise und die von der Politik ergriffenen Maßnahmen positiver auswirken als erwartet.

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI lag der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im April bei 0,6 % und blieb somit gegenüber März unverändert. Der Rückgang der Inflationsrate seit Sommer letzten Jahres ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Weltmarktpreise für

Rohstoffe in diesem Zeitraum erheblich gesunken sind. Außerdem gibt es vermehrt Anzeichen einer breiter angelegten Abnahme des Inflationsdrucks. Was die nähere Zukunft betrifft, so wird die kürzerfristige Dynamik des HVPI maßgeblich von Basiseffekten beeinflusst werden, die aus der früheren Entwicklung der Energiepreise herrühren. Dementsprechend geht der EZB-Rat davon aus, dass die jährlichen Gesamtinflationsraten weiter zurückgehen und etwa zur Jahresmitte vorübergehend einige Monate lang negativ sein werden. Anschließend dürften die jährlichen Teuerungsraten wieder ansteigen. Aus geldpolitischer Sicht sind solche kurzfristigen Bewegungen jedoch irrelevant. Längerfristig betrachtet dürfte die HVPI Inflation im Jahr 2010 positiv und unter 2 % bleiben, wobei die Preisentwicklung durch eine weiterhin verhaltene Nachfrage im Eurogebiet und in der übrigen Welt gedämpft werden dürfte. Die verfügbaren Indikatoren für die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen sind nach wie vor fest auf einem Niveau verankert, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten.

Die Risiken für diese Aussichten sind weitgehend ausgewogen und beziehen sich insbesondere auf die Konjunkturaussichten sowie die Entwicklung der Rohstoffpreise.

Was die monetäre Analyse betrifft, so bestätigen die jüngsten Daten die anhaltende Abschwächung der Grunddynamik des Geldmengenwachstums. So haben sich beispielsweise die Jahreswachstumsraten der Geldmenge M3 und der Buchkredite an den privaten Sektor weiter auf 5,1 % bzw. 3,2 % verringert. Diese Verlangsamung stützt die Einschätzung, dass der Inflationsdruck auf mittlere Sicht abnimmt.

Die monatliche Entwicklung von M3 und seinen Komponenten ist nach wie vor Schwankungen unterworfen, und die Daten für März weisen auf einen Rückgang der meisten jeweils ausstehenden Beträge hin. Darin könnten sich zum Teil die Anlageentscheidungen der Marktteilnehmer in Reaktion auf die vorangegangenen Senkungen der EZB-Leitzinsen widerspiegeln. Durch diese

Maßnahmen verringerten sich die Zinssätze für kurzfristige Einlagen und marktfähige Finanzinstrumente, und es kam zu entsprechenden Umschichtungen bei der Mittelallokation nicht nur innerhalb von M3, sondern auch hin zu Finanzinstrumenten außerhalb der weit gefassten Geldmenge.

Die ausstehenden MFI-Buchkredite an den privaten Sektor gingen im März hauptsächlich aufgrund der negativen Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter zurück. Die verminderte Kreditgewährung ist erneut überwiegend auf Buchkredite mit kürzeren Laufzeiten zurückzuführen, während die Vergabe von Buchkrediten mit längeren Laufzeiten per saldo positiv blieb. Die rückläufige Vergabe kurzfristiger Darlehen dürfte weitgehend die gesunkene Nachfrage im Gefolge der zu Jahresbeginn verzeichneten drastischen Eintrübung von Konjunktur und Geschäftsaussichten widerspiegeln. Die Verzinsung kurzfristiger und variabel verzinslicher Bankkredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ist in den letzten Monaten erheblich gesunken, was darauf hindeutet, dass sich die Übertragung geldpolitischer Impulse auf die Wirtschaft fortsetzt. Insgesamt stützen die jüngsten Daten zur Geldmenge und zum Kreditgeschäft die Einschätzung, dass sowohl die Banken als auch der geldhaltende Sektor ihre in den vergangenen Jahren aufgebauten hohen Anteile an Fremdkapital reduzieren.

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die Beschlüsse des EZB-Rats vom 7. Mai der Erwartung Rechnung tragen, dass die Preisentwicklung aufgrund des in der Vergangenheit beobachteten starken Rückgangs der Rohstoffpreise und der spürbaren Konjunkturabschwächung sowohl im Euro-Währungsgebiet als auch weltweit gedämpft bleiben wird. Die jüngsten Wirtschaftsdaten und Umfrageergebnisse lassen erste Anzeichen einer Stabilisierung auf sehr niedrigem Niveau erkennen, nachdem das erste Quartal wesentlich schwächer ausgefallen war als erwartet. Die Wirtschaft befindet sich weltweit, auch im Euroraum, nach wie vor in einem schwerwiegenden Abschwung. Sowohl die Aus-

lands- als auch die Binnennachfrage dürften 2009 sehr schwach bleiben, bevor sie sich im Laufe des nächsten Jahres allmählich erholen. Diese Einschätzung berücksichtigt eine Reihe ungünstiger Entwicklungen, die in den kommenden Monaten zum Tragen kommen dürften, wie zum Beispiel eine weitere Verschlechterung der Arbeitsmarktlage. Gleichzeitig bleiben die verfügbaren Indikatoren für die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen fest auf einem Niveau verankert, das mit dem Ziel des EZB-Rats im Einklang steht, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten. Die Gegenprüfung anhand der Ergebnisse der monetären Analyse bestätigt, dass der Inflationsdruck nachgelassen hat, da sich das Geldmengen- und Kreditwachstum in den letzten Monaten weiter verlangsamte. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklungen geht der EZB-Rat nach seinen Beschlüssen vom 7. Mai davon aus, dass die Preisstabilität auf mittlere Frist gewährleistet bleibt und somit die Kaufkraft der privaten Haushalte im Euroraum gestützt wird.

Insgesamt hat das Eurosystem seit der Verschärfung der Finanzkrise im September 2008 eine Reihe von Maßnahmen ergriffen, die im Hinblick auf ihre Art, ihren Umfang und ihre zeitliche Abfolge beispiellos sind. Infolgedessen war bei den wichtigsten Geldmarktsätzen, die den Banken des Eurogebiets üblicherweise als Richtwert dienen, um ihre Zinsen für Kredite mit variabler Verzinsung und für neue kurzfristige Kredite festzusetzen, ein merklicher Rückgang zu beobachten. Dies wiederum führte zu einer deutlichen Abnahme der Zinssätze für die Vergabe derartiger Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Da die Transmission der Geldpolitik mit einer zeitlichen Verzögerung erfolgt, werden die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats nach und nach in vollem Umfang auf die Wirtschaft durchschlagen. Mit allen bislang ergriffenen Maßnahmen hat die Geldpolitik also die privaten Haushalte und die Unternehmen fortlaufend gestützt.

Der EZB-Rat wird dafür Sorge tragen, dass die Maßnahmen rasch rückgängig gemacht werden



können und die bereitgestellte Liquidität abgeschöpft werden kann, sobald sich das gesamtwirtschaftliche Umfeld wieder aufhellt, um jeglicher Gefahr für die Preisstabilität auf mittlere bis längere Sicht wirksam und rechtzeitig entgegenwirken zu können. Der EZB-Rat wird weiterhin sicherstellen, dass die mittelfristigen Inflationserwartungen fest verankert bleiben. Diese Verankerung ist zur Stützung eines nachhaltigen Wachstums und der Beschäftigung unerlässlich und trägt zur Finanzstabilität bei. Dementsprechend wird der EZB-Rat auch in nächster Zeit alle Entwicklungen sehr genau verfolgen.

Was die Finanzpolitik betrifft, so deuten die jüngsten Projektionen für die Euro-Länder auf anhaltende Korrekturen der Schätzungen und Prognosen bezüglich der Haushaltssalden hin. Größere Haushaltsdefizite und die fiskalischen Auswirkungen der Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors werden zu deutlich höheren öffentlichen Schuldenquoten führen. Darüber hinaus ergibt sich aus aktualisierten Prognosen der Europäischen Kommission und des Ausschusses für Wirtschaftspolitik im Auftrag des ECOFIN-Rats, dass die Bewältigung der von der Bevölkerungsalterung ausgehenden Haushaltsbelastung für die meisten Länder eine große Herausforderung darstellt. Aus diesem Grund ist ein klares und glaubwürdiges Bekenntnis der Länder zu einem Konsolidierungspfad mit dem Ziel, unter vollständiger Einhaltung der Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts zu soliden Staatsfinanzen zurückzukehren, von zentraler Bedeutung. Dadurch wird das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Nachhaltigkeit der öffentlichen Finanzen gewahrt und die konjunkturelle Erholung wie auch das langfristige Wirtschaftswachstum gefördert. Die Glaubwürdigkeit der Verpflichtung zur Konsolidierung der Staatshaushalte wird erhöht, wenn diese Verpflichtung ein Bestandteil der mittelfristigen Politik der einzelnen Länder ist.

Im Hinblick auf die Strukturpolitik ist es entscheidend, dass der Schwerpunkt nun im Einklang mit dem Grundsatz einer offenen Marktwirtschaft auf die Stärkung der Anpassungsfähigkeit und Flexibilität der Wirtschaft des Eurogebiets gelegt wird.

Daher ist es erforderlich, Arbeitsmarktreformen beschleunigt umzusetzen, um eine angemessene Lohnsetzung sowie eine sektor- und regionenübergreifende Mobilität der Arbeitskräfte zu erleichtern; Gleiches gilt für Reformen der Gütermärkte mit dem Ziel, den Wettbewerb zu fördern und die Restrukturierung voranzutreiben.

Diese Ausgabe des Monatsberichts enthält drei Aufsätze. Der erste befasst sich mit der zentralen Rolle, die Erwartungen – insbesondere fest verankerte langfristige Inflationserwartungen – bei der Durchführung der Geldpolitik einnehmen. Im zweiten Aufsatz werden die wichtigsten institutionellen und wirtschaftlichen Merkmale der zwölf Länder beschrieben, die der EU im Mai 2004 bzw. im Januar 2007 beigetreten sind; außerdem wird darin die Entwicklung dieser Staaten seit ihrem EU-Beitritt nachvollzogen. Thema des dritten Aufsatzes sind die wichtigsten Entwicklungen und politische Grundsatzfragen im Hinblick auf die regulatorische Behandlung von Ratingagenturen.

# WIRTSCHAFTLICHE UND MONETÄRE ENTWICKLUNGEN

## I DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

Wenngleich sich die Weltwirtschaft weiterhin in einem schwerwiegenden Abschwung befindet, deuten die jüngsten Indikatoren auf eine Verlangsamung der rückläufigen Dynamik hin. Gleichzeitig nimmt der globale Inflationsdruck aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit den niedrigeren Rohstoffpreisen sowie wegen der schlechteren Arbeitsmarktlage und der weltweit zunehmenden Wirtschaftsflaute rasch ab.

### I.1 WELTWIRTSCHAFTLICHE ENTWICKLUNGEN

Wenngleich sich die Weltwirtschaft weiterhin in einem schwerwiegenden Abschwung befindet, deuten die jüngsten Indikatoren auf eine Verlangsamung der rückläufigen Dynamik hin. Der globale Einkaufsmanagerindex (EMI) wies im März auf eine geringere Kontraktion im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor hin. Der durchschnittliche Indexwert für die Produktion im ersten Quartal 2009 lag insgesamt leicht über dem Rekordtief des vorangegangenen Dreimonatszeitraums. Die rückläufigen Produktionsraten im verarbeitenden Gewerbe gaben im April weiter nach.

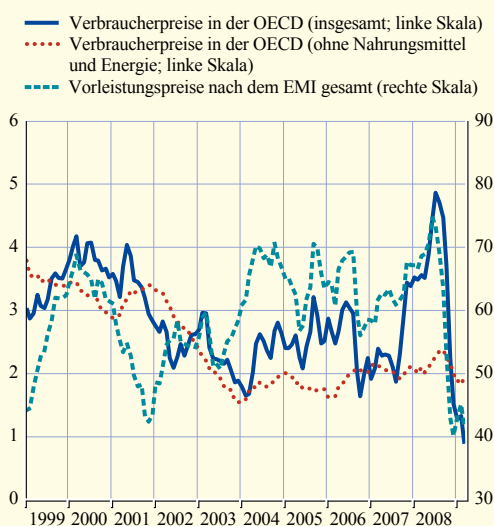
Der globale Inflationsdruck nimmt aufgrund von Basiseffekten im Zusammenhang mit den gesunkenen Rohstoffpreisen sowie wegen der schwächeren Arbeitsmarktlage und der zunehmenden weltwirtschaftlichen Flaute rasch ab. Die am VPI gemessene Gesamtinflation in den OECD-Ländern betrug im Zwölfmonatszeitraum bis März 2009 0,9 %, verglichen mit 1,3 % im Vormonat. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet belief sich die jährliche VPI-Teuerung im März auf 1,8 %. Der globale EMI-Gesamtindex für die Vorleistungspreise sank im selben Monat erneut und deutet somit auf eine weitere Verschlechterung der Kostenlage hin. Der globale Index für die Inputpreise im verarbeitenden Gewerbe legte im April zwar zu, hielt sich aber auf historisch niedrigem Niveau und lässt damit einen anhaltenden Rückgang der Produktionskosten erkennen (siehe Abbildung 1).

### VEREINIGTE STAATEN

In den Vereinigten Staaten blieb die konjunkturelle Aktivität schwach. Im ersten Quartal 2009 schrumpfte die Wirtschaft weiter, wenngleich die jüngsten Daten auf ein langsames Kontraktionstempo hindeuten. Vorläufigen Schätzungen zufolge sank das reale BIP in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres annualisiert um 6,1 % nach 6,3 % im Vorquartal. Während die über den Erwartungen liegenden privaten Konsumausgaben diesen Rückgang abmilderten, schrumpften die privaten Anlageinvestitionen und die Handelsströme zusehends. Darüber hinaus sorgte der rapide Lagerabbau für eine Minderung des BIP-Wachstums um 2,8 Prozentpunkte. Für die nähere Zukunft ist davon auszugehen, dass die Aussichten für den privaten Konsum durch die drastische Verschlechterung der Arbeitsmarktlage und negative Vermögenseffekte getrübt werden. Außerdem war wegen einer Verringerung der globalen Handelsströme und rückläufiger Entwicklungen in anderen Volks-

Abbildung 1 Entwicklung der internationalen Preise

(Monatswerte; Veränderung gegen Vorjahr in %; Diffusionsindex)



wirtschaften eine schwache Exporttätigkeit zu verzeichnen. Vor diesem Hintergrund dürften die gesunkenen Rohstoffpreise sowie die auf den Weg gebrachten umfangreichen Konjunkturmaßnahmen die Wirtschaft etwas stützen (siehe Kasten 1, in dem die potenziellen Auswirkungen des Ölpreisrückgangs im zweiten Halbjahr 2008 auf die Leistungsbilanz ausgewählter Volkswirtschaften beschrieben werden). Mit Blick auf die Zukunft kann auch die kräftige Abwärtskorrektur der Lagerbestände als positives Zeichen für die Aussicht auf eine allmähliche Erholung gewertet werden.

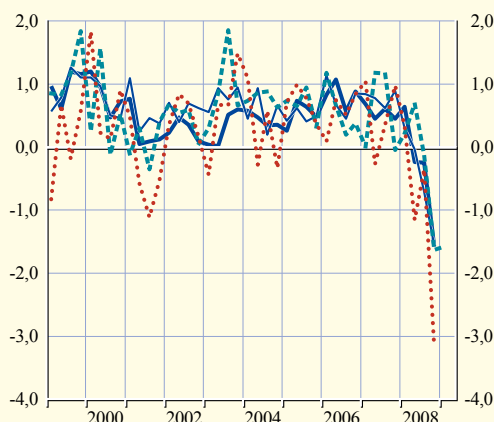
Was die Preisentwicklung anbelangt, so sank der VPI in den zwölf Monaten bis März 2009 um 0,4 %. Damit wurde sein erster jährlicher Rückgang seit 1955 verzeichnet. Hinter dieser Entwicklung verbargen sich kräftige Basiseffekte in Verbindung mit den gesunkenen Rohstoffpreisen. Die sich verstärkende Wirtschaftsflaute dürfte den Preisauftrieb in nächster Zeit eindämmen. Die jährliche Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie belief sich im März – wie schon im Vormonat – auf 1,8 %.

Am 29. April 2009 beschloss der Offenmarktausschuss der Federal Reserve, den Zielzinssatz für Tagesgeld unverändert in einem Korridor von 0 % bis 0,25 % zu belassen. Um die Funktionsweise der Finanzmärkte weiter zu stärken und die Kreditbedingungen zu verbessern, erklärte die US-Notenbank nachdrücklich, auf Basis des Umfangs und der Zusammensetzung ihrer Bilanz am Einsatz unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen festhalten zu wollen.

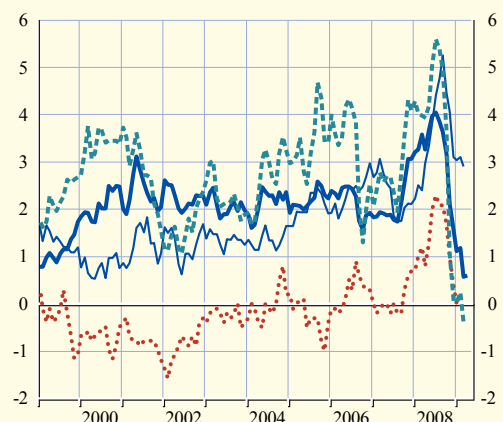
Abbildung 2 Grundlegende Entwicklungen in wichtigen Industrieländern

— Euro-Währungsgebiet    - - - - - Vereinigte Staaten  
 ..... Japan                      — Vereinigtes Königreich

**Produktionswachstum<sup>1)</sup>**  
 (Veränderung gegen Vorquartal in %; Quartalswerte)



**Inflationsraten<sup>2)</sup>**  
 (Verbraucherpreise; Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



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

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

2) HVPI für das Euro-Währungsgebiet und das Vereinigte Königreich, VPI für die Vereinigten Staaten und Japan.

Kasten I

## DIE AUSWIRKUNGEN DES ÖLPREISRÜCKGANGS AUF DIE LEISTUNGSBILANZ AUSGEWÄHLTER VOLKSWIRTSCHAFTEN

Der Rückgang der Preise für Rohöl und sonstige Rohstoffe hat die weltweite Leistungsbilanzkorrektur maßgeblich beeinflusst. Nachdem die Ölnotierungen im Juli 2008 mit 136 USD je Barrel einen Höchststand erreicht hatten, sind sie seither um mehr als 60 % auf rund 50 USD pro Barrel gefallen. Gleichzeitig hat sich die Ölhandelsbilanz wichtiger fortgeschrittener Volkswirtschaften wesentlich verbessert, und die Leistungsbilanzdefizite wurden verringert. Vor diesem Hintergrund liefert der vorliegende Kasten einige Schätzungen der potenziellen Nettoersparnis wichtiger Ölimportländer (einschließlich des Euro-Währungsgebiets und der beiden Länder mit den – nominal – größten Leistungsbilanzungleichgewichten, Vereinigte Staaten und China) infolge des jüngsten Ölpreisrückgangs. Dabei geht es im Wesentlichen um zwei Arten, wie sich die gesunkenen Ölpreise auf die Nettoersparnis der ölimportierenden Volkswirtschaften auswirken können: a) direkt, unter der Annahme, dass das Volumen der Öleinfuhren auf kurze Sicht konstant bleibt, und b) indirekt, indem das Volumen der von den Ölimportländern ausgeführten Waren abnimmt, was auf die – bedingt durch die niedrigeren Öleinnahmen – geringere Importnachfrage der Ölförderländer zurückzuführen ist.<sup>1, 2</sup> Während der erstgenannte Effekt die Leistungsbilanzposition der Ölimporteure tendenziell verbessert, ist beim zweiten eher das Gegenteil der Fall.

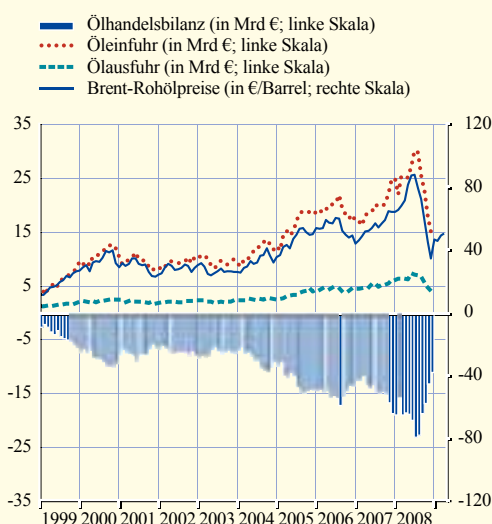
### Direkte und indirekte Effekte

Die Volkswirtschaften mit den mengenmäßig höchsten Öleinfuhren profitieren am stärksten von den direkten Auswirkungen der gesunkenen Ölpreise, da sich die Nettobilanz im Ölhandel der Importländer kurzfristig proportional zum Rückgang der Ölpreise entwickeln dürfte (siehe Abbildung). Daher werden die Vereinigten Staaten und der Euroraum mit Öleinfuhren im Jahr 2008 von per saldo rund 386 Mrd USD bzw. 217 Mrd € (337 Mrd USD) am meisten begünstigt (siehe Tabelle A).

Gleichzeitig kommt der indirekte Effekt des Ölpreisrückgangs auf das Volumen der exportierten Waren in jenen Volkswirtschaften stärker zum Tragen, die ein verhältnismäßig hohes Warenvolumen in Ölförderländer ausführen, da die Importnachfrage dort nachlassen dürfte. Zu diesen Volkswirtschaften gehört auch das Eurogebiet, wengleich sich dessen Warenaus-

### Ölpreise und die Ölhandelsbilanz des Euro-Währungsgebiets

(Monatswerte)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die Daten sind saison- und arbeitstäglich bereinigt. Mit Ausnahme der Brent-Rohölpreise (April 2009) beziehen sich die jüngsten Angaben auf Dezember 2008.

1 In dieser Analyse sind sonstige relative Volumen- oder Preisänderungen, die die Terms of Trade und die realen Wechselkurse beeinflussen könnten, nicht berücksichtigt.  
2 Im Rahmen dieser Untersuchung zählen zu den Ölexportländern Norwegen, Russland und die OPEC-Staaten ohne den Irak.

fuhr in erdölexportierende Länder dem Wert nach auf lediglich rund zwei Drittel der gesamten Ölrechnung beläuft (siehe Tabelle A).

### Kombinierte Effekte

Der kombinierte Effekt des Ölpreistrückgangs auf die Leistungsbilanz lässt sich durch Saldierung der direkten und der indirekten Effekte schätzen. Zur Simulation der indirekten Auswirkungen werden verschiedene starke Anpassungen der Importnachfrage der Ölförderländer zugrunde gelegt. Nimmt man einen durchschnittlichen Ölpreis von 50 USD je Barrel als Richtwert, so würden die Einnahmen der Ölexporteure um rund 700 Mrd USD sinken. Inwieweit die niedrigeren Ölpreise auf die Nettoersparnis der Ölimportländer durchschlagen, lässt sich anhand von vier Szenarien simulieren. Hinsichtlich der Einfuhren der Ölexportländer sind folgende Szenarien denkbar: a) keine Verringerung der Importe (der höchste von den Importeuren zu erzielende „Gewinn“), b) eine Verringerung der Importe in Höhe von rund 20 % des Rückgangs der Ölexporteinnahmen (auf Basis empirischer Daten zur asymmetrischen Reaktion der Importnachfrage der Ölexportländer auf positive bzw. negative Veränderungen der Einkünfte aus dem Öllexport), c) eine Verringerung der Importe in Höhe von etwa 60 % des Einnahmerückgangs bei der Ölausfuhr (ein konservatives Szenario bezüglich der potenziellen „Gewinne“ der Ölimporteure) und d) eine Verringerung der Importe in Höhe von 100 % des Einnahmerückgangs im Bereich der Erdölimporte (d. h. ein „worst case“-Szenario, bei dem sich die wertmäßige Abnahme der Ölausfuhren eins zu eins in einer Minderung der Importnachfrage der Ölförderländer niederschlägt). Szenario b) beruht auf internen EZB-Schätzungen, die darauf hindeuten, dass eine Verringerung der Ölpreise tendenziell zu einer Reduktion der Einfuhren der Ölexportländer führt, welche sich auf rund 20 % des Rückgangs der Öleinnahmen beläuft; die entsprechende Reaktion bei einer Ölpreiserhöhung lässt sich mit einem Importanstieg von etwa 60 % beziffern.<sup>3</sup> Die zuletzt genannte Veränderung ist als Szenario c) angegeben, um eine breite Auswahl möglicher Einflüsse darzustellen.

Dieser kombinierte Effekt ist in Tabelle B unter der Annahme zusammengefasst, dass sich die Verringerung der Importe der erdölexportierenden Länder entsprechend dem Anteil ihrer Handelspartner an der gesamten Wareneinfuhr aufteilt (danach würden 27 % auf das Eurogebiet, 11 % auf China und 8 % auf die Vereinigten Staaten entfallen).<sup>4</sup> Der Extremfall, dass es zu kei-

Tabelle A Öleinfuhr (netto) und Warenausfuhr in Ölexportländer

	Öleinfuhr (netto) 2008		Geschätzte Öleinfuhr (netto) zu 50 USD/Barrel		Warenausfuhr in Ölexportländer 2007	
	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP
Euro-Währungsgebiet	337	2,4	167	1,2	191	1,6
Vereinigte Staaten	386	2,7	208	1,5	60	0,4
China	135	3,2	69	1,6	78	2,4
Übrige Welt	587	-	301	-	382	-
Insgesamt	1 445	-	746	-	711	-

Quelle: EZB-Schätzungen auf Basis von Daten der EZB und des IWF (World Economic Outlook und Handelsstatistik). Anmerkung: Im Jahr 2008 belief sich der durchschnittliche Rohölpreis auf 103 USD je Barrel.

3 Die Stärke des Rückgangs der Importnachfrage in den Szenarien b) und c) basiert auf den Koeffizienten aus der Panelregression von zwölf erdölexportierenden Ländern im Zeitraum von 1980 bis 2008. Diese deuten darauf hin, dass die zunehmende Importnachfrage der Ölexporteure in Zeiten steigender Ölpreise rund 63 % der zusätzlichen Einnahmen absorbiert, während die Importnachfrage bei fallenden Preisen um lediglich 19 % des Rückgangs der Öleinkünfte sinkt.

4 Die Handelsanteile basieren auf den jährlichen bilateralen Handelsströmen im Jahr 2007, dem letzten Jahr, für das vollständige Angaben vorliegen.



**Tabelle B Geschätzte Nettoersparnis aus dem kombinierten Effekt eines Rückgangs der Öleinfuhrwerte und der Warenausfuhr in Öllexportländer**

Reaktion der Importe: in % des Rückgangs der Öleinnahmen	Szenario a) Keine 0 %		Szenario b) Gering 20 %		Szenario c) Stark 60 %		Szenario d) Vollständig 100 %	
	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP	in Mrd USD	in % des BIP
Euro-Währungsgebiet								
1) Direkter Effekt	170	(1,2)	170	(1,2)	170	(1,2)	170	(1,2)
2) Indirekter Effekt	0	(0,0)	-37	(-0,3)	-121	(-0,9)	-192	(-1,4)
Kombinierter Effekt (1+2)	170	(1,2)	134	(0,9)	49	(0,3)	-22	(-0,2)
Vereinigte Staaten								
1) Direkter Effekt	190	(1,3)	190	(1,3)	190	(1,3)	190	(1,3)
2) Indirekter Effekt	0	(0,0)	-11	(-0,1)	-36	(-0,2)	-57	(-0,4)
Kombinierter Effekt (1+2)	190	(1,3)	179	(1,2)	154	(1,1)	133	(0,9)
China								
1) Direkter Effekt	66	(1,4)	66	(1,4)	66	(1,4)	66	(1,4)
2) Indirekter Effekt	0	(0,0)	-15	(-0,3)	-49	(-1,0)	-78	(-1,6)
Kombinierter Effekt (1+2)	66	(1,4)	51	(1,1)	17	(0,3)	-12	(-0,3)

Quelle: EZB-Schätzungen auf Basis der Daten des World Economic Outlook, IWF.

ner Anpassung der Importnachfrage in den Öllexportländern kommt, bringt eine beträchtliche Nettoersparnis aller ölimportierenden Volkswirtschaften mit sich, die sich für die Vereinigten Staaten und China auf 1,3 % bis 1,4 % des BIP beläuft und im Euro-Währungsgebiet angesichts seines relativ geringeren Anteils an den Nettoöleinfuhren bei 1,2 % liegt. Die Szenarien b) und c), denen Importrückgänge von etwa 20 % bzw. 60 % zugrunde liegen, implizieren eine immer noch erhebliche Nettoersparnis in allen drei Regionen, die sich in dem günstigeren Szenario zwischen 0,9 % und 1,2 % des BIP bewegen würde, im Fall des Euroraums aber auf 0,3 % des BIP absänke, sollte die Importnachfrage der Ölexporteure stärker korrigiert werden. Die aus den niedrigeren Ölpreisen resultierende Nettoersparnis verändert sich im Eurogebiet und in China bei einer Anpassung der Importnachfrage der Öllieferstaaten stärker als in den USA, weil der Handel mit den Lieferstaaten für den Euroraum und China mehr Bedeutung hat als für die Vereinigten Staaten. In dem extremen, aber höchst unwahrscheinlichen Szenario, dass die Importnachfrage der erdölexportierenden Länder als Reaktion auf einen Rückgang ihrer Einnahmen aus dem Ölgeschäft vollständig angepasst wird, könnte die implizite Ersparnis des Eurogebiets und Chinas negativ ausfallen.

Zwar lässt diese Analyse den Schluss zu, dass die Nettoersparnis aus den geringeren Ölpreisen erheblich sein könnte, doch gibt es einige andere Faktoren, die das Ausmaß, in dem das Eurogebiet und andere Ölimporteure von diesem Effekt profitieren, ebenfalls beeinflussen können. Erstens hängt die implizite Wirkung auf die Nettoersparnis gänzlich von der Annahme eines Ölpreises von 50 USD je Barrel ab und könnte von den hier vorliegenden Schätzungen abweichen, sollten sich die Ölnotierungen im weiteren Jahresverlauf erholen. Zweitens richtet die Analyse ihr Hauptaugenmerk auf die Auswirkungen, die ein Rückgang der Ölpreise auf die Nettoersparnis haben könnte, und lässt andere leistungsbilanzwirksame Faktoren wie Wechselkursschwankungen und Veränderungen sonstiger relativer Preise außer Acht. Die entscheidende Erkenntnis der Untersuchung besteht jedoch darin, dass die ölimportierenden Volkswirtschaften eine umfangreiche Nettoersparnis verzeichnen dürften, selbst wenn die Exportländer mit einer erheblichen Drosselung ihrer Importnachfrage reagieren. Dies liegt vor allem darin begründet, dass die Ölausfuhren im Jahr 2008 die Importnachfrage der wichtigsten Öllexportländer bei Weitem übertrafen.

## **JAPAN**

In Japan trübte sich die Konjunktur weiter ein. Die von der Bank von Japan im März 2009 durchgeführte Tankan-Umfrage zum Geschäftsklima wies einen historischen Tiefstand bei den Großproduzenten aus; darin spiegelten sich der Einbruch der Exporte und die daraus resultierenden Auswirkungen auf die Binnenwirtschaft wider. Dennoch stieg das Verbrauchervertrauen im März erstmals seit Erreichen des Niedrigstands vom Dezember 2008 wieder an. Unterdessen hat sich die Kontraktion des Handels etwas gelockert; gegenüber dem Vorjahr schrumpften die Exporte im März 2009 um 45,6 % (49,4 % im Februar) und die Importe um 36,7 % (43 % im Februar).

Die Verbraucherpreisentwicklung war im März aufgrund der sich verstärkenden Konjunkturflaute weiter rückläufig. Die jährliche VPI-Teuerungsrate insgesamt sank von -0,1 % im Februar auf -0,3 % im März. Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet blieb die jährliche VPI-Inflationsrate im März mit -0,3 % negativ, während sie sich bereinigt um frische Nahrungsmittel mit -0,1 % ins Minus kehrte.

Auf ihrer Sitzung am 30. April 2009 beschloss die Bank von Japan, den Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld unverändert bei rund 0,1 % zu belassen.

## **VEREINIGTES KÖNIGREICH**

Im Vereinigten Königreich bestätigen die jüngsten Indikatoren die derzeitige Erwartung, dass es im laufenden Jahr zu einer ausgeprägten Rezession kommen wird. Der vorläufigen Schätzung nach sank das reale BIP im ersten Quartal 2009 um 1,9 % gegenüber dem Vorquartal, was den allgemein erwarteten Rückgang von 1,5 % überstieg. Die Wirtschaftsaktivität im verarbeitenden Gewerbe war besonders negativ betroffen und schrumpfte im gleichen Zeitraum um 6,2 %. In den letzten Monaten hat das Vertrauen sowohl im Dienstleistungssektor als auch in der Industrie abgenommen, während es bei den Verbrauchern und im Einzelhandel im Februar und März leicht gestiegen ist. Der Halifax House Price Index tendierte weiterhin nach unten und war im März 17,5 % niedriger als im entsprechenden Vorjahrsmonat. Der anhaltende Rückgang der Immobilienpreise verbunden mit einer geringeren gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und zunehmenden Schwierigkeiten, sich Fremdkapital zu beschaffen, dürfte die Unternehmensinvestitionen drosseln. Aufgrund der kräftigen Abwertung des Pfund Sterling ist zu erwarten, dass der Außenhandel einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum leisten wird. Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI fiel im März auf 2,9 % und dürfte im Jahresverlauf 2009 das Ziel von 2 % unterschreiten. Am 7. Mai 2009 beschloss der geldpolitische Ausschuss der Bank of England, den Leitzins unverändert bei 0,5 % zu belassen und den Umfang des Programms zum Erwerb von Vermögenswerten um 50 Mrd GBP auf insgesamt 125 Mrd GBP aufzustocken.

## **ANDERE EUROPÄISCHE LÄNDER**

In den meisten anderen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euroraums entwickelte sich die Konjunktur im ersten Quartal 2009 schwach. Die Inflation sank in den meisten Ländern im März. In Schweden schrumpfte das BIP im Schlussquartal 2008 um 2,4 % gegenüber dem vorherigen Dreimonatszeitraum, was restriktiveren Finanzierungsbedingungen, einer schleppenderen Auslandsnachfrage und einer größeren Zurückhaltung der privaten Haushalte zuzuschreiben war. Diese Faktoren dämpften die Wirtschaftstätigkeit auch in Dänemark, wo sich die Produktion im vierten Quartal 2008 um 2,0 % verringerte. Die Kurzfristindikatoren zeigen für beide Länder eine weitere konjunkturelle Eintrübung an. Die am HVPI gemessene Teuerungsrate hielt sich in den vergangenen Monaten sowohl in Schweden als auch in Dänemark auf einem niedrigen Niveau und sank im März auf 1,9 % bzw.

1,6 %. Am 2. April 2009 beschloss die Danmarks Nationalbank, ihren Leitzins um 25 Basispunkte auf 2 % herabzusetzen. Die Sveriges Riksbank nahm den Reposatz am 20. April um 0,5 Prozentpunkte auf 0,5 % zurück.

Ungarn verzeichnete im vierten Quartal 2008 eine wirtschaftliche Kontraktion von 1,2 % gegenüber dem vorhergehenden Vierteljahr. Das reale BIP der Tschechischen Republik ging im selben Zeitraum auf Quartalsbasis um 0,9 % zurück. Auch in Rumänien schwächte sich die konjunkturelle Aktivität infolge eines sehr starken Quartalsrückgangs im letzten Jahresviertel 2008 deutlich ab (auf 2,9 % zum Vorjahr). Die Konjunktur behauptete sich am besten in Polen, wo im vierten Quartal 2008 immer noch ein positives Quartalswachstum von 0,3 % erwirtschaftet wurde. Dies war darauf zurückzuführen, dass die Binnennachfrage nach wie vor kräftiger zulegte als in anderen Ländern der Region. Die Kurzfristindikatoren zeigen für alle Länder eine anhaltende konjunkturelle Schwäche an. In der Tschechischen Republik und in Polen zog die jährliche HVPI-Inflationsrate im März geringfügig an (auf 1,7 % bzw. 4,0 %), während sie in Ungarn und Rumänien nachgab (auf 2,8 % bzw. 6,7 %).

#### AUFSTREBENDE VOLKSWIRTSCHAFTEN ASIENS

Vorläufigen Daten zufolge verzeichneten die meisten aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens in den ersten Monaten des Jahres eine schwache konjunkturelle Aktivität. Die aktuellen Indikatoren zeigen jedoch, dass sich der Abschwung in den Ländern, die bereits 2008 einen Rückgang aufwiesen, allmählich verlangsamt und sich die Konjunktur in einigen Fällen sogar erholt zu haben scheint. Insbesondere der Außenhandel hat sich offenbar stabilisiert, wenn auch auf niedrigem Niveau. Dennoch dürften die negativen Zweitrundeneffekte der globalen Finanzkrise, beispielsweise die steigende Arbeitslosigkeit und negative Vermögenseffekte, die Erholung in den kommenden Monaten behindern. Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich in den meisten Ländern weiter verlangsamt.

In China ging das jährliche Wachstum des realen BIP im ersten Quartal 2009 auf 6,1 % zurück, verglichen mit 6,8 % in den letzten drei Monaten 2008. Nicht amtlichen Schätzungen zufolge hat sich das Wachstum jedoch auf Quartalsbasis in den ersten Monaten des laufenden Jahres leicht beschleunigt. Während die Auslandsnachfrage noch schwach ausgeprägt ist, haben die staatlichen Konjunkturmaßnahmen die Investitionen beträchtlich angekurbelt. Die Anlageinvestitionen in städtischen Ballungsräumen stiegen im ersten Vierteljahr 2009 um 30 % gegenüber dem Vorjahr. Daneben deuten die verfügbaren Daten darauf hin, dass sich die inländischen Konsumausgaben bislang erstaunlich gut gehalten haben. Die jährliche VPI-Teuerungsrate blieb im März mit -1,2 % nach -1,6 % im Vormonat negativ. Die akkommodierende Geldpolitik und die finanzpolitischen Maßnahmen haben sich in einem sehr raschen Kreditwachstum niedergeschlagen. Ende März war der Kreditbestand 30 % höher als ein Jahr zuvor.

#### LATEINAMERIKA

In Lateinamerika blieb das konjunkturelle Tempo schleppend. Im Februar sank die Industrieproduktion in Argentinien verglichen mit dem Vorjahr um 1,5 % und in Mexiko um 9,7 %, während sie in Brasilien im März um 13,3 % zurückging. Gleichzeitig halten sich die Inflationsraten jedoch trotz des starken Konjunkturrückgangs in der gesamten Region auf erhöhtem Niveau und geben nur langsam nach. Im März erhöhten sich die Verbraucherpreise binnen Jahresfrist um 6,3 % (Argentinien), 5,7 % (Brasilien) bzw. 6,0 % (Mexiko). Dessen ungeachtet bleiben die geldpolitischen Instanzen der Region besorgt über die Auswirkungen des konjunkturellen Abschwungs, was die Banco de México im April veranlasste, ihren Leitzins um 75 Basispunkte auf 6 % herabzusetzen.

## I.2 ROHSTOFFMÄRKTE

Der Ölpreis notierte im April vor dem Hintergrund nachlassender Schwankungen bei rund 50 USD und war Anfang Mai einem gewissen Aufwärtsdruck ausgesetzt. Ein Barrel Rohöl der Sorte Brent kostete am 6. Mai 54,2 USD und hatte sich damit gegenüber dem Jahresbeginn um 38 % verteuert (in Euro gerechnet beträgt die Steigerung rund 44 %). Die Marktteilnehmer rechnen mittelfristig mit höheren Preisen. Dies geht aus den Terminkontrakten zur Lieferung im Dezember 2011 hervor, die zu rund 71 USD gehandelt werden.

In jüngster Zeit bewegt sich der Ölpreis im Einklang mit den Erwartungen hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Entwicklung. Was die Fundamentaldaten angeht, so hat die Internationale Energieagentur ihre Prognosen zur Ölnachfrage des laufenden Jahres im April erneut gesenkt.

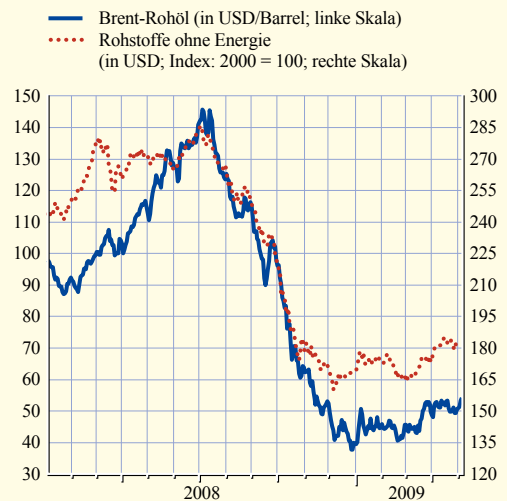
Nunmehr rechnet sie für das erste Quartal 2009 damit, dass 3,2 Millionen Barrel pro Tag weniger nachgefragt werden als vor Jahresfrist. Auf der Angebotsseite haben die OPEC-Staaten ihre Fördermengen weiter verringert, wenn auch in einem langsameren Tempo, da die vereinbarte Drosselung der Ölförderung bereits zum größten Teil umgesetzt wurde.

Die Notierungen für Rohstoffe ohne Energie erhöhten sich im April leicht. Die Metallpreise konnten, gestützt durch die lebhaftere Nachfrage aus China, deutlich zulegen. Die Entwicklung bei den Nahrungsmittelrohstoffen verlief dagegen uneinheitlich. Der Gesamtindex der (in US-Dollar gerechneten) Rohstoffpreise ohne Energie lag Ende April rund 9 % über seinem Stand zu Jahresbeginn.

## I.3 AUSSICHTEN FÜR DAS AUSSENWIRTSCHAFTLICHE UMFELD

Wenngleich die jüngsten Daten darauf schließen lassen, dass sich der Rückgang des Welthandels zuletzt etwas abgeschwächt hat, so ist doch nach wie vor mit einer sehr schleppenden Auslandsnachfrage nach Waren und Dienstleistungen des Eurogebiets zu rechnen. Die Frühindikatoren der OECD für Februar 2009 weisen weiterhin auf eine starke Wachstumsverlangsamung in allen wichtigen Volkswirtschaften hin. Gleichwohl sind in einigen Ländern Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen.

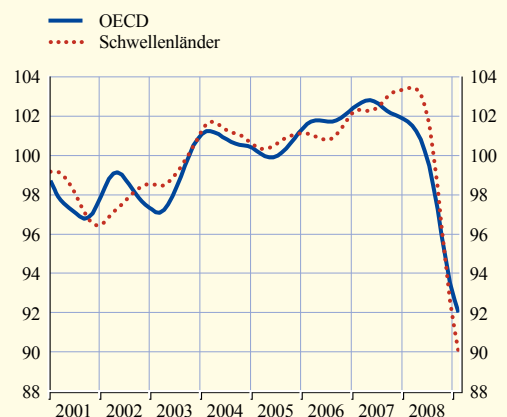
Abbildung 3 Grundlegende Entwicklungen an den Rohstoffmärkten



Quellen: Bloomberg und HWWI.

Abbildung 4 Frühindikator der OECD

(Monatswerte; um Ausschläge bereinigt)



Quelle: OECD.

Anmerkung: Der Indikator für die Schwellenländer ist ein gewichteter Durchschnitt des Frühindikators für Brasilien, Russland und China.

Die globalen Konjunkturaussichten sind nach wie vor mit hoher Unsicherheit behaftet. Einerseits gibt es Bedenken, dass die Finanzmarkturbulenzen die Realwirtschaft stärker beeinflussen könnten, die Protektionismusbestrebungen möglicherweise weiter zunehmen und es in der Weltwirtschaft aufgrund einer weiteren ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte zu ungünstigen Entwicklungen kommen könnte. Andererseits könnten die Auswirkungen, die sich aus dem Rückgang der Rohstoffpreise im zweiten Halbjahr 2008 und aus den weltweit eingeleiteten weitreichenden Maßnahmen der Politik ergeben, positiver als erwartet sein.



## 2 MONETÄRE UND FINANZIELLE ENTWICKLUNG

### 2.1 GELDMENGE UND MFI-KREDITE

Die monetären Daten für März 2009 bestätigen die tendenzielle Wachstumsabschwächung der weit gefassten Geldmenge und der Kredite, wenngleich bei der kurzfristigen Entwicklung nach wie vor eine hohe Volatilität zu beobachten ist. Im März waren sowohl die Geldmenge M3 als auch die Kreditvergabe an den privaten Sektor rückläufig, wobei Letztere selbst nach Bereinigung um die Auswirkungen von Verbriefungen abnahm. Diese Entwicklungen dürften weitgehend auf die drastische Verschlechterung der Konjunktur zurückzuführen sein. Der Fremdkapitalabbau im Finanzsektor scheint sich fortzusetzen, da im März bei den gesamten Aktiva der Kreditinstitute ein Kapitalabfluss verzeichnet wurde; hierin schlug sich vor allem die Reduzierung der Auslandsforderungen und – in geringerem Umfang – der Kredite nieder.

#### WEIT GEFASSTES GELDMENGENAGGREGAT M3

Das Geldmengenwachstum schwächte sich im März erneut ab; die jährliche Zuwachsrate von M3 ging von 5,8 % im Februar weiter auf 5,1 % zurück (siehe Abbildung 5). Die monatliche Wachstumsrate wurde abermals negativ und betrug im März -0,4 %, nachdem sie im Februar bei 0,5 % und im Januar bei -0,7 % gelegen hatte. Lässt man diese kurzfristige Volatilität außer Acht, so bestätigt die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate die erhebliche Abschwächung der monetären Dynamik seit der Verschärfung der Finanzmarkturbulenzen im September 2008.

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor ging ebenfalls weiter zurück und verzeichnete selbst nach Korrektur um den Einfluss der im Rahmen von Verbriefungen ausgebuchten Kredite einen negativen monatlichen Wert. Die März-Daten belegen dabei die gedämpftere Kreditvergabe, die in den letzten Monaten im Durchschnitt zu beobachten war. Darin dürfte sich aller Wahrscheinlichkeit nach die drastische Verschlechterung der Geschäfts- und Einkommensperspektiven in den letzten Monaten widerspiegeln.

Im März setzte sich der Fremdkapitalabbau im MFI-Sektor fort, und die gesamten Aktiva der Kreditinstitute waren weiter rückläufig. Dabei wurden vor allem Auslandsforderungen und – in geringerem Umfang – auch Kredite reduziert.

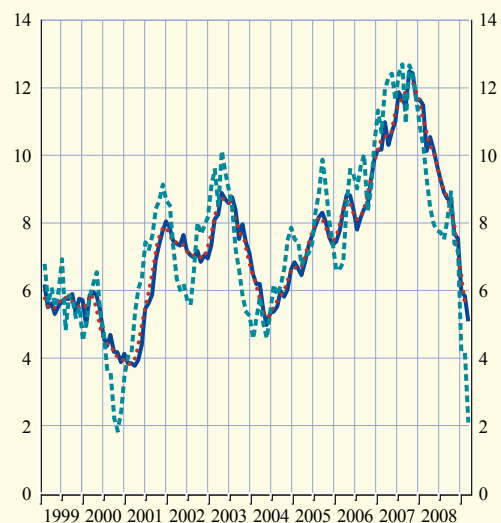
#### HAUPTKOMPONENTEN VON M3

Im März waren die Beiträge aller Hauptkomponenten von M3 im Vorjahrsvergleich rückläufig. Während jedoch der Beitrag der kurzfristigen Einlagen ohne täglich fällige Einlagen (d. h. M2-M1) erheblich fiel, waren die Beitragsrückgänge von M1 und der marktfähigen Finanzinstrumente (d. h. M3-M2) marginal.

Abbildung 5 M3-Wachstum

(Veränderung in %; saison- und kalenderbereinigt)

— M3 (Jahreswachstumsrate)  
- - - M3 (zentrierter gleitender Dreimonatsdurchschnitt der Jahreswachstumsrate)  
- - - M3 (auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate)



Quelle: EZB.

**Tabelle 1 Tabellarische Übersicht über monetäre Variablen**

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % von M3 <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Febr.	2009 März
<b>M1</b>	<b>43,9</b>	<b>2,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,7</b>	<b>5,3</b>	<b>6,3</b>	<b>5,9</b>
Bargeldumlauf	7,7	7,7	7,5	12,4	13,6	13,6	13,8
Täglich fällige Einlagen	36,1	1,3	-0,6	0,8	3,7	4,8	4,3
<b>M2 - M1 (= sonstige kurzfristige Einlagen)</b>	<b>42,2</b>	<b>19,6</b>	<b>19,1</b>	<b>15,8</b>	<b>9,3</b>	<b>7,8</b>	<b>6,4</b>
Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 2 Jahren	24,7	40,5	37,6	29,0	12,8	9,3	6,2
Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu 3 Monaten	17,5	-2,1	-1,7	-0,5	4,7	5,8	6,8
<b>M2</b>	<b>86,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,2</b>
<b>M3 - M2 (= marktfähige Finanzinstrumente)</b>	<b>14,0</b>	<b>10,3</b>	<b>8,9</b>	<b>4,1</b>	<b>-0,8</b>	<b>-0,8</b>	<b>-1,0</b>
<b>M3</b>	<b>100,0</b>	<b>10,2</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>6,0</b>	<b>5,8</b>	<b>5,1</b>
<b>Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet</b>		<b>9,7</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>	<b>5,9</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>
Kredite an öffentliche Haushalte		-1,3	0,6	1,7	5,7	6,7	7,7
Buchkredite an öffentliche Haushalte		0,8	2,1	2,9	2,3	3,1	1,4
Kredite an den privaten Sektor		12,0	10,9	8,6	6,0	5,7	4,7
Buchkredite an den privaten Sektor		10,5	9,1	7,4	4,6	4,3	3,2
Buchkredite an den privaten Sektor (um Kreditabsatz und Kreditverbriefungen bereinigt)		11,6	10,3	8,7	6,4	6,1	5,0
<b>Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen)</b>		<b>4,4</b>	<b>3,3</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,3</b>

Quelle: EZB.

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

Nachdem die Zwölfmonatsrate von M1 drei Monate in Folge gestiegen war, sank sie im März auf 5,9 % (nach 6,3 % im Februar); hierin spiegelt sich eine Abschwächung des jährlichen Wachstums der täglich fälligen Einlagen wider (siehe Tabelle 1). Dagegen erhöhte sich die Vorjahrsrate des Bargeldumlaufs, wenn auch nur marginal. In dieser jährlichen Entwicklung schlagen sich ein deutlicher monatlicher Abfluss bei den täglich fälligen Einlagen und ein erneuter kräftiger Zufluss beim Bargeldumlauf nieder.

Das Wachstum der kurzfristigen Einlagen (ohne täglich fällige Einlagen) ging weiter zurück. Die Zwölfmonatsrate sank von 7,8 % im Februar auf 6,4 % im März, wobei die Teilkomponenten dieser Einlagenkategorie nach wie vor gegenläufige Entwicklungen aufwiesen. So stieg die jährliche Zuwachsrates der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten (d. h. der kurzfristigen Spareinlagen) im März weiter, dies wurde aber durch einen Rückgang der entsprechenden Rate bei den Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren (d. h. der kurzfristigen Termineinlagen) mehr als kompensiert.

In den letzten Monaten wurde die Entwicklung der kurzfristigen Einlagen in erster Linie von Zinsüberlegungen bestimmt. Die bis Februar vorliegenden Daten zu den MFI-Zinsen deuten darauf hin, dass die Verzinsung kurzfristiger Einlagen insbesondere im Bereich der Termineinlagen weiter zurückging. Das dürfte erklären, wieso die im Februar und März verzeichneten Kapitalabflüsse bei den kurzfristigen Termineinlagen besonders ausgeprägt waren, während der monatliche Abfluss bei den täglich fälligen Einlagen im März geringer ausfiel und der Kapitalfluss bei den kurzfristigen Spareinlagen positiv blieb, wenngleich er gegenüber dem Vormonat abnahm.

Die Jahreswachstumsrate der marktfähigen Finanzinstrumente blieb im März negativ und lag bei -1,0 % gegenüber -0,8 % im Februar. Darin kommt ein Abfluss bei den marktfähigen Finanzinstru-

menten gegenüber dem Vormonat zum Ausdruck. Bei den Teilkomponenten der marktfähigen Finanzinstrumente erhöhte sich die jährliche Zuwachsrate der Geldmarktfondsanteile, obwohl der Zufluss im Vormonatsvergleich deutlich abnahm. Dagegen stieg der monatliche Zufluss bei den Repogeschäften im Berichtsmonat, was zu einem weiteren Anstieg der entsprechenden Jahreswachstumsrate führte. Bei den kurzfristigen MFI-Schuldverschreibungen (also Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren) im Bestand des geldhaltenden Sektors kam es zu einem deutlich größeren Abfluss als im Monat zuvor, was eine weitere Abnahme der Zwölfmonatsrate zur Folge hatte. Auch die MFIs selbst verringerten im März ihren Bestand an diesen Schuldverschreibungen, nachdem sie solche Papiere in den beiden vorangegangenen Monaten im großen Stil erworben hatten. Damit war der Nettoabsatz kurzfristiger MFI-Schuldverschreibungen (d. h. nach Abzug der Tilgungen) im Berichtsmonat erneut negativ.

Die jährliche Zuwachsrate der M3-Einlagen – die kurzfristige Einlagen und Repogeschäfte umfassen und das größte Aggregat von M3-Komponenten bilden, für das eine Aufschlüsselung nach Sektoren vorliegt – sank im März weiter auf 5,8 % (gegenüber 6,8 % im Februar). Grund hierfür waren rückläufige Beiträge aller Sektoren (wobei der Rückgang bei den privaten Haushalten besonders deutlich ausfiel) sowie ein geringer monatlicher Zufluss bei den M3-Einlagen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit einer gewissen Umorientierung im Anlageverhalten aufgrund der geänderten Verzinsung monetärer Anlageformen; sie könnte jedoch auch teilweise auf rückläufige Einkünfte oder auf Schuldentilgungen zurückzuführen sein. Die von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gehaltenen M3-Einlagen nahmen im März im Vorjahrsvergleich weiter ab. Darin spiegelt sich vermutlich die verstärkte Inanspruchnahme von Liquiditätspuffern wider, da die Cashflows rückläufig sind und es schwieriger geworden ist, Finanzierungsmittel über Banken oder die Begebung von Wertpapieren aufzunehmen. Die Jahreswachstumsrate der von nichtmonetären Finanzinstituten gehaltenen M3-Einlagen ging im März weiter zurück.

#### **HAUPTGEGENPOSTEN ZU M3**

Bei den Gegenposten zu M3 sank die jährliche Zuwachsrate der Gesamtkreditvergabe der MFIs an Nicht-MFIs im Euroraum im März weiter auf 5,2 %, verglichen mit 5,9 % im Februar (siehe Tabelle 1). Darin schlug sich eine anhaltende Abschwächung des jährlichen Wachstums der MFI-Kreditvergabe an den privaten Sektor nieder, die nur teilweise durch eine steigende Wachstumsrate der Ausleihungen an die öffentlichen Haushalte ausgeglichen wurde. Die im März verzeichnete Zunahme der Kredite an den Staatssektor war in erster Linie darauf zurückzuführen, dass MFIs verstärkt Wertpapiere (ohne Aktien) erwarben. Daraufhin erhöhte sich die Jahreswachstumsrate auf 11,7 % nach 9,0 % im Vormonat. Diese Entwicklungen dürften aller Wahrscheinlichkeit nach dadurch bedingt sein, dass die MFIs auf Veränderungen des Zinsumfelds reagierten und versuchten, ihre Kreditportfolios auf der Grundlage von Rendite- und Risikoüberlegungen umzuschichten.

Die Jahreswachstumsrate der MFI-Kredite an den privaten Sektor verringerte sich erneut, und zwar von 5,7 % im Februar auf 4,7 % im März. Die jährliche Zuwachsrate der MFI-Buchkredite an den privaten Sektor – der größten Komponente der Kreditvergabe an die Privatwirtschaft – ging weiter auf 3,2 % zurück, verglichen mit 4,3 % im Vormonat. Hier waren im März gegenüber dem Vormonat negative Kreditströme zu verzeichnen, die vornehmlich auf die rückläufige Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen waren und die selbst nach der Bereinigung um die dämpfende Wirkung der im Zuge von Verbriefungen bilanztechnisch ausgegliederten Darlehen negativ ausfielen.

Ende 2008 wurde die Zwölfmonatsrate der Buchkredite an den privaten Sektor durch die Auswirkungen umfangreicher True-Sale-Verbriefungen nach unten verzerrt. Bei diesen Geschäften ver-

äußern die Kreditinstitute, die die Kredite ursprünglich vergaben, Darlehen und erwerben anschließend die daraus entstandenen Wertpapiere, um sie als Sicherheiten für die Kreditgeschäfte des Eurosystems zu nutzen. Die im Bestand der Banken verbleibenden Verbriefungen sind jedoch seit Jahresbeginn 2009 deutlich zurückgegangen, vermutlich weil die MFIs auf andere liquide Aktiva – z. B. Staatsanleihen oder staatlich garantierte Bankanleihen – zurückgegriffen haben. Infolgedessen hatte die Bereinigung um Verbriefungen im März wie schon im Vormonat einen Einfluss in Höhe von 1,8 Prozentpunkten auf die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an den privaten Sektor. Insgesamt entspricht die um Verbriefungen bereinigte Rate in etwa den während des letzten Tiefs von 2002/2003 beobachteten Werten.

Im März ging die Jahreswachstumsrate der MFI-Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften weiter deutlich zurück, und zwar auf 6,3 % nach 7,7 % im Februar (siehe Tabelle 2); Grund hierfür war ein erheblicher Rückgang dieser Kredite im Berichtsmonat. In den vergangenen Monaten waren die Kreditströme hier insgesamt merklich verhaltener als vor der Verschärfung der Finanzmarkturbulenzen. Wie bereits im Februar war der monatliche Abfluss im März auf eine Abnahme von Krediten mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr zurückzuführen. Dieser Rückgang der kurzfristigen Finanzierung könnte damit zusammenhängen, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften auf Liquiditätspuffer zurückgreifen, aber auch damit, dass der mit dem Lagerzyklus zusammenhängende Finanzierungsbedarf von Betriebskapital angesichts der sich verschlechternden Konjunkturlage gesunken ist.

Die jährliche Wachstumsrate der Buchkreditvergabe an private Haushalte verringerte sich im März weiter auf 0,4 % gegenüber 0,7 % im Februar. Die monatlichen Kreditströme blieben negativ. Allerdings sind diese Zahlen aufgrund der Kreditausbuchungen im Zuge von True-Sale-Verbriefungen nach wie vor nach unten verzerrt. Da die Verbriefungen hauptsächlich Hypothekarkredite betreffen, könnten die monatlichen Kreditströme möglicherweise eine Überbewertung des Finanzierungsrückgangs der privaten Haushalte widerspiegeln. Dennoch war die Kreditvergabe an die Privathaushalte in den letzten Monaten weiterhin rückläufig.

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

(Quartalszahlen sind Durchschnittswerte; saison- und kalenderbereinigt)

	Bestand in % des Gesamtwerts <sup>1)</sup>	Jahreswachstumsraten					
		2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4	2009 Q1	2009 Febr.	2009 März
<b>Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften</b>	<b>44,9</b>	<b>14,5</b>	<b>12,8</b>	<b>11,3</b>	<b>8,2</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>
Bis zu 1 Jahr	27,9	12,9	10,9	9,0	4,3	3,2	0,2
Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	20,1	20,9	18,6	16,0	12,4	12,0	10,4
Mehr als 5 Jahre	52,1	13,0	11,8	10,8	8,9	8,7	8,3
<b>Private Haushalte<sup>2)</sup></b>	<b>45,2</b>	<b>4,9</b>	<b>3,9</b>	<b>2,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>
Konsumentenkredite <sup>3)</sup>	13,1	5,2	4,4	3,2	1,2	1,1	0,9
Wohnungsbaukredite <sup>3)</sup>	71,2	5,5	4,1	2,8	0,7	0,4	0,1
Sonstige Kredite	15,7	2,2	2,6	2,2	1,8	1,4	1,3
<b>Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,2</b>	<b>-6,6</b>	<b>-6,5</b>	<b>-5,9</b>	<b>-8,1</b>	<b>-6,2</b>
<b>Sonstige nichtmonetäre Finanzinstitute</b>	<b>9,0</b>	<b>25,2</b>	<b>22,3</b>	<b>14,5</b>	<b>7,6</b>	<b>7,8</b>	<b>3,6</b>

Quelle: EZB.

Anmerkung: 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.

Was die übrigen Gegenposten zu M3 betrifft, so verlangsamte sich das Jahreswachstum der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs (ohne Kapital und Rücklagen) im März geringfügig auf 2,2 %, verglichen mit 2,4 % im Vormonat. Dahinter verbirgt sich jedoch ein weiterer Anstieg der Jahreswachstumsrate längerfristiger Einlagen. Im März kletterte die Zwölfmonatsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren weiter auf 5,0 % (nach 4,2 % im Februar), und die jährliche Zuwachsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten erhöhte sich weiter auf 3,7 % (nach 1,3 % im Vormonat). Die Vorjahrsrate der vom nichtfinanziellen Sektor gehaltenen MFI-Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren sank dagegen im März infolge eines Abflusses. Die Nettoemission dieser langfristigen Schuldtitel war jedoch positiv, was auf die neu eingeführten Staatsgarantien und die Tatsache, dass die MFIs diese Papiere auch selbst erwarben, zurückzuführen ist.

Die Jahreswachstumsrate von Kapital und Rücklagen verringerte sich im März leicht auf 10,5 % gegenüber 10,9 % im Februar, obwohl im März ein Zufluss in diese Instrumente verzeichnet wurde.

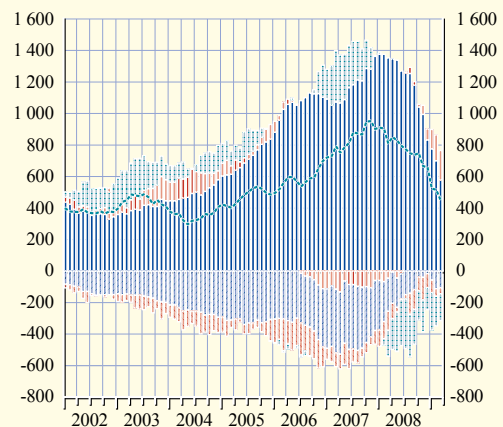
Bei den Auslandsforderungen und -verbindlichkeiten des MFI-Sektors waren auf beiden Seiten der Bilanz hohe Abflüsse zu verzeichnen. So ging auf der Aktivseite der anhaltende Rückgang der Kreditvergabe an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets im März mit einem beträchtlichen Abfluss von Wertpapieren (ohne Aktien) von Gebietsfremden einher. Diese Abflüsse bei den Auslandsforderungen waren nach wie vor für den Fremdkapitalabbau der Kreditinstitute ausschlaggebend. Die Netto-Auslandsposition, die den Gegenposten zu M3 darstellt, wies einen monatlichen Abfluss in Höhe von 14 Mrd € auf, da die Forderungen stärker zurückgingen als die Verbindlichkeiten. Der jährliche Kapitalabfluss bei den Nettoforderungen der MFIs an Gebietsfremde sank geringfügig auf 171 Mrd € nach 188 Mrd € im Februar.

Insgesamt bestätigen die Märzdaten die Abschwächung des M3- und des Kreditwachstums und damit eine Abschwächung der Grunddynamik des Geldmengenwachstums. Die monatlichen Buchkreditströme an den privaten Sektor blieben im März negativ und spiegeln aller Wahrscheinlichkeit nach die starke Konjunkturertrübung wider. Indessen weisen die jüngsten Umfragen zum Kreditgeschäft darauf hin, dass sich auch nach wie vor Faktoren im Zusammenhang mit der Refinanzierung der Banken auf die Gewährung von Buchkrediten auswirken (siehe hierzu auch Kasten 2). Angesichts der hohen Volatilität der kurzfristigen Entwicklung bedarf es aber vermutlich noch weiterer Informationen, um die jüngste Geldmengen- und Kreditentwicklung besser beurteilen zu können. Mit dem Ziel des Fremdkapitalabbaus verringerten die MFIs im März weiterhin den Umfang ihrer Bilanzen, indem sie vornehmlich Auslandsforderungen und in geringerem Maße Kredite reduzierten.

Abbildung 6 Gegenposten zu M3

(Veränderung gegen Vorjahr; in Mrd €; saison- und kalenderbereinigt)

- Kredite an den privaten Sektor (1)
- Kredite an öffentliche Haushalte (2)
- Nettoforderungen an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets (3)
- Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten (ohne Kapital und Rücklagen) (4)
- Sonstige Gegenposten (einschließlich Kapital und Rücklagen) (5)
- M3



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 UMFRAGE ZUM KREDITGESCHÄFT IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET VOM APRIL 2009

Im vorliegenden Kasten werden die wichtigsten Ergebnisse der im April 2009 vom Eurosystem durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet beschrieben.<sup>1</sup> Im ersten Quartal 2009 meldeten per saldo zwar immer noch zahlreiche Banken eine Verschärfung der Kreditrichtlinien für Unternehmenskredite, es waren aber deutlich weniger als im Quartal zuvor.<sup>2</sup> Die befragten Banken meldeten außerdem per saldo eine weitere, wenn auch etwas weniger starke Verschärfung ihrer Richtlinien für Kredite an private Haushalte, und zwar sowohl bei den Wohnungsbaukrediten als auch bei den Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten. Im Vergleich zum ersten Quartal 2009 erwarten die Banken für das zweite Jahresviertel insgesamt eine weitere, wenngleich geringere Verschärfung in allen drei Kategorien. Was die Kreditnachfrage betrifft, so berichteten die Banken, dass die Nettonachfrage sowohl nach Unternehmenskrediten als auch nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte erheblich zurückging, während sie bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte deutlich weniger negativ war.<sup>3,4</sup>

Wie bereits frühere Befragungen enthielt auch die Umfrage vom April 2009 eine Reihe ergänzender Zusatzfragen zu den Auswirkungen der Spannungen an den Finanzmärkten auf die Kreditvergabepolitik der Banken. In diesem Zusammenhang deuten die Antworten der meisten Banken insbesondere darauf hin, dass die Ankündigung der Regierungen, bei der Rekapitalisierung unterstützend einzugreifen und von Banken begebene Schuldtitel mit Staatsgarantien zu sichern, bereits im ersten Quartal 2009 den Zugang der Banken zu großvolumiger Finanzierung erleichterte. Für das zweite Quartal 2009 wird aufgrund dessen eine weitere Verbesserung erwartet. Dennoch meldeten die Banken für das erste Vierteljahr 2009, dass ihr Zugang zu Finanzierungsmöglichkeiten – bedingt durch die Turbulenzen an den Finanzmärkten – weiterhin beeinträchtigt war. Lediglich der Rückgriff auf sehr kurzfristige Finanzierung war laut den meisten Banken im ersten Quartal 2009 nicht erschwert. Zudem berichtete die Mehrheit der Banken, dass sich die Finanzmarktspannungen nach wie vor negativ auf ihr Kapital und ihre Kreditvergabe auswirkten.

**Unternehmenskredite (inklusive Kreditlinien)**

**Kreditrichtlinien:** Im ersten Quartal 2009 war der prozentuale Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für Unternehmenskredite meldeten, mit 43 % zwar nach wie vor hoch, ging aber gegenüber dem Vorquartal (64 %) erheblich zurück (siehe Abbildung A). Wie bereits im vorangegangenen Jahresviertel spiegelte sich darin vornehmlich wider, dass der Großteil der Ban-

1 Stichtag für den Rücklauf der Angaben der an dieser Umfrage teilnehmenden Banken war der 3. April 2009. Eine ausführliche Analyse der Ergebnisse wurde am 29. April 2009 auf der Website der EZB veröffentlicht.

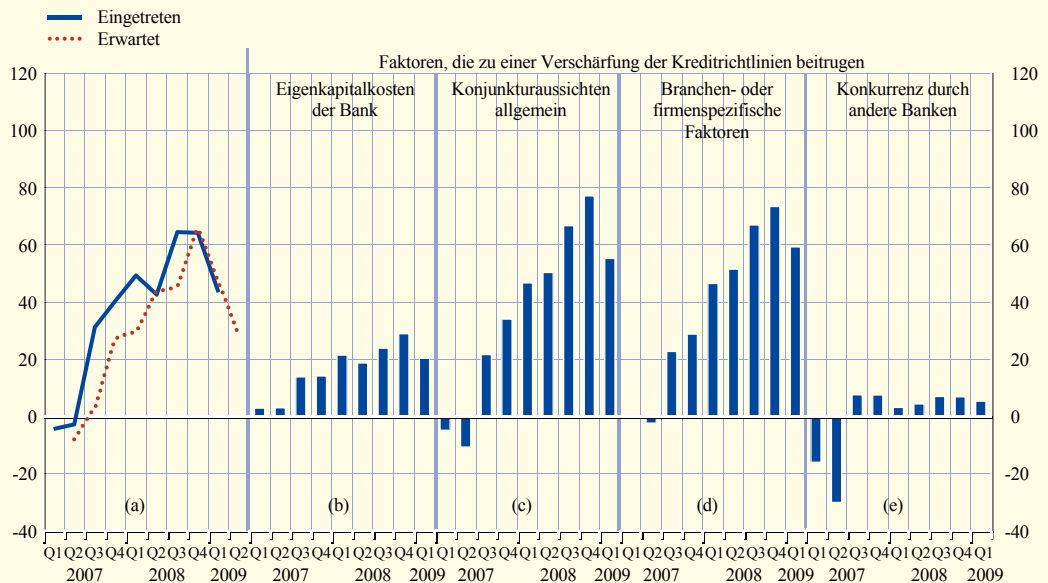
2 Der ermittelte prozentuale Saldo ist die Differenz zwischen dem Anteil der Banken, die eine Verschärfung der Kreditrichtlinien melden, und dem Anteil der Banken, die eine Lockerung der Kreditrichtlinien angeben. Ein positiver prozentualer Saldo bedeutet, dass die Banken ihre Kreditrichtlinien insgesamt verschärft haben, während ein negativer prozentualer Saldo darauf hinweist, dass die Kreditrichtlinien insgesamt gelockert wurden.

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

4 Beginnend mit der Umfragerunde vom April 2009 wird zukünftig neben der Verschärfung der Kreditrichtlinien auch noch eine andere Messgröße, der Diffusionsindex, veröffentlicht. Der Diffusionsindex gewichtet den Umfang, in dem die Banken ihre Kreditrichtlinien verändern. Seine Interpretation entspricht der gleichen Logik wie die Interpretation des prozentualen Saldos, wobei die Veränderungen des Diffusionsindex an sich eher etwas verhaltener sind als die Veränderungen des prozentualen Saldos. Der Diffusionsindex errechnet sich wie folgt: Kreditgeber, die mit „deutlich“ geantwortet haben, werden doppelt so stark (Wert = 1) gewichtet wie solche, die mit „leicht“ geantwortet haben (Wert = 0,5).

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

(prozentualer Saldo)



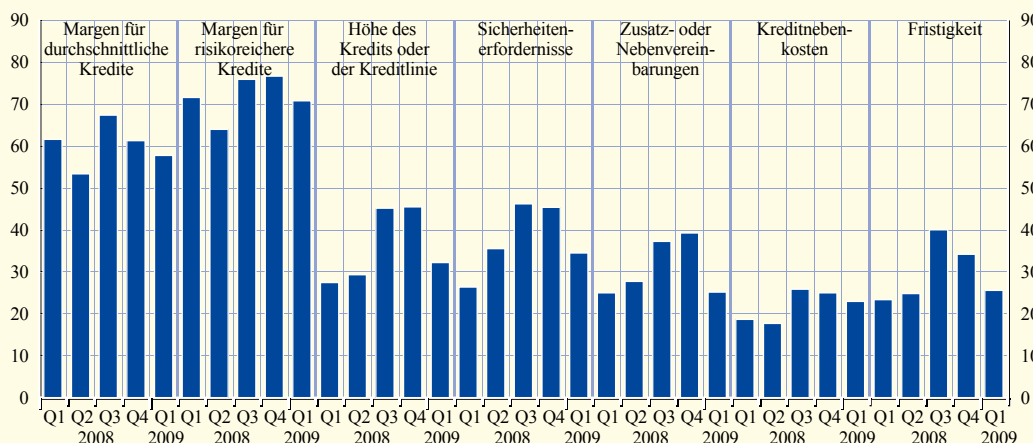
Anmerkung: Der in Grafik (a) ausgewiesene prozentuale Saldo stellt die Differenz zwischen der Summe der Angaben unter „deutliche Verschärfung“ und „leichte Verschärfung“ und der Summe der Angaben unter „leichte Lockerung“ und „deutliche Lockerung“ dar. Der prozentuale Saldo bei der Aufschlüsselung nach 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 beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwartete Veränderung.

ken die Kreditrichtlinien eigenen Angaben zufolge „leicht“ verschärfte, wohingegen nur wenige Banken berichteten, ihre Kreditrichtlinien „deutlich“ verschärfte zu haben. Ausschlaggebend für die Verschärfung im ersten Quartal 2009 waren wie schon zuvor die allgemeinen Konjunkturaussichten sowie die branchen- oder firmenspezifischen Aussichten, die in ihrer Wirkung zwar etwas nachließen, aber mit 55 % bzw. 59 % einen großen Beitrag leisteten. Der Einfluss der Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen blieb auf einem vergleichsweise hohen Niveau, wenngleich auch diese Faktoren gegenüber dem Schlussquartal 2008 leicht an Bedeutung verloren. Wie schon in den Vorquartalen berichteten die Banken, dass die Konkurrenz durch andere Banken praktisch keinen Einfluss darauf ausübte, ob die Kreditrichtlinien verschärfte oder gelockert wurden.

Was die Konditionen für die Gewährung von Krediten an Unternehmen betrifft, so meldeten im ersten Quartal 2009 per saldo 58 % (gegenüber 61 % im Vorquartal) bzw. 71 % (gegenüber 77 % im Vorquartal) der Banken eine anhaltende Ausweitung der Margen für durchschnittliche und risikoreichere Kredite (siehe Abbildung B). Des Weiteren zog rund ein Drittel der befragten Banken ihre Kreditrichtlinien an, indem sie die Höhe der Kredite bzw. Kreditlinien veränderten (d. h. herabsetzten) und die Sicherheitenerfordernisse verschärfte. Seit Mitte 2007 tragen die Sicherheitenerfordernisse von allen Kreditnebenkosten am meisten zur Verschärfung der Kreditrichtlinien bei, während die Banken inzwischen auch deutlich strengere Anforderungen im Hinblick auf Kredithöhe und Zusatz- oder Nebenvereinbarungen stellen. Dagegen berichteten die Banken im vorangegangenen Zeitraum, in dem eine Lockerung der Kreditrichtlinien zu beobachten war (von Mitte 2004 bis Mitte 2007), dass die Lockerung in erster Linie über eine Verringerung der Margen für durchschnittliche Kredite erfolgte.

Abbildung B Veränderungen der Konditionen für die Vergabe von Krediten bzw. Kreditlinien an Unternehmen

(prozentualer Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Konditionen meldeten)



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.

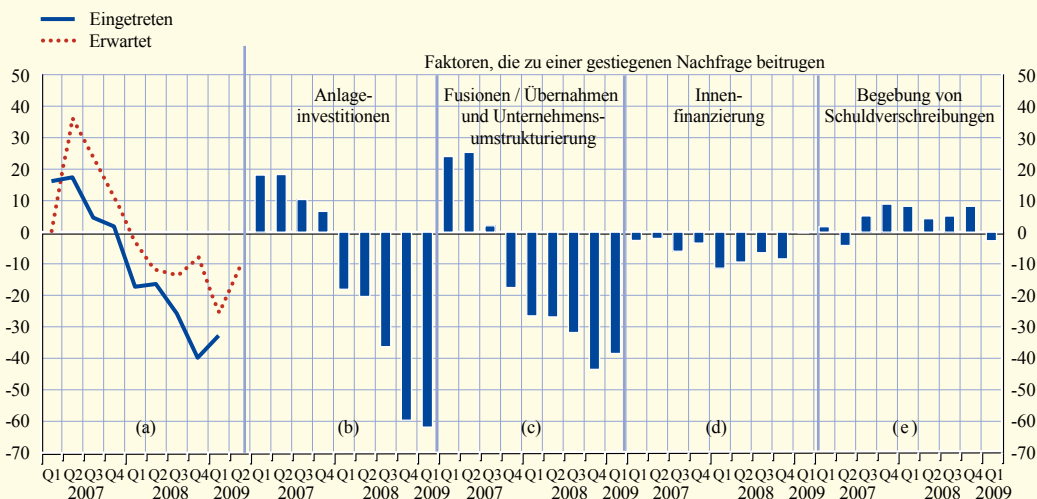
Für das erste Jahresviertel 2009 meldeten per saldo 48 % der befragten Banken (gegenüber 63 % im Vorquartal) eine Verschärfung der Richtlinien für Kredite an Großunternehmen, also etwas mehr als im Fall von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU – 42 % gegenüber 63 % im Vorquartal). In den vergangenen Quartalen wurden die Kreditrichtlinien sowohl bei den großen Unternehmen als auch bei den KMU überwiegend von den allgemeinen Konjunkturaussichten und den branchen- oder firmenspezifischen Aussichten beeinflusst. Gleichzeitig spielten die Eigenkapitalkosten der Banken für die Verschärfung der Kreditrichtlinien bei großen Unternehmen eine etwas größere Rolle als bei KMU: Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass angesichts des sich gegenwärtig abschwächenden syndizierten Kreditgeschäfts und eines verhaltenen Kreditrisikotransfermarkts die Allokation von Eigenkapital zu größeren Krediten relativ kostspielig geworden ist. Die Konkurrenz durch andere Banken beeinflusste die Verschärfung der Kreditrichtlinien sowohl für KMU als auch für Großunternehmen nur geringfügig. Was die Konditionen für die Gewährung von Krediten betrifft, so spiegelten sich die verschärften Richtlinien für die Kreditvergabe weiterhin vor allem in der Nettoausweitung der Margen für durchschnittliche und risikoreichere Kredite an Großunternehmen wie auch an KMU wider. Die nicht preislichen Kreditkonditionen trugen per saldo – unabhängig von der Firmengröße – ebenso stark zur Verschärfung der Kreditrichtlinien bei wie im vorangegangenen Quartal.

Die Erwartungen hinsichtlich der Richtlinien für die Gewährung von Krediten an Unternehmen (inklusive Kreditlinien) für das zweite Quartal 2009 deuten auf eine weiter abnehmende Verschärfung (28 %) im Vergleich zum ersten Quartal hin (siehe Abbildung A).

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten ging im ersten Quartal 2009 gegenüber dem vorherigen Jahresviertel etwas weniger stark zurück, blieb aber nach wie vor recht gering (-33 % im Vergleich zu -40 % im Schlussquartal 2008; siehe Abbildung C). Diese per saldo negative Nachfrage ist auf einen weiterhin stark rückläufigen Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen zurückzuführen (-62 % gegenüber -60 % im Vorquartal). Ebenso wurde im Betrachtungszeitraum eine schwache Kreditnachfrage zur Finanzierung von Fusionen, Übernah-

**Abbildung C Veränderungen der Nachfrage nach Unternehmenskrediten (inklusive Kreditlinien)**

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Der in Grafik (a) ausgewiesene 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. 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 steigenden Nachfrage geführt hat, und dem Anteil der Banken, für die der Faktor zu einem Nachfragerückgang geführt hat. „Eingetreten“ bezieht sich auf den Zeitraum, in dem die Umfrage durchgeführt wurde. Die „erwarteten“ Werte beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwartete Veränderung.

men und Umstrukturierungen von Unternehmen verzeichnet (-39 % nach -44 % im vorangegangenen Vierteljahr). Gleichzeitig war die etwas weniger rückläufige Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten vor allem durch den Umschuldungsbedarf der Unternehmen und durch die als schwierig empfundene Kreditgewährung durch andere Banken und Nichtbanken bedingt. Anders als in vorherigen Jahresvierteln trug die Innenfinanzierung (d. h. die Ertragslage) im ersten Quartal des laufenden Jahres per saldo nicht zu einer geringeren Nachfrage nach Unternehmenskrediten bei, was auf eine Verschlechterung der Ertragsaussichten im Unternehmenssektor hindeuten könnte. Im ersten Quartal 2009 gab es einige Hinweise darauf, dass Firmen aus dem Investment-Grade-Bereich an den Markt für Unternehmensanleihen des Euroraums zurückkehren.<sup>5</sup> Dies könnte ursächlich dafür sein, dass die Banken – im Gegensatz zu vorangegangenen Quartalen – berichteten, dass sich die Emission von Schuldverschreibungen negativ auf die Nettonachfrage nach Unternehmenskrediten ausgewirkt habe.

Für das zweite Quartal 2009 wird erwartet, dass die Nachfrage nach Unternehmenskrediten gegenüber dem ersten Quartal mit -12 % per saldo weniger negativ ausfällt (siehe Abbildung C).

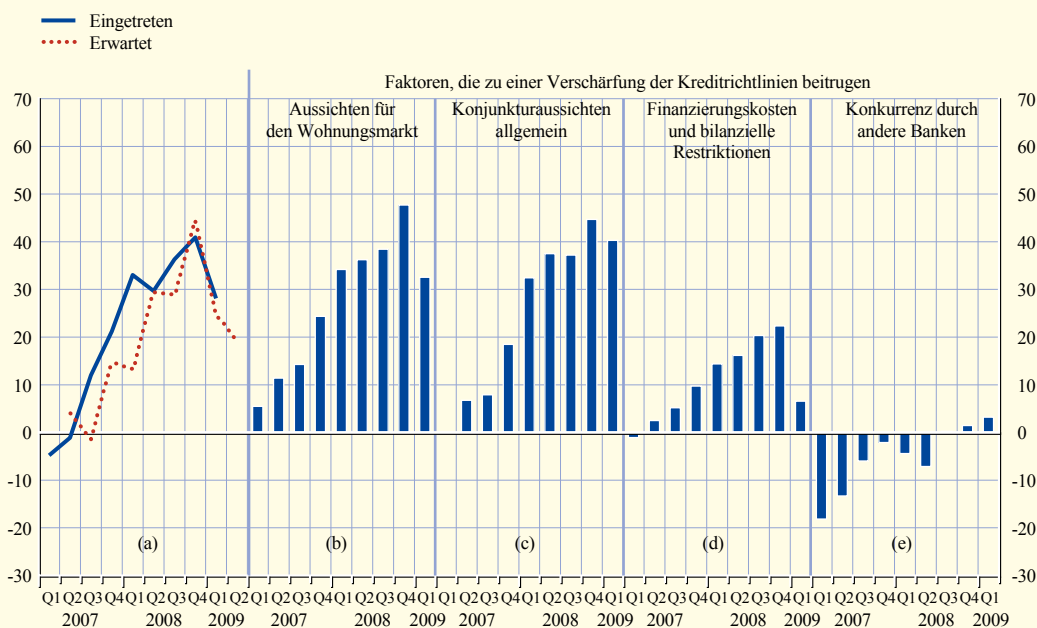
### Wohnungsbaukredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Für das erste Quartal 2009 meldeten per saldo weniger Banken eine Verschärfung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte (28 % gegenüber 41 % im vierten Quartal 2008), was ein weiteres, allerdings gemäßigeres Anziehen der bereits verschärften

<sup>5</sup> Der Statistik über Wertpapieremissionen der EZB zufolge erhöhte sich der Absatz der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen im Januar und Februar 2009 deutlich.

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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

Kreditrichtlinien allgemein impliziert (siehe Abbildung D). Ausschlaggebend für diese anhaltende Verschärfung waren weiterhin die allgemeinen Konjunkturaussichten sowie die Aussichten für den Wohnungsmarkt. Darüber hinaus trugen auch die Finanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen der Banken zu dieser Entwicklung bei, wenn auch in deutlich geringerem Maße als im Vorquartal (7 % gegenüber 22 %). Hinzu kam, dass die Konkurrenz durch andere Banken wie schon im vorangegangenen Quartal zu keinerlei Lockerung der Richtlinien für Wohnungsbaukredite an private Haushalte führte, sondern einen weitgehend neutralen Effekt hatte.

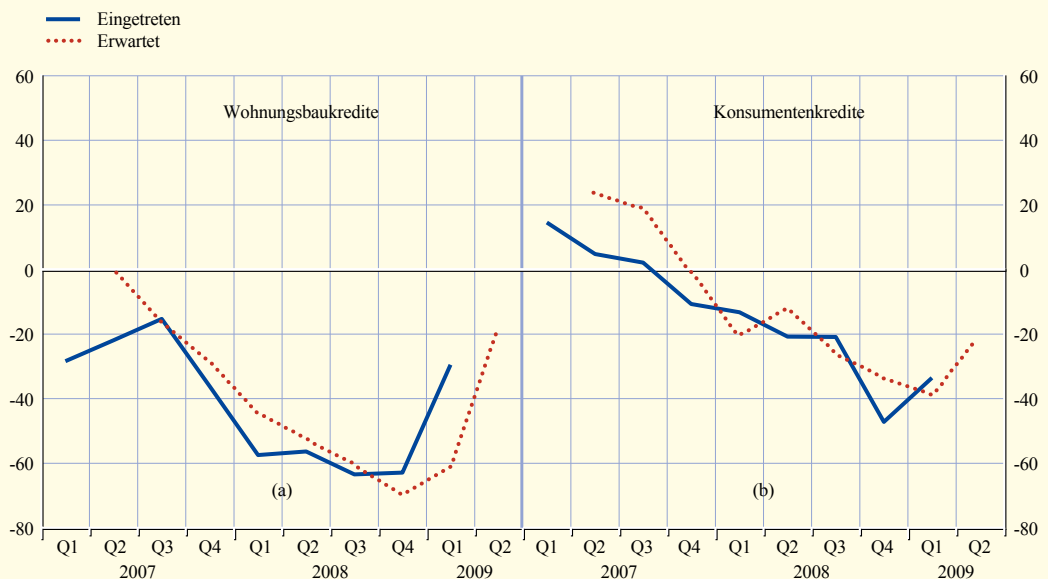
Betrachtet man die Konditionen für Wohnungsbaukredite, so waren höhere Margen insbesondere bei den risikoreicheren Darlehen auch im Berichtsquartal der wichtigste Grund dafür, dass sich die Kreditrichtlinien per saldo verschärfen. Sicherheitenerfordernisse und Beleihungsgrenzen trugen zwar weiterhin zu der Verschärfung bei, fielen aber im Vergleich zum vorangegangenen Jahresviertel etwas weniger strikt aus.

Für das zweite Quartal 2009 erwarten die befragten Banken, dass sich die Richtlinien für Wohnungsbaukredite mit 19 % etwas weniger stark verschärfen als im ersten Dreimonatszeitraum (siehe Abbildung D).

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Wohnungsbaukrediten blieb im ersten Quartal 2009 negativ (-30 %), war verglichen mit dem Vorquartal (-63 %) allerdings deutlich weniger rückläufig (siehe Abbildung E). Wie in den vorangegangenen Quartalen spiegelte diese negative Nettonachfrage im Wesentlichen die Aussichten für den Wohnungsmarkt und das sich verschlechternde Verbrauchervertrauen wider. Es wird erwartet, dass die Nettonachfrage im zweiten Jahresviertel 2009 mit -18 % nicht ganz so negativ ausfällt wie im ersten Quartal.

**Abbildung E Veränderungen der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten und Konsumentenkrediten durch private Haushalte**

(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 beziehen sich auf die für die kommenden drei Monate erwartete Veränderung.

### Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte

**Kreditrichtlinien:** Im ersten Quartal 2009 mäßigte sich der prozentuale Saldo der Banken, die eine Verschärfung der Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte meldeten, auf 26 %, nachdem im Vorquartal der Rekordstand von 42 % erreicht worden war (siehe Abbildung F). Hauptgrund für die anhaltende Verschärfung war die Risikoeinschätzung der Banken, vor allem im Zusammenhang mit ungünstigeren Erwartungen hinsichtlich der allgemeinen Konjunktur und der Kreditwürdigkeit der Haushalte. Was die Konditionen für Konsumentenkredite betrifft, so verlangten die Banken im ersten Quartal 2009 weiterhin höhere Margen sowohl für durchschnittliche als auch für risikoreichere Darlehen, während die Anforderungen im Hinblick auf die Kreditlaufzeiten im Vergleich zum Vorquartal etwas weniger streng ausfielen.

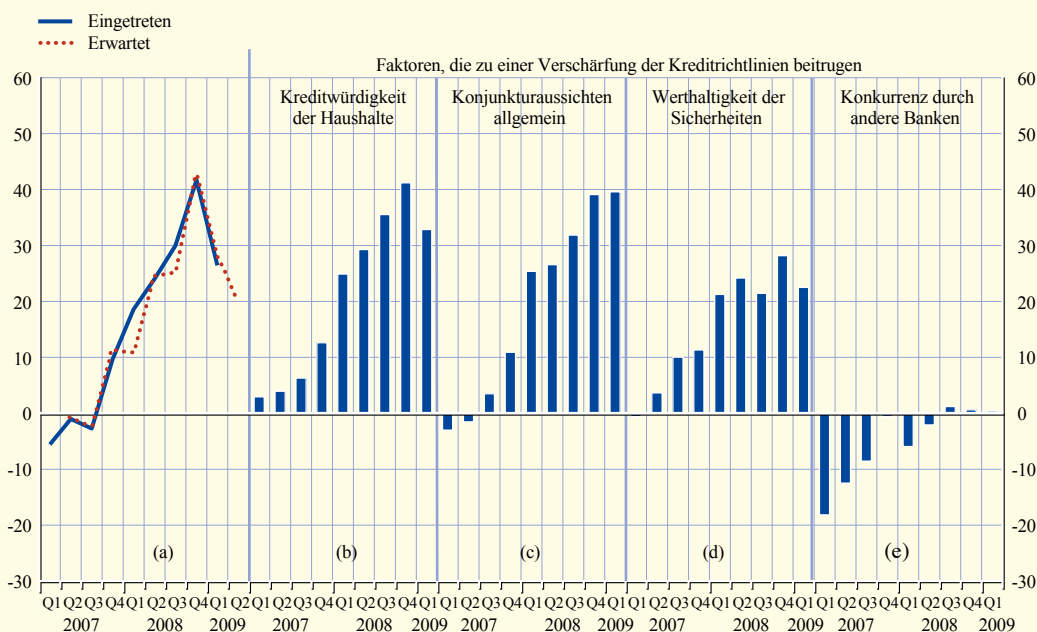
Für das zweite Quartal 2009 erwarten die befragten Banken, dass sich die Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte gegenüber dem ersten Dreimonatszeitraum mit 20 % etwas weniger stark verschärfen (siehe Abbildung F).

**Kreditnachfrage:** Die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten und sonstigen Krediten an private Haushalte blieb im ersten Jahresviertel 2009 negativ, ging allerdings etwas weniger stark zurück als im Vorquartal (-34 % nach -47 %; siehe Abbildung E). Hauptgrund für die verhaltenere Nachfrage waren nach wie vor das Verbrauchervertrauen sowie ein geringerer Finanzierungsbedarf für Gebrauchsgüter. Außerdem wird sich den Erwartungen der Banken zufolge die Nettonachfrage nach Konsumentenkrediten im zweiten Quartal 2009 zwar etwas erhöhen, aber mit -21 % im negativen Bereich bleiben.



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

(prozentualer Saldo)



Anmerkung: Siehe die Anmerkung zu Abbildung A.

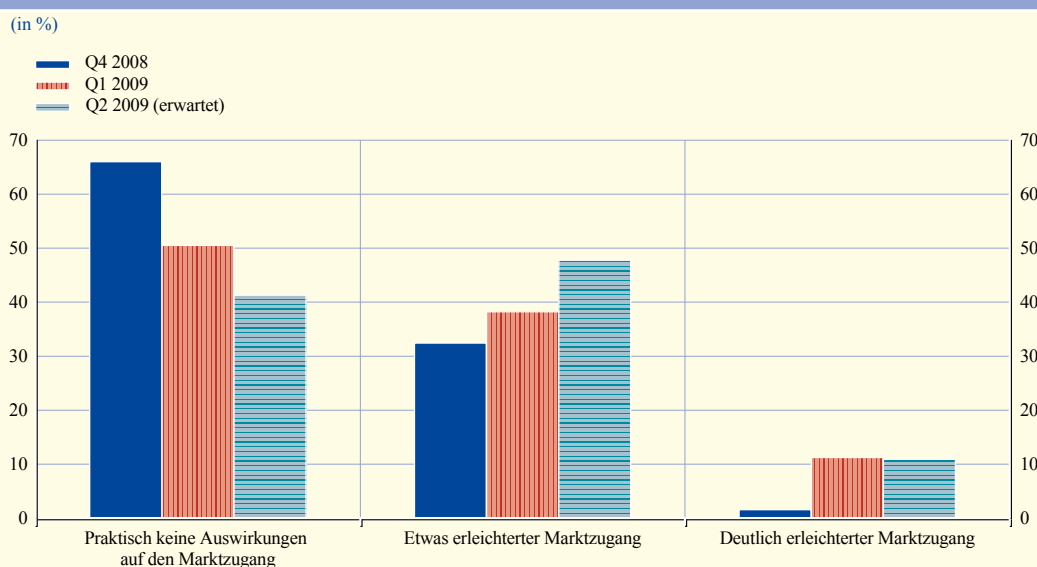
### Zusatzfragen zu den Finanzmarktunruhen

Die Umfrage vom April 2009 enthielt dieselbe Reihe von Zusatzfragen wie die Umfrage vom Januar dieses Jahres. Dabei ging es um die Auswirkungen der seit Mitte 2007 zu beobachtenden Finanzmarktspannungen auf die Banken des Euro-Währungsgebiets.

Die Institute berichteten, dass im ersten Quartal 2009 infolge der Turbulenzen an den Finanzmärkten der Zugang zu den Geldmärkten erschwert blieb, obwohl im Vergleich zum Schlussquartal 2008 in allen Marktsegmenten geringfügige Verbesserungen registriert wurden. Abgesehen von der sehr kurzfristigen Geldmarktfinanzierung, die den Berichten zufolge für 70 % der Banken ungehindert möglich war, gaben mehr als 50 % hinsichtlich aller anderen Quellen für großvolumige Finanzierungen an, dass diese auch im ersten Quartal 2009 für sie nur eingeschränkt zugänglich waren. Insbesondere meldeten rund 80 % der Banken, dass ihnen der Rückgriff sowohl auf True-Sale- als auch auf synthetische Verbriefungen und auf den Absatz mittel- bis langfristiger Schuldverschreibungen im genannten Dreimonatszeitraum nur bedingt möglich war. Indessen ging der Prozentsatz der Banken, die ihre Möglichkeit zur Ausgliederung von Kreditrisiken aus ihrer Bilanz beeinträchtigt sahen, von 90 % im Schlussquartal 2008 auf weniger als 70 % im ersten Quartal 2009 zurück. Es wird erwartet, dass der Zugang zu großvolumiger Finanzierung und Verbriefung im zweiten Jahresviertel 2009 ähnlich eingeschränkt bleibt wie im ersten Quartal.

Gleichzeitig berichteten die Banken, dass die Ankündigung der Regierungen, bei der Rekapitalisierung unterstützend einzugreifen und Staatsgarantien für von Banken begebene Schuldtitel zu

**Abbildung G Auswirkungen der von den Regierungen angekündigten Rekapitalisierungsmaßnahmen und Staatsgarantien auf den Zugang zu großvolumiger Finanzierung**



gewähren, dazu beitrug, den Zugang der Institute zu großvolumiger Finanzierung im ersten Vierteljahr 2009 zu erleichtern. Dies spiegelte sich darin wider, dass rund 50 % der Banken (gegenüber 34 % im Vorquartal) meldeten, dass die angekündigten staatlichen Unterstützungsprogramme ihren Zugang zu Finanzierungsquellen im ersten Quartal 2009 „leicht“ bzw. „deutlich“ beeinflusst hatten. Darüber hinaus gaben rund 60 % der Banken an, dass sie für das zweite Quartal 2009 infolge der angekündigten staatlichen Maßnahmen mit einem noch leichteren Zugang zu großvolumiger Finanzierung rechneten (siehe Abbildung G).<sup>6</sup>

Entsprechend dem anhaltend eingeschränkten Zugang zum Geldmarkt und zu den Märkten für Schuldverschreibungen berichteten die Banken, dass sich diese Möglichkeiten der Mittelaufnahme im ersten Quartal 2009 im Großen und Ganzen unvermindert stark auf ihre Kreditvergabe auswirkten, und zwar sowohl im Hinblick auf den Umfang als auch auf die Margen. Dabei war der Einfluss auf die Margen nach wie vor stärker als auf das Kreditvolumen. In ähnlicher Weise meldeten die Banken hinsichtlich des eingeschränkten Rückgriffs auf Verbriefungen, dass die Auswirkungen auf das gewährte Kreditvolumen und die geforderten Margen im Vergleich zum Vorquartal im Wesentlichen unverändert geblieben sind. Der Einfluss auf die Margen entsprach weitgehend jenem auf das Volumen. Mit Blick auf die nächsten drei Monate rechnen die Banken damit, dass sich der eingeschränkte Zugang zu den Geldmärkten und den Märkten für Schuldverschreibungen ähnlich stark und die Situation am Verbriefungsmarkt etwas weniger stark auf ihre Bereitschaft zur Kreditvergabe und die Margen auswirken wird als in den vorangegangenen drei Monaten.

Was schließlich den Einfluss der veränderten Eigenkapitalkosten auf die Kreditvergabe betrifft, so gaben im ersten Quartal 2009 44 % der teilnehmenden Banken (d. h. 5 Prozentpunkte weniger als im Schlussquartal 2008) an, dass die Veränderung ihr Kapital und ihre Kreditvergabe „leicht“ bzw. „deutlich“ beeinflusst hat. Indessen blieb der Prozentsatz der Banken, deren Angaben zufolge es prak-

<sup>6</sup> Von den 118 Banken beantworteten 100 diese Frage, was einer Antwortquote von 85 % entspricht. 8 % gaben „Nicht zutreffend“ an.

tisch keinen Einfluss auf ihr Kapital gab, im ersten Jahresviertel 2009 mit 29 % weitgehend unverändert auf einem niedrigen Niveau (nach 27 % im Vorquartal). Für die nächsten drei Monate gehen 45 % der teilnehmenden Banken des Euroraums davon aus, dass sich die Entwicklung am Finanzmarkt weiterhin leicht bzw. deutlich auf ihre Eigenkapitalposition und ihre Kreditvergabe auswirkt.

## 2.2 EMISSION VON WERTPAPIEREN

Die Jahreswachstumsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen blieb im Februar 2009 stabil. Aus den Angaben zur Emissionstätigkeit in den einzelnen Sektoren geht hervor, dass alle Emittentengruppen aktiv waren; vermutlich nutzten sie die zu Jahresbeginn schrumpfenden Renditebestände und die daraus resultierenden niedrigeren Finanzierungskosten für den Erwerb von Schuldtiteln. Die jährliche Steigerungsrate der Begebung börsennotierter Aktien blieb indessen weitgehend unverändert.

### SCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die Emission von Schuldverschreibungen erhöhte sich im Februar erneut; die Jahreswachstumsrate von 11,1 % lag um einen Prozentpunkt höher als im Januar (siehe Tabelle 3). Diese Gesamtwachstumsrate wurde vor allem von der kräftigen Emission langfristiger Papiere getragen, auf die im Februar fast 85 % des Gesamtumsatzes an Schuldverschreibungen entfielen. Die Jahreswachstumsrate der Begebung langfristiger Schuldtitel nahm auch weiterhin rasch zu. Im Februar 2009 betrug sie 9,2 % und übertraf damit deutlich das 2008 verzeichnete Durchschnittsniveau von rund 5,8 %. Die jährliche Zuwachsrate der Emission kurzfristiger Schuldverschreibungen (25,8 %) hingegen schien sich im Februar – wenn auch auf hohem Niveau – zu stabilisieren. Die Begebung langfristiger Titel wurde im zweiten Monat in Folge hauptsächlich von der kräftigen Emission festverzinslicher Papiere vorangetrieben. Die Wachstumsrate dieser Kategorie ist seit Oktober 2008 kontinuierlich gestiegen und lag mit 6,7 % im Februar 2009 um 1,4 Prozentpunkte höher als im Januar. Demgegenüber belief

Tabelle 3 Emission von Wertpapieren durch Ansässige im Euro-Währungsgebiet

Emittentengruppe	Umlauf (in Mrd €) 2009 Febr.	Jahreswachstumsraten <sup>1)</sup>					
		2008	2008	2008	2008	2009	2009
		Q1	Q2	Q3	Q4	Jan.	Febr.
<b>Schuldverschreibungen</b>	<b>13 563</b>	<b>8,2</b>	<b>6,9</b>	<b>7,3</b>	<b>7,8</b>	<b>10,1</b>	<b>11,1</b>
MFIs	5 407	9,4	7,8	8,2	5,7	5,3	6,3
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	2 022	24,9	21,7	23,4	24,2	30,4	32,5
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	718	8,8	5,9	4,0	4,9	6,8	7,8
Öffentliche Haushalte	5 416	2,7	2,2	2,4	5,5	9,2	9,8
<i>Darunter:</i>							
Zentralstaaten	5 078	2,7	2,3	2,4	5,7	9,5	10,0
Sonstige öffentliche Haushalte	338	2,7	1,3	3,0	2,9	5,3	6,4
<b>Börsennotierte Aktien</b>	<b>2 922</b>	<b>1,2</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>
MFIs	277	0,7	1,5	2,8	4,9	7,4	7,3
Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften	189	2,7	2,4	2,6	2,6	3,1	3,2
Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	2 456	1,2	0,6	0,0	-0,1	-0,1	-0,1

Quelle: EZB.

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

sich die jährliche Steigerungsrate des Absatzes variabler verzinslicher langlaufender Schuldverschreibungen im Februar 2009 auf 16,1 % und war damit etwas höher als im Januar (15,6 %). Somit übersteigt die Jahreswachstumsrate der Emission langfristiger Schuldtitel mit variablen Zinsen weiterhin deutlich die entsprechende Rate bei Papieren mit festen Zinssätzen, wie dies bereits seit Anfang 2000 der Fall ist.

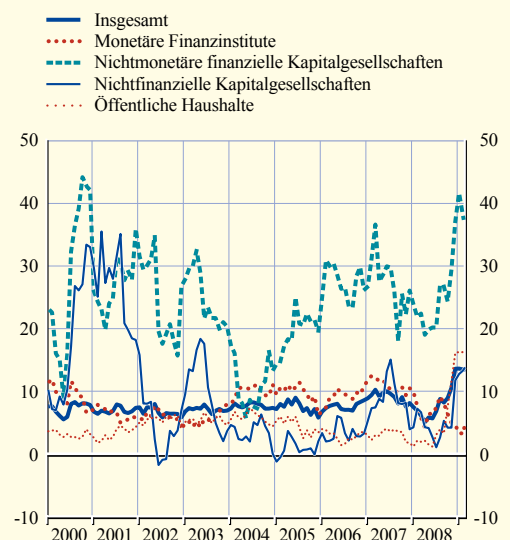
Die zur Beurteilung kurzfristiger Trends besser geeigneten saisonbereinigten Daten deuten darauf hin, dass sich das Wachstum der Emission von Schuldverschreibungen insgesamt auf hohem Niveau stabilisiert. So lag die auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsrate im Februar 2009 bei 13,6 %, d. h. nur 0,1 Prozentpunkte unter dem Stand von Januar und Dezember. Die Begebung von Schuldverschreibungen insgesamt wird nach wie vor weitgehend von den nichtmonetären Finanzinstituten getragen, obschon sich die entsprechende Wachstumsrate im Februar 2009 offenbar leicht verringert hat. Gleichzeitig übte die verstärkte Emissionstätigkeit nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und öffentlicher Haushalte einen gegenläufigen Effekt auf das Gesamtergebnis aus (siehe Abbildung 7).

Aufgrund des stärkeren Rückgriffs der Unternehmen auf Finanzierungen am Kapitalmarkt erhöhte sich im Februar insbesondere die Jahreswachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen im Februar weiter; mit 7,8 % lag sie 1,0 Prozentpunkte über dem Stand vom Januar. Dieser weitere Anstieg lässt sich vollständig mit der deutlichen Zunahme der jährlichen Wachstumsrate der Begebung langfristiger Titel erklären, die den Rückgang der entsprechenden Rate der Emission kurzfristiger Papiere mehr als ausglich. Das seit Ende 2008 beobachtete hohe Volumen und die nachhaltige Steigerung des Nettoabsatzes langfristiger Schuldverschreibungen lässt vermuten, dass die Unternehmen die gegenüber Staatsanleihen gesunkenen Zinsabstände zur Mittelaufnahme nutzen. Das rasche Wachstum der marktbasierter Fremdfinanzierung könnte bis zu einem gewissen Grad auch auf Substitutionseffekte im Hinblick auf die Kreditfinanzierung und die geringere Verfügbarkeit von Innenfinanzierungsmitteln zurückzuführen sein (siehe auch Kasten 3). Trotz gewisser Anzeichen einer Verbesserung der Kreditvergabebedingungen der Banken, wie sie sich aus der im April 2009 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft (siehe Kasten 2) ablesen lassen, bleiben diese Bedingungen außerordentlich restriktiv. Angesichts eines möglicherweise auch weiterhin eingeschränkten Zugangs zu Bankkrediten könnten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften daher bemüht sein, sich Fremdmittel durch verstärkten Rückgriff auf marktbasierter Verschuldung beschaffen. Allerdings schneiden bei der Emission von Schuldverschreibungen durch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Unternehmen mit hoher Bonität und die nichtzyklischen Sektoren, die zum Teil von der Rezession abgeschirmt sind, nach wie vor besser ab.

Was den finanziellen Sektor betrifft, so erholte sich die Jahreswachstumsrate der von MFIs begebenen Schuldverschreibungen im Februar 2009, und zwar auf 6,3 % nach 5,3 % im Januar. Darin spiegelt sich eine Belebung der Emission

**Abbildung 7 Aufgliederung der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen**

(auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

von Schuldverschreibungen über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg wider; besonders gilt dies für von MFIs begebene langfristige Schuldverschreibungen, was zum Teil auf den Refinanzierungsbedarf der mit MFIs verbundenen Conduits zurückzuführen ist. Erstmals seit August 2008 deutet die saisonbereinigte annualisierte Sechsmonatsrate der von MFIs begebenen Schuldtitel, die sich allerdings noch immer auf einem historisch niedrigen Niveau befindet, auf einen leichten Anstieg hin.

Die von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften emittierten Schuldverschreibungen bleiben mit einer jährlichen Steigerungsrate von 32,5 % im Februar 2009 die bei Weitem am schnellsten wachsende Komponente der Emission von Schuldtiteln insgesamt. Darin spiegelt sich nach wie vor das anhaltend hohe Niveau aufgestauter Verbriefungsgeschäfte durch von Banken getragene Zweckgesellschaften wider, wenngleich die Märkte für verbrieftete Produkte nach wie vor in ihrer Funktion beeinträchtigt sind.

Die Jahreswachstumsrate der von öffentlichen Haushalten begebenen Schuldverschreibungen setzte ihren deutlichen Anstieg ebenfalls fort und erreichte im Februar 2009 die Marke von 9,8 %. Die saisonbereinigte annualisierte Sechsmonatsrate der von diesem Sektor emittierten Papiere belief sich im Januar und Februar 2009 jeweils auf rund 16 % und lag damit auf einem Niveau, das verglichen mit der seit 1999 verzeichneten Durchschnittsrate von rund 4 % ausgesprochen hoch ist. Angesichts des hohen Finanzierungsbedarfs der Regierungen im Euroraum ist im Jahresverlauf mit weiteren Zuwächsen zu rechnen.

### BÖRSENNOTIERTE AKTIEN

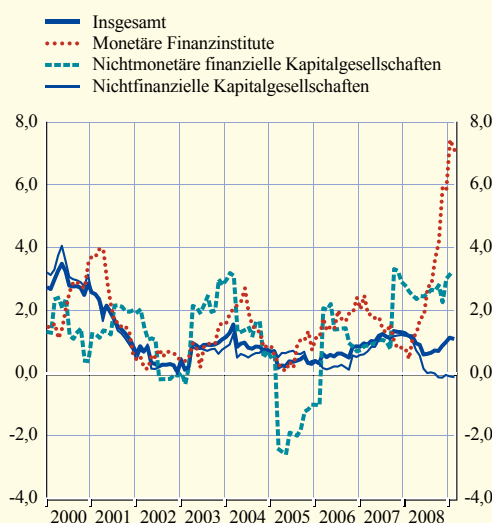
Die jährliche Zuwachsrate der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen börsennotierten Aktien blieb im Februar 2009 mit 1,1 % stabil; dabei ergab sich für keine der großen Emittentengruppen eine wesentliche Änderung der Jahreswachstumsrate. Insbesondere die jährliche Steigerungsrate der Emission von Aktien durch monetäre und nichtmonetäre Finanzinstitute blieb mit 7,3 % bzw. 3,2 % hoch. Dies ist auf die Ausgabe von Bezugsrechten zurückzuführen, die viele Finanzinstitute des Eurogebiets zur Umstrukturierung ihrer Bilanzen einsetzen. Indessen blieb die Jahreswachstumsrate der von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften begebenen börsennotierten Aktien vor dem Hintergrund eines kontinuierlichen Kostenanstiegs bei der Kapitalbeschaffung über den Aktienmarkt im Februar mit -0,1 % negativ (siehe Abbildung 8).

### 2.3 GELDMARKTSÄTZE

*Im April gaben die Zinssätze am unbesicherten Geldmarkt weiter nach, während die Entwicklung der Zinsen am besicherten Geldmarkt uneinheitlich war. Insgesamt verringerten sich die Abstände zwischen den unbesicherten und den besicherten Sätzen erneut, insbesondere im Laufzeitbereich von drei Monaten oder mehr.*

Abbildung 8 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.

*Das Eurosystem stellte dem Finanzsystem im April weiterhin reichlich Liquidität zur Verfügung. Dabei kamen bei den Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäften Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Einsatz.*

Die Zinsen am unbesicherten Geldmarkt gingen im April 2009 weiter zurück, wenn auch in einem geringeren Umfang als in den Vormonaten. Die EURIBOR-Zinssätze für Einmonats-, Dreimonats-, Sechsmonats- und Zwölfmonatsgeld lagen am 6. Mai bei 0,90 %, 1,33 %, 1,53 % bzw. 1,70 % und damit 20, 16, 12 bzw. 10 Basispunkte unter ihrem Stand vom 1. April. Bei den kürzeren Laufzeiten war der Rückgang stärker ausgeprägt. Folglich weitete sich die Differenz zwischen dem Zwölfmonats- und dem Einmonats-EURIBOR aus und belief sich am 6. Mai auf 80 Basispunkte, verglichen mit 70 Basispunkten am 1. April (siehe Abbildung 9).

Die EONIA-Swap-Sätze entwickelten sich im selben Zeitraum recht uneinheitlich. Bei Laufzeiten von weniger als drei Monaten gaben die Zinsen weiter nach, wohingegen sie bei einer Laufzeit von mehr als drei Monaten stiegen. Alles in allem war der Abstand zwischen den unbesicherten EURIBOR-Sätzen und dem EONIA-Swap-Index am 6. Mai im Allgemeinen kleiner als Anfang April. Eine Ausnahme bildeten die kürzeren Laufzeiten; hier wurde eine leichte Ausweitung der Spreads verzeichnet. Im Dreimonatsbereich verringerte sich die Zinsdifferenz von 81 Basispunkten am 1. April auf 65 Basispunkte am 6. Mai – dies entspricht in etwa dem Anfang September 2008, also vor den erneuten Spannungen am Geldmarkt des Euro-Währungsgebiets, verzeichneten Niveau.

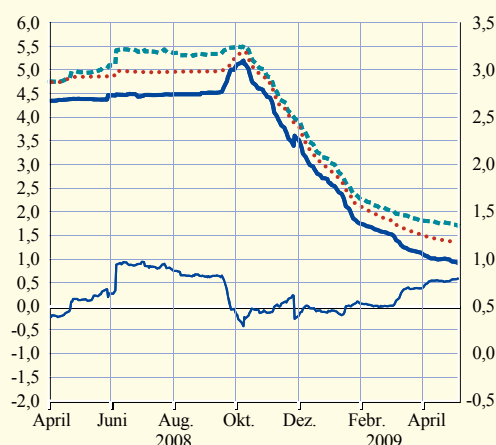
Die aus den Preisen von Dreimonats-EURIBOR-Terminkontrakten mit Fälligkeit im Juni, September und Dezember 2009 abgeleiteten Zinssätze beliefen sich am 6. Mai auf 1,225 %, 1,230 % bzw. 1,395 %. Somit ergab sich gegenüber den am 1. April verzeichneten Werten für die im Juni 2009 fälligen Terminkontrakte keine Änderung und für die im September bzw. Dezember 2009 fälligen Terminkontrakte ein leichter Rückgang um 2,5 bzw. 3,5 Basispunkte. Diese geringfügigen Veränderungen deuten darauf hin, dass sich die Erwartungen bezüglich der EZB-Leitzinsen bis Anfang 2010 kaum verändert haben.

Während der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 7. April endete, war der EONIA relativ volatil, blieb jedoch deutlich unter dem Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte und belief sich auf einen Wert, der zwischen 49 und 71 Basispunkten darunter lag. Einzige Ausnahme war der 31. März, als sich der EONIA aufgrund von Kalendereffekten am Quartalsende auf 1,636 % erhöhte (siehe Abbildung 10). Am 2. April beschloss der EZB-Rat, die Leitzinsen um weitere 25 Basispunkte zu senken, wodurch der Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems auf 1,25 % herabgesetzt wurde und die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität sowie die Einlagefazilität auf 2,25 % bzw. 0,25 % verringert wurden. In der am

**Abbildung 9 Geldmarktsätze**

(in % p. a.; Differenz 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)

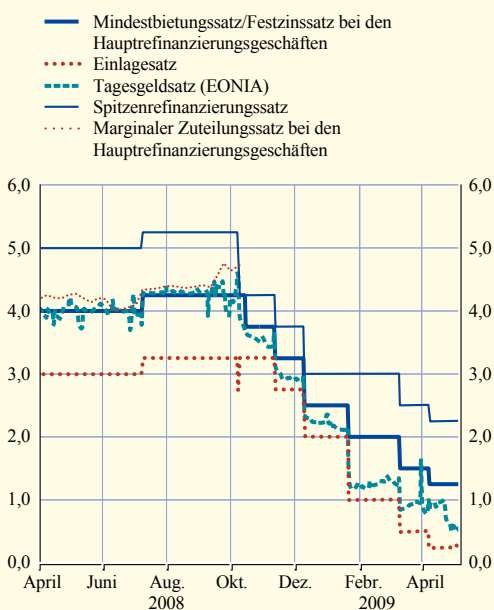


Quellen: EZB und Reuters.



Abbildung 10 EZB-Zinssätze und Tagesgeldsatz

(in % p. a.; Tageswerte)



Quellen: EZB und Reuters.

8. April beginnenden Mindestreserve-Erfüllungsperiode hingegen schwankte der EONIA erneut um das in der vorangegangenen Erfüllungsperiode verzeichnete Niveau, wodurch sich der Abstand zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf rund 30 Basispunkte verringerte. Anschließend ging der EONIA gegen Ende April zurück und lag am 6. Mai bei 0,53 %. Die Differenz zwischen dem EONIA und dem Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte belief sich damit auf 72 Basispunkte. Dieser Rückgang war auf die reichlich vorhandene Liquidität am Geldmarkt zurückzuführen, die sich infolge der vollständigen Zuteilung der nachgefragten Liquidität und der im Vergleich zu vorherigen Erfüllungsperioden begrenzteren Nutzung der Einlagefazilität ergeben hatte.

Die vom Eurosystem derzeit verfolgte Liquiditätsstrategie hatte zur Folge, dass die dem Markt bereitgestellte Liquiditätsmenge ausschließlich vom Bietungsverhalten der Geschäftspartner bestimmt wurde. Bei den am 7., 14., 21. und 28. April sowie am 5. Mai durchgeführten

Hauptrefinanzierungsgeschäften teilte die EZB 125,4 Mrd €, 85,9 Mrd €, 122,6 Mrd € und 91,8 Mrd € über dem Benchmark-Betrag bzw. 89 Mrd € unter dem Benchmark-Betrag zu. Somit wurde den Geschäftspartnern bei diesen Geschäften meist mehr Liquidität zur Verfügung gestellt, als zur Erfüllung ihres Reserve-Solls und zur Berücksichtigung autonomer Faktoren erforderlich gewesen wäre. Diese Liquidität wurde anschließend durch die Inanspruchnahme der Einlagefazilität teilweise absorbiert. In der Mindestreserve-Erfüllungsperiode, die am 8. April begann, fiel die Nutzung der Einlagefazilität im Vergleich zur vorherigen Erfüllungsperiode deutlich geringer aus, blieb aber nach wie vor relativ umfangreich. Die tägliche Inanspruchnahme der Einlagefazilität belief sich zwischen dem 8. April und dem 6. Mai auf durchschnittlich 37,1 Mrd €, während sie in der am 7. April endenden Erfüllungsperiode durchschnittlich 57,8 Mrd € betragen hatte. Betrachtet man die Entwicklung seit Ende 2008, so ist dieser anhaltende Rückgang ein weiterer Beleg für die gegenwärtige Normalisierung der Bedingungen am Euro-Geldmarkt nach den Spannungen vom September 2008. Die tagesdurchschnittliche Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität ging ebenfalls zurück, und zwar von 1,1 Mrd € in der vorherigen Reserveperiode auf rund 0,9 Mrd € im Zeitraum vom 8. April bis zum 6. Mai.

Was die sonstigen Geschäfte anbelangt, so führte das Eurosystem am 7. April, dem letzten Tag der Reserveerfüllungsperiode, eine liquiditätsabsorbierende Feinsteuerungsoperation in Höhe von 103,9 Mrd € mittels eines Zinstenders mit einem Höchstbietungssatz von 1,50 %, einem marginalen Zuteilungssatz von 1,30 % und einem gewichteten Durchschnittssatz von 1,12 % durch. Bei dem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft, das am 29. April mit vollständiger Zuteilung zu einem festen Zinssatz von 1,25 % und einer Laufzeit von drei Monaten abgewickelt wurde, belief sich der Zuteilungsbetrag auf 31,17 Mrd €. Im Rahmen weiterer längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte, die am 8., 9. und 16. April mit unterschiedlichen Laufzeiten zu einem festen Zinssatz von 1,50 % durchgeführt wurden, stellte die EZB Liquidität in Höhe von insgesamt 181,08 Mrd € bereit und damit mehr als in den entsprechenden Geschäften der vorangegangenen Erfüllungsperiode (161,23 Mrd €).

Darüber hinaus stellte das Eurosystem in der Erfüllungsperiode, die am 8. April begann, auf Grundlage seines wechselseitigen Währungsabkommens (Swap-Vereinbarung) mit der Federal Reserve weiterhin US-Dollar gegen notenbankfähige Sicherheiten des Eurosystems zur Verfügung. Zu diesem Zweck wurden am 9., 23. und am 30. April Geschäfte mit unterschiedlichen Laufzeiten durchgeführt. Die EZB ermöglicht den Geschäftspartnern des Eurosystems darüber hinaus weiterhin über Devisenswapgeschäfte die Refinanzierung in US-Dollar und Schweizer Franken.

## 2.4 ANLEIHEMÄRKTE

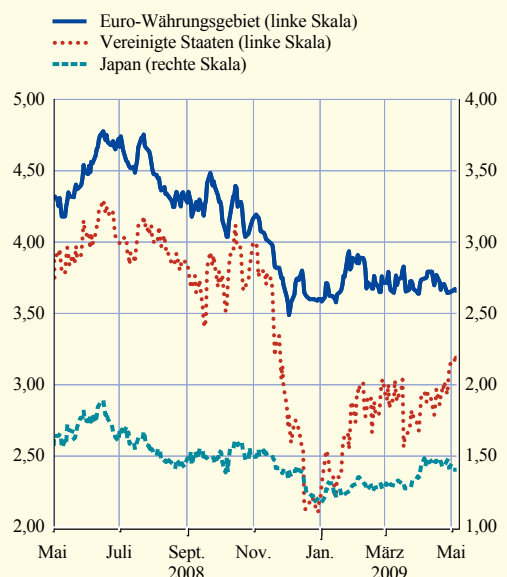
*Im April und Anfang Mai legten die Renditen langfristiger Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet leicht zu; in den Vereinigten Staaten war der Anstieg ausgeprägter. Die anhaltende Verbesserung der Marktstimmung zugunsten risikoreicher Vermögenswerte vor dem Hintergrund einer sich abzeichnenden Stabilisierung der Konjunkturaussichten übte einen Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Staatsanleihen aus. Im Euroraum wurde dieser allgemeine Auftrieb bei den Anleiherenditen teilweise durch weiter rückläufige Renditeabstände der Staatsanleihen innerhalb des Eurogebiets wettgemacht. In den Vereinigten Staaten wurde der Einbruch der Renditen, der nach der Erklärung des Offenmarktausschusses zu seinen geldpolitischen Beschlüssen vom März beobachtet worden war, vollständig ausgeglichen. Die langfristigen Termin-Breakeven-Inflationsraten stiegen im Euroraum leicht an.*

Die Staatsanleiherenditen im Euro-Währungsgebiet stiegen gegenüber ihrem Stand von Ende März geringfügig an, während in den Vereinigten Staaten mit 50 Basispunkten eine deutliche Zunahme verzeichnet wurde. Am 6. Mai beliefen sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum auf 3,7 % und die Renditen entsprechender US-Papiere auf 3,2 % (siehe Abbildung 11). Der Abstand zwischen den Nominalzinsen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und im Eurogebiet verkleinerte sich damit auf rund -50 Basispunkte am Ende des Berichtszeitraums. In Japan erhöhte sich die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen leicht und betrug am 6. Mai 1,4 %. Die implizite Volatilität am Anleihemarkt blieb im Euroraum insgesamt weitgehend unverändert, wohingegen sie in den Vereinigten Staaten etwas zulegte, worin sich die beträchtlichen Renditeschwankungen der letzten Zeit widerspiegeln.

In den Vereinigten Staaten erholten sich die Renditen langfristiger Staatsanleihen im April und Anfang Mai merklich. Am 6. Mai lagen sie wieder leicht über dem Niveau, das unmittelbar vor Bekanntgabe der geldpolitischen Beschlüsse des Offenmarktausschusses am 18. März verzeichnet worden war, in deren Rahmen der geplante Kauf längerfristiger Staatsanleihen im Wert von bis zu 300 Mrd USD angekündigt wurde. Ein beträchtlicher Teil dieses Renditeanstiegs, der auf die augenscheinlich weitere Verbesserung der Marktstimmung nach dem

**Abbildung 11 Renditen langfristiger Staatsanleihen**

(in % p. a.; Tageswerte)

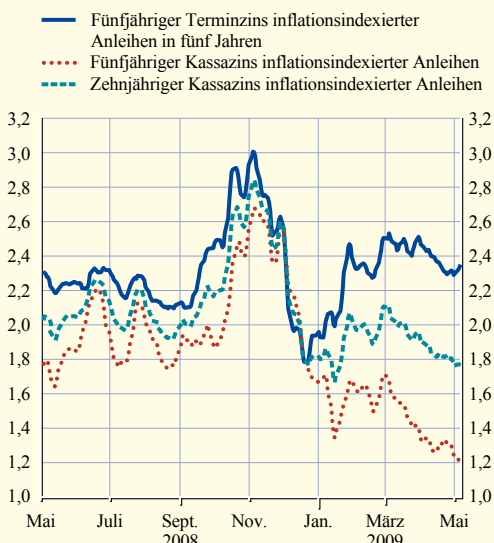


Quellen: Bloomberg und Reuters.

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

Abbildung 12 Renditen inflationsindexierter Nullkuponanleihen im Euro-Währungsgebiet

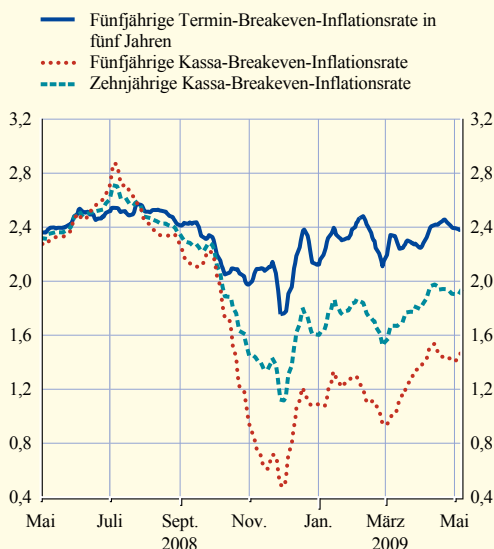
(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

Abbildung 13 Nullkupon-Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet

(in % p. a.; gleitender Fünftagesdurchschnitt der Tageswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

G-20-Gipfel am 2. April in London zurückzuführen war, entfiel auf die ersten Apriltage und spiegelte wohl in erster Linie Portfoliumschichtungen – diesmal zurück in risikoreiche Vermögenswerte – wider. Darüber hinaus könnten erste Anzeichen dafür, dass die Konjunkturaussichten nicht mehr ganz so trübe sind, einen zusätzlichen Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger Anleihen ausgeübt haben.

Die Renditen langfristiger Anleihen im Euroraum erhöhten sich im Berichtszeitraum nur geringfügig und bewegten sich bei recht geringer Volatilität um ihr Ende März verzeichnetes Niveau. Der allgemeine Aufwärtsdruck auf die langfristigen Renditen führte auch zu einem Anstieg der Renditen deutscher Staatsanleihen, euroraumweit wurde dieser Anstieg jedoch zum Großteil durch weiter rückläufige Renditeabstände der Staatsanleihen innerhalb des Eurogebiets ausgeglichen. In allen Euro-Ländern, die derartige Anleihen auflegen, verkleinerte sich die Renditedifferenz zwischen zehnjährigen Staatsanleihen und den entsprechenden deutschen Papieren im Verlauf des April und Anfang Mai erneut. Die nach wie vor erhöhten Renditeabstände innerhalb des Euro-Währungsgebiets hängen weiterhin mit der starken Risikoaversion der Anleger, der geringen Liquidität an einigen Staatsanleihenmärkten sowie mit Befürchtungen im Hinblick auf die fiskalische Belastung aufgrund der Konjunkturaussichten und der von der Politik ergriffenen Maßnahmen zusammen.

Die Renditen langfristiger inflationsindexierter Staatsanleihen im Eurogebiet gingen im April und Anfang Mai etwas weiter zurück. Der Kassazins fünf- und zehnjähriger Realanleihen verringerte sich um rund 10 bzw. 5 Basispunkte auf 1,2 % bzw. 1,8 %. Trotz der jüngsten Erholung sind die Märkte für inflationsindexierte Anleihen nach wie vor etwas beeinträchtigt. Die Renditen inflationsindexierter Anleihen sowie die Breakeven-Inflationsraten sollten daher immer noch mit Vorsicht interpretiert werden.

In Verbindung mit den leicht steigenden nominalen Langfristrenditen führten die rückläufigen realen Renditen zu einer Zunahme der fünf- und zehnjährigen Kassa-Breakeven-Inflationsraten um rund

15 Basispunkte. Am 6. Mai lagen sie bei 1,5 % bzw. 2,0 %. Gleichzeitig erhöhten sich die fünfjährigen Termin-Breakeven-Inflationsraten in fünf Jahren, eine Messgröße der längerfristigen Inflationserwartungen und der damit verbundenen Risikoprämien, leicht auf 2,4 %. Die anhand inflationsindexierter Swaps ermittelten langfristigen Termin-Breakeven-Inflationsraten stiegen im April und Anfang Mai ebenfalls etwas an.

Die Terminzinsstruktur im Euroraum veranschaulicht, wie sich die Gesamtentwicklung der langfristigen Anleiherenditen in Veränderungen der Zinserwartungen (und der betreffenden Risikoprämien) für unterschiedliche Laufzeithorizonte aufgliedern lässt (siehe Abbildung 14). Verglichen mit Ende März blieben sowohl das Niveau als auch der Verlauf der Terminzinsstrukturkurve für den Euroraum insgesamt nahezu unverändert.

Die Renditeabstände der Anleihen nichtfinanzieller Unternehmen verringerten sich gegenüber ihrem Ende März verzeichneten Stand weiter. Bei den Schuldtiteln nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit niedrigerem Rating wiesen die Renditeabstände einen merklichen Rückgang auf, während die Differenz von Papieren mit höherem Rating leicht zunahm. Die Spreads von Schuldtiteln finanzieller Kapitalgesellschaften schrumpften über alle Ratingklassen hinweg. Zwar lassen die weiterhin erhöhten Renditeabstände auf anhaltende Befürchtungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf die Solidität der finanziellen wie auch der nichtfinanziellen Unternehmen schließen, doch spiegelt die jüngste Verringerung eine allgemeine Aufhellung der Marktstimmung bezüglich risikoreicher Vermögenswerte wider; dies lässt sich auch an den Aktien- und Staatsanleihemärkten beobachten.

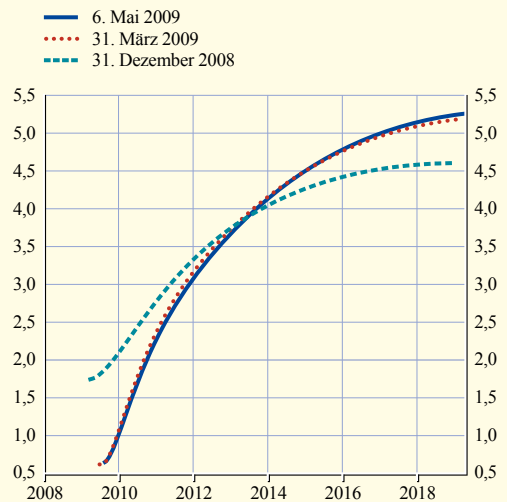
## 2.5 KREDIT- UND EINLAGENZINSEN

*Die MFI-Zinssätze für Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Neugeschäft sowie für Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften gingen im Februar 2009 weiter zurück, und zwar zumeist in beträchtlichem Umfang. Sie setzten damit den rückläufigen Trend fort, der im November 2008 im Gefolge von Leitzinssenkungen und eines anschließenden Rückgangs der Geldmarktsätze und Anleiherenditen eingesetzt hatte. Die Differenz zwischen den kurzfristigen MFI-Zinsen und den Geldmarktsätzen wird sich voraussichtlich verringern, sobald die Leitzinsänderungen allmählich ihre Wirkung entfalten.*

Im Februar 2009 lagen die kurzfristigen MFI-Zinssätze für Kredite und Einlagen im Neugeschäft in der Mehrzahl deutlich unter ihrem Vormonatsstand. Dies war eine Reaktion auf den erheblichen Rückgang der Geldmarktsätze seit September 2008 (siehe Abbildung 15). Was die privaten Haushalte anbe-

**Abbildung 14 Implizite Terminzinssätze für Tagesgeld im Euro-Währungsgebiet**

(in % p. a.; Tageswerte)

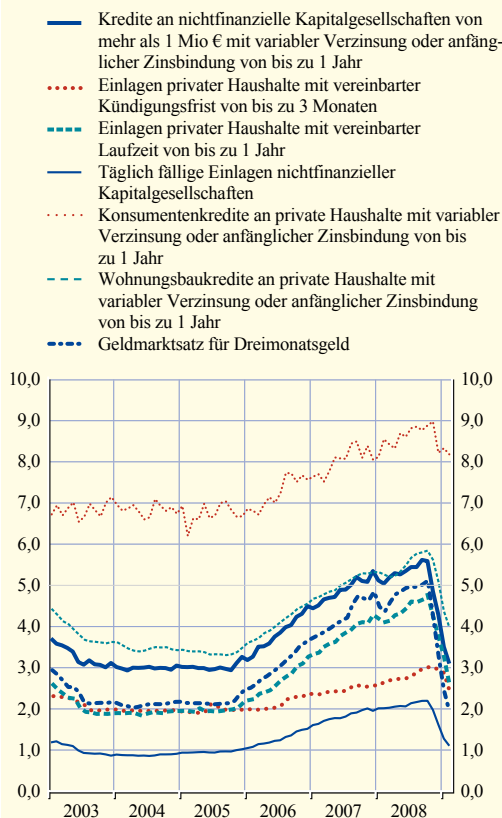


Quellen: EZB, EuroMTS (zugrunde liegende Daten) und Fitch Ratings (Ratings).

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 auf der Website der EZB unter „Euro area yield curve“ dargelegt. Bei den in der Schätzung verwendeten Daten handelt es sich um die Renditen von Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet mit AAA-Rating.

Abbildung 15 Kurzfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Geldmarktsatz

(in % p. a.; Zinssätze im Neugeschäft)



Quelle: EZB.

Wohnungsbaukredite mit variabler Verzinsung oder einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr und die Zinsen für entsprechend ausgestaltete Großkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften um 182 bzw. 252 Basispunkte zurückgingen. Es liegen jedoch Hinweise darauf vor, dass die jüngsten Leitzinsänderungen – unter Berücksichtigung der üblichen Verzögerung bei der Zinsanpassung im Kundengeschäft der Banken und der hohen Kreditrisikoprämien im Zusammenhang mit der Sorge über die Bonität der Kreditnehmer – in ähnlichem Maße wie in der Vergangenheit auf die Kredit- und Einlagenzinsen im Kundengeschäft durchschlagen.

Der breit angelegte Rückgang der Zinssätze war auch bei den langen Laufzeiten zu beobachten. So gaben alle MFI-Zinsen für Kredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von mehr als zwei Jahren im Februar weiter nach (siehe Abbildung 17). Bei großen Darlehen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften verringerten sich die langfristigen MFI-Zinsen im Februar im Durchschnitt um 34 Basispunkte, während bei den langfristigen Zinsen für Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit 13 Basispunkten ein deutlich geringerer Rückgang verzeichnet wurde. Im Gegensatz zur Entwicklung bei den kürzeren Laufzeiten nahmen die langfristigen MFI-Zinssätze im Allgemeinen weiterhin etwas kräftiger ab als die entsprechenden Zinsen am Anleihemarkt. So fiel die Rendite fünfjähriger Staatsanleihen im Februar 2009 im Monatsvergleich um 15 Basispunkte, während die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen leicht anstieg.

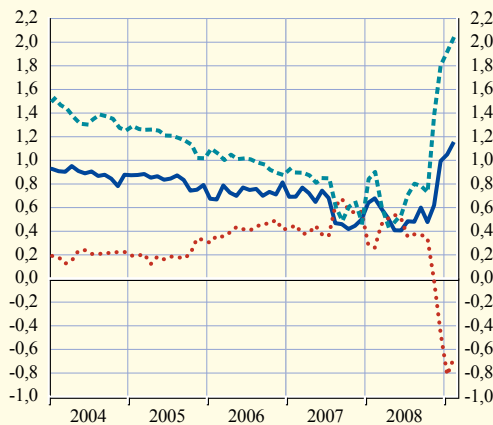
langt, so sind die MFI-Zinsen für Wohnungsbaukredite mit weiteren 40 Basispunkten im Februar recht kräftig gefallen, während die Zinsen für Konsumentenkredite um 15 Basispunkte sanken. Gleichzeitig war jedoch ein leichter Anstieg der Zinsen für Überziehungskredite an private Haushalte um 5 Basispunkte zu beobachten. Auch im Neugeschäft mit nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nahmen die kurzfristigen Kreditzinsen der MFIs ab, und zwar um durchschnittlich 39 Basispunkte im Februar, wobei der Rückgang bei Großkrediten etwas stärker ausfiel als bei kleinen Darlehen. Insgesamt war die Abnahme der kurzfristigen MFI-Kreditzinsen im Februar 2009 etwas geringer als im Januar; in jenem Monat waren im Allgemeinen sehr kräftige Rückgänge verzeichnet worden. In dieser Entwicklung kommt ein ähnlicher Verlauf der entsprechenden Geldmarktsätze im genannten Zeitraum zum Ausdruck. So verringerte sich beispielsweise der Dreimonats-EURIBOR im Februar 2009 um 51 Basispunkte.

Die Differenz zwischen den Geldmarktsätzen und den kurzfristigen MFI-Zinsen war im Februar nach wie vor groß (siehe Abbildung 16), was auf eine verzögerte Anpassung der Einlagen- und Kreditzinsen im Kundengeschäft an Änderungen der Leitzinsen zurückzuführen ist. Von September 2008 bis Februar 2009 fiel der Dreimonats-EURIBOR um 307 Basispunkte, während die Zinsen für

**Abbildung 16 Abstand kurzfristiger MFI-Zinsen gegenüber dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld**

(in Prozentpunkten; Zinssätze im Neugeschäft)

- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr
- ..... Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von bis zu 1 Jahr
- - - - - Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit variabler Verzinsung oder anfänglicher Zinsbindung von bis zu 1 Jahr



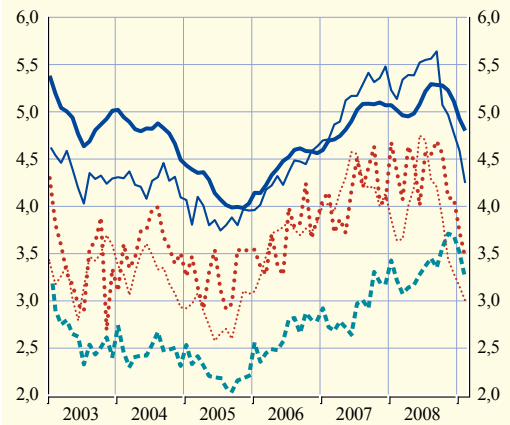
Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Abstände der Kredite errechnen sich aus dem Kreditzins abzüglich des Geldmarktsatzes für Dreimonatsgeld, und die Abstände der Einlagen errechnen sich aus dem Geldmarktsatz für Dreimonatsgeld abzüglich des Einlagensatzes.

**Abbildung 17 Langfristzinsen der MFIs und vergleichbarer Kapitalmarktsatz**

(in % p. a.; Zinssätze im Neugeschäft)

- Wohnungsbaukredite an private Haushalte mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren und bis zu 10 Jahren
- ..... Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
- - - - - Einlagen privater Haushalte mit vereinbarter Laufzeit von mehr als 2 Jahren
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften von mehr als 1 Mio € mit anfänglicher Zinsbindung von mehr als 5 Jahren
- ..... Rendite fünfjähriger Staatsanleihen



Quelle: EZB.

Längerfristig betrachtet sind die meisten langfristigen MFI-Zinssätze für Kredite an private Haushalte seit Mitte 2007 weitgehend unverändert geblieben. Die langfristigen MFI-Zinsen für große Darlehen an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften dagegen gingen deutlich zurück und lagen im Februar 2009 je nach Laufzeit um 100 bis 170 Basispunkte unter ihrem Stand von Mitte 2007. Gleichzeitig gaben die langfristigen Zinsen für Kleinkredite (d. h. Kredite von unter 1 Mio €) nur geringfügig nach, während sich die Renditen mittel- bis langfristiger Staatsanleihen beträchtlich verringerten (um 50 bis 150 Basispunkte).

Was die Ertragslage der Banken im Euroraum angeht, so hat sich die Kreditzins-Einlagenzins-Differenz sowohl bei den Beständen als auch im Neugeschäft im Februar 2009 zum ersten Mal seit Oktober 2008 geringfügig erhöht, was darauf hindeutet, dass es den Banken etwas leichter fiel, Einkünfte zu erwirtschaften. Beide Maße blieben jedoch deutlich unter dem vor Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen verzeichneten Niveau.



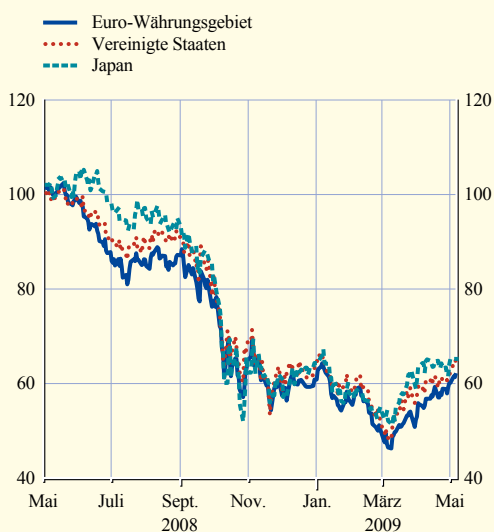
## 2.6 AKTIENMÄRKTE

*Angesichts erster Anzeichen dafür, dass sich die Eintrübung der Konjunkturaussichten verlangsamen könnte, setzten die Aktienkurse weltweit – in erster Linie getragen von einer weiteren Aufhellung der Marktstimmung zugunsten risikoreicher Vermögenswerte – ihren Aufwärtstrend im April und Anfang Mai fort. Von Ende März bis zum 6. Mai legten die Notierungen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten um 19 % bzw. 15 % zu. Die größten Gewinne verzeichnete abermals der Bankensektor. Die implizite Aktienkursvolatilität ließ beträchtlich nach, was darauf hindeutet, dass die Anleger von einem weiterhin relativ günstigen Marktumfeld ausgehen.*

Von Ende März bis zum 6. Mai stiegen die Aktienkurse weltweit weiter an und setzten damit die im März beobachtete Hausse fort. Insgesamt erhöhten sich die Notierungen im Euroraum, gemessen am marktbreiten Dow-Jones-Euro-STOXX-Index, von Ende März bis zum 6. Mai um 19 %, während der Standard-&-Poor's-500-Index in den Vereinigten Staaten um 15 % zulegte (siehe Abbildung 18). In Japan wiesen die Aktienkurse, gemessen am Nikkei 225, im selben Zeitraum ein Plus von 11 % auf. Die kurzfristige Unsicherheit an den Aktienmärkten, gemessen an der aus Optionen abgeleiteten Volatilität, ging an den wichtigsten Märkten deutlich zurück (siehe Abbildung 19), während die erwartete Volatilität (und die mit ihr verbundenen Prämien) der im Dow Jones Euro STOXX 50 enthaltenen Aktien für den Zweijahreshorizont nur geringfügig nachließ. Insgesamt deuten die genannten Indikatoren darauf hin, dass die Marktteilnehmer auf etwas längere Sicht mit einer Fortsetzung der in den letzten Wochen beobachteten Entspannung am Markt rechnen. Des Weiteren könnte die für die

Abbildung 18 Aktienindizes

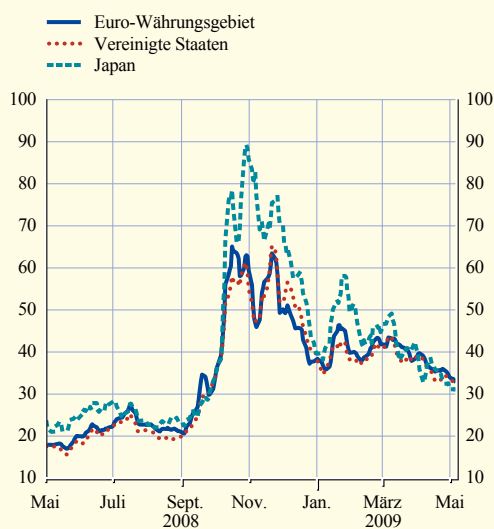
(Index: 1. Mai 2008 = 100; Tageswerte)



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-Index für Japan.

Abbildung 19 Implizite Aktienkursvolatilität

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



Quelle: Bloomberg.  
Anmerkung: Die implizite Volatilität stellt die erwartete Standardabweichung der prozentualen Veränderung 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.

Volatilität verlangte Risikokompensation im Gleichschritt mit anderen Risikoprämien zurückgegangen sein und damit zusätzlichen Abwärtsdruck auf die implizite Volatilität ausgeübt haben.

Zwar sind die günstigen Signale, die zuletzt an den Aktienmärkten sowie an den Märkten für Unternehmens- und Staatsanleihen beobachtet wurden, nicht mit einer entsprechend deutlichen Erholung der gesamtwirtschaftlichen Indikatoren verbunden, sie deuten jedoch nach wie vor auf eine wesentliche Stärkung des Vertrauens unter den Anlegern hin. Dies bedeutet zumindest einen teilweisen Umschwung der sehr pessimistischen Stimmung, die sich zuvor in den Preisen risikoreicher Anlagen niedergeschlagen hatte. Angesichts des Ausbleibens weiterer größerer negativer Schocks im Finanzsektor könnte die Neubewertung darauf zurückzuführen sein, dass die Marktteilnehmer die Wirksamkeit der vom Staat ergriffenen Maßnahmen zur Stützung des Finanzsektors optimistischer beurteilen. So wurden die höchsten Gewinne im April und Anfang Mai nach wie vor bei den Notierungen des Finanzsektors verzeichnet.

Im Euro-Währungsgebiet legten die Aktienkurse etwas stärker zu als in den Vereinigten Staaten, was möglicherweise auf eine gewisse Anpassung nach den vergleichsweise höheren Gewinnen am US-Markt im März zurückzuführen war. Nach Sektoren betrachtet war die Neubewertung im Berichtszeitraum im Bankensektor am deutlichsten ausgeprägt. Hier legten die entsprechende Indizes im Euroraum und in den Vereinigten Staaten um weitere 38 % bzw. 49 % zu. Wenngleich das Plus bei den Notierungen der börsennotierten nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften nicht ganz so hoch ausfiel, ergaben sich hier Gewinne von 14 % und 13 % im Eurogebiet bzw. in den USA.

Sowohl die tatsächlichen als auch die erwarteten Gewinne börsennotierter Unternehmen im Euroraum gingen im April weiter zurück, wenn auch in langsamerem Tempo als in den letzten Monaten. Das tatsächliche jährliche Gewinnwachstum pro Aktie der im Dow Jones Euro STOXX vertretenen Unternehmen ging im April erneut leicht auf -31,1 % zurück, nachdem es im März noch bei -30,6 % gelegen hatte. Das auf Jahresfrist prognostizierte Gewinnwachstum pro Aktie belief sich auf -2,9 %, was einer weiteren Verschlechterung gegenüber dem Stand von -1,9 % im März entspricht. Die Gewinne entwickelten sich im April in den einzelnen Sektoren erneut sehr unterschiedlich. Während sich der jährliche Rückgang der Gewinne pro Aktie im nichtfinanziellen Sektor auf 22 % belief, verzeichneten die börsennotierten Unternehmen im Finanzsektor binnen Jahresfrist eine Abnahme der Gewinne pro Aktie um knapp 60 %.

### KASTEN 3

#### DIE INTEGRIERTEN SEKTORKONTEN DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS FÜR DAS VIERTE QUARTAL 2008

Der vorliegende Kasten beschäftigt sich mit den integrierten Sektorkonten des Euroraums, die am 30. April 2009 auf der Website der EZB veröffentlicht wurden.<sup>1</sup> Diese Statistiken liefern ausführliche Informationen zu Einkommen, Ausgaben, Finanzierung und Portfolioentscheidungen der verschiedenen Wirtschaftssektoren des Eurogebiets bis zum Schlussquartal 2008. Sie geben Aufschluss über die Reaktion der Wirtschaftsakteure auf die Verschärfung der Finanzkrise, die damit einhergehende verstärkte Unsicherheit und die Eintrübung der Weltwirtschaft. Die integrierten Sektorkonten haben drei wesentliche Vorteile: Erstens liefern sie neue Daten, die zuvor nicht verfügbar waren; diese beziehen sich in erster Linie auf die nichtfinanziellen privaten Sektoren (d. h. die privaten Haushalte und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften).

<sup>1</sup> Die Daten können auf der Website der EZB unter [sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181](http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2019181) abgerufen werden.

Zweitens enthalten sie einheitliche Informationen zu den Gesamtsektoren, also einen integrierten Ausweis der Finanzkonten und nichtfinanziellen Konten. Drittens werden die Daten in einem einheitlichen Rahmen erhoben, was eine umfassendere Analyse der Zusammenhänge zwischen finanziellen und realwirtschaftlichen Variablen sowie der Verflechtung zwischen den einzelnen institutionellen Sektoren ermöglicht.<sup>2</sup>

Als sich die leichte konjunkturelle Abkühlung, die bis Sommer 2008 verzeichnet worden war, zum Jahresende hin abrupt in einen schwerwiegenden Abschwung wandelte, kam das jährliche Wachstum der verfügbaren Nominaleinkommen im Euroraum im vierten Quartal 2008 zum Stillstand. Von dieser Entwicklung waren in unterschiedlichem Maße alle Sektoren betroffen, vor allem jedoch die privaten Haushalte und der Staatssektor.

### Entwicklung der institutionellen Sektoren

Die zuvor robuste Zunahme der nominalen Einkommen der *privaten Haushalte* verlangsamte sich im vierten Quartal 2008 merklich. Grund war eine plötzliche Wachstumsabschwächung der Arbeitnehmerentgelte und Selbstständigeneinkommen sowie ein abrupter Einbruch der Vermögenseinkommen. Diese negativen Einflüsse wurden nur teilweise von einer weiteren Wachstumsverlangsamung der Steuerlast abgemildert. Deshalb verharnte das jährliche Wachstum der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte trotz eines scharfen Rückgangs des Konsumdeflators (von 3,9 % gegenüber dem Vorjahr im dritten Quartal 2008 auf 1,9 % im Schlussquartal) wie in den vorangegangenen zwei Jahresvierteln bei verhaltenen 0,7 %, der niedrigsten Zuwachsrate seit 2003. Die erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der Aussichten für die wirtschaftliche Entwicklung, die Beschäftigung und die Wohnimmobilienmärkte sowie das stark rückläufige Nettogeldvermögen der privaten Haushalte (aufgrund von Bewertungsverlusten bei Aktien) veranlassten diese, ihren realen Konsum weiter zu drosseln und noch mehr zu sparen. So erhöhte sich die Sparquote der Privathaushalte, berechnet auf der Grundlage gleitender Vierquartalsummen, im vierten Quartal 2008 auf 14,2 %. Zusammen mit den sinkenden Investitionen der privaten Haushalte (für den Wohnungsbau) führte dies zu einem weiteren Anstieg ihres Finanzierungsüberschusses, wodurch sich ihr Kreditbedarf verringerte. Auf der Aktivseite erhöhte sich die Liquiditätspräferenz der Privathaushalte angesichts der extremen wirtschaftlichen und finanziellen Unsicherheit. Sie schichteten ihr Geldvermögen weiter von risikoreicheren Anlagen, insbesondere börsennotierten Aktien und Investmentzertifikaten, in Bargeld und Einlagen um und drosselten ihren Erwerb weniger liquider Vermögenswerte wie versicherungstechnischer Rückstellungen (siehe Abbildung A).

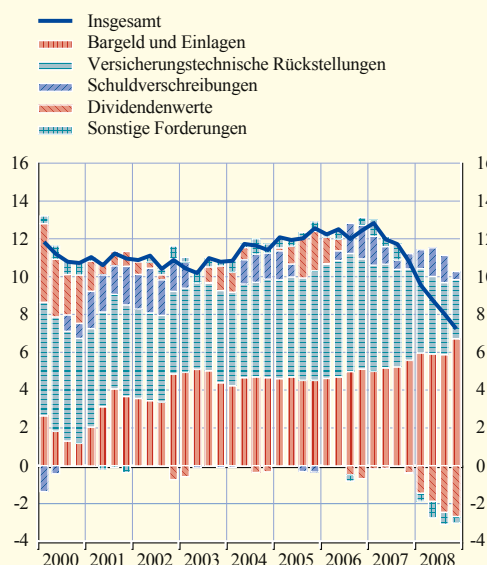
Aufgrund des starken Konjunkturabschwungs im vierten Quartal 2008 stagnierte die nominale Wertschöpfung der *nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften* im Vergleich zum Vorjahr. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften reagierten rasch, indem sie die Arbeitnehmerentgelte eindämmten. Dies geschah in erster Linie über einen „Volumeneffekt“, d. h. eine Verringerung des Personalbestands sowie der geleisteten Arbeitsstunden je Beschäftigten. Dadurch wurde die negative Auswirkung auf die Gesamtmargen abgemildert: Der Bruttobetriebsüberschuss ging gegenüber dem Vorjahr um 4,1 % zurück, verglichen mit einer Zunahme um 1,6 % im dritten Quartal 2008. Die Ersparnisbildung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften wurde von einem Rückgang der Dividendenauszahlungen und der direkten Steuerlast begünstigt und fiel im Berichtsquartal sogar

<sup>2</sup> Eine Einführung in die integrierten Sektorkonten für das Eurogebiet findet sich in: EZB, Die Einführung vierteljährlicher Sektorkonten für das Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht November 2007.

positiv aus. Vor dem Hintergrund der schrumpfenden weltweiten Nachfrage, der sinkenden Kapazitätsauslastung und der erschwerten Finanzierungsbedingungen kehrte sich die Jahreswachstumsrate der Kapitalbildung dieser Unternehmen abrupt ins Negative (-3,3 %), nachdem sie sich lange Zeit als widerstandsfähig erwiesen hatte (+7 % bis zum dritten Quartal 2008). Aufgrund der zügig ergriffenen Anpassungsmaßnahmen konnten die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Nettokreditaufnahme im vierten Quartal 2008 trotz des negativen Einflusses der Rezession zurückfahren, nachdem sie über geraume Zeit verstärkt auf Außenfinanzierungsmittel angewiesen gewesen waren (siehe Abbildung B). Außerdem erwarben sie im Schlussquartal 2008 deutlich weniger börsennotierte Aktien, während sie diese Käufe noch bis zum dritten Quartal ausgeweitet hatten, und schränkten ihre Aktienrückkäufe ein. Hinzu kommt, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Liquiditätspuffer trotz der weitverbreiteten Jagd nach Liquidität weiter abbauten; die Einlagenbildung ging drastisch zurück, und die Bestände an Schuldverschreibungen und Investmentzertifikaten wurden per saldo weiter verringert, wenngleich sich das Tempo des Abbaus verlangsamte (siehe Abbildung B). Die Jahreswachstumsrate der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verlangsamte sich erneut. Ihre Kreditfinanzierung blieb gleichwohl hoch, da sie ihr nach wie vor beträchtliches Finanzierungsdefizit finanzieren mussten und außerdem offene Kreditlinien sowie andere zuvor eingeräumte Kreditrahmen in Anspruch nahmen. Der Anleihemarkt, der in den Wochen nach der Insolvenz von Lehman Brothers in einer Schockstarre verharret war, öffnete sich anschließend wieder und verzeichnete gegen Jahresende eine verstärkte Emissionstätigkeit, allerdings zu höheren Renditen. Daher stieg die Wachstumsrate der Emission von Schuldverschreibungen im Schlussquartal an, worin sich teilweise die verschärften Kreditbedingungen der Banken widerspiegeln.

**Abbildung A Geldvermögensbildung der privaten Haushalte**

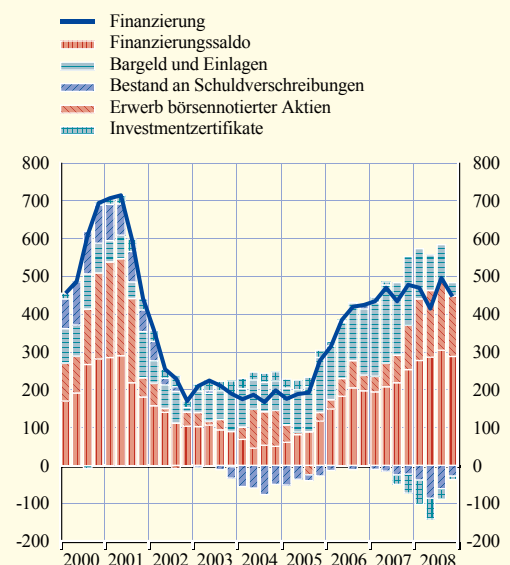
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

**Abbildung B Finanzierung und Mittelverwendung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften**

(gleitende Vierquartalsumme; in Mrd €)



Quellen: EZB und Eurostat.

Anmerkung: Aus Gründen einer besseren Darstellbarkeit ist die Finanzierung um einige Transaktionen von Aktiva konsolidiert, da es sich vornehmlich um sektorinterne Vermögenswerte handelt (Kredite, nicht börsennotierte Aktien, sonstige Forderungen/Verbindlichkeiten).

Die rapide Verschlechterung der *Staatskonten* hängt vorwiegend mit dem Einfluss der automatischen Stabilisatoren vor dem Hintergrund der sich abkühlenden Volkswirtschaft zusammen. So gingen die Einnahmen aus der direkten Besteuerung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften erheblich zurück, und auch die indirekten Steuern waren rückläufig, während sich die direkten Steuereinnahmen von privaten Haushalten nur geringfügig erhöhten. Die Emission öffentlicher Schuldverschreibungen wurde im vierten Quartal 2008 deutlich ausgeweitet, um bestehende Defizite sowie umfangreiche Ankäufe von Vermögenswerten (Krediten, Schuldverschreibungen und nicht börsengehandelten Aktien) zu finanzieren, die im Rahmen der Rettungsmaßnahmen zur Stützung des Finanzsektors getätigt wurden und sich allein im Schlussquartal auf rund 190 Mrd € beliefen.

Das verfügbare Einkommen der *finanziellen Kapitalgesellschaften* blieb zwar weiter auf einem erhöhten Niveau, war aber rückläufig, da ihre Dividendeneinkünfte sanken, während sie selbst weiter umfangreiche Dividendenzahlungen tätigten. Dabei stieg ihr Bruttobetriebsüberschuss aufgrund höherer Kreditmargen und eines deutlich schwächeren Wachstums der Arbeitnehmerentgelte erneut an. Wegen des anhaltenden Fremdkapitalabbaus hat sich der vierteljährliche Bilanzzugang erheblich verlangsamt, und zwar von bis zu 1 Billion € auf 100 Mrd € pro Quartal. Im vierten Quartal insgesamt wurden die Bewertungsverluste des Sektors aus der Haltung strukturierter Vermögenswerte durch Bewertungsgewinne bei Staatspapieren ausgeglichen.

### Einkommen und Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets

Das jährliche Wachstum des (nominal) verfügbaren Bruttoeinkommens im Euroraum kam im vierten Quartal 2008 plötzlich zum Stillstand. Es ging von 3,1 % im dritten Jahresviertel auf 0,2 % zurück und spiegelte die Abschwächung des nominalen BIP-Wachstums wider. Diese drastische Wachstumsverlangsamung betraf in erster Linie den Staatssektor und die privaten Haushalte; bei den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hingegen erholte sich das Einkommen. Nachdem sich das Wachstum der Bruttoeinkommen der inländischen privaten Haushalte in den vergangenen Quartalen als widerstandsfähig erwiesen hatte, verlangsamte es sich im vierten Quartal auf eine Vorjahrsrate von 2,5 % gegenüber 4,6 % im vorangegangenen Jahresviertel. Das verfügbare Bruttoeinkommen des Staatssektors ging im Schlussquartal 2008 aufgrund der automatischen Stabilisatoren stark zurück, und zwar um 4,9 % gegenüber dem entsprechenden Vorjahrsquartal. Im dritten Quartal 2008 war noch eine Jahresänderungsrate von -1 % und im ersten Vierteljahr 2008 ein Zuwachs um 2,9 % gegenüber dem Vorjahr verzeichnet worden. Bei den finanziellen Kapitalgesellschaften verringerte sich das verfügbare Einkommen erheblich (siehe Abbildung C).

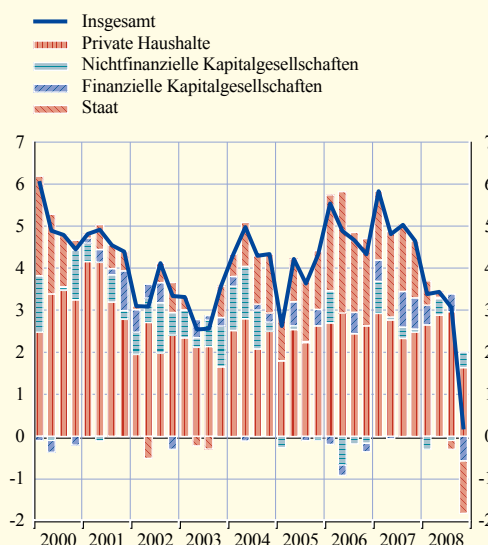
Der Rückgang der Bruttoersparnis im Euroraum beschleunigte sich im Schlussquartal 2008 auf -7 % gegenüber dem Vorjahr, da die stark sinkenden Ersparnisse des Staatssektors und der finanziellen Kapitalgesellschaften nicht durch die Ersparnisbildung der privaten Haushalte ausgeglichen werden konnten. Das Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen des Eurogebiets kehrte sich im Berichtsquartal unvermittelt ins Negative. Die Anlageinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften schrumpften im Vorjahresvergleich um 5,5 %, nachdem sie sich zuvor noch als recht widerstandsfähig erwiesen hatten (im dritten Quartal hatten sie sich mit einer jährlichen Zuwachsrate von 5,4 % ausgeweitet), da die Unternehmen angesichts der erschwerten Finanzierungsbedingungen und der Eintrübung der Nachfrageaussichten ihre Investitionsvorhaben gezielt erheblich zurückschraubten. Die Anlageinvestitionen der privaten Haushalte (Wohnungsbauinvestitionen und Investitionen von Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit) waren weiter rückläufig (-5,5 % gegenüber dem Vorjahr).

Da die Ersparnisse stärker einbrachen als die Investitionen, verschlechterte sich der Finanzierungssaldo des Eurogebiets, der sich im zweiten Jahresviertel 2008 ins Negative gekehrt hatte, weiter. Auf Basis gleitender Vierquartalsummen wurde im Berichtsquartal ein Defizit in Höhe von -0,9 % des BIP verzeichnet. Das Finanzierungsdefizit im Euroraum im vergangenen Jahr ist ein Spiegelbild des Defizits in der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen. Diese Verschlechterung, die sich trotz der positiven Effekte der fallenden Rohstoffpreise zum Jahresende 2008 einstellte, ergab sich aus dem stark rückläufigen Außenhandelsvolumen, das wiederum aus der rapiden Abkühlung der Auslandsnachfrage resultierte, sowie aus den fallenden Nettovermögenseinkommen. Sektoral betrachtet spiegelte die Verschlechterung des Finanzierungssaldos des Eurogebiets die Tatsache wider, dass das kräftig gestiegene Finanzierungsdefizit des Staatssektors nicht von dem höheren Finanzierungsüberschuss der privaten Haushalte und dem rückläufigen Finanzierungsdefizit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ausgeglichen werden konnte (siehe Abbildung D).

Daher wies das Eurogebiet insgesamt im Schlussquartal 2008 erneut eine Finanzierungslücke auf, die den Saldo aus Ersparnis und Investitionen in den nichtfinanziellen Konten widerspiegelt. Die anhaltenden Finanzmarkturbulenzen hatten eine deutliche Abschwächung der grenzüberschreitenden Bruttotransaktionen zur Folge. Die Nettozuflüsse bei den Einlagen, die in den ersten drei Quartalen 2008 noch hoch waren, gingen im letzten Vierteljahr 2008 erheblich zurück, da die grenzüberschreitenden Interbankströme nach der Insolvenz von Lehman Brothers zum Erliegen kamen. Dies wurde jedoch teilweise durch verstärkte Nettozuflüsse bei den Schuldverschreibungen ausgeglichen. Die jährlichen Nettoabflüsse bei den Aktien und Investmentzertifikaten hielten weiter an, während sie sich bei den Krediten verlangsamten und im vierten Quartal ins Positive kehrten.

**Abbildung C** Verfügbares Bruttoeinkommen im Euro-Währungsgebiet – Beiträge der Sektoren

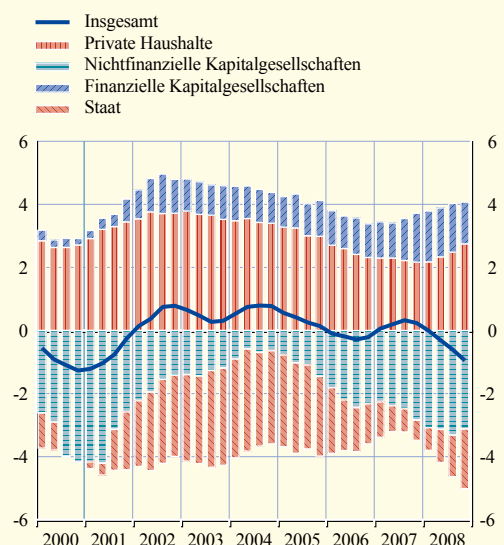
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Beiträge in Prozentpunkten)



Quellen: Eurostat und EZB.

**Abbildung D** Finanzierungssaldo des Euro-Währungsgebiets

(in % des BIP; gleitende Vierquartalsumme)



Quellen: Eurostat und EZB.



### Finanzmärkte und Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren

Die Jahreswachstumsrate der gesamten Finanzierung der nichtfinanziellen Sektoren erholte sich im Schlussquartal 2008 (auf der Grundlage gleitender Summen) aufgrund der sehr regen Emission von Staatschuldtiteln leicht, während sich die Finanzierung der nichtstaatlichen Sektoren weiter verlangsamte.<sup>3</sup> Was die Geldvermögensbildung betrifft, so beschleunigte sich der Nettozugang an Forderungen der nichtfinanziellen Sektoren im Berichtsquartal. Ursache hierfür war der außergewöhnlich rege Erwerb von Finanzaktiva durch den Staatssektor, vor allem im Zusammenhang mit den Rettungsmaßnahmen für die Finanzmärkte. Bei den privaten Haushalten und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften hingegen verlangsamte sich der Nettozugang an Forderungen weiter.

Betrachtet man die einzelnen Instrumente, so weitete der Staatssektor seine Nettoemission von Schuldverschreibungen massiv aus. Die MFIs hingegen erwarben per saldo Schuldverschreibungen, da sie wieder Käufe tätigten und sich ihre Nettoemission ins Negative kehrte. Der Nettoerwerb durch Investoren aus der übrigen Welt stieg ebenfalls an, wohingegen die privaten Haushalte per saldo Schuldverschreibungen veräußerten und die Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen ihre Käufe reduzierten. Am Markt für Investmentfonds wurden nicht am Geldmarkt gehandelte Investmentzertifikate per saldo verstärkt getilgt, und die übrige Welt trat als Nettoverkäufer solcher Titel auf. Die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften schraubten ihren Erwerb börsennotierter Aktien zurück, während sich die MFIs und die Privathaushalte weiterhin per saldo in hohem Maße von ihren Aktien trennten.

### Bewertungsverluste bestimmen die Bilanzentwicklung

Vor dem Hintergrund des über alle Sektoren hinweg verhaltenen Wachstums der Finanzierung wurde die Entwicklung der Bilanzen maßgeblich von den verbuchten Bewertungsverlusten bestimmt. Durch die weltweit sinkenden Aktienkurse verringerte sich das Nettogeldvermögen der privaten Haushalte in den zwölf Monaten bis zum vierten Quartal 2008 um insgesamt 1,5 Billionen €. Am Anleihemarkt wurden die umfangreichen Abschreibungen „toxischer Wertpapiere“ im zweiten Halbjahr 2008 von den Preisanstiegen bei Staatsanleihen (und dem steigenden US-Dollarkurs) ausgeglichen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass sich Wertberichtigungen bei Krediten, die in dieser Statistik zum Nominalwert ausgewiesen werden, erst dann auf das Geldvermögen der Gläubiger auswirken, wenn sie tatsächlich abgeschrieben werden, d. h. in der Regel erst mit deutlicher Verzögerung.

<sup>3</sup> Aufgrund des unterschiedlichen Erfassungsgrads sowie anderer methodischer Unterschiede fällt die in den integrierten Sektorkonten des Euroraums ausgewiesene Jahreswachstumsrate der gesamten Finanzierung niedriger aus als die Wachstumsraten der Finanzierungskomponenten in der Geld- und Bankenstatistik sowie der Wertpapieremissionsstatistik der EZB.

## 3 PREISE UND KOSTEN

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI lag der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im April 2009 bei 0,6 % und blieb somit gegenüber März unverändert. Der Rückgang der Teuerungsrate seit Sommer letzten Jahres ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Weltmarktpreise für Rohstoffe in diesem Zeitraum erheblich gesunken sind. Außerdem gibt es vermehrt Anzeichen einer breiter angelegten Abnahme des Inflationsdrucks.

Die kürzerfristige Dynamik des HVPI wird maßgeblich von Basiseffekten aus der früheren Entwicklung der Energiepreise beeinflusst werden. Dementsprechend wird erwartet, dass die jährlichen Gesamtinflationen weiter zurückgehen und etwa zur Jahresmitte während einiger Monate vorübergehend negativ sein werden. Anschließend dürften die jährlichen Teuerungsraten wieder ansteigen. Die Risiken in Bezug auf diese Aussichten sind weitgehend ausgewogen.

### 3.1 VERBRAUCHERPREISE

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI für das Euro-Währungsgebiet lag der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im April 2009 bei 0,6 % und blieb somit gegenüber März unverändert (siehe Tabelle 4). Eine genaue Aufgliederung dieser Schätzung liegt noch nicht vor, aber es steht bereits fest, dass es im April nicht zu nennenswerten Basiseffekten kam. Die Ölpreisentwicklung und die Länderangaben lassen den Schluss zu, dass sich die Energie- und Nahrungsmittelpreise inflationsdämpfend ausgewirkt haben, während die Jahresänderungsraten der Preise für Dienstleistungen und Industrieerzeugnisse ohne Energie möglicherweise gestiegen sind.

Aus der detaillierten Aufschlüsselung für März geht hervor, dass der Inflationsrückgang gegenüber dem Vormonat auf gesunkene Jahresänderungsraten der meisten HVPI-Komponenten, vor allem Energie und Dienstleistungen, und zum Teil auch auf Basiseffekte zurückzuführen war (siehe Abbildung 20). Die Jahresänderungsrate der Energiepreise war im März rückläufig und betrug -8,1 %. Diese Abnahme resultierte größtenteils aus einem starken abwärtsgerichteten Basiseffekt, aber die Energiepreise gaben im genannten Monat gegenüber Februar um 1,2 % nach, was trotz der im März verzeichneten Ölverteuerung vornehmlich ein Absinken der Kraftstoff- und Heizölpreise widerspiegelt. Der – außergewöhnlich starke – Rückgang der Heizölpreise stand hauptsächlich im Zusammen-

**Tabelle 4 Preisentwicklung**

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

	2007	2008	2008	2008	2009	2009	2009	2009
			Nov.	Dez.	Jan.	Febr.	März	April
<b>HVPI und seine Komponenten</b>								
Gesamtindex <sup>1)</sup>	2,1	3,3	2,1	1,6	1,1	1,2	0,6	0,6
Energie	2,6	10,3	0,7	-3,7	-5,3	-4,9	-8,1	.
Unverarbeitete Nahrungsmittel	3,0	3,5	2,8	2,8	2,6	3,3	2,4	.
Verarbeitete Nahrungsmittel	2,8	6,1	4,2	3,5	2,7	2,0	1,6	.
Industrieerzeugnisse ohne Energie	1,0	0,8	0,9	0,8	0,5	0,7	0,8	.
Dienstleistungen	2,5	2,6	2,6	2,6	2,4	2,4	1,9	.
<b>Weitere Preisindikatoren</b>								
Industrielle Erzeugerpreise	2,7	5,9	2,8	1,1	-0,7	-1,7	-3,1	.
Ölpreise (in €/Barrel)	52,8	65,9	43,1	32,1	34,3	34,6	36,5	39,0
Rohstoffpreise ohne Energie	9,2	4,4	-7,7	-17,1	-20,7	-24,5	-24,9	-19,5

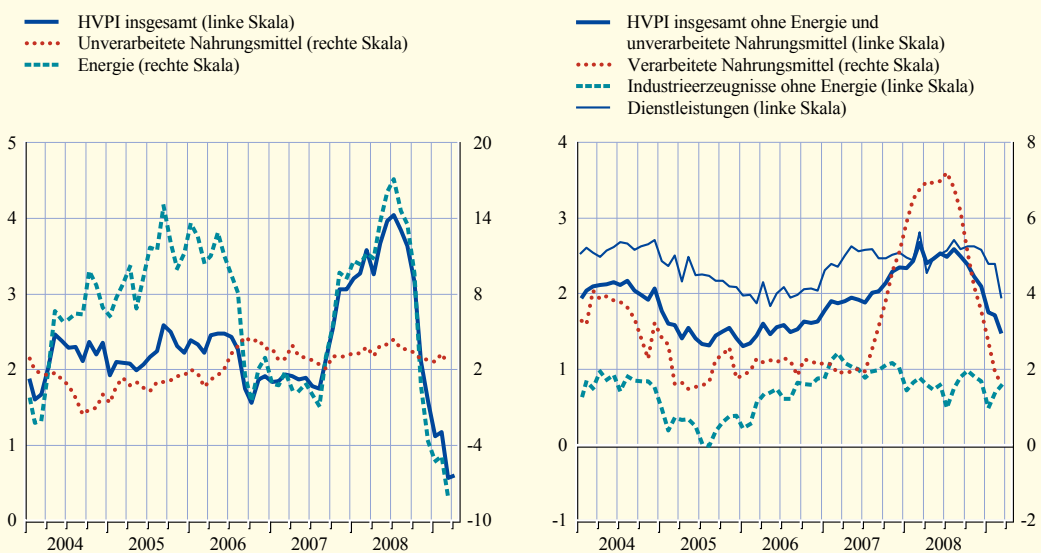
Quellen: Eurostat, HWWI und auf Thomson Financial Datastream basierende EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben zu den industriellen Erzeugerpreisen beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

1) Die Teuerungsrate nach dem HVPI im April 2009 bezieht sich auf die Vorausschätzung von Eurostat.

Abbildung 20 Teuerungsrate nach dem HVPI: wichtige Komponenten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.

hang mit der bis Mitte März verzeichneten merklichen Verringerung der Raffineriemargen für Dieselmotorkraftstoff. Die Verbraucherpreise für Gas waren von Februar bis März ebenfalls rückläufig, da der Einfluss der zurückliegenden Ölverbilligung erst zeitverzögert wirksam wurde.

Die Zwölfmonatsrate der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel fiel im März auf 2,4 % gegenüber 3,3 % im Vormonat. Alle Teilkomponenten trugen zu dieser Entwicklung bei, insbesondere aber die Gemüsepreise, die zu Jahresbeginn 2009 witterungsbedingt noch stark gestiegen waren. Für den Rückgang der Jahresänderungsrate der Preise für verarbeitete Nahrungsmittel von 2,0 % im Februar auf 1,6 % im Folgemonat war ein Basiseffekt verantwortlich. Die kurzfristige Dynamik dieser Preise war in den letzten Monaten eher verhalten, was darauf hindeuten könnte, dass die Umkehr des Nahrungsmittelpreisschocks allmählich abgeschlossen ist.

Ohne Nahrungsmittel und Energie gerechnet, deren Gewicht im HVPI-Warenkorb rund 30 % ausmacht, verringerte sich die HVPI-Inflation im März auf 1,5 %, wofür ein starker Rückgang des Preisanstiegs bei den Dienstleistungen verantwortlich war. Die Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie waren tatsächlich die einzige Hauptkomponente im HVPI, für die im März ein Anstieg der Vorjahrsrate verzeichnet wurde. Dieser Verlauf muss hauptsächlich vor dem Hintergrund der üblicherweise von Januar bis März gewährten Preisnachlässe gesehen werden. Diese betreffen insbesondere die Preise für Kleidung und Schuhe, die in monatlicher Betrachtung im März deutlich anstiegen und eine Aufwärtsbewegung der Jahresänderungsrate dieser Untergruppe bewirkten. Auch für eine Reihe sonstiger, weniger saisonal beeinflusster Industrieerzeugnisse ohne Energie wurde im März ein leichter Anstieg der Zwölfmonatsraten verbucht; an erster Stelle standen hier die Kfz-Preise. Alles in allem scheint die Entwicklung der Preise für Industrieerzeugnisse ohne Energie insgesamt von der konjunkturellen Verlangsamung und der allgemeinen Nachfrageschwäche bislang noch nicht stark beeinflusst worden zu sein. Im Gegensatz dazu ging die Teuerung bei den Dienstleistungen von 2,4 % im Februar auf 1,9 % im Folgemonat zurück und lag somit auf ihrem niedrigsten Stand seit August 2006. Hinter dieser Abwärtsbewegung standen vornehmlich saisonale Faktoren,

die mit der 2009 im Vorjahrsvergleich unterschiedlichen zeitlichen Lage der Osterferien zusammenhängen, wodurch die Jahresänderungsrate der ferienbezogenen Indexpositionen (Pauschalreisen, Beherbergung und Personenbeförderung im Luftverkehr) merklich sank. Darüber hinaus trug der leichte Rückgang der Zwölfmonatsraten der Restaurant- und der Telekommunikationspreise zum verlangsamten Preisauftrieb bei den Dienstleistungen bei.

### 3.2 INDUSTRIELLE ERZEUGERPREISE

Der Inflationsdruck in der Wertschöpfungskette hat in den vergangenen Monaten gegenüber dem sehr hohen Niveau vom Sommer letzten Jahres weiter nachgelassen. Die Jahresänderungsrate der industriellen Erzeugerpreise (ohne Baugewerbe) fiel im März 2009 auf -3,1 % nach -1,7 % im Februar. Alle Komponenten trugen zu dieser erneuten Abnahme des Erzeugerpreisanstiegs insgesamt bei, insbesondere aber – aufgrund der Entwicklung der Preise für Öl und industrielle Rohstoffe – die Energie- und Vorleistungsgüterpreise. Die Jahresänderungsrate der Energiepreiskomponente fiel wegen eines weiteren Rückgangs im Vergleich zum Vormonat und eines Basiseffekts im März auf -7,3 % nach -4,2 % im Februar. Ohne Energie (und Baugewerbe) sank die jährliche Änderungsrate der Erzeugerpreise im März auf -1,7 %, was in erster Linie auf die Entwicklung der Preise für Vorleistungsgüter und für Verbrauchsgüter zurückzuführen ist. Die jährliche Änderungsrate der Vorleistungsgüterpreise sank im März wegen eines weiteren Rückgangs im Vormonatsvergleich auf -4,1 %, und die Zwölfmonatsrate der Investitionsgüterpreise fiel auf 1,5 %. Was die nachgelagerten Stufen der Produktionskette betrifft, so ging die Jahresänderungsrate der Konsumgüterpreise auf -1,2 % zurück. Die anhaltend rückläufigen Verbrauchsgüterpreise sind der Hauptgrund für diese Entwicklung, die wiederum die sinkenden Nahrungsmittelpreise im Zusammenhang mit der Umkehr des Nahrungsmittelpreisschocks widerspiegelt (siehe Abbildung 21).

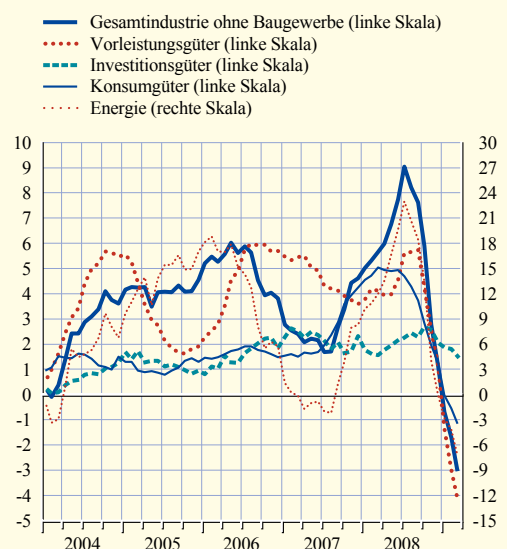
Die jüngsten Angaben aus Umfragen zum Preissetzungsverhalten der Unternehmen legen nahe, dass der Inflationsdruck in der Versorgungskette nicht weiter abnimmt, sondern sich etwas stabilisiert (siehe Abbildung 22). Gemäß dem aktuellen Einkaufsmanagerindex verzeichneten der Inputpreisindex für das verarbeitende Gewerbe und der Outputpreisindex für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor im April erstmals seit Mitte 2008 einen leichten Anstieg, während der Inputpreisindex für den Dienstleistungssektor nur geringfügig zurückging. Allerdings liegen alle Indizes nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau.

### 3.3 ARBEITSKOSTENINDIKATOREN

Die verfügbaren Statistiken deuten auf ein anhaltend kräftiges Wachstum der tariflich vereinbarten Entgelte im letzten Jahresviertel 2008 hin, lassen aber gleichzeitig erste Anzeichen einer Abschwächung des Lohndrucks erkennen (siehe

Abbildung 21 Industrielle Erzeugerpreise

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Monatswerte)

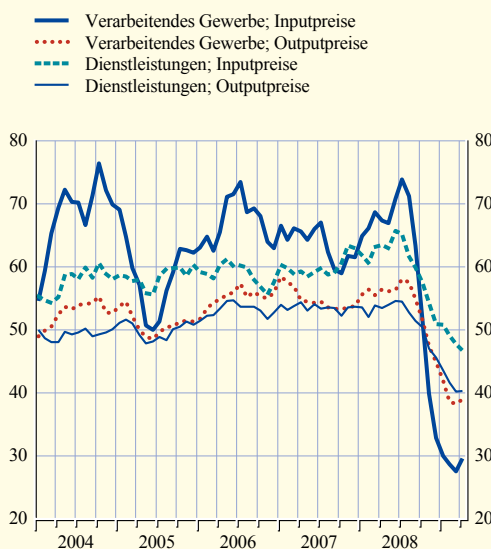


Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

Abbildung 23 und Tabelle 5). Der Indikator der Tariflöhne stieg im vierten Quartal 2008 mit einer Jahresrate von 3,6 % nach 3,4 % im Vorquartal. Das Wachstum der Tarifverdienste wurde im Schlussquartal 2008 durch Einmalzahlungen in einer großen Volkswirtschaft des Euro-Währungsgebiets begünstigt. Allerdings legen die verfügbaren Informationen nahe, dass sich die jährliche Wachstumsrate der Tarifverdienste im ersten Jahresviertel 2009 verlangsamen könnte. Andere Indikatoren des Lohnwachstums gingen im vierten Quartal 2008 zurück. Die Jahreswachstumsrate der Arbeitskosten pro Stunde im Euroraum sank in diesem Zeitraum leicht auf 3,8 %. Die Arbeitszeitverkürzungen im verarbeitenden Gewerbe aufgrund des Konjunkturabschwungs trieben die Arbeitskosten pro Stunde in die Höhe. Würde diese Arbeitszeitverkürzung mit eingerechnet, wäre das Wachstum der Arbeitskosten pro Stunde im Schlussquartal 2008 geringer. Eine Aufschlüsselung nach Sektoren ergibt, dass die Arbeitskosten pro Stunde im Dienstleistungssektor am deutlichsten zurückgingen, was mit stärkeren Arbeitszeitverkürzungen sowie höheren Kündigungskosten in der Industrie und im Baugewerbe zusammenhängen dürfte (siehe Abbildung 24). Die jährliche Wachstumsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer sank im letzten Jahresviertel 2008 auf 3,0 % nach 3,4 % im vorangegangenen Quartal. Zusammen mit dem vergleichsweise kräftigeren Wachstum der Tariflöhne könnte dies ein Anzeichen dafür sein, dass die Firmen gezielt Maßnahmen zur Senkung der Arbeitskosten ergreifen. Zugleich schrumpfte die jährliche Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen im Schlussquartal 2008 auf -1,4 % nach 0,0 % im Vorquartal. Infolgedessen beschleunigte sich das Wachstum der Lohnstückkosten deutlich von 3,4 % im dritten Jahresviertel 2008 auf 4,5 % im Folgequartal und damit so kräftig wie seit über zehn Jahren nicht mehr.

Abbildung 22 Umfragen zu Input- und Outputpreisen der Erzeuger

(Diffusionsindizes; Monatswerte)



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

Tabelle 5 Arbeitskostenindikatoren

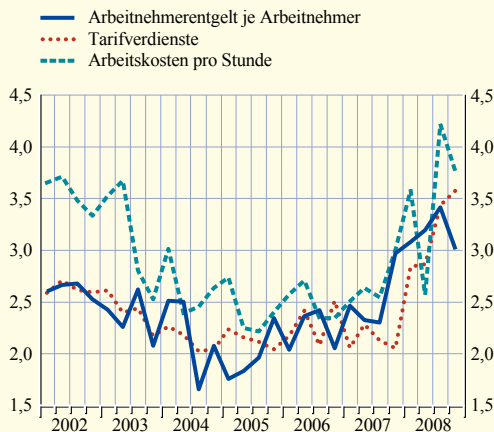
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

	2007	2008	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4
Tarifverdienste	2,1	3,2	2,1	2,8	2,9	3,4	3,6
Gesamtarbeitskosten pro Stunde	2,7	3,5	3,0	3,5	2,6	4,2	3,8
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,5	3,2	3,0	3,1	3,2	3,4	3,0
<i>Nachrichtlich:</i>							
Arbeitsproduktivität	0,8	0,0	0,5	0,6	0,4	0,0	-1,4
Lohnstückkosten	1,7	3,2	2,5	2,4	2,8	3,4	4,5

Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.

**Abbildung 23 Ausgewählte Arbeitskostenindikatoren**

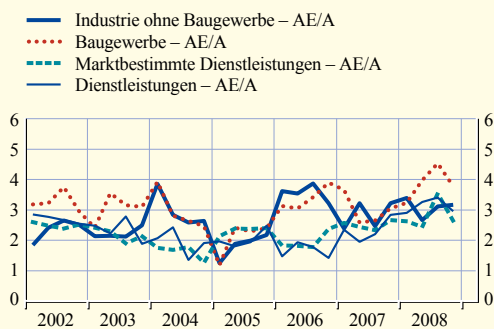
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



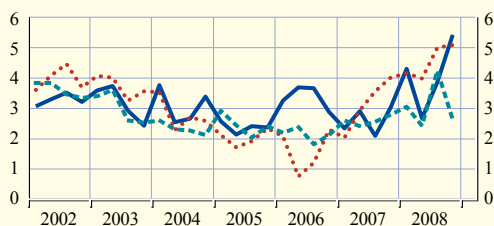
Quellen: Eurostat, nationale Statistiken und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

**Abbildung 24 Entwicklung der Arbeitskosten nach Sektoren**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



— Industrie ohne Baugewerbe – AKI  
 ..... Baugewerbe – AKI  
 - - - - Marktbestimmte Dienstleistungen – AKI



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei. AE/A bezieht sich auf das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und AKI auf den Arbeitskostenindex (auf Stundenbasis).

### 3.4 PREISE FÜR WOHNHEIGENTUM IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Der Auftrieb der Preise für Wohneigentum im Euro-Währungsgebiet verlangsamte sich im Jahr 2008 weiter, womit sich die Moderation im Trend fortsetzte, die auf den bis 2005 beobachteten starken Bewertungsanstieg folgte. Die Teuerung bei Wohnimmobilien im Euroraum ging von dem in der ersten Jahreshälfte 2005 verzeichneten Höchststand von 7,7 % kontinuierlich auf 0,6 % in der zweiten Jahreshälfte 2008 zurück (siehe Tabelle 6). Im Ländervergleich verzeichneten die meisten Länder des Eurogebiets 2008 eine deutliche Verlangsamung des Anstiegs der Preise für Wohneigentum, wobei nach den neuesten verfügbaren Daten in sechs Euro-Ländern die Häuserpreise im Vorjahrsvergleich sogar sanken. Die jüngste Entwicklung der Preise für Wohneigentum legt den Schluss nahe, dass im Allgemeinen diejenigen Länder, die in der Vergangenheit starke Anstiege der Wohnimmobilienpreise zu verzeichnen hatten, zurzeit tendenziell die ausgeprägtesten Preiskorrekturen erleben.

### 3.5 AUSSICHTEN FÜR DIE INFLATIONSENTWICKLUNG

Die jährliche Teuerungsrate nach dem HVPI lag der Vorausschätzung von Eurostat zufolge im April 2009 bei 0,6 % und blieb somit gegenüber März unverändert. Der Rückgang der Teuerungsrate seit Sommer letzten Jahres ist hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die Weltmarktpreise für Rohstoffe in diesem Zeitraum erheblich gesunken sind. Außerdem gibt es vermehrt Anzeichen einer breiter angelegten Abnahme des Inflationsdrucks.

Die kürzerfristige Dynamik des HVPI wird maßgeblich von Basiseffekten aus der früheren Entwicklung der Energiepreise beeinflusst werden. Dementsprechend wird erwartet, dass die jährlichen Gesamtinflationraten weiter zurückgehen und etwa zur Jahresmitte während einiger Monate vorübergehend negativ sein werden. Anschließend dürften die jährlichen Teuerungs-



**Tabelle 6 Angaben zu den nominalen Preisen für Wohnimmobilien im Euro-Währungsgebiet**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

	Gewicht (in %)	1999-2005 durch- schnittliche Verände- rung gegen Vorjahr	2006	2007	2008	2008		2008				2009
						Erstes Halb- jahr	Zweites Halb- jahr	Q1	Q2	Q3	Q4	
Belgien <sup>1)</sup>	3,7	9,4	11,1	9,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Deutschland <sup>2)</sup>	27,0	-0,9	0,2	0,7	0,2	-	-	-	-	-	-	-
Irland <sup>2)</sup>	2,1	12,2	13,4	0,9	-9,4	-9,0	-9,8	-8,6	-9,4	-10,0	-9,7	-9,8
Griechenland <sup>2)</sup>	2,5	9,5	12,2	4,6	2,6	2,6	2,7	1,7	3,5	2,4	2,9	-
Spanien <sup>2)</sup>	11,7	13,8	10,4	5,8	0,7	2,9	-1,4	3,8	2,0	0,4	-3,2	-6,8
Frankreich <sup>1)</sup>	21,1	11,2	12,1	6,6	1,3	3,7	-1,0	4,3	3,0	0,8	-2,9	-
Italien <sup>2)</sup>	17,1	7,5	5,8	4,9	4,2	4,5	3,9	-	-	-	-	-
Zypern	0,2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Luxemburg <sup>2)</sup>	0,4	11,1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Malta <sup>2)</sup>	0,1	10,8	3,5	1,1	-2,7	-1,7	-3,8	-0,7	-2,7	-3,2	-4,4	-
Niederlande <sup>1)</sup>	6,3	7,8	4,6	4,2	2,9	3,7	2,2	4,2	3,1	2,8	1,7	-0,3
Österreich <sup>2), 3)</sup>	3,0	0,7	4,0	4,1	-	1,0	-	2,1	-0,2	0,7	-	-
Portugal <sup>2)</sup>	1,8	2,9	2,1	1,3	3,9	3,1	4,7	2,3	4,0	4,8	4,7	2,7
Slowenien	0,4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Slowakei <sup>1)</sup>	0,6	-	16,8	23,9	-	32,8	-	34,5	31,2	19,9	-	-
Finnland <sup>1)</sup>	2,0	-	7,4	5,9	0,9	3,2	-1,4	3,7	2,7	0,6	-3,4	-
Euro-Währungs- gebiet	100 %	6,6	6,5	4,4	1,7	2,8	0,6	-	-	-	-	-

Quellen: Nationale Quellen und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Gewichte basieren auf dem nominalen BIP im Jahr 2007. Die Schätzung des Aggregats für das Euro-Währungsgebiet basiert auf einer Interpolation der Jahresdaten für Deutschland.

Definitionen:

1) Wohnungsbestand (Häuser und Wohnungen); gesamtes Land.

2) Wohnungen insgesamt (neue und bestehende Häuser und Wohnungen); gesamtes Land.

3) Angaben bis 2000 nur für Wien.

raten wieder ansteigen. Längerfristig betrachtet ist zu erwarten, dass die jährliche HVPI-Inflation im Jahr 2010 positiv und unter 2 % bleiben wird, wobei die Preisentwicklung durch eine weiterhin verhaltene Nachfrage im Eurogebiet und in der übrigen Welt gedämpft werden dürfte.

Die jüngsten Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters der EZB (siehe Kasten 4) zeigen, dass die Inflationserwartungen für 2009 und 2010 gegenüber der vorherigen Umfragerunde erneut nach unten auf nunmehr 0,5 % bzw. 1,3 % korrigiert wurden. Die längerfristigen Inflationserwartungen liegen unverändert bei 1,9 %. Dies bestätigt, dass die für den weiteren Jahresverlauf 2009 erwartete Volatilität der am HVPI gemessenen Teuerungsraten keinen Einfluss auf die mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen ausgeübt hat, die fest auf einem Niveau verankert bleiben, das mit Preisstabilität im Einklang steht.

Die Risiken in Bezug auf die Inflationsaussichten sind weitgehend ausgewogen. Sie beziehen sich im Wesentlichen auf Risiken, mit denen die Aussichten für die Konjunktur sowie die Entwicklung der Rohstoffpreise behaftet sind.

## Kasten 4

### ERGEBNISSE DES SURVEY OF PROFESSIONAL FORECASTERS DER EZB FÜR DAS ZWEITE QUARTAL 2009

Im vorliegenden Kasten werden die Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB für das zweite Quartal 2009 dargestellt, der vom 16. bis 20. April 2009 durchgeführt wurde. 52 Prognostiker haben entsprechende Antworten übermittelt. Im Rahmen dieser Umfrage werden die Erwartungen von Fachleuten aus Finanzinstituten und nichtfinanziellen Instituten in der EU in Bezug auf Inflation, BIP-Wachstum und Arbeitslosigkeit im Euro-Währungsgebiet ermittelt.<sup>1</sup>

#### Inflationserwartungen für 2009 und 2010

Die Inflationserwartungen der Umfrageteilnehmer für die Jahre 2009 und 2010 wurden seit der vorherigen, im Januar durchgeführten Erhebung nach unten korrigiert auf nunmehr 0,5 % bzw. 1,3 % (siehe Tabelle).<sup>2</sup> Die meisten Befragten begründeten das kurzfristige Inflationsprofil mit starken Basiseffekten, die aus den niedrigen Rohstoffpreisen und den sinkenden Nahrungsmittelpreisen resultieren.

Die sich aus dem SPF ergebenden Inflationserwartungen für 2009 und 2010 liegen näher am oberen Rand der Bandbreiten der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2009 (die Ende Februar 2009 fertiggestellt wurden). Sie stehen weitgehend im Einklang mit den von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer im April 2009 für die beiden Jahre veröffentlichten Prognosen.

#### Ergebnisse des Survey of Professional Forecasters, der gesamtwirtschaftlichen Projektionen von Experten der EZB, von Consensus Economics und des Euro Zone Barometer

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

	Prognosezeitraum				
	2009	März 2010	2010	März 2011	Längerfristig <sup>2)</sup>
<b>Teuerung nach dem HVPI</b>					
SPF Q2 2009	0,5	1,2	1,3	1,6	1,9
Vorherige Erhebung (Q1 2009)	0,9	-	1,6	-	1,9
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten der EZB	0,1 - 0,7	-	0,6 - 1,4	-	-
Consensus Economics (April 2009)	0,4	-	1,3	-	1,9
Euro Zone Barometer (April 2009)	0,5	-	1,2	-	1,9
<b>Reales BIP-Wachstum</b>					
SPF Q2 2009	-3,4	-2,0	0,2	0,9	1,9
Vorherige Erhebung (Q1 2009)	-1,7	-	0,6	-	2,0
Gesamtwirtschaftliche Projektionen von Experten der EZB	-3,2 - -2,2	-	-0,7 - 0,7	-	-
Consensus Economics (April 2009)	-3,4	-	0,3	-	1,9
Euro Zone Barometer (April 2009)	-3,2	-	0,3	-	2,0
<b>Arbeitslosenquote<sup>1)</sup></b>					
SPF Q2 2009	9,3	10,3	10,5	10,5	8,4
Vorherige Erhebung (Q1 2009)	8,7	-	9,4	-	7,8
Consensus Economics (April 2009)	9,3	-	10,2	-	-
Euro Zone Barometer (April 2009)	9,2	-	10,3	-	9,2

1) In Prozent der Erwerbspersonen.

2) Die längerfristigen Inflationserwartungen beziehen sich in der SPF-Umfrage und im Euro Zone Barometer auf das Jahr 2013 und bei Consensus Economics auf den Zeitraum von 2015 bis 2019.

1 Angesichts des breiten Spektrums der Umfrageteilnehmer können die aggregierten Ergebnisse des SPF ein relativ uneinheitliches Bild subjektiver Meinungen und Annahmen widerspiegeln.

2 Weitere Daten stehen auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/indic/forecast/html/index.en.html) zur Verfügung.

Die Umfrageteilnehmer wurden auch um ihre Einschätzung der Wahrscheinlichkeit gebeten, mit welcher der künftige Inflationswert in bestimmte Intervalle fällt. Aus dem Durchschnitt der Antworten ergibt sich eine aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung, die eine zusammenfassende Beurteilung der Umfrageresultate ermöglicht. Außerdem lässt sich daraus ablesen, wie hoch die Befragten durchschnittlich das Risiko einschätzen, dass das tatsächliche Ergebnis über bzw. unter dem wahrscheinlichsten Intervall liegt. Im Einklang mit dem durchschnittlichen Rückgang der Punktschätzungen für 2009 und 2010 bewegte sich die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung im Vergleich zum vorangegangenen SPF nach unten (siehe Abbildung A). Insgesamt halten die Befragten die Risiken, mit denen die kürzerfristigen Prognosen behaftet sind, für nach unten gerichtet, da davon ausgegangen wird, dass die schwache Konjunktur, die geringe Preissetzungsmacht der Unternehmen und die steigende Arbeitslosenquote die Aufwärtsrisiken im Zusammenhang mit möglichen Preissteigerungen bei Rohstoffen oder mit Wechselkursbewegungen mehr als ausgleichen werden. Dennoch wurden von einigen Umfrageteilnehmern höhere Rohstoffpreise, frühere Tarifvereinbarungen und umfangreiche liquide Mittel in der Volkswirtschaft als Aufwärtsrisiken, die Ende 2009 und im Jahr 2010 wirksam werden können, genannt.

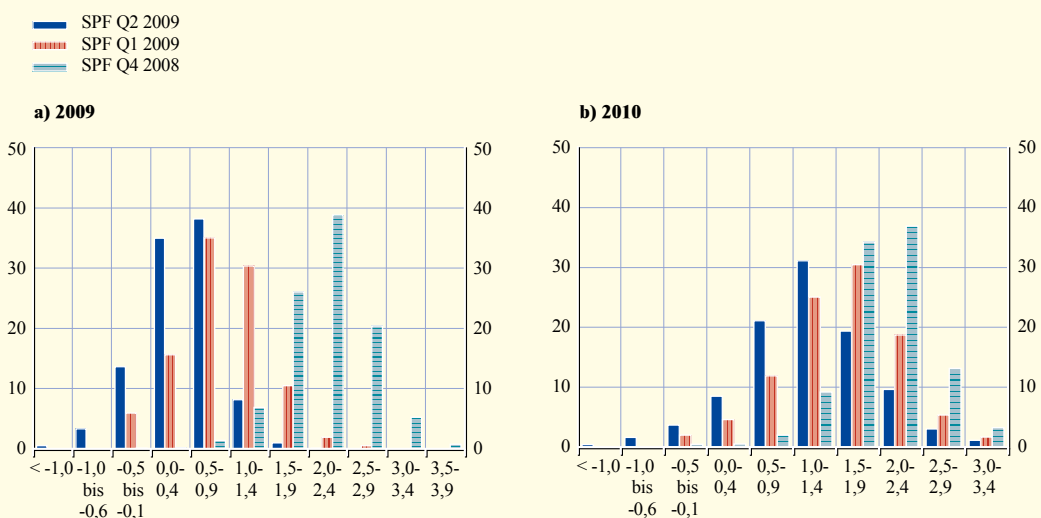
### Indikatoren für die längerfristigen Inflationserwartungen

Die längerfristigen Inflationserwartungen (für das Jahr 2013) bleiben mit 1,9 % unverändert. Die durchschnittliche Punktschätzung steht im Einklang mit den jüngsten langfristigen Inflationserwartungen von Consensus Economics und dem Euro Zone Barometer vom April 2009.

Die Stabilität der durchschnittlichen Punktschätzung (1,9 %) in dieser SPF-Runde geht einher mit einem Anstieg der Diskrepanzen bezüglich der erwarteten längerfristigen Inflation, die auf mehrere Ausreißer zurückzuführen sind (siehe Abbildung B). Gleichzeitig ging die Wahrscheinlichkeit, dass die längerfristige Inflation bei 2 % oder darüber liegen wird, von 49 % in der vorangegangenen

Abbildung A Bei den letzten SPF-Umfragen ermittelte Wahrscheinlichkeitsverteilung für die durchschnittliche Jahresteuersatzrate 2009 und 2010 <sup>1)</sup>

(Wahrscheinlichkeit in %)



Quelle: EZB.

1) Entspricht dem Durchschnitt der einzelnen von den SPF-Teilnehmern angegebenen Wahrscheinlichkeitsverteilungen.

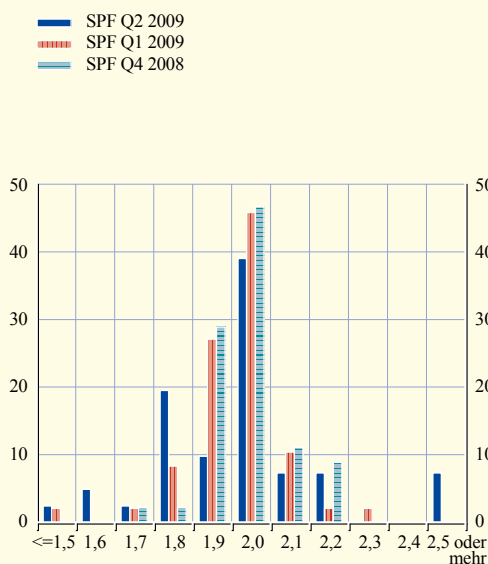
Befragung auf 46 % zurück (siehe Abbildung C). Diese Umfrageergebnisse können der Breakeven-Inflationsrate gegenübergestellt werden, einer Messgröße der längerfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer, die als Abstand zwischen den Renditen nominaler und inflationsindexierter Anleihen berechnet wird.<sup>3</sup> Bis September 2008 bewegte sich die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflationsrate in den nächsten fünf Jahren bei 2 % oder darüber liegen wird, im Durchschnitt weitgehend im Einklang mit der Entwicklung der finanzmarktbasierenden Indikatoren der Inflationserwartungen (z. B. der saisonbereinigten impliziten fünfjährigen Termin-Breakeven-Inflationsrate in fünf Jahren).<sup>4</sup> Allerdings waren seither die finanzmarktbasierenden Inflationserwartungen vor dem Hintergrund der sich verstärkenden Finanzmarkturbulenzen leicht erratisch und wurden möglicherweise dadurch verzerrt, dass sich Anleger um eine Verringerung der Risiken und des Fremdfinanzierungsanteils bemühten sowie eine ausgeprägte Präferenz für sicherere und liquidere Anlageformen hatten.<sup>5</sup>

### Erwartungen für das Wachstum des realen BIP

Die SPF-Teilnehmer korrigierten ihre Wachstumserwartungen für 2009 weiter nach unten und gehen jetzt davon aus, dass das reale BIP im Euroraum im Jahr 2009 um 3,4 % schrumpfen wird. Dies stellt eine weitere kräftige Abwärtskorrektur ihrer Wachstumserwartungen für 2009 (um 1,7 Prozentpunkte) im Vergleich zur vorangegangenen SPF-Runde dar. Die Wachstumserwartungen für 2010 wurden ebenfalls nach unten revidiert, nämlich um 0,4 Prozentpunkte auf nunmehr 0,2 %.

**Abbildung B** Querschnittsverteilung der längerfristigen Inflationserwartungen (2013) bei den SPF-Teilnehmern

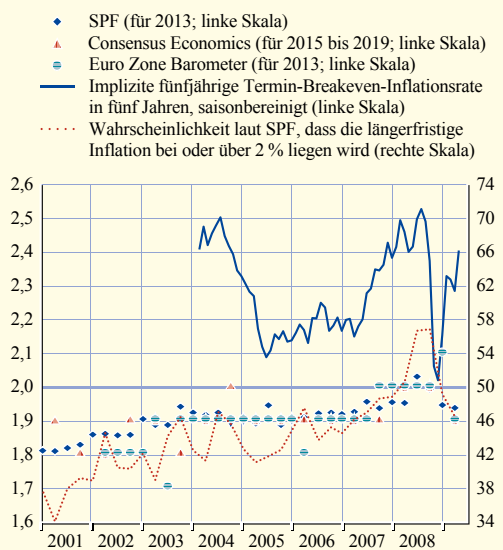
(Anteil der Teilnehmer in %)



Quelle: EZB.

**Abbildung C** Aus Umfragen und Breakeven-Inflationsraten gewonnene längerfristige Inflationserwartungen

(durchschnittliche Veränderung gegen Vorjahr in %; prozentuale Wahrscheinlichkeit)



Quellen: Consensus Economics, Euro Zone Barometer, Reuters und EZB-Berechnungen.

3 Siehe hierzu auch EZB, Messung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2006.

4 Die Breakeven-Inflationsraten sollten nicht als direkte Messgrößen für die Inflationserwartungen angesehen werden, da sie auch verschiedene Risikoprämien (wie Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien) abbilden können.

5 Eine ausführliche Erörterung der Auswirkungen der derzeitigen Finanzmarkturbulenzen auf marktbasierende Messgrößen der Inflationserwartungen findet sich in EZB, Jüngster Anstieg der realen Renditen und Auswirkungen auf die Analyse der Inflationserwartungen, Kasten 3, Monatsbericht November 2008.

In ihren Kommentaren bezogen sich die Umfrageteilnehmer auf einen breit angelegten konjunkturellen Abschwung, der von einer schwachen Außen- sowie Binnennachfrage gekennzeichnet ist. Was die Binnenwirtschaft angeht, so wurden die schwache Investitionstätigkeit und der schwache private Konsum sowie die anhaltenden Spannungen an den Finanzmärkten und restriktive Finanzierungsbedingungen als Faktoren genannt, die die kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten prägen. Insgesamt werden die Risiken, mit denen die Prognosen behaftet sind, als nach unten gerichtet eingeschätzt.

Die sich aus dem SPF ergebenden Wachstumserwartungen für 2009 liegen leicht unterhalb der Bandbreite der von Experten der EZB erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2009, während sie sich für das Jahr 2010 um die Mitte der Bandbreite herum bewegen. Die aus der Umfrage gewonnenen Erwartungen entsprechen weitgehend den vom Euro Zone Barometer für beide Jahre veröffentlichten Ergebnissen, liegen aber leicht unterhalb derjenigen von Consensus Economics für 2009.

Im Einklang mit der Abwärtskorrektur der Prognosen zum Wachstum des realen BIP hat sich auch die aggregierte Wahrscheinlichkeitsverteilung für 2009 und 2010 nach unten verschoben (siehe Abbildung D). Die SPF-Teilnehmer erwarten nicht nur ein negatives reales BIP-Wachstum für das Jahr 2009, sondern halten es jetzt auch mit 37 % für recht wahrscheinlich, dass das jährliche reale BIP-Wachstum auch im Jahr 2010 negativ sein könnte. Außerdem wird auf der Grundlage der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung damit gerechnet, dass die Risiken insgesamt für beide Jahre leicht nach unten gerichtet sind.

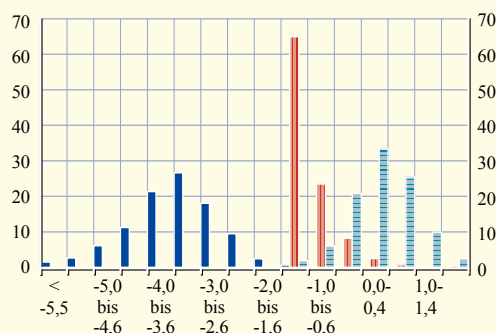
Die sich aus der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilung ergebende Unsicherheit, mit der die Prognosen zum realen BIP in einem und zwei Jahren behaftet sind, bleibt weiterhin hoch. Allerdings erwarten die meisten Befragten, dass es im Laufe des Jahres 2010 zu einer gewissen Erholung kommen wird, wobei allerdings Uneinigkeit darüber besteht, ob diese in der ersten oder in der zweiten Jahreshälfte einsetzen wird. Eine Verbesserung der Exportmärkte des Euroraums und

Abbildung D Bei den letzten SPF-Umfragen ermittelte Wahrscheinlichkeitsverteilung für das durchschnittliche Jahreswachstum des realen BIP 2009 und 2010<sup>1)</sup>

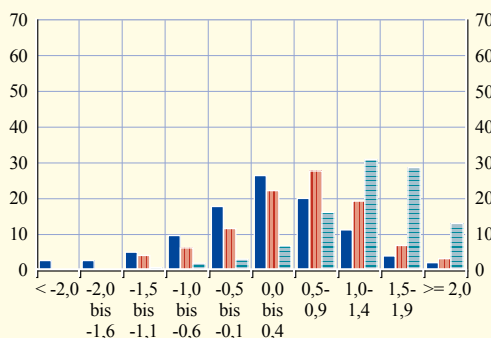
(Wahrscheinlichkeit in %)

■ SPF Q2 2009  
■ SPF Q1 2009  
■ SPF Q4 2008

a) 2009



b) 2010



Quelle: EZB.

1) Entspricht dem Durchschnitt der einzelnen von den SPF-Teilnehmern angegebenen Wahrscheinlichkeitsverteilungen.

des Welthandels sowie die Konjunkturpakete und die niedrigen Leitzinsen wurden als Faktoren genannt, die die wirtschaftliche Erholung stützen dürften.

Die längerfristigen Wachstumserwartungen (für 2013) wurden auf 1,9 % nach unten korrigiert, gegenüber 2,0 % in der vorangegangenen Runde. Insgesamt überwiegen nach Ansicht der Befragten die Abwärtsrisiken leicht.

### **Erwartete Entwicklung der Arbeitslosigkeit im Euroraum**

Im Einklang mit den Abwärtsrevisionen ihrer Wachstumsprognosen korrigierten die SPF-Teilnehmer auch ihre Erwartungen bezüglich der Arbeitslosigkeit für alle Zeithorizonte nach oben. Im Durchschnitt wird jetzt damit gerechnet, dass die Arbeitslosenquote im Jahr 2009 bei 9,3 % liegen wird (eine Aufwärtsrevision um 0,6 Prozentpunkte) und 2010 weiter auf 10,5 % ansteigen wird (eine Aufwärtsrevision um 1,1 Prozentpunkte). Die Erwartungen für die längerfristige Arbeitslosenquote wurden in dieser SPF-Runde zum zweiten Mal in Folge deutlich nach oben korrigiert, nämlich um 0,6 Prozentpunkte auf nunmehr 8,4 %. Strukturelle arbeitsmarktpolitische Maßnahmen stellen nach Meinung der Befragten Abwärtsrisiken für ihre Prognosen dar.



## 4 PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMARKT

Die jüngsten Daten und Umfrageergebnisse bestätigen, dass sich die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet im Verlauf des ersten Quartals 2009 im Einklang mit dem anhaltenden weltwirtschaftlichen Abschwung weiter abgeschwächt hat. Die Verlangsamung im ersten Jahresviertel scheint wesentlich stärker ausgefallen zu sein als noch im März vorausgesagt. Zuletzt waren in Umfragedaten erste Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen, wenngleich auf sehr niedrigem Niveau. Insgesamt dürfte die Wirtschaftsentwicklung im weiteren Jahresverlauf sehr schwach sein, bevor sie sich im Jahr 2010 allmählich erholt. Insbesondere stützen die seit Sommer 2008 stark gefallen Rohstoffpreise das real verfügbare Einkommen und damit den Konsum. Darüber hinaus dürften der Auslands- und der Binnennachfrage zunehmend die aktuellen umfangreichen Konjunkturprogramme sowie die bisher ergriffenen Maßnahmen zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems innerhalb wie auch außerhalb des Eurogebiets zugute kommen. Die Risiken für diese Wachstumsaussichten bleiben weitgehend ausgewogen.

### 4.1 DAS REALE BIP UND SEINE VERWENDUNGSKOMPONENTEN

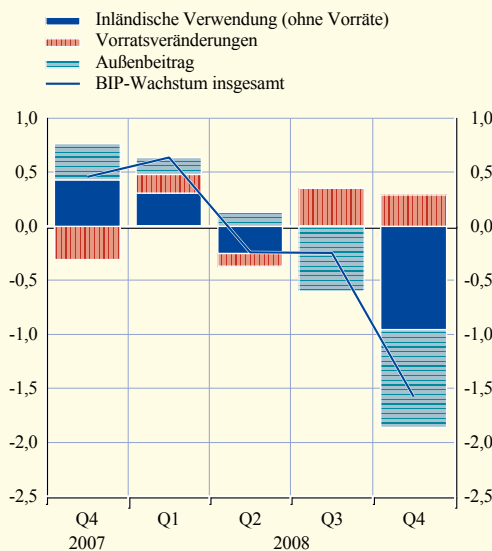
Die Konjunktur im Euro-Währungsgebiet schwächte sich im Schlussquartal 2008 merklich ab. Die Wachstumsrate des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Euroraum für das Schlussquartal 2008 wurde in der zweiten Schätzung von Eurostat um 0,1 Prozentpunkte auf -1,6 % gegenüber dem Vorquartal nach unten korrigiert (siehe Abbildung 25). Sowohl die quantitativen als auch die qualitativen Daten, die in den ersten Monaten dieses Jahres veröffentlicht wurden, deuten auch für das erste Vierteljahr 2009 auf einen sehr kräftigen Wirtschaftsabschwung hin.

In der zweiten Schätzung zur Aufschlüsselung des BIP nach Verwendungskomponenten für das vierte Quartal 2008 wurde der Rückgang der privaten Konsumausgaben bestätigt, und die Investitionen wurden nach unten revidiert. Der aktuellen Schätzung zufolge fiel auch der negative Beitrag des Außenhandels aufgrund einer Abwärtskorrektur der Exporte höher als zuvor angenommen aus. Der Beitrag der Vorratsveränderungen blieb unverändert. In Kasten 5 wird die jüngste Entwicklung der Lagerbestände im Eurogebiet anhand ergänzender Informationen aus Umfragen erörtert.

Die aktuellen Indikatoren des privaten Verbrauchs lassen darauf schließen, dass die Konsumnachfrage Anfang 2009 weiterhin gedämpft war. Die Einzelhandelsumsätze (auf die rund 45 % der privaten Konsumausgaben entfallen) verringerten sich im März um 0,6 % gegenüber dem Vormonat. Diese Entwicklung war in erster Linie auf einen Umsatzrückgang bei Nahrungsmitteln zurückzu-

Abbildung 25 Beiträge zum Wachstum des realen BIP

(Wachstum gegenüber Vorquartal in % und vierteljährliche Beiträge in Prozentpunkten; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

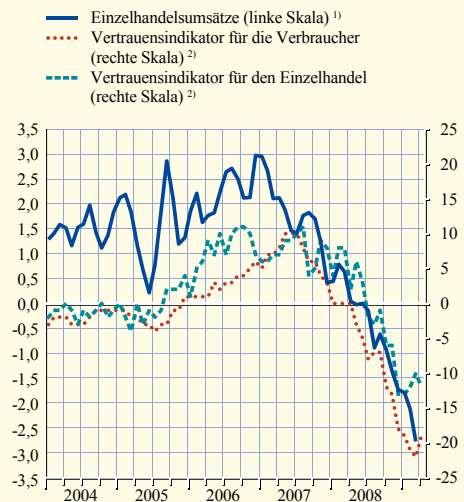
führen. Das Verbrauchervertrauen blieb trotz eines leichten Anstiegs im April auf sehr niedrigem Niveau. Gemessen am gleitenden Dreimonatsdurchschnitt ist es seit Juli 2007 von Monat zu Monat gesunken. Unterdessen könnten einige Faktoren dem erwarteten Konsumrückgang im Jahr 2009 entgegenwirken. Erstens waren die Daten zu den Pkw-Neuzulassungen für das erste Quartal 2009 aufgrund der staatlichen Anreize für Pkw-Käufe weniger negativ als im Schlussquartal 2008. Zweitens ist davon auszugehen, dass der private Verbrauch von den rückläufigen Rohstoffpreisen profitieren wird, da diese das Realeinkommen stützen. Drittens hat die jüngste Stabilisierung an den Aktienmärkten die negativen Effekte des seit Mitte 2007 zu beobachtenden Börseneinbruchs etwas abgemildert, wenngleich die realwirtschaftlichen Auswirkungen kurzfristiger Vermögenspreisschwankungen nicht überschätzt werden sollten (siehe Abschnitt 2.6).

Für die Zukunft ist davon auszugehen, dass der private Verbrauch aufgrund einer weiteren Eintrübung der Arbeitsmarktlage und des gedämpften Verbrauchervertrauens schwach bleiben wird. Indessen dürften die stark gefallenen Rohstoffpreise das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte und die privaten Konsumausgaben stützen.

Im Einklang mit der Entwicklung in vorangegangenen Rezessionsphasen waren die Bruttoanlageinvestitionen eine der Hauptursachen der aktuellen Konjunkturverlangsamung. Aus den Daten zum euroraumweiten BIP im vierten Quartal 2008 lassen sich einige Unterschiede in der Entwicklung der einzelnen Investitionskomponenten ablesen. So verringerten sich die Investitionen ohne Bauten (hauptsächlich Vermögenswerte zur Herstellung von Waren bzw. Erbringung von Dienstleistungen) im Quartalsvergleich um 5,3 %, während die Bauinvestitionen einen Rückgang von 2,7 % gegenüber dem Vorquartal verzeichneten. Die Unternehmensinvestitionen dürften infolge des erwarteten binnen- und außenwirtschaftlichen Abschwungs, der schlechteren Ertragsentwicklung und der Finanzierungsbeschränkungen über das gesamte Jahr 2009 hinweg einen negativen Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten. Was die Finanzierungsbeschränkungen betrifft, so hat sich die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im ersten Quartal 2009 laut der im April 2009 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft im Euroraum verringert. Grund hierfür war ein kräftiger Rückgang des Finanzierungsbedarfs für Anlageinvestitionen (siehe Kasten 2). Die Investitionen im Baugewerbe dürften vor allem wegen der Korrektur am Wohnimmobilienmarkt im Zusammenhang mit den rückläufigen Wohnimmobilienpreisen in mehreren Ländern des Euro-raums im laufenden Jahr ebenfalls gedämpft bleiben. Der relativ hohe Fremdfinanzierungsgrad der Kapitalgesellschaften im Eurogebiet dürfte deren Bereitschaft, im Jahr 2009 neue Investitionen zu tätigen, weiter mindern. Die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Euro-Währungsgebiet zeigen, dass sich der Finanzierungssaldo nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum weiter verschlechtert hat (siehe Kasten 3).

**Abbildung 26 Einzelhandelsumsätze und Vertrauensindikatoren für den Einzelhandel und die Verbraucher**

(Monatswerte)



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

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

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

2) Salden in %; saison- und mittelwertbereinigt.

## Kasten 5

**JÜNGSTE ENTWICKLUNG DER LAGERBESTÄNDE**

Im vorliegenden Kasten werden die verfügbaren Daten zur jüngsten Entwicklung der Vorratsbestände und deren Auswirkungen auf die Beurteilung der aktuellen Konjunkturlage erörtert. Vieles deutet darauf hin, dass es in den letzten Monaten im Euro-Währungsgebiet und in der übrigen Welt zu einem umfangreichen Lagerabbau kam, wie beispielsweise aus den Umfragen zum Einkaufsmanagerindex (EMI)<sup>1</sup> ersichtlich wird; es ist daher wichtig zu verstehen, welchen Einfluss dieser Faktor auf die aktuelle und zukünftige Entwicklung hat.

Historisch gesehen zeichnen sich konjunkturelle Schwächephase dadurch aus, dass ein Lagerzyklus sowohl den Abschwung als auch die anschließende Erholung prozyklisch verstärken kann. Zu Beginn einer Konjunkturabschwächung kommt es zu einem ungeplanten Lageraufbau, da die Nachfrage rascher sinkt, als die Produktion angepasst werden kann. Daran schließt sich ein Prozess des Lagerabbaus an, da die Unternehmen durch Drosselung der Produktion ihre Vorratsbestände zu verringern suchen, ohne dabei den Cashflow zu beeinträchtigen. Sobald die Talsohle erreicht ist, tragen die Vorratsveränderungen wieder stärker zum BIP-Wachstum bei und stützen damit die allgemeine Konjunkturerholung.

Die Frage ist nun, inwieweit der aktuelle Konjunkturzyklus diesem stilisierten Verlauf folgt und welche Unterschiede zu beobachten sind. Mit Blick auf das vierte Quartal 2008 ist festzustellen, dass die Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in den einzelnen Ländern unterschiedlich ausfallen, wobei einige Länder (z. B. Frankreich) einen deutlich negativen Beitrag der Vorratsveränderungen zum BIP-Wachstum und andere (wie etwa Deutschland und die Niederlande) positive Beiträge meldeten, während die Vorratsveränderungen im Euroraum insgesamt einen positiven Wachstumsbeitrag von 0,3 Prozentpunkten leisteten (nach +0,2 Prozentpunkten, -0,1 Prozentpunkten und +0,3 Prozentpunkten im ersten, zweiten bzw. dritten Quartal 2008)<sup>2</sup>. Im Folgenden wird näher auf die aus Umfragen gewonnenen ergänzenden Informationen eingegangen, da diese in kürzeren Intervallen und zeitnäher verfügbar sind.

**Hinweise aus Umfragen**

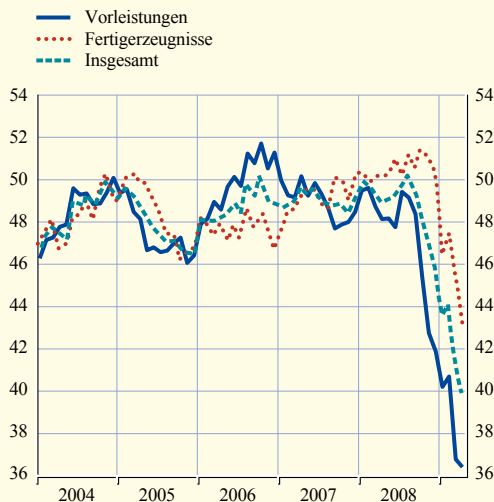
Die Ergebnisse der Einkaufsmanagerbefragung deuten auf einen Lagerabbau im Eurogebiet hin, der in der zweiten Jahreshälfte 2008 einsetzte. Obwohl im verarbeitenden Gewerbe die Fertigwarenlager bis etwa Mitte Dezember 2008 (und im Schlussquartal 2008 insgesamt) aufgestockt wurden, sind die Bestände an Vorleistungen wie auch die Vorräte im Einzelhandel seit dem letzten Sommer rapide geschrumpft. Den Umfragen zufolge hat sich der Umfang des Lagerabbaus in der gesamten Volkswirtschaft ausgeweitet, wovon auch die Fertigerzeugnisse betroffen waren. Das Tempo der Verringerung der Vorratsbestände hat sich Ende 2008 und im ersten Quartal 2009 merklich beschleunigt.

1 Der Einkaufsmanagerindex wird von Markit erstellt.

2 Zwar bieten die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen in der Regel den Vorteil einer vollständigen Erfassung, doch ist bei der Interpretation der Vorratsveränderungen auf Quartalsbasis Vorsicht geboten, da diese die unzuverlässigste Verwendungskomponente des BIP darstellen. Da Ist-Daten zu den Vorratsveränderungen häufig nicht in vierteljährlichen Abständen vorliegen, spielen die Vorratsveränderungen im Ausgleichsprozess der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen oft eine bedeutende Rolle als Residualgröße. In der Praxis zeigt sich zudem, dass die Entwicklung der Vorratsveränderungen häufig erheblichen Korrekturen unterliegt. Siehe EZB, Zuverlässigkeit von Schätzungen des BIP-Wachstums und seiner Komponenten, Kasten 8, Monatsbericht Juni 2006.

**Abbildung A Aufschlüsselung der Vorratsveränderungen im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets**

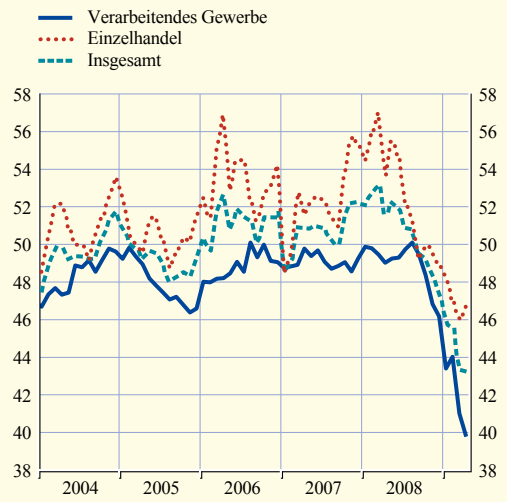
(Diffusionsindex)



Quellen: EMI von Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2009.

**Abbildung B Vorratsveränderungen im verarbeitenden Gewerbe und im Einzelhandel des Euro-Währungsgebiets**

(Diffusionsindex)



Quellen: EMI von Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2009.

Der aus den Umfragen abzulesende Lagerabbau beschränkt sich nicht nur auf den Euroraum, sondern ist weltweit zu beobachten. In den Vereinigten Staaten zeigt die vom Institute for Supply Management (ISM) veröffentlichte Umfrage unter Einkaufsmanagern, dass mindestens seit September 2008 ein beschleunigter Abbau der Vorräte im verarbeitenden Gewerbe verzeichnet wird. Der „globale EMI“ – bei dem die Ergebnisse der Einkaufsmanagerumfragen von Markit mit denen anderer Erhebungen wie etwa den ISM-Umfragen in den Vereinigten Staaten kombiniert werden – weist auf eine beschleunigte Verringerung der Bestände an Vorleistungen im verarbeitenden Gewerbe seit mindestens September 2008 hin; einigen Teilkomponenten wie etwa dem EMI für das Vereinigte Königreich zufolge setzte der Abbau sogar noch früher ein.

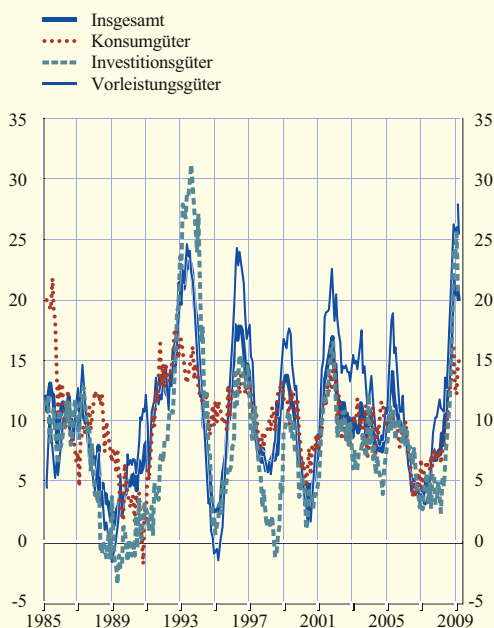
Abbildung A und B zeigen den Diffusionsindex in Bezug auf die im Rahmen des EMI gestellte Frage zu den Vorratsveränderungen. Ein Wert über 50 weist auf einen Lageraufbau, ein Wert unter 50 auf einen Lagerabbau hin.<sup>3</sup> Allerdings ist aus zwei Gründen davor zu warnen, einen Wert von 50 als eine Art Gleichgewicht zu interpretieren. Erstens besteht ein gewisses Maß an Unsicherheit hinsichtlich der Frage, welcher Indexwert einer tatsächlichen Nullveränderung der Vorratsbestände entspricht. Zweitens kann ein Wirtschaftswachstum über sehr lange Zeiträume mit einem anhaltenden Lagerabbau vereinbar sein, da die Dienstleistungen in der Volkswirtschaft zunehmend an Bedeutung gewinnen und die „Just-in-time“-Verfahren der Lagerhaltung laufend verbessert werden.

Abbildung A zeigt deutlich eine sehr unterschiedliche Entwicklung der Bestände an Vorleistungen und an Fertigerzeugnissen im verarbeitenden Gewerbe. Die Verringerung der Bestände an Vorpro-

<sup>3</sup> Bei einem Diffusionsindex wird der (entsprechend gewichtete) prozentuale Anteil der Befragten, denen zufolge der Lagerbestand erhöht wurde, addiert mit der Hälfte der Befragten, die „keine Veränderung“ melden. Bei den Vorratsveränderungen sollen die Befragten Angaben zum Vorratsbestand an Vorleistungen/Fertigerzeugnissen (stückzahlmäßig, nicht dem Wert nach) im jeweiligen Monat verglichen mit dem Vormonat machen.

Abbildung C Bestand an Fertigerzeugnissen verglichen mit dem „normalen“ Vorratsbestand im verarbeitenden Gewerbe des Euro-Währungsgebiets

(Nettosalden)



Quelle: GD ECFIN.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf April 2009.

scheint jedoch die Tatsache, dass der entsprechende Indikator auch Anfang 2009 noch hohe Werte bei der Beurteilung der Lagerbestände im Vergleich zum „Normalbestand“ aufwies, den Ergebnissen des EMI zu widersprechen, wonach die Vorratsbestände im genannten Zeitraum rückläufig waren. Die beiden Datenreihen lassen sich aber miteinander in Einklang bringen, wenn unterstellt wird, dass der sich aus dem EMI ergebende Abbau der Fertigwarenlager geplant war oder für unzureichend erachtet wurde und die von den Unternehmen angestrebte Lagerhaltung parallel zum tatsächlichen Vorratsbestand ebenfalls nach unten korrigiert wurde.

### Interpretation der Umfrageergebnisse

Die Ergebnisse der Einkaufsmanagerbefragung lassen unter anderem darauf schließen, dass die Verlangsamung der Konsumausgaben der privaten Haushalte im Jahresverlauf 2008 – vor dem Hintergrund des ölpreisbedingten Abwärtsdrucks auf die Kaufkraft der Privathaushalte – für den Einzelhandel (wie auch den Fahrzeughandel) wohl überraschend kam und zu einer ungeplanten Erhöhung der Lagerbestände führte. Darüber hinaus gaben im Herbst die sinkenden Exportaufträge, die rückläufigen Investitionen und die verschärften Finanzierungsbedingungen den Unternehmen Anlass zur Verringerung ihrer Lagerhaltung. Dies führte im Einzelhandel zu einer Reduktion der Handelswarenbestände, da weniger Waren bei Firmen des verarbeitenden Gewerbes eingekauft wurden, und im verarbeitenden Gewerbe zu einem Abbau der Bestände an Vorproduk-

dukten dürfte bereits im September 2008 eingesetzt und sich in der Folge beschleunigt haben. Im Gegensatz dazu hat sich der Aufbau der Fertigwarenlager offenbar noch bis Mitte Dezember 2008 fortgesetzt (und sogar etwas beschleunigt). Aus dem einfachen Durchschnitt der beiden Zeitreihen ergibt sich ein Profil, wonach der allgemeine Lagerabbau im verarbeitenden Gewerbe bereits im Oktober 2008 zu beobachten war.<sup>4</sup>

Während die Einkaufsmanagerumfrage Aufschluss über die Vorratsveränderungen im jeweiligen Zeitraum gibt, wird in einigen anderen Erhebungen (wie etwa in den Branchenumfragen der Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen der Europäischen Kommission (GD ECFIN), siehe Abbildung C) direkt nach dem Lagerbestand gefragt und untersucht, inwieweit dieser sich vom „normalen“ Vorratsbestand unterscheidet. Die Einschätzung der Befragten, wonach die Vorräte im Jahresverlauf 2008 deutlich aufgestockt wurden, deckt sich mit den EMI-Hinweisen auf einen Lageraufbau bei den Fertigerzeugnissen im Jahr 2008. Zunächst

4 Diese Ergebnisse für das Euro-Währungsgebiet finden sich im Allgemeinen auch für die einzelnen im EMI erfassten Länder des Euro-raums wieder. Davon ausgenommen sind Italien, wo der Lagerabbau 2009 einsetzte, und in geringerem Maße Österreich.

ten (Werkstoffen und anderen Vorleistungen). Die Folge war ein ungeplanter Aufbau der Fertigwarenlager im verarbeitenden Gewerbe, da den Unternehmen angesichts der Wirkungsverzögerungen im Produktionsprozess auf kurze Sicht wenig Spielraum zur Eindämmung ihres Vorratsaufbaus blieb. Darüber hinaus bot diese Entwicklung den Firmen im verarbeitenden Gewerbe zusätzliche Anreize, ihren Bestand an Vorleistungen in Erwartung eines in nächster Zeit geringeren Produktionsbedarfs zu reduzieren. Dies veranlasste sie wiederum, ihre Produktion rasch einzuschränken, indem sie beispielsweise Fabriken während der Weihnachtszeit wesentlich länger als üblich geschlossen hielten, um auf diese Weise ihren Lagerüberschuss an Fertigerzeugnissen abzubauen. Ab Dezember kam es deshalb zu einer drastischen Verringerung dieser ungeplanten Fertigwarenbestände.

Schließlich können in einer breiteren Abgrenzung auch Waren, die sich im Zuge des internationalen Handels im Transit befinden, zu den Vorräten gerechnet werden, die im EMI erfasst werden können. Durch den Einbruch des Welthandels dürfte auch der Bestand an Transitwaren spürbar zurückgegangen sein.

#### **Auswirkungen der ausgeprägten Vorratsveränderungen**

Der kräftige Lagerabbau Ende 2008 und im ersten Vierteljahr 2009 lässt darauf schließen, dass die Produktion im Euro-Währungsgebiet im ersten Quartal des laufenden Jahres tatsächlich stärker rückläufig war als die Endnachfrage. Wenn also erwartungsgemäß im ersten Quartal ein drastischer Rückgang des BIP zu verzeichnen war, so könnte dabei auch ein beachtlicher technischer Faktor eine Rolle gespielt haben, der die Anpassung der Lagerbestände widerspiegelt. Die EMI-Daten deuten auch darauf hin, dass der Lagerabbau im ersten Quartal dieses Jahres ein außergewöhnliches Ausmaß erreicht hat. Den jüngsten Informationen zufolge dürften sich die Vorratsbestände in den kommenden Quartalen jedoch nicht mehr so stark verringern.

Eine Verlangsamung des Lagerabbaus hätte Auswirkungen auf das BIP-Wachstum im Jahresverlauf. Dabei ist zu beachten, dass nicht die vierteljährliche Veränderung der Vorratsbestände an sich einen Einfluss auf das vierteljährliche Wachstum des BIP hat, sondern die „Veränderung der Veränderung“ (d. h. ihre Beschleunigung bzw. Verlangsamung). Es sind nämlich die Vorratsveränderungen (beispielsweise die in einer Rechnungsperiode nicht verkaufte Produktion, durch die sich im selben Zeitraum die Lagerbestände erhöhen), die bei der Aufschlüsselung des BIP eine Verwendungskomponente bilden. Folglich wird das BIP-Wachstum von der Veränderung des Veränderungs-werts (d. h. der Veränderung der Stromgröße) der Vorratsbestände beeinflusst. Voraussetzung für einen positiven Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen ist daher nicht unbedingt ein Lageraufbau, sondern lediglich eine Verlangsamung des Lagerabbaus.

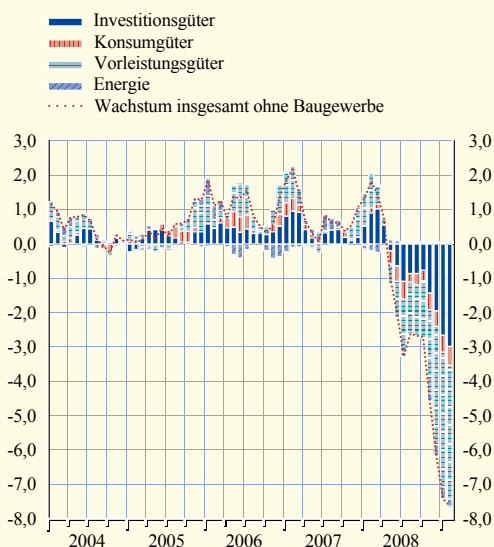
## **4.2 PRODUKTIONS-, ANGEBOTS- UND ARBEITSMARKTENTWICKLUNG**

Die zweite Schätzung zur realen Wertschöpfung im vierten Quartal 2008 ergab kaum Änderungen gegenüber der ersten Schätzung. Die Wertschöpfung in der Industrie ohne Baugewerbe verringerte sich um 5,5 % gegenüber dem Vorquartal, während sie im Bausektor um 1,7 % sank (eine genauere Analyse der Abschwächung in der Bauwirtschaft findet sich in Kasten 6). Der Rückgang der Wertschöpfung im Dienstleistungssektor fiel gedämpfter aus und belief sich auf 0,5 % gegenüber dem Vorquartal.



Abbildung 27 Beiträge zum Wachstum der Industrieproduktion

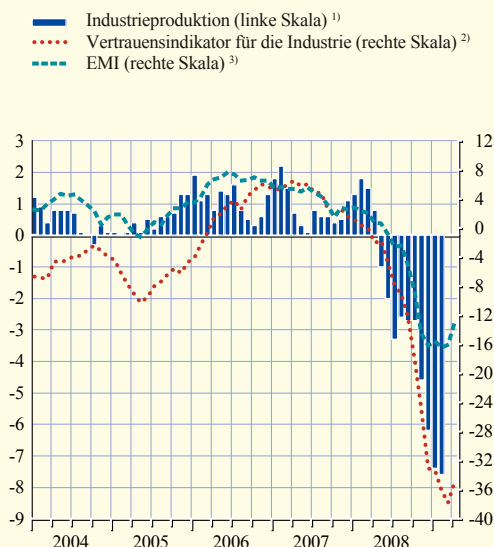
(Wachstum in % und Beiträge in Prozentpunkten; Monatswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die ausgewiesenen Daten stellen den gleitenden Dreimonatsdurchschnitt gegenüber dem entsprechenden Durchschnitt drei Monate zuvor dar. Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

Abbildung 28 Industrieproduktion, Vertrauensindikator für die Industrie und EMI

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quellen: Eurostat, Branchen- und Verbrauchenumfragen der Europäischen Kommission, Markit und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Alle Datenreihen beziehen sich auf das verarbeitende Gewerbe. Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

- 1) 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.

Die monatlichen Indikatoren lassen darauf schließen, dass sich die Konjunktur im ersten Quartal 2009 weiterhin sehr schwach entwickelte. Die Erzeugung in der Industrie wurde im Februar um 2,3 % gegenüber dem Vormonat gedrosselt, nachdem bereits im Januar ein ausgeprägter Rückgang zu beobachten war (siehe Abbildung 27). Die kräftige Produktionsabnahme im Januar und Februar deutet zusammen mit dem stark negativen statistischen Überhang infolge des Produktionsrückgangs im Schlussquartal 2008 darauf hin, dass sich die Industriekonjunktur im Eurogebiet im ersten Vierteljahr 2009 weiter deutlich abgeschwächt hat.

In Branchenumfragen waren zuletzt erste Anzeichen einer Verlangsamung des Abschwungs zu erkennen (siehe Abbildung 28). So stiegen beispielsweise die zum Einkaufsmanagerindex (EMI) gehörigen Teilindizes für die Konjunkturentwicklung im März und April leicht an (wenngleich sie deutlich unter dem Schwellenwert von 50 Indexpunkten blieben und damit auf eine wirtschaftliche Kontraktion hinweisen). Zugleich verzeichnete die Umfrage der Europäischen Kommission im April eine leichte Stimmungsaufhellung gegenüber dem Tiefstand vom März. Insgesamt lassen die aktuellen Ergebnisse der Einkaufsmanagerbefragung und der Umfragen der Europäischen Kommission darauf schließen, dass sich das Tempo des Konjunkturrückgangs zuletzt möglicherweise verlangsamt hat.

### ABSCHWÄCHUNG IN DER BAUWIRTSCHAFT

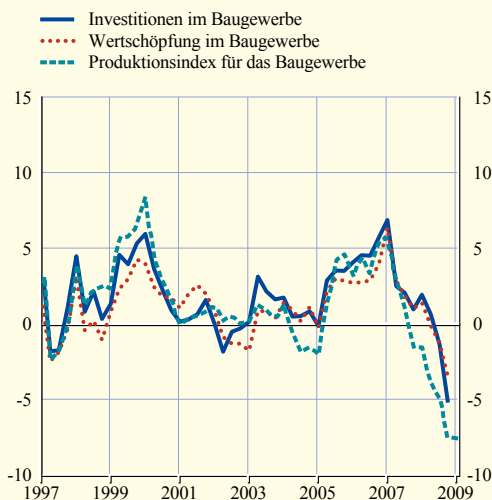
Im Baugewerbe schrumpft die Wirtschaftstätigkeit seit fast zwölf Monaten. Mitte 2007 setzte eine Verlangsamung ein, und gegen Ende 2008 ging die Wirtschaftsaktivität mit einer Jahresrate von 3,5 % zurück. In den ersten Monaten des laufenden Jahres scheint sich die Abwärtsbewegung gemäß den vorliegenden Indikatoren noch beschleunigt zu haben. Im vorliegenden Kasten soll die derzeitige Schwäche der Bautätigkeit aus einer längerfristigen Perspektive heraus beurteilt werden, wobei einige Charakteristika ihres zyklischen Verhaltens sowie ihre Bedeutung für die Gesamtwirtschaft des Euroraums analysiert werden.

Das Baugewerbe im Eurogebiet verzeichnete ab 2004 ein rasches Wachstum, das Anfang 2007 seinen Höhepunkt erreichte. Dies ist anhand der in Abbildung A dargestellten Entwicklung der Investitionen, der Wertschöpfung und der Produktion im Baugewerbe klar erkennbar. Betrachtet man die einzelnen Länder, so leisteten Italien, Frankreich und insbesondere Spanien in der Zeit von 2004 bis 2007 die größten Beiträge zur Expansion der Bautätigkeit im Euroraum insgesamt, die eine Schrumpfung des deutschen Baugewerbes ausglich. Was die in Abbildung B gezeigte Art der Produktion im Baugewerbe betrifft, so ergab sich der kräftige Zuwachs in diesem Sektor während des genannten Zeitraums vor allem aus dem raschen Wachstum im Hochbau (sowohl Wohnungsbau als auch gewerblicher und öffentlicher Hochbau). Für den zweiten Teilbereich dieses Industriezweigs, den Tiefbau, dessen Hauptauftraggeber die öffentliche Hand ist, wurde vor 2007 ein gedämpftes Wachstum verzeichnet.

Das Baugewerbe ist relativ arbeitskräfteintensiv; dies trifft besonders auf den Teilbereich Hochbau zu. Laut Eurostat<sup>1</sup> ist der Anteil der Personalkosten an den Gesamtausgaben im Baugewerbe insgesamt

**Abbildung A Investitionen, Wertschöpfung und Produktion im Baugewerbe**

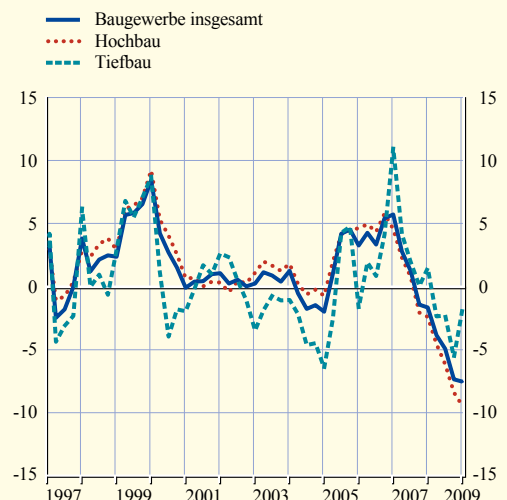
(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quelle: Eurostat.

**Abbildung B Produktionsindizes für den Hochbau, den Tiefbau und das Baugewerbe insgesamt**

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Quartalswerte)



Quelle: Eurostat.

<sup>1</sup> Eurostat, European business: Facts and figures, 2007.

hoch (23,3 %), was besonders auf das Ausbaugewerbe (30,8 %) zutrifft, und liegt deutlich über dem Durchschnitt des nichtfinanziellen Unternehmenssektors (16,4 %). Infolgedessen wurden von 2004 bis 2007 in diesem Sektor relativ viele Arbeitsplätze geschaffen;<sup>2</sup> die Steigerung entsprach 17 % des Nettobeschäftigungszuwachses im Eurogebiet in diesem Zeitraum und überstieg den Anteil von 6 % an der Wertschöpfung, den dieser Sektor erwirtschaftete, somit deutlich. Die indirekten Auswirkungen auf andere Industriebereiche dürften ebenfalls nennenswert gewesen sein (z. B. in Bezug auf Metallerzeugnisse, Zement, Holzwaren, Grundstücks- und Wohnungswesen usw.). Im Rahmen der Beurteilung der konjunkturellen Entwicklung im Euroraum verdient dieser Sektor daher besondere Aufmerksamkeit.

Ein Merkmal des Baugewerbes ist die lange Produktionsdauer, die dazu führt, dass die Entwicklung dieses Sektors in hohem Maße von den Außenfinanzierungsbedingungen abhängt. Seit Kurzem erstellt die EZB aggregierte Schätzungen für den Euroraum zur Kreditvergabe an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, die gemäß NACE nach Wirtschaftszweigen aufgegliedert ist. Somit lässt sich erstmals beurteilen, wie hoch der Finanzierungsbedarf dieses Sektors ist. Bei dieser Analyse ist allerdings eine gewisse Vorsicht geboten, da die Angaben auf nicht harmonisierten nationalen Statistiken beruhen, die in verschiedener Hinsicht voneinander abweichen. Gemäß diesen neuen Daten wurden Ende 2008 von den Krediten an nichtfinanzielle Unternehmen gut 9 % für die Baufinanzierung aufgewendet; dies übersteigt den Anteil von 6 % an der Wertschöpfung, den das Baugewerbe 2008 erwirtschaftet hat. Zwischen den einzelnen Ländern bestehen erhebliche Unterschiede; so gehören Irland und Spanien zu den Ländern, in denen der Anteil der Kredite zur Finanzierung der Bautätigkeit an der Kreditvergabe insgesamt im vergangenen Jahr relativ hoch war.<sup>3</sup>

### **Wachstumsverlangsamung setzte 2007 ein und die Produktion im Baugewerbe war 2008 fast durchweg rückläufig**

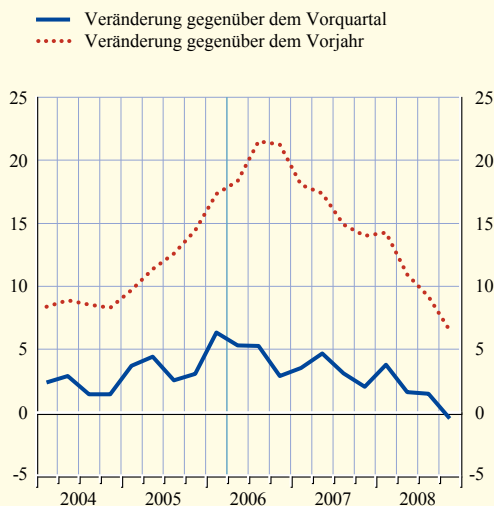
Bis Mitte 2007 hatte sich das Produktionswachstum im Baugewerbe merklich verlangsamt, und seit dem Frühjahr 2008 schrumpft die Wertschöpfung. Gegenüber dem Schlussquartal 2007 war sie im Baubereich bis Ende 2008 um 3,5 % gesunken. Den Angaben zur Produktion im Baugewerbe zufolge war in den einzelnen Teilspektoren und Ländern eine unterschiedlich starke Abschwächung zu verzeichnen. Der Rückgang war in den Bereichen Wohnungsbau und Bau von Gewerbeimmobilien (die in Abbildung B beide unter Hochbau erfasst sind) am ausgeprägtesten, während sich die Komponente Tiefbau allgemein als widerstandsfähiger erwies. Mit Blick auf die jüngsten Daten zur Produktion im Baugewerbe fällt auf, dass die Bauproduktion zwar in allen Ländern rückläufig ist, dass sie aber, bezogen auf die größeren Volkswirtschaften, in Spanien und Deutschland am stärksten eingebrochen ist. In Spanien sank die Jahreswachstumsrate des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts bis Februar um 16 %, und in Deutschland ging sie um 11,3 % zurück, wobei diese Zahl möglicherweise durch die Auswirkungen der außergewöhnlich kalten Witterung in Mitteleuropa zu Beginn des Jahres 2009 verzerrt ist. Die Schrumpfung im Baubereich spiegelte sich im sinkenden Anteil der Bauunternehmen an der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen insgesamt wider. Mit einem Anteil von 9,6 % an der gesamten Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen erreichte der Bestand an ausstehenden Krediten an das Baugewerbe Mitte 2007 einen Höchststand; seither war er rückläufig und lag Ende 2008 bei 9,2 %. Diese Entwicklung lässt sich auch in Abbildung C erkennen, wo die rasche Wachstumsverlangsamung bei den Krediten an Bauunternehmen im Jahr 2008 abgebildet ist.

<sup>2</sup> Siehe EZB, Beschäftigungsentwicklung im Baugewerbe des Euro-Währungsgebiets, Kasten 9, Monatsbericht März 2008.

<sup>3</sup> Laut Angaben der Central Bank and Financial Services Authority of Ireland für Dezember 2008 und Wirtschaftsindikatoren der Banco de España.

**Abbildung C MFI-Kredite an Unternehmen des Baugewerbes**

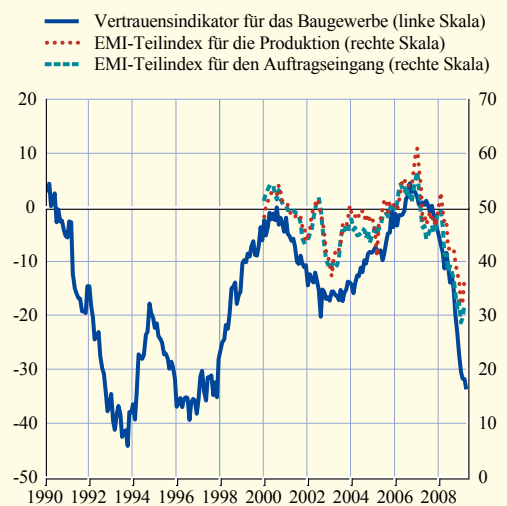
(Veränderung gegen Vorjahr bzw. gegen Vorquartal in %; Quartalswerte)



Quelle: EZB.

**Abbildung D Umfrageindikatoren für das Baugewerbe**

(Salden in % und Diffusionsindikatoren)



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

Die für die ersten Monate des Jahres 2009 verfügbaren Angaben deuten auf eine erneute Verringerung der Bautätigkeit hin. Wie aus Abbildung A ersichtlich, weist der Produktionsindex für das Baugewerbe, der den Angaben zur Wertschöpfung im Euro-Währungsgebiet recht genau entspricht, auf eine weitere Schrumpfung im ersten Quartal 2009 hin, die im Hochbaubereich stärker ausgeprägt ist, sich in der Komponente Tiefbau hingegen abschwächt (siehe Abbildung B). Der Einfluss auf die Beschäftigungsentwicklung ist in einer Reihe von Ländern bereits erkennbar. Mit Blick auf die Zukunft weist der Einkaufsmanagerindex (EMI) im Februar zwar eine moderate Erholung auf, bleibt aber deutlich unter dem Niveau von 50 Punkten, welches auf eine unveränderte Produktion hinweisen würde. Aus den jüngsten Angaben geht ferner hervor, dass das Vertrauen im Baugewerbe nach wie vor schwach ist und derzeit keine Anzeichen für eine Trendwende ersichtlich sind (siehe Abbildung D).

### ARBEITSMARKT

Die Lage an den Arbeitsmärkten des Euro-Währungsgebiets hat sich in den letzten Monaten weiter verschlechtert. Die letzte Schätzung von Eurostat bestätigt, dass sich die Beschäftigung im Euro-raum im Schlussquartal 2008 um 0,3 % gegenüber dem Vorquartal verringerte (siehe Tabelle 7). Aus der sektoralen Aufschlüsselung, die mit der jüngsten Schätzung zur Verfügung gestellt wurde, geht hervor, dass in der Industrie ein deutlicher Stellenabbau zu verzeichnen war (siehe Abbildung 29), während die Beschäftigung im Dienstleistungssektor stabil blieb.

Mit Blick auf die Zukunft ist aus den Umfragen zu den Beschäftigungsabsichten der Unternehmen abzulesen, dass sich die Beschäftigung in den kommenden Monaten weiter verhalten entwickeln wird. Im April blieb der entsprechende EMI-Teilindex sowohl für die Industrie als auch für das Dienstleistungsgewerbe weitgehend unverändert auf einem sehr niedrigen Stand. Die jüngsten Umfragen der Europäischen Kommission zu den Beschäftigungsvorhaben vermitteln ein ähnlich trübes Bild hinsichtlich der Beschäftigungsaussichten.

Tabelle 7 Beschäftigungswachstum

(Veränderung gegen Vorperiode in %; saisonbereinigt)

	Vorjahrsraten		Quartalsraten				
	2007	2008	2007 Q4	2008 Q1	2008 Q2	2008 Q3	2008 Q4
Gesamtwirtschaft	1,8	0,8	0,3	0,4	0,1	-0,1	-0,3
<i>Darunter:</i>							
Landwirtschaft und Fischerei	-1,3	-1,4	-0,3	0,6	-1,3	-0,5	0,2
Industrie	1,4	-0,9	0,1	0,2	-0,6	-0,7	-1,4
Ohne Baugewerbe	0,3	-0,3	0,1	0,2	-0,2	-0,4	-1,0
Baugewerbe	4,1	-2,4	0,0	0,1	-1,6	-1,5	-2,3
Dienstleistungen	2,2	1,5	0,4	0,4	0,4	0,1	0,0
Handel und Verkehr	1,9	1,3	0,2	0,5	0,2	0,1	-0,4
Finanzierung und Unternehmensdienstleister	4,0	2,5	0,8	1,1	0,3	0,1	-0,5
Öffentliche Verwaltung <sup>1)</sup>	1,4	1,2	0,3	-0,1	0,6	0,1	0,7

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

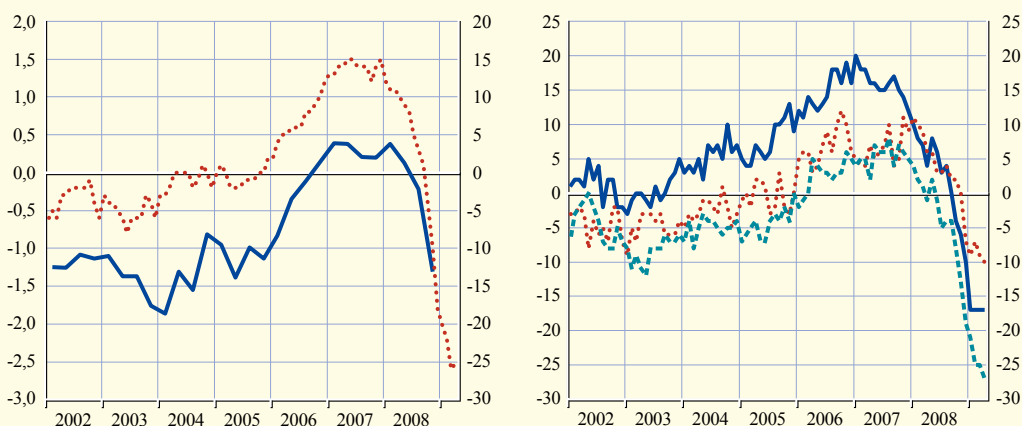
1) Umfasst auch Erziehung und Unterricht, Gesundheitswesen und sonstige Dienstleistungen.

Mit der rückläufigen Konjunktur nahm auch die Arbeitsproduktivität im Schlussquartal 2008 ab. Die in der zweiten Schätzung von Eurostat ausgewiesene Verringerung um 1,4 % im Vorjahrsvergleich markiert den größten Einbruch seit Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion. Der starke Produktivitätsrückgang im vierten Quartal spiegelt eine spürbare Abschwächung in der Industrie (mit Ausnahme des Baugewerbes, wo die Arbeitsproduktivität infolge des massiven Stellenabbaus zunahm) sowie eine erhebliche Verschlechterung im Teilssektor „Handel und Verkehr“ bei den Dienstleistungen wider. Der aktuelle EMI-Teilindex für die Produktivitätsentwicklung lässt darauf schließen, dass in der ersten Jahreshälfte 2009 kaum mit einem Produktivitätszuwachs im Eurogebiet gerechnet werden kann.

Abbildung 29 Beschäftigungswachstum und Beschäftigungserwartungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Salden in %; saisonbereinigt)

- Beschäftigungswachstum in der Industrie ohne Baugewerbe (linke Skala)
- Beschäftigungserwartungen im verarbeitenden Gewerbe (rechte Skala)
- Beschäftigungserwartungen im Baugewerbe
- Beschäftigungserwartungen im Einzelhandel
- Beschäftigungserwartungen im Dienstleistungssektor

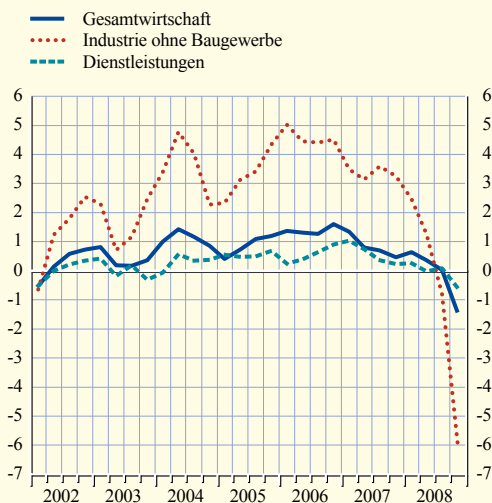


Quellen: Eurostat sowie Branchen- und Verbraucherumfragen der Europäischen Kommission.

Anmerkung: Die Salden sind mittelwertbereinigt. Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

Abbildung 30 Arbeitsproduktivität

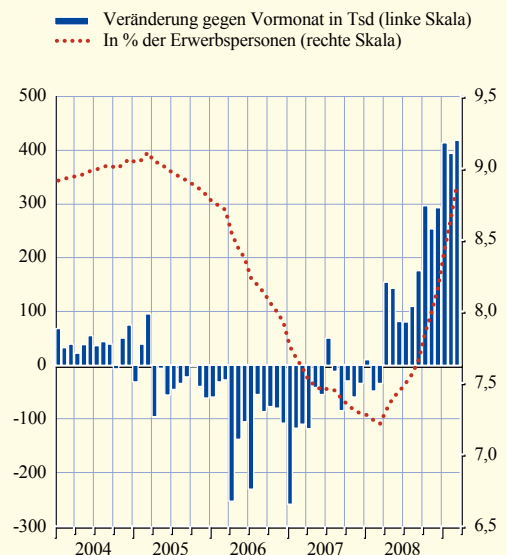
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

Abbildung 31 Arbeitslosigkeit

(Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: Eurostat.  
Anmerkung: Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei.

Die Arbeitslosenquote im Euroraum erhöhte sich im März 2009 auf 8,9 %. Der Anstieg war in allen Euro-Ländern zu beobachten und in Spanien, Irland sowie der Slowakei besonders ausgeprägt. Das geringe Vertrauen lässt in Verbindung mit der Erwartung hoher Arbeitslosenzahlen vermuten, dass die Arbeitslosenquote im Eurogebiet in den kommenden Monaten weiter zunehmen wird.

### 4.3 KONJUNKTURAUSSICHTEN

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euro-Währungsgebiet hat im Verlauf des ersten Quartals 2009 im Einklang mit dem anhaltenden weltwirtschaftlichen Abschwung weiter an Dynamik verloren. Diese im ersten Jahresviertel verzeichnete Abschwächung scheint viel stärker ausgefallen zu sein als noch im März vorausgesagt. Zuletzt waren in Umfragedaten erste Anzeichen einer Stabilisierung zu erkennen, wenngleich auf sehr niedrigem Niveau. Insgesamt dürfte die Konjunktur im weiteren Jahresverlauf sehr schwach sein, bevor sie sich im Jahr 2010 allmählich erholt. Insbesondere stützen die seit Sommer 2008 stark gefallen Rohstoffpreise das real verfügbare Einkommen und damit den Konsum. Darüber hinaus dürften die Auslands- und die Binnennachfrage zunehmend von den aktuellen umfangreichen Konjunkturprogrammen sowie von den bisher ergriffenen Maßnahmen zur Wiederherstellung der Funktionsfähigkeit des Finanzsystems innerhalb wie auch außerhalb des Euroraums profitieren.

Die Risiken, mit denen diese Konjunkturaussichten behaftet sind, bleiben weitgehend ausgewogen. Abwärtsrisiken ergeben sich aus Bedenken, dass die Finanzmarkturbulenzen die Realwirtschaft stärker beeinflussen könnten, die Protektionismusbestrebungen möglicherweise weiter zunehmen und es in der Weltwirtschaft aufgrund einer ungeordneten Korrektur globaler Ungleichgewichte zu ungünstigen Entwicklungen kommen könnte. Andererseits könnten sich der Rückgang der Rohstoffpreise und die von der Politik eingeleiteten Maßnahmen positiver als erwartet auswirken.



## 5 WECHSELKURS- UND ZAHLUNGSBILANZENTWICKLUNG

### 5.1 WECHSELKURSE

Der Euro hat in nominaler effektiver Rechnung seit Ende Januar 2009 vor dem Hintergrund einer weiter nachlassenden Wechselkursvolatilität leicht an Wert zugelegt.

#### EFFEKTIVER WECHSELKURS DES EURO

Am 6. Mai 2009 lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro – gemessen an den Währungen 21 wichtiger Handelspartner des Euro-Währungsgebiets – rund 2 % über seinem Stand von Ende Januar 2009 und rund 1 % unter dem Durchschnitt des vergangenen Jahres (siehe Abbildung 32). In der seit Ende Januar 2009 zu beobachtenden Aufwertung der Gemeinschaftswährung kommen Kursgewinne gegenüber dem japanischen Yen und, in geringerem Ausmaß, gegenüber dem US-Dollar zum Ausdruck. Diese Aufwärtsentwicklung wurde durch eine Abwertung im Verhältnis zum Pfund Sterling, zur tschechischen Krone und zum ungarischen Forint geringfügig ausgeglichen. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro schwächte sich im April und Anfang Mai ab, wofür in erster Linie die Kursverluste gegenüber dem Pfund Sterling verantwortlich waren.

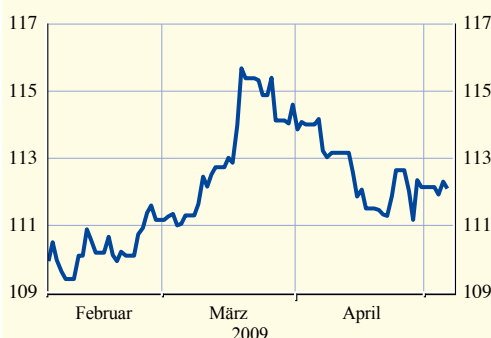
#### US-DOLLAR/EURO

Im April und Anfang Mai blieb der Euro gegenüber dem US-Dollar ungeachtet einiger Schwankungen weitgehend stabil. Nach einer leichten anfänglichen Abschwächung – möglicherweise aufgrund schwacher Konjunkturdaten des Euro-raums sowie der damit zusammenhängenden verstärkten Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die EZB auf kurze Sicht die Leitzinsen weiter senken werde – zog die Gemeinschaftswährung in Relation zum US-Dollar Mitte April wieder an, als die Veröffentlichung unerwartet günstiger Daten zu wichtigen Wirtschaftsräumen offenbar dazu führte, dass Anleger ihre Gelder aus sicheren Währungen abzogen, zu denen seit Ende 2008 vor allem der US-Dollar und der japanische Yen zählten. Die Stabilität des Euro im April und Anfang Mai folgte auf eine Aufwertungsphase im März; diese war in erster Linie auf die Ankündigung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve vom 18. März, eine Reihe zusätzlicher

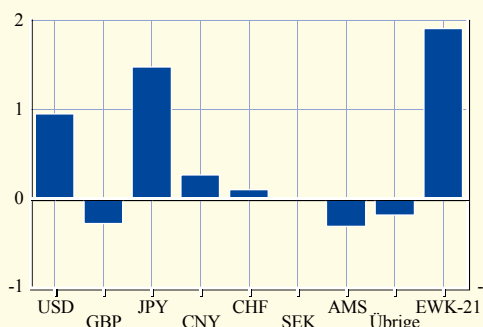
Abbildung 32 Effektiver Wechselkurs des Euro und seine Zusammensetzung<sup>1)</sup>

(Tageswerte)

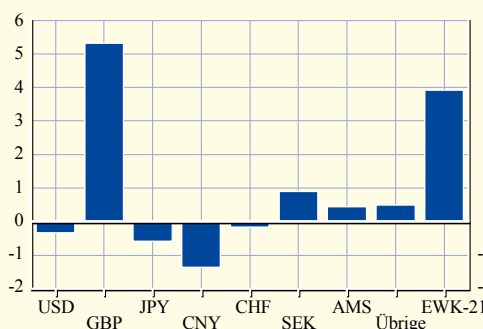
Index: Q1 1999 = 100



Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>  
30. Januar 2009 bis 6. Mai 2009  
(in Prozentpunkten)



Beiträge zur Veränderung des effektiven Wechselkurses<sup>2)</sup>  
3. Januar 2005 bis 6. Mai 2009  
(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB.

1) Ein Anstieg des Index bedeutet eine Aufwertung des Euro gegenüber den Währungen 21 wichtiger Handelspartner des Euro-Währungsgebiets und aller nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten.

2) Die Beiträge zu den Veränderungen des EWK-21-Index sind für die Währungen der sechs wichtigsten Handelspartner des Euro-Währungsgebiets einzeln dargestellt. Die Kategorie „Andere Mitgliedstaaten“ (AMS) bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der Währungen der EU-Mitgliedstaaten, die nicht dem Euro-Währungsgebiet angehören (mit Ausnahme des GBP und der SEK). Die Kategorie „Übrige“ bezieht sich auf den aggregierten Beitrag der restlichen sechs Handelspartner des Euro-Währungsgebiets im EWK-21-Index. Die Veränderungen werden unter Verwendung der entsprechenden Außenhandelsgewichte im EWK-21-Index berechnet.

unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen zu ergreifen, sowie auf eine weitgehende Kursstabilität im Februar zurückzuführen. Am 6. Mai 2009 notierte der Euro mit 1,33 USD rund 4 % über seinem Stand von Ende Januar bzw. 9,4 % unter dem Durchschnitt des Jahres 2008 (siehe Abbildung 33).

### JAPANISCHER YEN/EURO

Weitgehend im Einklang mit der Entwicklung des Euro-Dollar-Wechselkurses gab die Gemeinschaftswährung gegenüber dem japanischen Yen im April nach; Gründe hierfür waren möglicherweise schwache Konjunkturdaten des Euroraums sowie die wachsende Besorgnis bezüglich einer Schweinegrippepandemie, welche die Marktteilnehmer veranlasst haben dürften, sich Währungen sicherer Vermögensanlagen zuzuwenden. In den ersten Tagen des Monats Mai erholte sich der Euro dann wieder, was eventuell auf unerwartet günstige Konjunkturdaten wichtiger Wirtschaftsräume und einen weiteren Rückgang der wahrgenommenen Wechselkursunsicherheit zurückzuführen war. Die Stabilität des Euro gegenüber dem japanischen Yen im April und Anfang Mai folgte auf die in der zweiten Februarhälfte und im März verzeichneten deutlichen Kursgewinne, die sich möglicherweise aus dem starken Konjunkturreinbruch in Japan im Schlussquartal 2008 ergaben und durch umfangreiche Revisionen der Wachstumsaussichten des Landes verstärkt wurden. Am 6. Mai 2009 notierte der Euro bei 131,17 JPY und damit rund 14 % über seinem Stand von Ende Januar 2009 (siehe Abbildung 33), aber noch 14 % schwächer als im Durchschnitt des vergangenen Jahres.

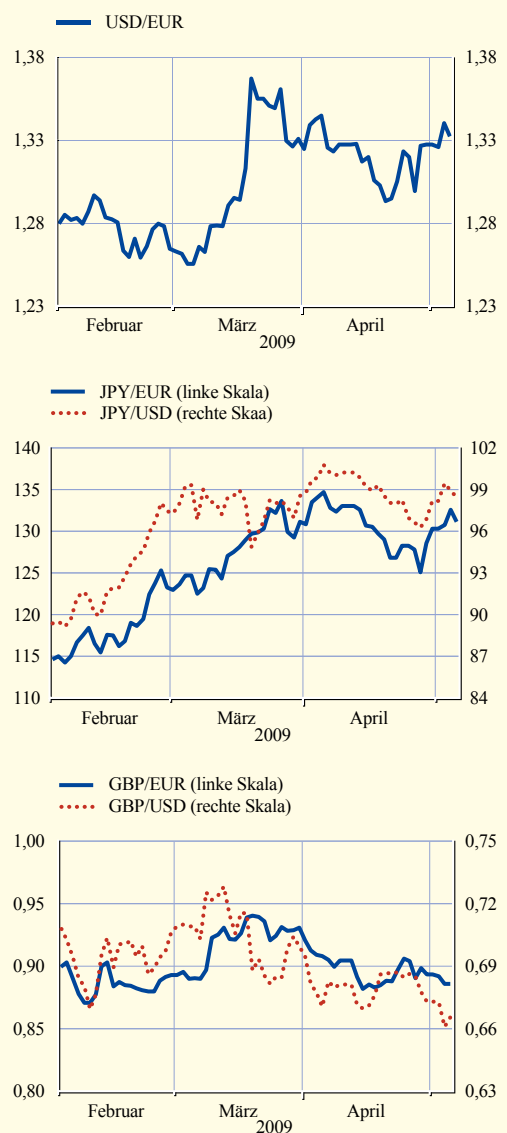
### WÄHRUNGEN DER EU-MITGLIEDSTAATEN

In den letzten drei Monaten blieben die meisten am WKM II teilnehmenden Währungen stabil und wurden zu oder nahe bei ihrem jeweiligen Leitkurs gehandelt (siehe Abbildung 34). Der lettische Lats verlor im Februar in Relation zum Euro an Wert; in der Folgezeit blieb er mit rund 0,71 LVL weitgehend unverändert und lag nahezu 1 % unter seinem Leitkurs im WKM II.

Was die Währungen der anderen, nicht am WKM II teilnehmenden EU-Mitgliedstaaten anbelangt, so zog der Euro Ende Februar und Anfang März im Verhältnis zum Pfund Sterling an, als eine Reihe von Daten die Schwere des anhaltenden Abschwungs im Vereinigten Königreich bestätigten. Nach einer leichten Erholung, die möglicherweise mit steigenden Aktienkursen im Vereinigten Königreich zusammenhing, stabilisierte sich das Pfund Sterling gegenüber der Gemeinschaftswährung ein wenig,

Abbildung 33 Wechselkursentwicklung

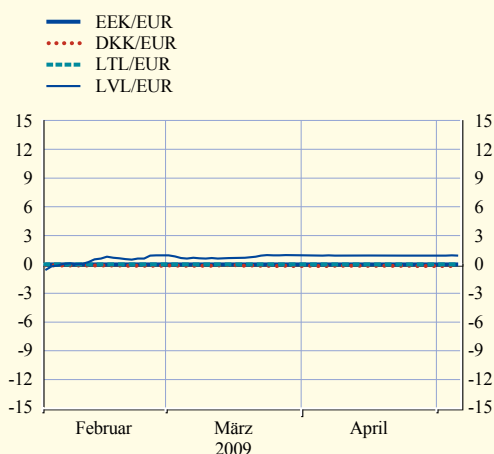
(Tageswerte)



Quelle: EZB.

Abbildung 34 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 eine Schwankungsbandbreite von  $\pm 2,25\%$ , für alle anderen Währungen die Standardschwankungsbandbreite von  $\pm 15\%$ .

und dies trotz einer deutlich negativen Revision der Aussichten für das britische Haushaltsdefizit, die die Währung des Landes belastete. Am 6. Mai 2009 notierte der Euro bei 0,89 GBP und damit 1,3 % unter seinem Stand drei Monate zuvor bzw. 11,2 % über dem Durchschnitt des Jahres 2008. Seit Ende Januar verzeichnete der Euro eine moderate Abwertung in Relation zum polnischen Zloty (um 1,1 %) und deutlichere Kursverluste gegenüber dem rumänischen Leu (um 3,5 %), der tschechischen Krone (um 3,9 %) und dem ungarischen Forint (um 4,4 %).

#### ANDERE WÄHRUNGEN

Im Zeitraum von Mitte September 2008 bis Anfang März 2009 verlor der Euro im Verhältnis zum Schweizer Franken trotz einiger starker Schwankungen weiter an Wert, was auf die rasche Zunahme der impliziten Wechselkursvolatilität und auf das sich annähernde Zinsniveau wichtiger Wirtschaftsräume zurückzuführen war. Nach der geldpolitischen Sitzung der Schweizerischen Nationalbank am 12. März und der

Ankündigung, dass die Zentralbank sowohl am Schweizer Markt für Unternehmensanleihen als auch an den Devisenmärkten eingreifen werde, gab die Währung des Landes recht deutlich nach. In der Folgezeit wertete sie tendenziell wieder auf, wenn auch mit sehr verhaltenem Tempo. Am 6. Mai 2009 notierte der Euro bei rund 1,51 CHF und lag damit etwa 1,5 % über seinem Stand von Ende Januar bzw. 5 % unter dem Vorjahrsdurchschnitt. Von Ende Januar bis zum 6. Mai 2009 verlor die Gemeinschaftswährung in Relation zur norwegischen Krone 1,7 % an Wert.

## 5.2 ZAHLUNGSBILANZ

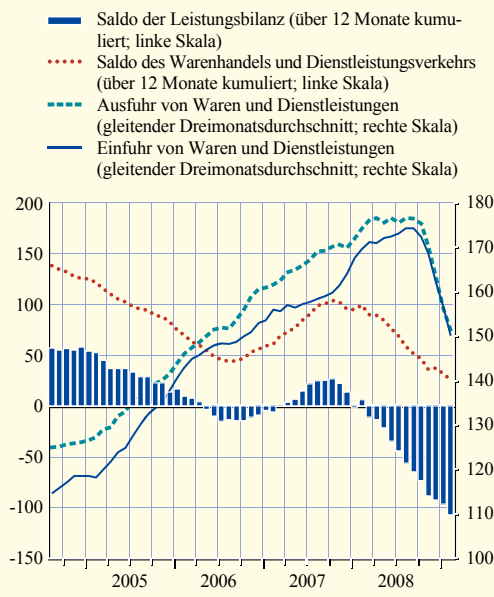
Das Leistungsbilanzdefizit des Euro-Währungsgebiets stieg im Februar 2009 weiter an. Über zwölf Monate kumuliert belief es sich auf 107,0 Mrd € (bzw. 1,2 % des BIP). Ausschlaggebend hierfür war eine Ausweitung des Fehlbetrags im Warenhandel. In der Kapitalbilanz wurden die höheren Nettokapitalzuflüsse bei den Geldmarktpapieren teilweise durch stärkere Mittelabflüsse bei den Nettodirektinvestitionen aufgewogen, sodass sich die Nettokapitalimporte bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2009 auf 191,3 Mrd € erhöhten.

#### WARENHANDEL, DIENSTLEISTUNGSVERKEHR UND LEISTUNGSBILANZ

Im Februar 2009 belief sich das über zwölf Monate kumulierte Leistungsbilanzdefizit saison- und arbeitstäglich bereinigt auf 107,0 Mrd € (rund 1,2 % des BIP), nachdem ein Jahr zuvor noch ein Überschuss von 6,0 Mrd € ausgewiesen worden war. Dies war in erster Linie auf eine Veränderung beim Warenhandel zurückzuführen, wo nach einem Überschuss nunmehr ein Defizit verzeichnet wurde. Ein geschmälerter Überschuss im Dienstleistungsverkehr sowie höhere Fehlbeträge bei den laufenden Übertragungen und den Erwerbs- und Vermögenseinkommen spielten jedoch ebenfalls eine Rolle. Aufgrund der ungünstigeren Ergebnisse im Warenhandel war hier im Februar 2009 über

**Abbildung 35 Saldo der Leistungsbilanz sowie des Warenhandels und Dienstleistungsverkehrs des Euro-Währungsgebiets**

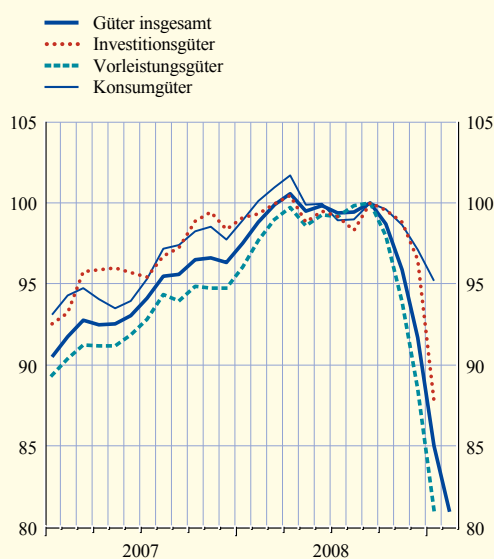
(in Mrd €; Monatswerte; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

**Abbildung 36 Wertmäßiger Export in Länder außerhalb des Euro-Währungsgebiets für ausgewählte Güter**

(Indizes: September 2008 = 100; saisonbereinigt; gleitende Dreimonatsdurchschnitte)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Januar 2009, mit Ausnahme der Güter insgesamt (Februar 2009).

zwölf Monate kumuliert ein Defizit von 12,1 Mrd € festzustellen, verglichen mit einem Überschuss von 46,4 Mrd € ein Jahr zuvor (siehe Abbildung 35). Die Verteuerung der Ölimporte im ersten Halbjahr 2008 sowie die Tatsache, dass die Ausfuhren in der zweiten Hälfte des Betrachtungszeitraums stärker nachließen als die Einfuhren, sind die wichtigsten Bestimmungsfaktoren dieser Entwicklung.

Betrachtet man die Geschehnisse der jüngeren Vergangenheit, so zeigt sich, dass die Zuspitzung der Finanzmarkturbulzen im September 2008 weltweit mit einem deutlichen Rückgang des Handels einherging. Dieser globalen Entwicklung entsprechend hat sich der Einbruch der Warenein- und -ausfuhr des Euroraums im Dreimonatszeitraum bis Februar 2009 deutlich verschärft. So schrumpften die Im- und Exporte im Warenhandel und Dienstleistungsverkehr dem Wert nach jeweils um rund 11 %. In den drei Monaten bis November 2008 war dieser Rückgang mit 3,6 % bei den Exporten und 3,3 % bei den Importen weitaus geringer ausgefallen (siehe Tabelle 8).

Die bis Januar 2009 vorliegende Aufschlüsselung des Warenhandels nach Volumen und Preisen zeigt, dass der Einbruch der Warenausfuhr nahezu ausschließlich einer Abnahme der Volumina zuzuschreiben war. Bereits im zweiten Vierteljahr 2008 hatte eine Wachstumsverlangsamung beim Ausfuhrvolumen eingesetzt, und im Schlussquartal 2008 kam es zu einer deutlichen Beschleunigung dieser Entwicklung. Wenngleich die nachlassende Exporttätigkeit vor allem der schwächeren Weltnachfrage geschuldet ist, so könnten die seit September 2008 weltweit restriktiveren Finanzierungsbedingungen und das gesunkene Vertrauen die Lage noch verschärft haben. Die Verringerung der Importwerte im vierten Quartal 2008 war indessen auf rückläufige Einfuhrmengen und -preise zurückzuführen, die ihrerseits durch gesunkene Preise für Rohöl und sonstige Rohstoffe sowie durch die schwächere Binnen- nachfrage bedingt waren. Kasten 7 enthält nähere Einzelheiten zur Entwicklung der Handelspreise und der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums.

**Tabelle 8 Hauptposten der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets**

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	2009		Gleitende Dreimonatsdurchschnitte bis				Über 12 Monate kumulierte Werte bis	
	Jan.	Febr.	2008 Mai	2008 Aug.	2008 Nov.	2009 Febr.	2008 Febr.	2009 Febr.
<i>In Mrd €</i>								
<b>Leistungsbilanz</b>	-12,3	-8,1	-7,0	-7,6	-10,0	-11,1	6,0	-107,0
Saldo des Warenhandels	-3,9	0,1	-0,3	-1,2	-0,4	-2,2	46,4	-12,1
Ausfuhr	110,1	108,5	133,3	134,7	128,2	111,3	1 539,0	1 522,6
Einfuhr	114,0	108,5	133,6	135,9	128,6	113,5	1 492,6	1 534,7
Saldo der Dienstleistungen	3,8	3,0	3,8	3,5	2,0	3,5	52,8	38,2
Einnahmen	41,8	39,1	42,2	41,9	42,0	40,1	497,4	498,6
Ausgaben	38,0	36,1	38,4	38,4	40,1	36,6	444,7	460,5
Saldo der Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-3,6	-4,7	-2,3	-2,0	-3,3	-4,4	-4,3	-35,9
Saldo der laufenden Übertragungen	-8,6	-6,5	-8,2	-7,9	-8,3	-8,0	-88,9	-97,2
<b>Kapitalbilanz <sup>1)</sup></b>	51,2	-5,4	24,3	21,3	43,2	21,9	35,1	331,9
Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen (netto)	-23,3	48,0	-17,6	17,9	60,6	2,9	49,6	191,3
Nettodirektinvestitionen	-15,9	-13,2	-17,0	-12,8	-28,9	-17,2	-142,0	-227,9
Nettowertpapieranlagen	-7,4	61,2	-0,6	30,7	89,5	20,1	191,6	419,2
Aktien und Investmentzertifikate	-52,3	2,3	-7,4	5,9	-15,0	-17,0	108,1	-100,5
Schuldverschreibungen	44,9	58,9	6,8	24,9	104,5	37,1	83,5	519,7
Anleihen	16,9	48,3	15,3	16,2	25,6	19,8	152,7	231,1
Geldmarktpapiere	28,0	10,6	-8,6	8,6	78,9	17,2	-69,2	288,7
<i>Veränderung gegenüber der Vorperiode in %</i>								
<b>Warenhandel und Dienstleistungen</b>								
Ausfuhr	-1,7	-2,8	0,8	0,6	-3,6	-11,1	9,1	-0,7
Einfuhr	-1,0	-4,9	1,4	1,3	-3,3	-11,0	7,3	3,0
<b>Warenhandel</b>								
Ausfuhr	-4,3	-1,5	1,6	1,0	-4,8	-13,2	8,4	-1,1
Einfuhr	-3,2	-4,9	1,2	1,8	-5,4	-11,8	6,4	2,8
<b>Dienstleistungen</b>								
Einnahmen	6,0	-6,4	-1,5	-0,9	0,5	-4,6	11,3	0,2
Ausgaben	6,5	-4,9	2,1	-0,2	4,4	-8,6	10,2	3,6

Quelle: EZB.

Anmerkung: Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen.

1) Die Angaben beziehen sich auf die Salden (Nettoströme). Ein positives (negatives) Vorzeichen zeigt einen Nettozufluss (Nettoabfluss) an. Nicht saisonbereinigt.

Die geografische Aufschlüsselung des Warenhandels des Eurogebiets zeigt, dass sich das Ausfuhrvolumen in den drei Monaten bis Januar 2009 gegenüber dem vorangegangenen Dreimonatszeitraum auf breiter Front verringert hat. So brachen insbesondere die Exporte in die Vereinigten Staaten, das Vereinigte Königreich, nach Asien und in die ab 2004 neu in die EU aufgenommenen Staaten ein. Auch die Ausfuhren in die OPEC-Länder begannen sich nach einem lang anhaltenden und außergewöhnlich starken Wachstum im Betrachtungszeitraum zu verringern. Diese Abnahme könnte mit den negativen Vermögens-effekten und der möglicherweise geringeren Importnachfrage der von niedrigeren Öleinnahmen betroffenen erdölexportierenden Länder zusammenhängen (siehe Kasten 1). Was die einzelnen Warengruppen betrifft, so gingen die Ausfuhrwerte in den drei Monaten bis Januar 2009 bei den Vorleistungs- sowie den Investitionsgütern am stärksten zurück (siehe Abbildung 36). Aber auch die Einfuhren waren rückläufig, wovon insbesondere die beiden vorgenannten Gütergruppen betroffen waren. Diese Entwicklung spiegelt die weltweite konjunkturelle Abkühlung sowie möglicherweise eine starke Reagibilität des Warenhandels auf die internationalen Finanzierungsbedingungen und das gesamtwirtschaftliche Umfeld wider, die sich aus dem Gefüge länderübergreifender Produktions- und Versorgungsketten ergibt.

Was die sonstigen Teilsalden der Leistungsbilanz angeht, so verringerte sich der Überschuss im Dienstleistungsverkehr im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2009 auf 38,2 Mrd € nach 52,8 Mrd € ein Jahr zuvor. Im gleichen Betrachtungszeitraum erhöhte sich der Fehlbetrag bei den Erwerbs- und Vermögenseinkommen von 4,3 Mrd € auf 35,9 Mrd €, wofür die niedrigeren diesbezüglichen Einnahmen Gebietsfremder ausschlaggebend waren. Auch das über zwölf Monate kumulierte Defizit bei den laufenden Übertragungen weitete sich von 88,9 Mrd € im Februar 2008 auf 97,2 Mrd € im Februar 2009 aus.

### Kasten 7

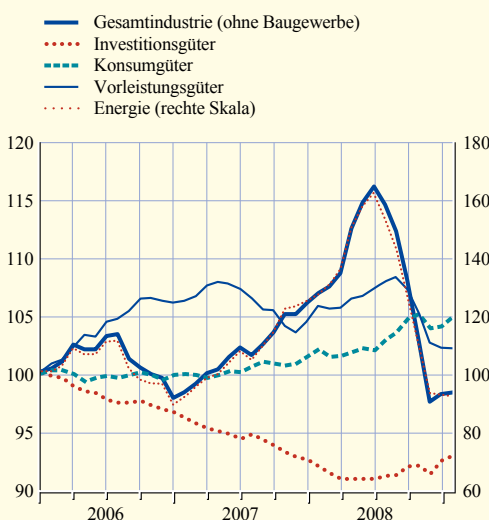
#### ZUR JÜNGSTEN ENTWICKLUNG DER PREISLICHEN WETTBEWERBSFÄHIGKEIT UND DER PREISE IM HANDEL DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS MIT DRITTLÄNDERN

Von Juli bis Dezember 2008 sanken – jeweils in Euro gerechnet – die Einfuhrpreise im Handel des Euroraums mit Drittländern um 16,0 % (siehe Abbildung A) und die entsprechenden Ausfuhrpreise um 3,5 % (siehe Abbildung B). Seitdem scheinen sich die Handelspreise wieder etwas stabilisiert zu haben. Im vorliegenden Kasten werden die unterschiedlichen Bestimmungsfaktoren dieser Entwicklung sowie ihre Bedeutung für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Eurogebiets untersucht.

Der in der zweiten Jahreshälfte 2008 bei den Ein- wie auch den Ausfuhrn verzeichnete abrupte Preisrückgang war auf identische Faktoren zurückzuführen, zu denen vor allem die Auswirkungen

**Abbildung A Industrielle Einfuhrpreise im Handel des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern**

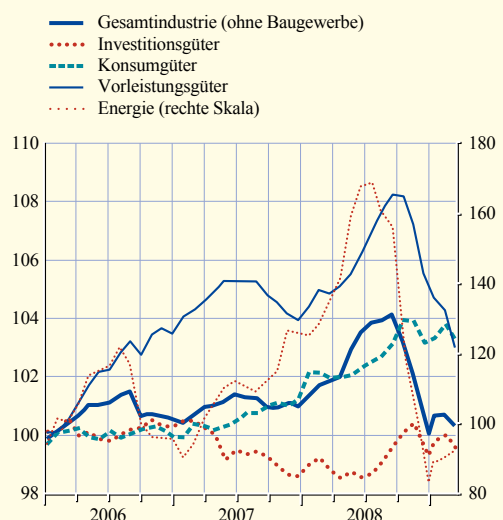
(Index: Januar 2006 = 100; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf Februar 2009.

**Abbildung B Industrielle Erzeugerausfuhrpreise im Handel des Euro-Währungsgebiets mit Drittländern<sup>1)</sup>**

(Index: Januar 2006 = 100; Monatswerte)



Quelle: Eurostat.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf März 2009.

1) Die industriellen Erzeugerausfuhrpreise beziehen sich auf direkte Transaktionen zwischen inländischen Herstellern und gebietsfremden Kunden. Sie umfassen keine Ausfuhr von Großhändlern und Re-Exporte, sodass sie lediglich einen Ersatzindikator für einen Ausfuhrpreisindex für Industrieerzeugnisse darstellen.



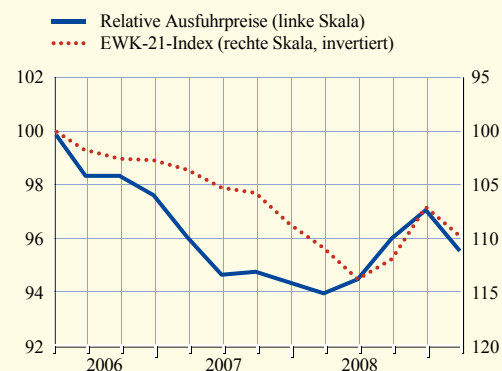
des durch die anhaltende Finanzkrise verursachten Preisverfalls bei Rohstoffen – in erster Linie Energie – zählen. Im Zeitraum von Juli bis Dezember 2008 gaben die Energieeinfuhrpreise um 42,6 % und die Energieausfuhrpreise um 50,4 % nach; damit entfiel ein bedeutender Anteil des bei den Handelspreisen insgesamt verzeichneten Rückgangs auf die gesunkenen Energiepreise. Als sich die Rohstoffpreise Anfang 2009 wieder erholten, festigten sich auch die Handelspreise etwas. Die niedrigeren Rohstoffpreise schlugen sich allmählich in den Vorleistungskosten nieder, sodass sie indirekt auch einen Rückgang der Handelspreise in anderen Kategorien bewirkten. So gaben die Ausfuhrpreise von Konsumgütern im Dezember 2008 zeitlich verzögert um 0,7 % nach.

Der zunehmende internationale Wettbewerbsdruck könnte die Exporteure innerhalb und außerhalb des Euroraums dazu veranlasst haben, die Preise auf ein Niveau unterhalb der sich durch die rückläufigen Vorleistungspreise ergebenden Handelsspanne zu senken, um ihre Marktanteile zu sichern. Des Weiteren scheint sich angesichts des drastischen Nachlassens der weltweiten Nachfrage die in nominaler effektiver Rechnung verzeichnete Kursschwäche des Euro in der zweiten Jahreshälfte 2008 in asymmetrischer Form ausgewirkt zu haben (siehe Abbildung C). So gaben die Produzenten im Euroraum den Kursverlust in Form niedrigerer Ausfuhrpreise in Fremdwährung weiter – und dies möglicherweise in einem stärkeren Maße als während eines weltweiten Wirtschaftsaufschwungs –, während die Exporteure in das Eurogebiet offenbar eher davon absahen, ihre Euro-Preise zu erhöhen und stattdessen ihre Gewinnspannen verringerten. Diese Wettbewerbseffekte dürften auf kurze Sicht stärker zum Tragen kommen als die Auswirkungen der Rohstoffpreisentwicklung, die sich in letzter Zeit stabilisiert hat. Ferner ist das jüngste Nachlassen des Importpreisanstiegs im Zusammenhang mit dem Abwärtsdruck auf die Einfuhrpreise im verarbeitenden Gewerbe zu sehen, der sich aus dem steigenden Anteil von Erzeugnissen dieses Gewerbes aus Niedrigkostenländern wie China und den neuen EU-Mitgliedstaaten an den Einfuhren des Euroraums ergeben hat.<sup>1</sup>

Seit Beginn des weltweiten Wirtschaftsabschwungs verlaufen die Ausfuhrpreise der Wettbewerbsländer – in der jeweiligen Landeswährung ausgedrückt – stark synchron mit jenen des Eurogebiets. Gleichwohl zeigen die handelsgewichteten relativen Euro-Ausfuhrpreise, dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euroraums in der zweiten Jahreshälfte 2008 vor allem infolge des Kursverlusts der Gemeinschaftswährung zugenommen hat (siehe Abbildung C). Mit der Anfang 2009 einsetzenden neuerlichen Aufwertung des Euro ließ diese Steigerung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit jedoch wieder etwas nach. Der zukünftige Verlauf der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wird daher wesentlich davon abhängen, wie sich der Euro-Wechselkurs und –

Abbildung C Relative Ausfuhrpreise des Euro-Währungsgebiets und nominaler effektiver Wechselkurs (EWK-21-Index)

(Index: 2006 Q1 = 100; Quartalswerte)



Quellen: EZB-Berechnungen und Eurostat.  
Anmerkung: Die jüngsten Angaben beziehen sich auf das erste Quartal 2009. Ein Anstieg der relativen Ausfuhrpreise bedeutet eine höhere preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Währungsgebiets.

<sup>1</sup> Berechnungen der EZB zufolge hat die zunehmende Importdurchdringung mit Erzeugnissen aus Niedrigkostenländern die Einfuhrpreise des verarbeitenden Gewerbes im Eurogebiet im Zeitraum 1995-2004 um rund 2 Prozentpunkte pro Jahr sinken lassen (siehe EZB, Globalisierung, Handel und die Gesamtwirtschaft des Euro-Währungsgebiets, Monatsbericht Januar 2008). Dieser Abwärtsimpuls auf das aggregierte Importpreinsniveau ist überwiegend auf einen „Anteilseffekt“ seitens Chinas und der neuen EU-Mitgliedstaaten zurückzuführen, d. h. auf den steigenden Importanteil von Niedrigkostenländern bei relativ niedrigerem Preisniveau von Niedrigkostenproduzenten.

angesichts des sich in einem Umfeld verhaltenen Welthandels möglicherweise verschärfenden Wettbewerbs – die Ausführpreise der Konkurrenten entwickeln.

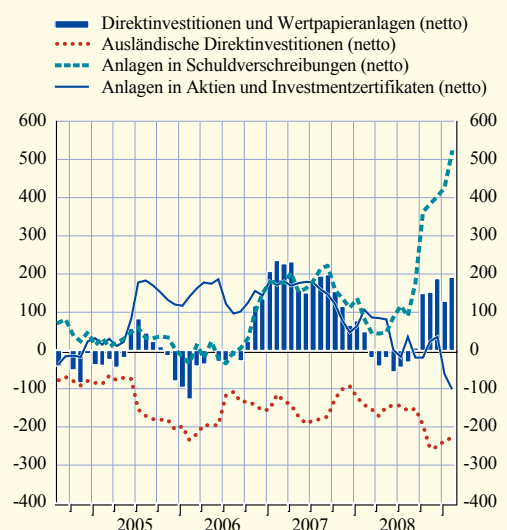
## KAPITALBILANZ

In den zwölf Monaten bis Februar 2009 war bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen ein deutlicher Anstieg der Nettokapitalzuflüsse auf 191,3 Mrd € zu verzeichnen, nachdem sie sich im entsprechenden Vorjahrszeitraum auf 49,6 Mrd € belaufen hatten (siehe Abbildung 37). Diese Zunahme war in erster Linie höheren Nettokapitalzuflüssen im Bereich der Wertpapieranlagen und hier insbesondere in der Kategorie der Geldmarktpapiere, bei denen ein starker Mittelzuwachs zu beobachten war, zuzuschreiben. Die Kombination aus verstärkter Risikoaversion und Liquiditätsengpässen, die sich aus der Zuspitzung der Finanzmarkturbulenzen im September 2008 ergaben, führte dazu, dass sowohl gebietsansässige als auch gebietsfremde Anleger Mittel repatriierten und auf liquidere Anlageformen, wie zum Beispiel Geldmarktpapiere, umstiegen. So erhöhten sich die Nettokapitalimporte bei den Geldmarktpapieren des Euroraums in den zwölf Monaten bis Februar 2009 sprunghaft auf 288,7 Mrd €, nachdem im entsprechenden Vorjahrszeitraum noch Mittelabflüsse von per saldo 69,2 Mrd € verbucht worden waren. Im Oktober 2008 erreichten die Nettozuflüsse bei diesem Anlageinstrument ihren höchsten Monatswert seit 1999. Bei den Direktinvestitionen scheint die gestiegene Präferenz für heimische Anlagen (der „home bias“) die Entwicklung des letzten Jahres maßgeblich beeinflusst zu haben, denn im Zwölfmonatszeitraum bis Februar 2009 wurden die Direktinvestitionen im Vergleich zur Vorperiode sowohl auf der Aktiv- als auch auf der Passivseite deutlich zurückgeführt. Gleichwohl verringerten sich die Direktinvestitionen Gebietsfremder im Euroraum per saldo stärker als die Anlagetätigkeit Gebietsansässiger im Ausland, sodass sich die Nettokapitalabflüsse zuletzt auf 227,9 Mrd € beliefen, verglichen mit 142,0 € im entsprechenden Vorjahrszeitraum.

Die für den jüngsten Dreimonatszeitraum vorliegenden Daten lassen darauf schließen, dass die Entwicklung bei den Geldmarktpapieren die Gesamtergebnisse für die Kapitalbilanz auch weiterhin maßgeblich beeinflussen wird. So kam es in den drei Monaten bis Februar 2009 bei den Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen zusammengenommen zu monatsdurchschnittlichen Nettokapitalimporten in Höhe von 2,9 Mrd €, verglichen mit 60,6 Mrd € im vorangegangenen Dreimonatszeitraum (siehe Tabelle 8). Dies war in erster Linie auf die niedrigeren Nettokapitalzuflüsse bei den Geldmarktpapieren zurückzuführen.

Abbildung 37 Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen des Euro-Währungsgebiets zusammengenommen

(in Mrd €; Monatswerte; über 12 Monate kumulierte Werte)



Quelle: EZB.

## AUFSÄTZE

# DIE BEDEUTUNG VON ERWARTUNGEN FÜR DIE DURCHFÜHRUNG DER GELDPOLITIK



*Zu den Aufgaben der Geldpolitik gehören die Vorausschätzung künftiger Entwicklungen, die Beobachtung und Steuerung der Erwartungen des privaten Sektors über den Konjunkturzyklus sowie die Bereitstellung eines langfristigen nominalen Ankers für die Wirtschaft. Die Erfahrungen aus der Vergangenheit zeigen, dass fest verankerte langfristige Inflationserwartungen eine Grundvoraussetzung für die erfolgreiche Durchführung der Geldpolitik und ein wichtiger Indikator für die Glaubwürdigkeit der Zentralbank sind. Daher ist die quantitative Definition von Preisstabilität der EZB ein entscheidender Vorteil. Im Verlauf des Konjunkturzyklus hängt die Erwartungssteuerung eng mit einem konsistenten Verhalten der Zentralbank zusammen und erfordert eine aktive Kommunikation. Während der EZB-Rat ein hohes Maß an Vorhersagbarkeit der kurzfristigen Zinssätze anstrebt, bildet eine umfassende Beurteilung der gesamtwirtschaftlichen Lage und der Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht das Herzstück seiner Kommunikation. In Zeiten erhöhter Unsicherheit muss die EZB die Einschätzung der Wirtschaftsaussichten durch den privaten Sektor beobachten und stets in der Lage sein, die mittelfristigen Erwartungen zu steuern.*

### I EINLEITUNG

Wirtschaftliche Entscheidungen werden in hohem Maße von den Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer bestimmt. Diese stehen in der aktuellen makroökonomischen Theorie im Mittelpunkt und sind auch für die moderne Geldpolitik von zentraler Bedeutung. Folglich gehört es zu den Aufgaben der Geldpolitik, künftige Entwicklungen vorzuschätzen, die Erwartungen des privaten Sektors über den Konjunkturzyklus zu beobachten und zu steuern sowie einen langfristigen nominalen Anker für die Wirtschaft bereitzustellen. Geldpolitische Entscheidungsträger müssen sich laufend ein Bild der wirtschaftlichen Perspektiven auf die für sie relevante mittlere Frist machen. Bei der Ausgestaltung ihrer geldpolitischen Maßnahmen müssen sie sich stets des anhaltenden Einflusses ihrer Entscheidungen auf die Erwartungsbildung bewusst sein. Das Entstehen übertriebener oder unangemessener Erwartungen ist für sie immer ein Grund zur Sorge.

Im folgenden Abschnitt wird erläutert, weshalb Erwartungen für die Durchführung der Geldpolitik von zentraler Bedeutung sind, wobei insbesondere die Schlüsselrolle der langfristigen Inflationserwartungen verdeutlicht wird. Abschnitt 3 untersucht, in welchen besonderen wirtschaftlichen Konstellationen Inflationserwartungen zu einer eigenständigen Ursache makroökonomischer Instabilität werden können. Anschließend werden die Zentralbankinstrumente disku-

tiert, die sich aus historischer und praktischer Sicht als wirkungsvoll bei der Vermeidung solcher negativer Gegebenheiten erwiesen haben. Abschnitt 5 geht auf die besonderen Herausforderungen für die Geldpolitik ein, die sich aus dem Entstehen unangemessener Erwartungen bei der Vermögenspreisbildung oder aus dem Risiko von sogenannten Erwartungsfallen ergeben. In Abschnitt 6 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

### 2 BEWEGGRÜNDE FÜR DIE BEOBACHTUNG VON ERWARTUNGEN

#### ERWARTUNGEN UND ÜBERTRAGUNG MAKROÖKONOMISCHER IMPULSE

Zentralbanken müssen aus zwei Gründen die Erwartungsbildung im Hinblick auf die künftige Wirtschaftsentwicklung kontinuierlich beobachten und diese steuern. Zum einen wirken sich geldpolitische Maßnahmen erst mit Verzögerung auf die Wirtschaft und die Inflation aus. Daher muss eine auf Preisstabilität ausgerichtete Geldpolitik die Erwartungen über die künftige Konjunkturentwicklung lenken und auf Risiken für die Preisstabilität in vorausschauender Weise reagieren. Es gibt zahlreiche empirische Belege für unterschiedliche Länder und alternative geldpolitische Systeme, die die Verzögerungen beim geldpolitischen Transmissionsmechanismus dokumentieren. Sie legen nahe, dass geldpolitische Impulse die Kon-

junktur mit einem Verzug von mehreren Quartalen und die Inflation erst nach einer weiteren Verzögerung beeinflussen. Die Ergebnisse aus Zeitreihenmodellen für das Euro-Währungsgebiet, zum Beispiel aus strukturellen vektorautoregressiven (VAR) Modellen, stehen mit den Ergebnissen der Literatur für die Vereinigten Staaten und für viele andere Länder in Einklang.<sup>1</sup> Befunde aus geschätzten makroökonomischen Strukturmodellen bestätigen diese Ergebnisse.<sup>2</sup> Aufgrund der Verzögerungen bei der Transmission müssen Zentralbanken ihre Maßnahmen so abstimmen, dass sie die erwartete gesamtwirtschaftliche Entwicklung über mehrere Quartale hinweg beeinflussen. Die operationale Durchführung der Geldpolitik erfordert daher eine umfassende Beurteilung der Risiken für die Preisstabilität auf die geldpolitisch relevante Frist.

Zum anderen beobachten Zentralbanken die Erwartungen des privaten Sektors, da sich voraussichtliche Veränderungen der wirtschaftlichen Variablen (etwa der Preise oder Mengen) auf unterschiedliche Art und Weise erheblich auf das aktuelle Verhalten der Wirtschaftsakteure auswirken können. So kann ein erwarteter künftiger Preisanstieg bereits heute über verschiedene Kanäle einen Aufwärtsdruck auf die Preise ausüben, da beispielsweise Arbeitnehmer schon jetzt einen stärkeren Lohnanstieg fordern können, um den voraussichtlichen Kaufkraftverlust auszuglei-

chen. Entsprechend wirken sich gestiegene Inflationserwartungen auf das derzeitige Preissetzungsverhalten der Unternehmen aus, da diese tendenziell ihre Preise erhöhen, um den erwarteten Anstieg der Grenzkosten der Produktion zu kompensieren. Ein weiterer wichtiger Kanal, über den Erwartungen die aktuelle Wirtschaftslage beeinflussen können, sind Vermögenspreise und deren Auswirkungen auf den aktuellen Wert des Vermögens und das laufende Einkommen. So können Vermögenspreise wirtschaftliche Entscheidungen sowie die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auf unterschiedliche Weise berühren: In der Wirtschaftsforschung werden die maßgeblichen Auswirkungen des Geld- und Sachvermögens auf das Konsumverhalten, die Relevanz von Tobins  $q$  auf Investitionsvorhaben, die Auswirkungen der Bilanzstruktur auf die privaten Ausgaben (über den Kreditkanal) sowie die Vertrauenseffekte aufgrund von Vermögenspreisänderungen auf den Verbrauch hervorgehoben.<sup>3</sup>

Der enge Wirkungszusammenhang zwischen der Vermögenspreisbildung, aktuellen wirtschaftlichen Entscheidungen und Erwartungen ist ein weiterer Grund für Zentralbanken, die Erwartungen des privaten Sektors bezüglich künftiger wirtschaftlicher Ergebnisse genau zu verfolgen. Die Erwartungen der Wirtschaftsteilnehmer können sich nicht nur aufgrund von Veränderungen der wirtschaftlichen Fundamentaldaten, sondern auch infolge von Fehleinschätzungen und Prognosefehlern verschieben. Soweit Wirtschaftsakteure auf der Grundlage solcher Missverständnisse handeln, indem sie in der Gegenwart wirtschaftliche Entscheidungen treffen, und soweit sich solche Fehleinschätzungen in den Vermögenspreisen niederschlagen, können sie sich zu einer eigenständigen Ursache konjunktureller Schwankungen entwickeln.<sup>4</sup> Bei erwartungsgetriebenen Konjunkturzyklen ist die Geldpolitik besonders gefordert, da ihre Wirkung auf die Wirtschaft

1 Diese Fachliteratur wird beispielsweise untersucht in: L. Christiano, M. Eichenbaum und C. Evans, Monetary policy shocks: what have we learned and to what end?, 2000, in: J. B. Taylor und M. Woodford (Hrsg.), Handbook of Macroeconomics, 2003. G. Peersman und F. Smets, The monetary transmission mechanism in the euro area: more evidence from VAR analysis, Working Paper Nr. 91 der EZB, 2003, berichten etwa, dass tendenziell zwei Quartale nach einem unerwarteten zeitweisen Anstieg der Kurzfristzinsen ein temporärer Produktionsrückgang zu beobachten ist. Der Effekt auf die Produktion erreicht nach drei bis fünf Quartalen einen Höhepunkt und kehrt danach wieder zur Basislinie zurück. Die Preise reagieren hingegen deutlich langsamer; hier sind die Auswirkungen der geldpolitischen Impulse erst nach zwei Jahren statistisch signifikant. Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten scheinen sich die Preise im Euroraum langsamer anzupassen, was wohl am ehesten mit dem mehrfach belegten geringeren Grad an Preisflexibilität im Eurogebiet zusammenhängen dürfte.

2 F. Smets und R. Wouter (2003 und 2005) zeigen für das Euro-Währungsgebiet auf, dass es sowohl bei der Produktionslücke als auch bei der Inflation zu einer Reaktion mit buckelförmigem Kurvenverlauf auf einen geldpolitischen Schock kommt, wobei die maximalen Abweichungen jenen aus dem strukturellen VAR-Modell entsprechen.

3 Siehe F. Altissimo et al., Wealth and asset price effects on economic activity, Occasional Paper Nr. 29 der EZB, 2005.

4 Dieser konjunkturellen Schwankungen zugrunde liegende Mechanismus wird in der frühen Fachliteratur zur dynamischen Makroökonomie dargestellt (beispielsweise in: A. C. Pigou, Industrial Fluctuations, MacMillan, London, 1927) und ist die Basis der Literatur zu Vermögenspreisblasen. Siehe auch EZB, Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, Monatsbericht April 2005.

zum Großteil von den Erwartungen des privaten Sektors hinsichtlich der künftigen geldpolitischen Maßnahmen abhängt.

### MASSGEBLICHE ROLLE DER INFLATIONSERWARTUNGEN

Zwar stellt Preisstabilität den besten Beitrag dar, den die Geldpolitik zu nachhaltigem Wirtschaftswachstum, der Schaffung von Arbeitsplätzen und Wohlstand leisten kann,<sup>5</sup> das Vertrauen der Öffentlichkeit darin, dass die geldpolitischen Entscheidungsträger durchweg für stabile Preise sorgen, muss allerdings erst im Lauf der Zeit aufgebaut und gefestigt werden. Eine solche Glaubwürdigkeit ist maßgeblich für die Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure hinsichtlich der künftigen Preisentwicklung und damit für den Preisbildungsmechanismus selbst. Aus diesem Grund müssen die geldpolitischen Entscheidungsträger kontinuierlich verfolgen, wie die Öffentlichkeit ihre Verpflichtung zur Gewährleistung von Preisstabilität einschätzt, da diese Einschätzung einen Näherungswert dafür darstellt, mit welcher Wahrscheinlichkeit die Zentralbank ihr Ziel tatsächlich erreicht. In diesem Zusammenhang scheint die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen ein entscheidender Indikator für die Glaubwürdigkeit und damit auch indirekt für den Erfolg einer Zentralbank zu sein.

Folglich ist Glaubwürdigkeit auch eine Voraussetzung für die wirksame Durchführung der Geldpolitik. Zu einer instabilen Entwicklung der Inflationserwartungen kann es hingegen kommen, wenn Marktteilnehmer ihr Vertrauen in die Verpflichtung der Zentralbank, die Preisstabilität zu wahren, verlieren oder nicht mit deren Einschätzung der wirtschaftlichen Aussichten übereinstimmen. In einer solchen Situation, in der

die Einschätzung und die Absichten der Zentralbank nicht mit der Wahrnehmung der Öffentlichkeit übereinstimmen, steht die Geldpolitik vor größeren Herausforderungen. Um derartige Situationen von vornherein zu vermeiden, ist eine laufende Beobachtung der Erwartungen des privaten Sektors unerlässlich.

### BEOBSACHTUNG DER MITTEL- BIS LANGFRISTIGEN INFLATIONSERWARTUNGEN DURCH DIE EZB

Zur Beurteilung der Inflationserwartungen des privaten Sektors im Eurogebiet stehen verschiedene Indikatoren zur Verfügung, die jedoch alle mit erheblichen Messproblemen behaftet sind (die aktuelle Entwicklung dieser Indikatoren wird in Kasten 1 dargestellt). Einige werden aus Umfragen, andere aus Finanzmarktdaten abgeleitet. Unter den Umfragen, mit deren Hilfe Informationen über die Inflationserwartungen im Euroraum gewonnen werden, ist der Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB besonders hervorzuheben. Die größten Vorteile dieser Umfrage sind die relativ hohe Zahl der Teilnehmer (die einen vergleichsweise repräsentativen Gesamtüberblick über die Erwartungen bietet) und die Tatsache, dass die Umfrageteilnehmer auch Auskunft darüber geben, wie hoch sie die Wahrscheinlichkeit einschätzen, dass das künftige Ergebnis in ein bestimmtes Intervall fallen wird. Andere Umfrageindikatoren sind eher qualitativer Natur. So gibt beispielsweise die Befragung der Europäischen Kommission zur Inflationseinschätzung der Verbraucher für den Euroraum einen Anhaltspunkt über die allgemeine Inflationswahrnehmung in Bezug auf die Vergangenheit als auch über die erwartete Inflationsentwicklung in der Zukunft; sie bezieht sich dabei ausschließlich auf kurzfristige Entwicklungen.<sup>6</sup>

5 Steigt etwa die Inflation, so wird es für private Wirtschaftsteilnehmer schwieriger, zwischen Veränderungen der relativen Preise (deren Kenntnis für eine effiziente Ressourcenallokation und eine Verbesserung der Gesamtproduktivität in der Wirtschaft wichtig ist) und Veränderungen des allgemeinen Preisniveaus zu unterscheiden. Außerdem wirkt sich eine höhere Teuerung aufgrund der Nicht-Indexierung des Steuersystems negativ auf die Kapitalbildung und somit auch auf die langfristige Produktivität aus. Siehe EZB, Preisstabilität und Wachstum, Monatsbericht Mai 2008.

6 Die Verbraucher werden zu ihrer Einschätzung der vergangenen Inflationsentwicklung (in den letzten zwölf Monaten) und ihren Erwartungen bezüglich der künftigen Entwicklung (in den kommenden zwölf Monaten) befragt. Definitionsgemäß liefern Saldestatistiken zu Richtungsänderungen bei den Inflationswahrnehmungen und -erwartungen der Verbraucher nur qualitative Informationen; sie enthalten keine Hinweise auf die Höhe der wahrgenommenen und erwarteten Inflationsraten. Siehe auch EZB, Gemessene und gefühlte Inflation im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Mai 2007.



Im Gegensatz zu Umfrageergebnissen lassen sich Inflationserwartungen nicht direkt aus Finanzmarktdaten ablesen und müssen daher geschätzt werden. Es gibt eine Reihe von Möglichkeiten, um Markterwartungen aus Vermögenspreisen abzuleiten. Zum einen kann eine Breakeven-Inflationsrate über das Laufzeitenspektrum hinweg berechnet werden. Hierbei handelt es sich per Definition um jene Inflationsrate, bei der sich – im Falle ihres Eintretens – die erwartete Rendite einer gebräuchlichen nominalen Anleihe und die Rendite einer inflationsindexierten Anleihe mit vergleichbarer Laufzeit entsprechen. Zum anderen lassen sich anhand der Marktpreise für Inflationsderivate, insbesondere für inflationsindexierte Swaps, alternative Messgrößen des Inflationsausgleichs ableiten. Diese finanzmarktbasierenden Messgrößen der Inflationserwartung sind allerdings mit Vorsicht zu interpretieren, da sie in der Regel verschiedene Risikoprämien enthalten, die Käufer von Anleihen insbesondere für das Inflations- und Liquiditätsrisiko entschädigen.

### 3 THEORETISCHE URSACHEN FÜR DIE INSTABILITÄT VON ERWARTUNGEN

Die Entwicklung praktischer Zentralbankpolitik sowie Fortschritte bei der theoretischen und empirischen Forschung stützen eindeutig die Ansicht, dass Inflationserwartungen von großer Bedeutung sind. So können schlecht gesteuerte Erwartungen eine eigenständige Ursache für gesamtwirtschaftliche Instabilität darstellen. In diesem Abschnitt wird auf die wichtigsten theoretischen Erklärungsansätze eingegangen, weshalb sich Inflationserwartungen vom Ziel der Zentralbank entfernen können. Zudem wird herausgestellt, dass die Geldpolitik, wenn sie solche Abweichungen in einem frühen Stadium nicht unterbindet, zu einer Verbreitung und Verschärfung inflationärer Störungen beitragen kann.

#### GESTALTUNG DER GELDPOLITIK BEI RATIONALER ERWARTUNGSBILDUNG UND VERANKERUNG DER LANGFRISTIGEN INFLATIONSERWARTUNGEN

In einer Welt „rationaler Erwartungen“ handeln Wirtschaftsakteure zukunftsgerichtet und bilden

ihre Erwartungen auf effiziente und einheitliche Weise; dabei nutzen sie alle verfügbaren Informationen, einschließlich genauer Kenntnisse über die Funktionsweise der Wirtschaft. Unter der Annahme rationaler Erwartungen können die langfristigen Inflationserwartungen nur dann instabil werden, wenn die Geldpolitik nicht als glaubwürdige Hüterin der Preisstabilität angesehen wird.

Eine systematisch zu geringe Reaktion auf inflationären Druck kann dazu führen, dass private Wirtschaftsteilnehmer an der Stabilitätsorientierung der Zentralbank zweifeln. In der Fachliteratur sind Maßnahmen, durch welche die Erwartungen in der Nähe des beabsichtigten geldpolitischen Ziels verankert werden, um diese unerwünschte Folge zu vermeiden, ausführlich erörtert worden. In den jüngsten sehr einfachen Modellen mit rationaler Erwartungsbildung wird hierfür auf die „Taylor-Regel“ zurückgegriffen, der zufolge die Reaktion des nominalen Zinssatzes auf Veränderungen der (tatsächlichen oder erwarteten) Inflationsrate größer als 1 sein muss. Eine dauerhafte und glaubwürdige Ankündigung, die realen Kurzfristzinsen als Reaktion auf steigende Inflationserwartungen anzuheben, gewährleistet bei Zugrundelegung dieser einfachen makroökonomischen Modelle, dass jeglicher Inflationsdruck umgehend absorbiert wird. Diese Rückversicherung wiederum reicht aus, um die Inflationserwartungen zu verankern und von vornherein eine destabilisierende Entwicklung der Erwartungen zu vermeiden.

Legt man eine allgemeinere und realitätsnähere Beschreibung der Wirkungszusammenhänge in der Wirtschaft und insbesondere des für die Erwartungsbildung relevanten Mechanismus zugrunde, erfordert die Notwendigkeit, dass Geldpolitik einen glaubwürdigen Fixpunkt für die langfristigen Erwartungen bietet, zu einem gewissen Grad ein Abweichen von der Taylor-Regel.<sup>7</sup> Die wichtigste praktische Schlussfolgerung, die sich bei einer Betrachtung der Fachliteratur aus diesem

<sup>7</sup> Siehe J. Benhabib, S. Schmitt-Grohé und M. Uribe, Monetary policy and multiple equilibria, in: American Economic Review, Bd. 91, 2001, S. 167-186.



Bereich ergibt, bleibt jedoch, dass eine gut ausgestaltete und gezielte Durchführung der Geldpolitik die langfristigen Inflationserwartungen erfolgreich verankern kann und verankern sollte.

### INSTABILITÄT DER ERWARTUNGEN AUFGRUND VON LERNPROZESSEN

Die aktuelle Generation makroökonomischer Modelle mit optimierenden Agenten kann auch dazu verwendet werden, die zeitliche Entwicklung der Inflationserwartungen zu untersuchen, wenn einige der dem Paradigma rationaler Erwartungen zugrunde liegenden Annahmen gelockert werden. Sobald eine komplexere und realitätsnähere Beschreibung der Erwartungsbildung zugelassen wird, können Inflationserwartungen zu einer eigenständigen Ursache konjunktureller Schwankungen werden, die nicht unbedingt darin ihren Ursprung haben muss, dass die geldpolitische Reaktion auf die Inflation systematisch zu schwach war.

Aus der rasch zunehmenden Literatur zu Lernprozessen und unvollständigem Wissen in der Makroökonomie<sup>8</sup> geht hervor, dass Schocks ähn-

lichen Ausmaßes in Lernphasen verstärkt werden und länger andauern als in Situationen, in denen Wirtschaftsteilnehmer modellkonsistente rationale Erwartungen bilden. Unter bestimmten Bedingungen kann es im Anschluss an diese Schocks tatsächlich dazu kommen, dass die langfristigen Inflationserwartungen überreagieren und sich endogen vom ursprünglichen Gleichgewicht entfernen. Dies resultiert letztlich aus dem Einfluss dieser Störungen auf die Neubewertung der zentralen Modellparameter durch die privaten Wirtschaftsakteure. Der Lernprozess kann schließlich zu einer Annäherung aller mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen an das Ziel der Zentralbank führen. Allerdings hat dieser Forschungsansatz auch aufgezeigt, dass es Fälle geben kann, in denen sich die Erwartungen in Lernphasen nicht auf einen Fixpunkt zubewegen. Daher können geldpolitische Maßnahmen, die bei rationalen Erwartungen ein eindeutiges Gleichgewicht gewährleisten, in Lernphasen instabil wirken.<sup>9</sup>

8 Siehe A. Orphanides und J. Williams, Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy, 2005, in: B. Bernanke und M. Woodford (Hrsg.), The Inflation Debate, University of Chicago Press, A. Orphanides und J. Williams, Inflation targeting under imperfect knowledge, Working Paper Nr. 2006-14 der Federal Reserve Bank of San Francisco, 2006, sowie V. Gaspar, F. Smets und D. Vestin, Adaptive learning, persistence, and optimal monetary policy, in: Journal of the European Economic Association, Bd. 4(2-3), 2006, S. 376-385.

9 Siehe G. W. Evans und S. Honkapohja, Expectations, learning and monetary policy: an overview of recent research, Diskussionspapier Nr. 6640 des CEPR, 2008.

#### Kasten I

### VERANKERUNG DER INFLATIONSERWARTUNGEN IM EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Der vorliegende Kasten untersucht die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet auf Basis von umfrage- und marktbasierter Indikatoren.<sup>1</sup> Verglichen mit den Vereinigten Staaten sind die langfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet stabiler.

1 Siehe auch EZB, Messung der Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht Juli 2006.

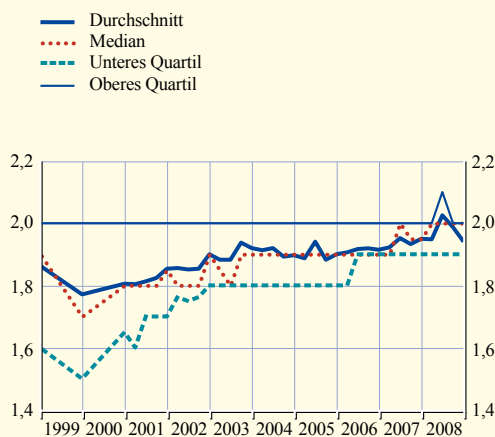
## Inflationserwartungen gemäß dem Survey of Professional Forecasters (SPF) der EZB

Die langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum bewegen sich seit 1999 zwischen 1,8 % und 2 %; von 2003 bis 2007 blieben sie innerhalb einer noch engeren Bandbreite von 1,9 % bis 2 % (siehe Abbildung A). Die Verteilung der Erwartungen, die sich beispielsweise am Abstand zwischen dem oberen und dem unteren Quartil ablesen lässt, hat sich ebenfalls zunehmend verringert. So hat sich das untere Quartil seit Mitte 2006 von einem Tiefstand von 1,5 % auf 1,9 % nach oben verschoben, während das obere Quartil (mit Ausnahme der Mitte Juli 2008 durchgeführten Umfragerunde für das dritte Quartal 2008, in der sowohl das obere Quartil als auch die durchschnittlichen Inflationserwartungen auf Spitzenwerte anstiegen) weitestgehend unverändert bei 2,0 % geblieben ist. Insgesamt deuten die umfragebasierten Daten darauf hin, dass die längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet trotz der durch die leichte Erhöhung im Jahr 2008 signalisierten Risiken unter, aber nahe 2 % blieben.

Umfragedaten lassen – über eine Untersuchung der Reagibilität der langfristigen auf Veränderungen der sehr kurzfristigen Inflationserwartungen – eine indirekte Beurteilung der Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen zu.<sup>2</sup> Abbildung B zeigt die einzelnen Korrekturen, die zwischen dem zweiten Quartal 2001 und dem ersten Quartal 2009 bei den kurzfristigen (in einem Jahr) und längerfristigen (in fünf Jahren) Inflationserwartungen durchgeführt wurden. Die Abbildung legt den Schluss nahe, dass keine eindeutige Beziehung zwischen der Entwicklung der kürzer- und längerfristigen Inflationserwartungen besteht.

**Abbildung A Längerfristige Inflationserwartungen (in fünf Jahren) gemäß dem SPF**

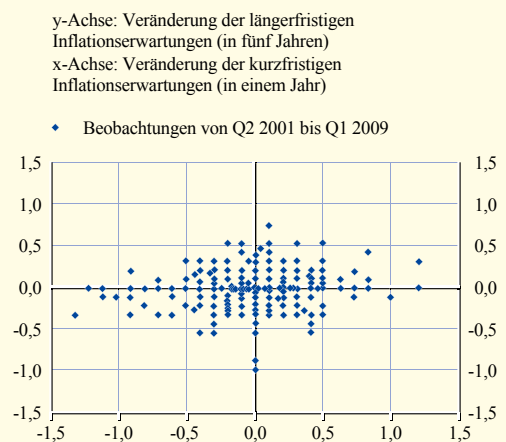
(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die jüngsten Daten beziehen sich auf das erste Quartal 2009. Eine Zusammenfassung der Ergebnisse des SPF der EZB für das zweite Quartal 2009 findet sich im Kasten 4 in Abschnitt 3 des vorliegenden Monatsberichts.

**Abbildung B Veränderungen der kurzfristigen und der längerfristigen Inflationserwartungen gemäß dem SPF**

(in Prozentpunkten)



Quelle: EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Eine Zusammenfassung der Ergebnisse des SPF der EZB für das zweite Quartal 2009 findet sich im Kasten 4 in Abschnitt 3 des vorliegenden Monatsberichts.

2 Siehe E. Castelnuovo, S. Nicoletti-Altimari und D. Rodriguez Palenzuela, Definition of price stability, range and point inflation targets: the anchoring of long-term inflation expectations, Working Paper Nr. 273 der EZB, 2003.

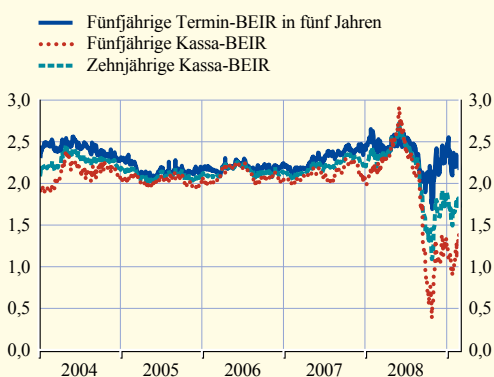
### Finanzielle Indikatoren der Inflationserwartungen

Abbildung C gliedert die zehnjährige Kassa-Breakeven-Inflationsrate (BEIR) in die fünfjährige Kassa-BEIR (eine Messgröße der durchschnittlichen Inflationserwartungen in den nächsten fünf Jahren) und die fünfjährige Termin-BEIR in fünf Jahren (eine Messgröße der aktuellen durchschnittlichen Erwartungen der Inflation in den nächsten fünf bis zehn Jahren).<sup>3</sup> Die fünfjährige Termin-BEIR in fünf Jahren bewegte sich über den Zeitraum der verfügbaren Stichprobe vorwiegend innerhalb einer Bandbreite von 2 % bis 2,5 %. Starke Schwankungen wurden 2004, in der ersten Jahreshälfte 2008 und insbesondere seit der Verschärfung der aktuellen Finanzmarkturbulenzen im Herbst 2008 verzeichnet, als der kräftige Rückgang der Ölpreise sowie der Inflationserwartungen umfangreiche Veräußerungen inflationsindexierter Anleihen auslöste. Dies führte angesichts der ausgesprochen angespannten Liquiditätslage zu erheblichen Preiskorrekturen bei diesen Instrumenten und schlug sich in der Berechnung der Breakeven-Inflationsraten nieder. Eine Zerlegung der BEIR in Inflationserwartungen und entsprechende Prämien anhand von Zinsstrukturmodellen legt jedoch nahe, dass die Zeitstruktur der Inflationsrisikoprämien im Eurogebiet nach oben gerichtet und ihre Schwankungen die Haupttriebfeder der BEIR-Schwankungen ist, während die (langfristigen) Inflationserwartungen auf einem Niveau verankert bleiben, das mit Preisstabilität im Einklang steht.<sup>4</sup>

Abbildung D zeigt die fünfjährige Termin-BEIR in fünf Jahren und eine vergleichbare Messgröße auf der Grundlage inflationsindexierter Swapsätze. Die beiden Messgrößen bewegten sich in engem Gleichklang; die zu verzeichnenden Abweichungen dürften vorwiegend auf Faktoren zurückzuführen sein, die mit den Märkten für Staatsanleihen und inflationsindexierte Swaps zusammenhängen, etwa Schwankungen der Kredit-, Markt- und Liquiditätsrisikoprämien auf-

**Abbildung C Breakeven-Inflationsraten im Euro-Währungsgebiet bei unterschiedlichen Zeithorizonten**

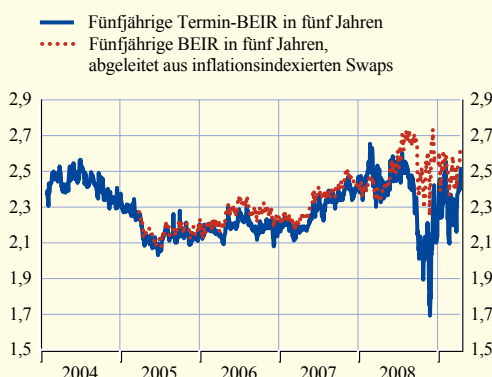
(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

**Abbildung D Langfristige Termin-Breakeven-Inflationsraten, abgeleitet aus inflationsindexierten Anleihen und Swaps**

(in % p.a.; Tageswerte)



Quellen: Reuters und EZB-Berechnungen.

3 Nähere Einzelheiten finden sich in: J. A. Garcia und A. van Rixtel, Inflation-linked bonds from a central bank perspective, Occasional Paper Nr. 62 der EZB, 2007. Eine Beschreibung der Methoden der EZB zur Berechnung der BEIR findet sich in: J. Ejsing, J. A. Garcia und T. Werner, The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality, Working Paper Nr. 830 der EZB, 2007.

4 Siehe P. Hördahl und O. Tristani, Inflation risk premia in the term structure of interest rates, Working Paper Nr. 734 der EZB, 2007, und J. A. Garcia und T. Werner, Inflation risks and inflation risk premia, Working Paper der EZB, 2009, erscheint in Kürze.

grund umfangreicher Umschichtungen der Anlagen (z. B. zugunsten sicherer Staatsanleihen während bestimmter Phasen der Finanzmarktunruhen). Seit dem dritten Quartal 2008 wiesen beide Indikatoren jedoch eine erhebliche Volatilität auf, die eine Beurteilung erschwert. Diese Volatilität hängt mit den Verwerfungen in verschiedenen Segmenten der globalen Finanzmärkte, der allgemein gestiegenen Unsicherheit und Marktvolatilität sowie mit dem Fremdkapitalabbau und der Bilanzkonsolidierung wichtiger Akteure am Markt für inflationsindexierte Finanzprodukte zusammen. So fielen die langfristigen Termin-BEIR Ende 2008 auf ein sehr niedriges Niveau ab, das allerdings auch die temporären Auswirkungen der umfangreichen und plötzlichen Safe-Haven-Anlagen in Staatsanleihen sowie einiger Verwerfungen an den Repo-Märkten auf die Renditedifferenzen widerspiegeln dürfte.<sup>5</sup>

### Vergleich mit den längerfristigen Inflationserwartungen in den Vereinigten Staaten

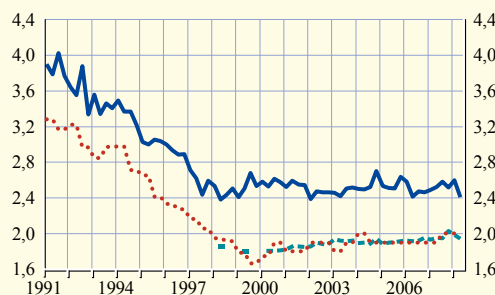
Ein Vergleich mit den Vereinigten Staaten ermöglicht weitere Einsichten in die Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen im Eurogebiet.

Der Rückgang der Inflationserwartungen in den Neunzigerjahren und ihre Stabilisierung auf recht niedrigem Niveau im vergangenen Jahrzehnt waren nicht nur im Euroraum, sondern auch in den USA zu beobachten (siehe Abbildung E). Verglichen mit den Ergebnissen des Survey of Professional Forecasters der Vereinigten Staaten scheinen die längerfristigen Inflationserwartungen im

**Abbildung E Längerfristige Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

— Vereinigte Staaten (SPF – durchschnittliche VPI-Inflation über die nächsten zehn Jahre)  
 ..... Euro-Währungsgebiet (Consensus Economics – durchschnittliche Inflation in sechs bis zehn Jahren)  
 - - - Euro-Währungsgebiet (SPF – HVPI-Inflation in fünf Jahren)

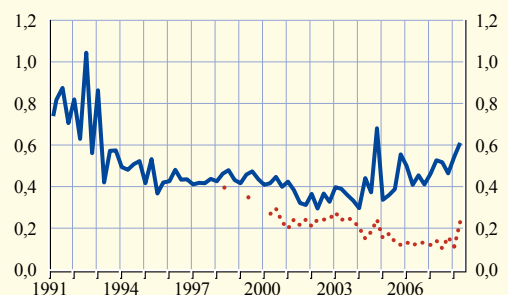


Quellen: EZB, Federal Reserve Bank of Philadelphia und Consensus Economics.  
 Anmerkung: Zu Vergleichszwecken beziehen sich die jüngsten Daten zum SPF der EZB und der USA auf das erste Quartal 2009, die jüngsten Angaben von Consensus Economics auf Oktober 2008. Die Daten zum Euro-Währungsgebiet für den Zeitraum vor 2003 entstammen Castelnovo et al. (2003) (die vollständige Literaturangabe findet sich in Fußnote 2). Die Daten für das Euro-Währungsgebiet ab April 2003 stammen von Consensus Economics. Eine Zusammenfassung der Ergebnisse des SPF der EZB für das zweite Quartal 2009 findet sich im Kasten 4 in Abschnitt 3 des vorliegenden Monatsberichts.

**Abbildung F Streuung der längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet und in den Vereinigten Staaten**

(Standardabweichung der Punktschätzungen)

— Vereinigte Staaten  
 ..... Euro-Währungsgebiet



Quellen: EZB und Federal Reserve Bank of Philadelphia.  
 Anmerkung: Zu Vergleichszwecken beziehen sich die jüngsten Daten aus den SPF der EZB und der USA auf das erste Quartal 2009. Eine Zusammenfassung der Ergebnisse des SPF der EZB für das zweite Quartal 2009 findet sich im Kasten 4 in Abschnitt 3 des vorliegenden Monatsberichts.

5 Eine ausführliche Erörterung der Auswirkungen der derzeitigen Finanzmarkturbulenzen auf marktbasierende Messgrößen der Inflationserwartungen findet sich in: EZB, Jüngster Anstieg der realen Renditen und Auswirkungen auf die Analyse der Inflationserwartungen, Kasten 3, Monatsbericht November 2008.

Eurogebiet auf niedrigerem Niveau verankert gewesen zu sein als in den USA. Anhand der Streuung der längerfristigen Inflationserwartungen, gemessen an der Standardabweichung der Punktschätzungen, ist festzustellen, dass die Inflationserwartungen im Euroraum auch einheitlicher waren als in den USA (siehe Abbildung F). Die finanziellen Indikatoren liefern auch ähnliche Schlüsse im Hinblick auf die langfristigen Termin-BEIR. Im Zeitraum vom ersten Quartal 2004 bis zum zweiten Quartal 2008, der als Betrachtungszeitraum gewählt wurde, um Phasen starker Verzerrungen an den globalen Märkten für inflationsindexierte Finanzprodukte auszuklammern, bewegten sich die fünfjährigen Termin-BEIR in fünf Jahren in den USA innerhalb einer größeren Bandbreite (2,3 %-3,3 %) und wiesen eine höhere Volatilität auf (Standardabweichung von rund 0,20) als im Eurogebiet (0,13).

Zahlreiche Studien analysieren die Verankerung der Inflationserwartungen, indem sie die Reaktion finanzieller Indikatoren (langfristige Termin-BEIR und Nominalzinsen) auf gesamtwirtschaftliche Datenveröffentlichungen untersuchen. Ehrmann et al. (2007)<sup>6</sup> belegen, dass die langfristigen nominalen Terminzinsen in großen Euro-Ländern seit Beginn der WWU tendenziell nicht auf makroökonomische Nachrichten reagiert haben. Diese Erkenntnis ist besonders bemerkenswert, da entsprechende Zinsreaktionen in den USA häufig statistisch signifikant ausfallen.<sup>7</sup> Die Befunde legen außerdem nahe, dass die Termin-BEIR in den USA selbst bei langen Zeithorizonten stark auf gesamtwirtschaftliche Datenpublikationen reagieren, während im Euroraum zwar bei den kurzfristigen, nicht aber bei den langfristigen BEIR signifikante Reaktionen verzeichnet werden. Dies stützt die Auffassung, dass die Inflationserwartungen im Eurogebiet fester verankert sind als in den Vereinigten Staaten.<sup>8</sup>

Insgesamt legen die oben vorgestellten Ergebnisse aus umfragebasierten und finanziellen Indikatoren nahe, dass die langfristigen Inflationserwartungen im Euro-Währungsgebiet vergleichsweise fest verankert sind. Seit Beginn der dritten Stufe der WWU im Jahr 1999 hat das Eurogebiet eine Reihe starker, aufwärts gerichteter kurzfristiger Preisschocks erfahren, doch die langfristigen Inflationserwartungen scheinen darauf nur wenig reagiert zu haben. Sie sind damit weitgehend auf einem Niveau geblieben, das mit dem Ziel des EZB-Rats, die Preissteigerung mittelfristig unter, aber nahe 2 % zu halten, im Einklang steht.

6 M. Ehrmann, M. Fratzscher, R. Gürkaynak und E. Swanson, Convergence and anchoring of yield curves in the euro area, Working Paper Nr. 817 der EZB, 2007.

7 Siehe beispielsweise R. Gürkaynak, B. Sack und E. Swanson, The sensitivity of long-term interest rates to economic news: evidence and implications for macroeconomic models, in: American Economic Review, Bd. 95(1), 2005, S. 425-436, sowie M. Beechey und J. Wright, The high-frequency impact of news on long-term yields and forward rates: is it real?, Finance and Economics Discussion Paper Nr. 39 des Board of Governors of the Federal Reserve, 2008.

8 M. Beechey, E. Johannsen und A. Levin, Are long-run inflation expectations anchored more firmly in the euro area than in the United States?, Diskussionspapier Nr. 6536 des CEPR, 2007.

#### 4 GESTALTUNG DER GELDPOLITIK ZUR VORBEUGUNG UND ABWENDUNG INSTABILER ERWARTUNGEN

Zentralbanken haben mit Erfolg institutionelle Sicherungsmechanismen geschaffen, mit denen sich eine Instabilität der Erwartungen wirkungsvoll unterbinden lässt. Dabei stellt insbesondere ein stabilitätsorientierter geldpolitischer Rahmen ein wirksames Bollwerk gegen das Auftreten einer derartigen Instabilität dar.

#### VORTEILE DER KOMMUNIKATION EINER QUANTITATIVEN DEFINITION VON PREISSTABILITÄT

In einer Welt, die durch eingeschränkte Rationalität und unvollständiges Wissen gekennzeichnet ist, ist die Vermittlung eines geldpolitischen Ziels, dem durch eine präzise numerische Definition von Preisstabilität zusätzliches Gewicht verliehen wird, ein wirksames Instrument, mit dem verhindert werden kann, dass Lernprozesse zu einer Abweichung der Erwartungen des privaten Sektors führen.

Immer mehr Notenbanken veröffentlichen ein quantitatives Ziel als Bestandteil ihrer geldpolitischen Strategie. Verfügbare Studien weisen eindeutig darauf hin, dass die Bekanntgabe eines expliziten Preisstabilitätsziels zur Verankerung der Inflationserwartungen beiträgt. Gemäß der Definition des EZB-Rats herrscht im Euro-Währungsgebiet Preisstabilität bei einer positiven Inflationsrate von unter 2 %. Der EZB-Rat hat überdies angekündigt, dass er innerhalb dieser Bandbreite darauf abzielt, mittelfristig eine Preissteigerungsrate nahe der 2 %-Marke zu gewährleisten. Dieses Ziel gibt den Märkten eine sehr genaue Orientierungsgröße vor und stellt zweifellos einen Fixpunkt für die Inflationserwartungen dar. Sowohl die umfrage- als auch die marktbasiernten mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen im Euroraum sind fest auf einem Niveau verankert geblieben, das mit dem quantitativen Ziel der EZB vereinbar ist; dies galt auch in jenen Zeiten, in denen die Teuerung infolge negativer Schocks auf der Angebots-

und Nachfrageseite vorübergehender Volatilität unterworfen war (siehe Kasten 1).

Während ein Inflationsziel in der Regel auch eine Quantifizierung dieses Ziels beinhaltet, verfügt die geldpolitische Strategie der EZB zusätzlich über zwei weitere Besonderheiten: die herausragende Rolle der Geldmengenaggregate und die mittelfristige Ausrichtung der Geldpolitik. Die monetäre Analyse basiert vor allem auf wohlbekannten, fundamentalen empirischen Gesetzmäßigkeiten, die zeigen, dass die langfristigen Komponenten des Geldmengenwachstums und der Inflation eng miteinander verbunden sind, wobei das Geldmengenwachstum eine Vorlauf-eigenschaft im Hinblick auf die Inflation hat.<sup>10</sup> Die mittelfristige geldpolitische Ausrichtung der EZB wurde nicht präzise quantifiziert, da es lange und zeitlich variable Verzögerungen beim geldpolitischen Transmissionsmechanismus gibt. Die Abstimmung der politischen Maßnahmen hängt von der Wirtschaftslage, der Art der strukturellen Störungen und von dem im Zeitverlauf variablen Verhalten der Wirtschaftsteilnehmer ab; dies alles beeinflusst tendenziell den angemessenen Zeitrahmen für Maßnahmen zur Stabilisierung der Inflation.

Neben einer quantitativen Definition von Preisstabilität ist zur erfolgreichen Verankerung der langfristigen Inflationserwartungen eine glaubwürdige Verpflichtung der geldpolitischen Entscheidungsträger, ihr Mandat zu erfüllen, notwendig. Die Glaubwürdigkeit der EZB, ihren Mandatspflichten durch die Umsetzung angemessener und systematischer geldpolitischer Maßnahmen nachzukommen, ist fest im institutionellen Rahmen der WWU verankert. Der Vertrag von Maastricht legt eindeutig fest, dass die Geldpolitik im Eurogebiet von einer unabhängigen Zentralbank durchzuführen ist, deren vorrangiges Ziel die Gewährleistung von Preisstabilität ist.

<sup>10</sup> Siehe L. Benati, Long-run evidence on money growth and inflation, Working Paper Nr. 1027 der EZB, 2009.



## VORTEILE EINER SYSTEMATISCHEN GELDPOLITISCHEN REAKTION

Neben der Notwendigkeit, die langfristigen Inflationserwartungen durch die Festlegung eines eindeutigen quantitativen Ziels erfolgreich zu verankern, werden in der wissenschaftlichen Forschung die Vorzüge einer Politik der systematischen Erwartungssteuerung betont und die Effekte einer systematischen, vorhersagbaren Geldpolitik auf die Erwartungen der Öffentlichkeit hervorgehoben (siehe Kasten 2).

Die Fachliteratur zur optimalen Geldpolitik weist darauf hin, dass die Verpflichtung zu einem konsistenten und konsequenten Verhalten bei geldpolitischen Entscheidungen besser ist als eine völlig flexible Geldpolitik, bei der Maßnahmen einzelfallabhängig ergriffen werden, ohne sie in einen allgemeinen systematischen Handlungsrahmen für Reaktionen auf die wirtschaftliche Entwicklung zu integrieren.

Wenn die Zentralbank die Wirtschaftsteilnehmer von ihrer Analyse der Wirtschaftsaussichten und

ihrer Einschätzung der Risiken für die Preisstabilität überzeugen kann, können diese die systematische Reaktion der Geldpolitik vollkommen verinnerlichen, sodass sich die Erwartungen bezüglich künftiger geldpolitischer Maßnahmen in Richtung des Gleichgewichts bewegen, sobald gesamtwirtschaftliche Daten veröffentlicht werden. Ein solcher Einfluss von Ankündigungen und Maßnahmen der Notenbank auf das Verhalten der privaten Wirtschaftsakteure kann bei großen Schocks und hohen Risiken außerordentlich wertvoll sein.

Überdies ist ein konsistentes Verhalten eine Voraussetzung für die Glaubwürdigkeit, und Zentralbanken sollten bei der Abwägung der Argumente für oder gegen eine Entscheidung grundsätzlich berücksichtigen, dass ihre Maßnahmen von anhaltender Bedeutung für die Erwartungsbildung und damit für das Verhalten der Wirtschaftsteilnehmer sind. Die glaubwürdige Verpflichtung des EZB-Rats, durch die Umsetzung angemessener und systematischer geldpolitischer Maßnahmen Preisstabilität zu gewährleisten, ist tief in der geldpolitischen Strategie der EZB verwurzelt.

### Kasten 2

#### FACHLITERATUR ZUR OPTIMALEN STEUERUNG VON INFLATIONSERWARTUNGEN

Der vorliegende Kasten befasst sich mit den Kernaussagen der Fachliteratur zur optimalen Geldpolitik und geht dabei schwerpunktmäßig auf die Steuerung der Inflationserwartungen des privaten Sektors bei sogenannten „Erwartungsfallen“ ein, d. h. wenn die kurzfristigen Nominalzinsen so niedrig sind, dass sie sich nicht weiter senken lassen.

Zahlreiche Studien zur optimalen Geldpolitik bei rationalen Erwartungen haben gezeigt, dass die Auswirkungen einer konsequenten und konsistenten Durchführung der Geldpolitik auf die Erwartungsbildung des privaten Sektors von entscheidender Bedeutung sind. Daraus ergeben sich zwei Schlussfolgerungen: Erstens liefert eine optimale regelgebundene Geldpolitik bessere Ergebnisse als eine vollkommen flexible Geldpolitik, bei der Entscheidungen einzelfallabhängig ohne konsistenten strategischen Rahmen zur Ausgestaltung und Kommunikation der geldpolitischen Beschlüsse getroffen werden.

Zweitens ist optimale Geldpolitik im Rahmen eines prototypischen makroökonomischen Modells<sup>1</sup> durch „history dependence“ gekennzeichnet, das heißt, dass die Zentralbank, obgleich sie stets zukunftsgerichtet agiert, bei der Zinssetzung auch die vergangene Entwicklung nicht außer Acht lassen darf. Ein geldpolitisches Regime, das dies gebührend berücksichtigt, ist in der Lage, die Auswirkungen von Störungen auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität abzumildern, indem es stabilisierend auf die privaten Erwartungen hinsichtlich anstehender geldpolitischer Beschlüsse wirkt. Dies resultiert aus der optimalen Steuerung der Erwartungen der privaten Haushalte, wenn die Zentralbank vollständige Glaubwürdigkeit genießt. Die Verpflichtung der Zentralbank, vergangene Abweichungen von Preisstabilität zu korrigieren, führt dazu, dass die Wirtschaftsakteure antizipieren, dass die Zentralbank auch gegenwärtige Inflationsrisiken beseitigen wird; dies hat einen dämpfenden Einfluss auf aktuelle Preissetzungsentscheidungen. Eine einfache Regel, um der Zentralbank (in solchen Modellen) ein gewisses Maß an „history dependence“ aufzuerlegen, wäre die Einführung eines „Preisniveaufadziels“, bei dem die Zentralbank vergangene Abweichungen des Preisniveaus vom ex-ante erwarteten Pfad korrigieren müsste.

Die Schlussfolgerungen zur optimalen Geldpolitik, die sich bei Zugrundelegung rationaler Inflationserwartungen ergeben, bleiben auch im Falle einer unvollkommenen Erwartungsbildung von Relevanz. So sind insbesondere die Verpflichtung zu einer geldpolitischen Strategie und die „history dependence“ auch unter Annahme „nahezu rationaler“ Erwartungen des privaten Sektors von entscheidender Bedeutung.<sup>2</sup> Während intuitiv zu erwarten wäre, dass Preisniveaufadziele in Lernphasen oder bei mangelhafter Glaubwürdigkeit vor allem über die Erwartungskanäle weniger Wirkung zeigen, legen aktuelle Forschungsergebnisse nahe, dass geldpolitische Systeme, die bis zu einem gewissen Maß durch „history dependence“ gekennzeichnet sind, in der Lage bleiben, die Inflationserwartungen auch in einem Umfeld adaptiven Lernens effektiv zu verankern.<sup>3</sup>

Die Fachliteratur betont die Vorteile einer glaubwürdigen Verpflichtung zu einer geldpolitischen Strategie und „history dependence“ im Falle anhaltender Abwärtsrisiken für die Preisstabilität bei einem sehr niedrigen Niveau der kurzfristigen Nominalzinsen. Eine angemessene Steuerung der Erwartungen hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses kann in wirksamer Weise dazu beitragen, dass sich die Ex-ante-Realzinsen selbstregulierend in die gewünschte Richtung bewegen. Zentralbanken, die Erwartungen hinsichtlich ihrer geldpolitischen Ausrichtung auch im Falle negativer Schocks lenken können, dürften auch in der Lage sein, die privaten Inflationserwartungen mittelfristig zu stabilisieren und damit einen abwärtsgerichteten Druck auf die Realzinsen auszuüben, was zu einer noch akkomodierenderen Ausrichtung der Geldpolitik beitragen kann. Unter den engen Voraussetzungen, die den theoretischen Modellen in der Fachliteratur zugrunde gelegt werden, und einer Reihe von Annahmen hinsichtlich des fiskalpolitischen Regimes wird durch die Einführung eines Preisniveaufadziels eine optimale Geldpolitik implementiert und eine angemessene Senkung der Ex-ante-Realzinsen ermöglicht.<sup>4</sup> Dabei ist zu beachten, dass sich eine solche konditionierte Verpflichtung der Zentralbank, eine pfadabhängige Politik zu verfolgen, in diesem Kontext auf die voraussichtliche Entwicklung der Preise und nicht auf das geldpolitische Instrument bezieht.

1 Siehe M. Woodford, *Interest and prices: foundations of a theory of monetary policy*, Princeton University Press, 2003.

2 Siehe M. Woodford, *Robustly optimal monetary policy with near-rational expectations*, mimeo, Columbia University, 2008.

3 Siehe V. Gaspar, F. Smets und D. Vestin, *Is time ripe for price level path stability?*, Working Paper Nr. 644 der EZB, 2007.

4 Eine formale Ausarbeitung dieser Argumente findet sich beispielsweise in: G. B. Eggertsson und M. Woodford, *The zero bound on interest rates and optimal monetary policy*, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, Bd. 34, Ausgabe 1, 2003, S. 139-235, und K. Adam und R. M. Billi, *Optimal monetary policy under commitment with a zero bound on nominal interest rates*, in: *Journal of Money, Credit and Banking*, Bd. 38(7), 2006, S. 1877-1905.

Dieser Zweig der Wirtschaftsforschung zeigt ebenfalls auf, dass die Untergrenze der kurzfristigen Nominalzinsen wichtige Implikationen für die wirtschaftliche Entwicklung und für die optimale Durchführung der Geldpolitik hat, da die Wirtschaftsakteure anders reagieren, wenn sie voraussehen, dass die Zinsuntergrenze bindend sein könnte. Gleichzeitig wird deutlich, dass ein geldpolitischer Handlungsrahmen, der auf einem klar definierten Preisstabilitätsziel und einer umsichtigen Lenkung der Inflationserwartungen basiert, ein wirkungsvolles Instrument zur Abwendung eventueller deflationärer Entwicklungen darstellt.

Die Ergebnisse dieses Forschungszweigs, wonach eine stabilitätsorientierte Geldpolitik in der Lage ist, deflationäre Spiralen abzuwenden, sind beruhigend. Dies gilt umso mehr, als sie im Rahmen einer umfassenderen Betrachtung über die engen Modellbeschränkungen hinaus bekräftigt werden. Die Beschreibung dieses „Ausführungskanals“ der Geldpolitik, der seine Wirkung im einfachen prototypischen Modell über die Beeinflussung der intertemporalen Substitution privater Ausgaben in die Wirtschaft entfaltet, ist jedoch übermäßig vereinfacht. Dies gilt insbesondere, da die Vielzahl der Zinssätze, die alle in das Funktionieren der Renten- und Kreditmärkte hineinspielen, im Modell außer Acht gelassen wird. In der Realität unterliegt die Volkswirtschaft bedeutenden finanziellen Friktionen, die in den Kredit- und Liquiditätsspreads an den Finanzmärkten zum Ausdruck kommen. Daher kann die Geldpolitik in gewissem Maße auch auf die wirtschaftliche Entwicklung Einfluss nehmen, indem sie versucht, auf diese Spreads einzuwirken. Im oben skizzierten einfachen Modell hingegen basiert die Preissetzung langfristiger Wertpapiere auf der Annahme, dass die Erwartungstheorie der Zinsstruktur gilt, sodass die Geldpolitik lediglich durch die Verpflichtung zu einem bestimmten Zinspfad hinsichtlich der künftigen Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze Einfluss auf die Langfristzinsen nehmen kann.

Insgesamt stützen die Ergebnisse dieses Kastens die im Haupttext getroffene Aussage, dass ein klarer strategischer Handlungsrahmen, der eine angemessene Steuerung der Erwartungen unterstützt, Erwartungsfallen wirkungsvoll entgegenwirken kann. Da ein solches Instrumentarium über eine Einflussnahme auf die Erwartungsbildung des privaten Sektors wirkt, hängt sein Erfolg jedoch entscheidend von einer glaubwürdigen Umsetzung ab. Deshalb ist die Konsistenz und Wirksamkeit der Zentralbankkommunikation von entscheidender Bedeutung. Darüber hinaus können die Zentralbanken natürlich auch andere, komplementäre und stützende geldpolitische Maßnahmen ergreifen, um die Kreditkonditionen zu ändern und die Finanzintermediation aufrecht zu erhalten, da die kurzfristigen Nominalzinsen angesichts anhaltender Abwärtsrisiken für die Preisstabilität auf sehr niedrige Niveaus absinken können.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Siehe D. Reifschneider und J. C. Williams, Three lessons for monetary policy in a low-inflation era, in: Journal of Money, Credit and Banking, Bd. 17(4), 2000, S. 145-166.

## 5 HERAUSFORDERUNGEN BEI DER ERWARTUNGSSTEUERUNG

### ERWARTUNGSSTEUERUNG DURCH KOMMUNIKATION

Wie bereits erwähnt deuten die Umfrageergebnisse zu den Erwartungen des privaten Sektors

sowie die Prognoseverfahren der Zentralbanken darauf hin, dass in der Wirtschaft umfangreiche Lernprozesse im Gange sind und dass die Erwartungen der verschiedenen Wirtschaftsakteure recht heterogen zu sein scheinen. Häufig sind ganz einfach unvollständige Informationen über die aktuelle Wirtschaftslage ursächlich dafür, dass die kurzfristigen Erwartungen des privaten

Sektors nicht mit den Zielsetzungen der Zentralbanken übereinstimmen. Vor diesem Hintergrund gibt es eine Reihe von Überlegungen zum Einsatz der Kommunikation, die zu einer besseren Steuerung der Erwartungen beitragen soll.

Zentralbanken müssen dabei berücksichtigen, dass naturgemäß ein Spannungsverhältnis vorliegt, und zwar zwischen der Fähigkeit der Notenbank, die Erwartungen des privaten Sektors zu steuern sowie den professionellen Marktteilnehmern Orientierungshilfen zu geben, und der Notwendigkeit, von den Märkten zu lernen. In dem Maße, wie die Zentralbank in der Lage ist, die Handlungen von Wirtschaftsakteuren durch die Signalisierung ihrer Absichten zu beeinflussen, könnten sich einzelne Marktteilnehmer dazu veranlasst sehen, bei anstehenden Entscheidungen den Ankündigungen der Zentralbank ein verhältnismäßig höheres Gewicht beizumessen als ihren eigenen Informationen.<sup>11</sup>

Daher sollte die Zentralbank die koordinierende Rolle, die sie bei der Erwartungsbildung innehaben kann, mit Vorsicht einsetzen, da sich ihre Einschätzungen unverhältnismäßig stark auf das Verhalten der Wirtschaftsakteure auswirken könnten. Erkennt die Zentralbank darüber hinaus nicht, dass sich der Informationsgehalt dezentraler Quellen in Bezug auf wirtschaftliche Einsichten aufgrund ihres eigenen Erfolgs bei der Beeinflussung von Meinungen verschlechtern könnte, ist es möglich, dass sich die Zentralbank aufgrund der verankerten Inflationserwartungen fälschlicherweise in Sicherheit wiegt. Eine solche Nachlässigkeit könnte etwaige Hinweise verwischen, dass es in einigen Wirtschaftsegmenten zu einem Aufbau unangemessener Erwartungen kommt.<sup>12</sup>

Zur Verbesserung des Erwartungsbildungsmechanismus und zur Minimierung jeglicher Fehl-

entwicklungen zwischen den Erwartungen des privaten Sektors und den Absichten der Zentralbanken wurde vorgeschlagen, dass die Zentralbanken den Marktteilnehmern vergleichsweise präzise quantitative Hinweise hinsichtlich ihrer möglichen zukünftigen Zinspolitik über die sehr kurze Frist hinaus zur Verfügung stellen sollten. Zwar könnte diese Art der Kommunikation die Markterwartungen zum Zeitpunkt der Ankündigung tatsächlich mit den Erwägungen der Zentralbank in Einklang bringen, aber es bestehen Bedenken darüber, ob die Ankündigung einer möglichen künftigen Zinspolitik machbar und wünschenswert ist.<sup>13</sup>

Betrachtet man zunächst die Machbarkeit einer solchen Veröffentlichung, so ist angemerkt worden, dass die Entscheidungsgremien in operativer Hinsicht verbindlichen Einschränkungen unterliegen könnten, wenn sie künftige Zins-schritte längerfristig festlegen. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn sie außerdem anstreben, einen Konsens bezüglich der wirtschaftlichen Perspektiven und der Abwägung der Risiken in Bezug auf ihre Ziele zu erreichen. Hinsichtlich der Erwünschtheit derartiger Ankündigungen der Zentralbank wurde ferner festgestellt, dass die Unsicherheit über wirtschaftliche Störungen sowie über das makroökonomische Verhalten präzise und verlässliche Aussagen über den Umfang und den Zeitpunkt zukünftiger Anpassungen des geldpolitischen Kurses sehr erschweren. Es besteht daher die Gefahr, dass die Märkte und die Öffentlichkeit die Bedingtheit des angekündigten Kurses auf Basis der gegebenen Informationen und der zum Zeitpunkt der Ankündigung verfügbaren Beurteilung nicht in Gänze verstehen. Als Folge dieser möglicherweise auftretenden Missverständnisse könnten häufige Abweichungen von dem ursprünglich angekündigten Zinspfad die Glaubwürdigkeit der Zentralbank unterminieren, da sie das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Prognosefähigkeiten der Zentralbank oder in deren Verpflichtung zur Einhaltung vergangener Versprechen schwächen könnten.

11 Siehe beispielsweise S. Morris und H. S. Shin, Social value of public information, in: American Economic Review, Bd. 92, Nr. 5, 2002, S. 1521-1534, sowie S. Morris und H. S. Shin, Central bank transparency and the signal value of prices, in: Brookings Papers on Economic Activity, Bd. 36, Ausgabe 2, 2005, S. 1-66.

12 Siehe auch C. Borio und P. Lowe, Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, Working Paper Nr. 114 der BIZ, 2002.

13 Siehe T. Blattner et al., The predictability of monetary policy, Occasional Paper Nr. 83 der EZB, 2008.

Kosten und Nutzen der Kommunikation zukünftiger Zinsentscheidungen hängen letztendlich von der Struktur und Komplexität der Wirtschaft, der Art und des Umfangs der Unsicherheit auf Seiten der Entscheidungsträger sowie vom institutionellen Rahmen der Zentralbank ab. Die möglichen Probleme, die mit der Bekanntgabe eines zinspolitischen Kurses verbunden sind, können den Nutzen schnell aufwiegen. Die EZB verfolgt daher einen eher pragmatischen und flexiblen Ansatz innerhalb ihres klar definierten strategischen Handlungsrahmens und stellt die Beurteilung des EZB-Rats hinsichtlich der aktuellen Wirtschaftslage und der gesamtwirtschaftlichen Aussichten in den Mittelpunkt ihrer Kommunikation. Dadurch sind den Marktteilnehmern eindeutige Orientierungshilfen für die Bildung ihrer Inflationserwartungen an die Hand gegeben, und es wird eine Basis geschaffen, sodass eine mögliche geldpolitische Reaktion auf Schocks oder neue Informationen nachvollzogen und vorhergesagt werden kann. Vorliegende Untersuchungen untermauern die Schlussfolgerung, dass die Vorhersagbarkeit der Geldpolitik gefördert wird, wenn die Bewertung der Wirtschaftslage durch die geldpolitischen Entscheidungsträger transparent ist oder von den Wirtschaftsteilnehmern als transparent empfunden wird.<sup>14</sup>

### UNANGEMESSENE ERWARTUNGEN

Eventuell auftretende längere Zeiträume mit untypischen Preiskonstellationen in bestimmten Segmenten des Finanzmarkts stellen die Zentralbanken vor ernsthafte Herausforderungen.

Ein aktueller Ansatz der wissenschaftlichen Literatur konzentriert sich auf die Rolle „unangemessener Erwartungen“ hinsichtlich der künftigen wirtschaftlichen Aussichten als Ursache für erhebliche Schwankungen der Vermögenspreise und der Konjunktur. Da Wirtschaftsakteure beispielsweise nur unvollkommene Signale zur

künftigen Produktivitätsentwicklung erhalten, könnte übertriebener Optimismus hinsichtlich des erwarteten technologischen Fortschritts zu Phasen führen, in denen die Wirtschaftsteilnehmer, in Erwartung hoher Auszahlungen, verstärkt Kapital aufbauen und die Vermögenspreise dadurch tendenziell steigen. Werden diese Erwartungen nicht mehr erfüllt, führt dies zu einer erheblichen Abnahme der Investitionstätigkeit, einer Korrektur der Vermögenspreise und einer unter Umständen deutlichen allgemeinen Neubewertung der wirtschaftlichen Aussichten. Dieses Szenario kann im Rahmen struktureller makroökonomischer Modelle mit rationalen Erwartungen formalisiert werden, in denen „Nachrichtenschocks“ im Hinblick auf wirtschaftliche Fundamentaldaten auftreten und Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Aktivität begünstigen.<sup>15</sup> Während unvollständige Signale als Quelle „unangemessener Erwartungen“ die normativen geldpolitischen Grundsätze im Hinblick auf das vorrangige Ziel der Preisstabilität nicht verändern, haben jüngste Studien aufgezeigt, dass es zu einer unangemessenen prozyklischen Geldpolitik kommen könnte, falls die Zentralbank ihre mittelfristige Orientierung nicht beibehält und sich zu stark darauf konzentriert, den aus positiven Nachrichten auf der Angebotsseite herrührenden Disinflationdruck zu bekämpfen.<sup>16</sup>

Die Zentralbanken vertreten bereits seit längerem den Standpunkt, dass es unangebracht sein dürfte, den wesentlichen Nebenerscheinungen dieser übertriebenen oder „unangemessenen“ Erwartungen, also insbesondere den Fehlentwicklungen der Vermögenspreise, entgegenzuwirken. Grundsätzlich sind jedoch Informationen über die Vermögenspreisentwicklung für eine Zentralbank schon immer von großer Bedeutung gewesen, um eine solide Beurteilung darüber abgeben zu können, ob und in welchem Umfang die Vermögenspreise von ihren fundamentalen Bestimmungsgrößen abgewichen sind.

<sup>14</sup> Siehe beispielsweise A. Weber, Communication, decision-making and the optimal degree of transparency of monetary policy committees, Diskussionspapier Nr. 02/2008 der Deutschen Bundesbank, 2008.

<sup>15</sup> Siehe beispielsweise P. Beaudry und F. Portier, An exploration into Pigou's theory of cycles, in: Journal of Monetary Economics, Bd. 51, 2004, S. 1183-1216.

<sup>16</sup> Siehe L. Christiano, C. Ilut, R. Motto und M. Rostagno, Monetary policy and stock market boom-bust cycles, Working Paper Nr. 955 der EZB, 2008.



Der Umfang der derzeitigen Finanzkrise stellt jedoch infrage, ob es sinnvoll ist, Ungleichgewichte der Vermögenspreise bei der Durchführung der Geldpolitik zu ignorieren. Zwar kann die Kommunikation der Zentralbanken dazu beitragen, die Entwicklung der Vermögenspreise zu bremsen, aber die Finanzkrise zeigt auch, dass der Einfluss dieser öffentlichen Ankündigungen begrenzt ist, wenn neben einer quantitativen Ausrichtung der Preisstabilität wirkungsvolle geldpolitische Mechanismen fehlen. Insoweit ist die Zwei-Säulen-Strategie der EZB ein Instrument, das dazu beiträgt, die prozyklische Tendenz der Geldpolitik in guten Zeiten einzuschränken. Die monetäre Analyse macht sich dabei den Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Vermögenspreise sowie der Geldmenge und der Kreditvergabe zunutze und bindet somit die Vermögenspreisentwicklung indirekt in die Durchführung der Geldpolitik ein. Indem die EZB kontinuierlich die Dynamik an den Vermögensmärkten überwacht und eine Gegenprüfung auf Basis der Entwicklung am Kreditmarkt und einer Reihe von Liquiditätsindikatoren durchführt, kann sie unangemessenen Erwartungen hinsichtlich eines Anstiegs der Vermögenspreise frühzeitig Einhalt gebieten.<sup>17</sup>

Freilich ist eine stabilitätsorientierte makroökonomische Politik weltweit eine notwendige Voraussetzung für die globale Finanzstabilität. Daher sind weitere Bemühungen, die laufende Beobachtung und Einschätzung gesamtwirtschaftlicher Entwicklungen auf globaler Ebene weiter zu verbessern, unerlässlich. Gegen die prozyklische Natur der makroökonomischen Politik vorzugehen und Anreizsysteme zu entwickeln, durch die der Zeitrahmen ausgedehnt wird, auf den sich Finanzmarktteilnehmer konzentrieren, würde dazu beitragen, regulierende automatische Stabilisatoren im Herzen des Finanzsystems zu schaffen.

17 Siehe EZB, Vermögenspreisblasen und Geldpolitik, Monatsbericht April 2005, und C. Borio, The financial turmoil of 2007-?: a preliminary assessment and some policy considerations, Working Paper Nr. 251 der BIS, 2008.

## ERWARTUNGSFALLEN

Sogenannte Erwartungsfallen sind als theoretische Erklärung für Situationen untersucht worden, in denen sich eine veränderte Einschätzung des privaten Sektors hinsichtlich der künftigen Inflationsentwicklung ex post bestätigt. Hierbei kommt es zu umfangreichen und lang anhaltenden Abweichungen von der Preisstabilität, da die Interaktionen zwischen den Wirtschaftsakteuren und den geldpolitischen Entscheidungsträgern verzerrt sind. Erwartungsfallen können zu übermäßig hohen Inflationsraten oder – in selteneren Fällen – zu anhaltenden Deflationsphasen führen. In den letzten 20 Jahren haben die Zentralbanken im Rahmen lang andauernder und erfolgreicher institutioneller Reformen automatische Sicherungsmechanismen für ihre strategischen Handlungsrahmen entwickelt, um Erwartungsfallen zu umgehen.

Zwar sind zahlreiche Episoden der Wirtschaftsgeschichte, in denen die Inflationserwartungen eine Instabilität nach oben oder nach unten aufwiesen, noch nicht abschließend beurteilt, jedoch ist offensichtlich, dass häufig fehlgeleitete geldpolitische Regime eine Rolle gespielt haben, indem sie die Entstehung und Persistenz instabiler Erwartungen zugelassen haben. Die in den Siebzigerjahren in vielen Ländern zu beobachtende „Great Inflation“ gilt als beispielhaft für eine Situation, in der eine aufwärtsgerichtete Instabilität der langfristigen Inflationserwartungen die Durchführung geldpolitischer Maßnahmen immens erschwerte und zu einer schlechten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung führte. Die Hypothese, dass die US-Wirtschaft Ende der Sechziger- und Anfang der Siebzigerjahre in eine Erwartungsfalle tappte, wird von mehreren Studien untermauert.<sup>18</sup> In vielen dieser Phasen war die doppelte Botschaft an die Öffentlichkeit, dass die Zentralbank entweder ohne ein vorheriges Handeln anderer Wirtschaftsakteure nicht in der Lage war, Preisstabilität wiederherzustellen, oder dass sie die Kontrolle über die Inflationsdynamik hätte zurückgewinnen können, doch

18 Siehe insbesondere L. Christiano und C. Gust, The expectations trap hypothesis, in: Economic Perspectives, Federal Reserve Bank of Chicago, Bd. 25(2), 2000, S. 21-39.



die kurzfristigen Kosten dafür als zu hoch und zu gravierend angesehen wurden. Dementsprechend können die Ursachen für die „Great Inflation“ in den Siebzigerjahren auf das Fehlen eines angemessenen institutionellen Handlungsrahmens zurückgeführt werden, welcher der öffentlichen Wahrnehmung, dass keine geldpolitischen Maßnahmen eine hohe und anhaltende Inflation bremsen würden, hätte entgegenwirken können.

Die „Great Inflation“ in den Siebzigerjahren hätte möglicherweise vermieden werden können, wenn eine alternative makroökonomische Politik verfolgt worden wäre. Die Tatsache, dass die „Great Inflation“ im Gegensatz zu anderen Ländern weder in Deutschland noch in der Schweiz in dieser Form zu beobachten war, dürfte die unterschiedlichen Ansätze makroökonomischer Politik widerspiegeln und zeigt die Vorteile eines soliden geldpolitischen Handlungsrahmens auf, einschließlich einer entschiedenen Festlegung darauf, dass dem Inflationsdruck entgegenzuwirken sei.<sup>19</sup>

Erwartungsfallen sind auch im Kontext von Deflationserwartungen in einem Umfeld sehr niedriger nominaler Kurzfristzinsen untersucht worden. Bei einer Deflation handelt es sich um einen sich verselbstständigenden Verfall der Preise über einen längeren Zeitraum hinweg, wobei eine erhebliche Verringerung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage dadurch verstärkt wird, dass weitere Preisrückgänge erwartet und geplante Ausgaben verschoben werden. Die Analyse der sehr wenigen Zeiträume in der Vergangenheit, in denen sich diese Abwärtsspiralen verfestigt haben dürften, sowie neue Erkenntnisse der Wirtschaftstheorie lassen darauf schließen, dass die Geldpolitik einen großen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung hat, und die Entstehung einer Deflationsdynamik von vornherein verhindern oder – sobald sie eingesetzt hat – stoppen kann.

Das wichtigste Instrument zur Prävention ist ein geldpolitischer Handlungsrahmen, der auf eine numerische Definition von Preisstabilität ausgerichtet ist. In keiner der sehr wenigen lange zurückliegenden Phasen, in denen deflationäre Spiralen die Stabilität der Marktwirtschaft bedrohten, wurde die Zentralbank als Hüterin der Preisstabilität angesehen. In diesen Zeiten verstärkte und verlängerte das Preis- und Lohnsetzungsverhalten die ursprünglich beobachteten negativen Preisschocks, da Orientierungshilfen für die Preis- und Lohnerwartungen nur in der vergangenen Inflationsentwicklung und nicht in den Zielen der Zentralbank gesucht wurden. Dagegen können fest verankerte Erwartungen hinsichtlich der Preis- und Lohnsetzung diesen potenziell wirkungsvollen Verbreitungsmechanismus durchbrechen und bereits zu Beginn des Prozesses die Gleichgewichtskräfte stärken.

Die Zentralbanken bleiben leistungsfähig, auch wenn die akkomodierende Ausrichtung der Geldpolitik über konventionelle Kanäle ausgeschöpft ist. Erstens beschränkt sich der Einfluss der geldpolitischen Maßnahmen auf die Wirtschaft nicht allein auf die Veränderung der sehr kurzfristigen Zinsen. Die längerfristigen Zinssätze sind für die Konsum- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte und der Unternehmen von weitaus größerer Bedeutung. Dabei ist die entscheidende Verbindung zwischen den Leitzinsen und den längerfristigen Zinssätzen die Erwartungsbildung des privaten Sektors, auf die eine Zentralbank, die dem Ziel der Preisstabilität verpflichtet ist, Einfluss ausüben kann. Zweitens können auch Maßnahmen ergriffen werden, die im Umfeld sehr niedriger Kurzfristzinsen Kreditspreads und Kreditströme beeinflussen. Daher sind entschiedenes Handeln sowie eine eindeutige Erwartungssteuerung unerlässlich, um das Ziel der Zentralbank, Preisstabilität zu gewährleisten, zu bekräftigen, auch wenn sie mit anhaltenden Abwärtsrisiken für die Preisstabilität konfrontiert ist.

Im Euro-Währungsgebiet bilden die Übertragung der Geldpolitik an eine unabhängige Zentralbank mit dem vorrangigen Ziel, Preisstabilität zu gewährleisten, die quantitative Definition der

19 A. Beyer, V. Gaspar, C. Gerberding und O. Issing, Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the breakdown of Bretton Woods, Working Paper Nr. 1020 der EZB, 2009.

Preisstabilität sowie die mittelfristige Orientierung der geldpolitischen Strategie der EZB ein solides Bollwerk gegen die Destabilisierung von Inflationserwartungen. Die Glaubwürdigkeit der Zentralbank, Preisstabilität auf mittlere Sicht zu wahren, ist in turbulenten Zeiten ein hohes Gut. In Krisenzeiten fungiert die EZB als Anker des Vertrauens und ermöglicht den Wirtschaftsakteuren die Erstellung von Zukunftsprognosen mit der Gewissheit, dass ihre Kaufkraft erhalten bleibt.

## 6 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die Beobachtung und die Steuerung der Erwartungen des privaten Sektors stehen im Mittelpunkt moderner Zentralbankpolitik. Die Zentralbanken müssen kontinuierlich die in geldpolitischer Hinsicht relevante mittlere Frist im Auge behalten und dabei die anhaltende Bedeutung ihrer Entscheidungen für die Erwartungsbildung berücksichtigen. Für die Ausgestaltung ihrer Maßnahmen sind die Erwartungen des privaten Sektors von größter Wichtigkeit, nicht zuletzt aufgrund ihrer Auswirkungen auf die aktuellen gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse und den geldpolitischen Transmissionsmechanismus. Die Gewährleistung von Preisstabilität in vielen Ländern seit fast zwei Jahrzehnten ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass die Schlüsselrolle der Erwartungen für das gesamtwirtschaftliche Verhalten und für die Durchführung der Geldpolitik uneingeschränkt anerkannt wurde.

Grundlage für die Entwicklung der geldpolitischen Strategie der EZB war die Anerkennung

von Erwartungen als einem wichtigen Bestimmungsfaktor für die gesamtwirtschaftlichen Ergebnisse. Die geldpolitische Strategie der EZB bietet eine quantitative Definition von Preisstabilität, die als Fixpunkt für die langfristigen Erwartungen des privaten Sektors dient, und hat eine klare mittelfristige Orientierung; dadurch werden übertriebener Aktivismus und das Auftreten unnötiger Volatilität in der Realwirtschaft vermieden. Die Ausführlichkeit der Analyse, die den Beschlüssen des EZB-Rats zugrunde liegt und auf der Zwei-Säulen-Strategie sowie der umfassenden Kommunikation, wie das primäre Ziel der Preisstabilität systematisch verfolgt wird, aufbaut, ermöglicht eine koordinierte Erwartungsbildung seitens der breiten Öffentlichkeit und der Marktteilnehmer hinsichtlich einer berechenbaren Durchführung der Geldpolitik. Dies hat weitreichende positive Folgen für die Entwicklung der Erwartungen über den Konjunkturzyklus und für den Erfolg der Geldpolitik bei der Gewährleistung von Preisstabilität.

Die Geldpolitik steht künftig vor gewaltigen Herausforderungen. Die derzeitige Finanzkrise stellt die Praxis, in den Vermögenspreisen enthaltene unangemessene Erwartungen zu ignorieren, infrage und könnte eine Stärkung strategischer Mechanismen über das quantitative Ziel von Preisstabilität hinaus notwendig machen. Insbesondere durch die in ihrer geldpolitischen Strategie verankerte monetäre Analyse ist die EZB gut gerüstet, um Fehlentwicklungen bei den Vermögenspreisen frühzeitig zu erkennen und gleichzeitig die tatsächliche und die erwartete Inflationsentwicklung unter Kontrolle zu halten.

## FÜNF JAHRE EU-MITGLIEDSCHAFT

*Vor fünf Jahren, am 1. Mai 2004,ieß die Europäische Union (EU) zehn neue Länder in ihren Reihen willkommen. Am 1. Januar 2007 traten zwei weitere Staaten, nämlich Bulgarien und Rumänien, der EU bei. Im vorliegenden Aufsatz werden zunächst institutionelle Aspekte der Integration im Euroraum betrachtet und anschließend die wichtigsten makroökonomischen und strukturellen Merkmale der betreffenden zwölf Länder dargestellt, wobei die Entwicklung seit dem EU-Beitritt erörtert wird. Zahlreiche der genannten Länder haben im Aufholprozess in vielerlei Hinsicht beträchtliche Fortschritte erzielt und ihr Potenzial für die Aufnahme ins Euro-Währungsgebiet ausgebaut. Vier dieser Staaten, nämlich Zypern, Malta, Slowenien und die Slowakei, haben den Euro bereits eingeführt. Die anderen sehen sich derzeit noch bedeutenden Herausforderungen im Hinblick auf die Sicherung nachhaltiger Konvergenz mit den Euro-Ländern gegenüber.*

### I EINLEITUNG

Als die EU vor fünf Jahren von 15 auf 25 Mitgliedstaaten anwuchs, stellte dies die größte Erweiterung seit ihrer Gründung dar. Zum 1. Mai 2004 traten die Tschechische Republik, Estland, Zypern, Lettland, Litauen, Ungarn, Malta, Polen, Slowenien und die Slowakei der EU bei. Der Beitritt Bulgariens und Rumäniens am 1. Januar 2007 war die jüngste Erweiterung der EU und führte zu ihrer heutigen Zusammensetzung.<sup>1</sup> Seit ihrem EU-Beitritt gelten für diese zwölf Länder (nachfolgend als die neuen Mitgliedstaaten bzw. NMS bezeichnet) im streng rechtlichen Sinne dieselben Rechte und Pflichten wie für alle anderen Länder der EU. Sie nehmen seither als Mitgliedstaaten mit einer Ausnahmeregelung an der Wirtschafts- und Währungsunion (WWU) teil, was bedeutet, dass die Einführung der Gemeinschaftswährung nach Erfüllung der im EG-Vertrag vereinbarten Kriterien für sie verbindlich ist.

Die neuen Mitgliedstaaten der Europäischen Union sind verpflichtet, ihre Wirtschaftspolitik als „eine Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ (Art. 99 des EG-Vertrags) zu betrachten

und an der wirtschaftspolitischen Koordinierung und Überwachung innerhalb der EU mitzuwirken. Die entsprechenden Verfahren beziehen sich in erster Linie auf die maßgeblichen Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts und des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit. Darüber hinaus wurden die nationalen Zentralbanken der NMS Teil des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), und ihre Präsidenten wurden Mitglieder des Erweiterten Rates der EZB.

Seit ihrem EU-Beitritt im Jahr 2004 haben vier Staaten (Zypern, Malta, Slowenien und die Slowakei) die im EG Vertrag verankerten Konvergenzkriterien erfüllt und den Euro zu verschiedenen Zeitpunkten als Währung eingeführt. Folglich wurden die Zentralbanken dieser vier Länder ins Eurosystem und ihre Präsidenten in den EZB-Rat aufgenommen. Die übrigen acht beigetretenen Staaten treiben den Konvergenzprozess derzeit noch weiter voran und bereiten die Einführung des Euro vor.

Im vorliegenden Aufsatz werden verschiedene institutionelle und wirtschaftliche Merkmale im Zusammenhang mit der EU-Erweiterung betrachtet. Der folgende Abschnitt beschreibt einige institutionelle Aspekte im Hinblick auf die Integration der NMS in das Eurogebiet. Abschnitt 3 beschäftigt sich mit den wichtigsten makroökonomischen und strukturellen

<sup>1</sup> Siehe EZB, Die Wirtschaft der EU nach dem Beitritt der neuen Mitgliedstaaten, Monatsbericht Mai 2004 und EZB, Die Volkswirtschaft der Europäischen Union und des Euro-Währungsgebiets nach der Erweiterung, Monatsbericht Januar 2007.

Merkmale der betreffenden zwölf Länder, bevor in Abschnitt 4 die wesentlichen Herausforderungen erörtert werden, denen sich die neuen Mitglieder, wenn auch in verschiedenem Maße, im Aufholprozess gegenübersehen dürften. In Abschnitt 5 folgt eine abschließende Zusammenfassung.

## 2 DER WEG ZUM EURO IN DREI SCHRITTEN

Der Weg hin zur Einführung des Euro nach einem EU-Beitritt sollte als fortlaufender Prozess angesehen werden, der institutionell in drei Hauptschritten untergliedert ist: a) Mitgliedschaft in der WWU mit einer Ausnahmeregelung, b) Teilnahme am europäischen Wechselkursmechanismus (WKM II) und c) vollwertige WWU-Mitgliedschaft und Einführung des Euro nach Erfüllung spezifischer wirtschaftlicher und rechtlicher Voraussetzungen.

Mitgliedstaaten, für die eine Ausnahmeregelung gilt, sind dazu verpflichtet, ihre Wechselkurspolitik, die nach wie vor in den nationalen Zuständigkeitsbereich fällt, als „Angelegenheit von gemeinsamem Interesse“ (Art. 124 des EG-Vertrags) zu behandeln. Gegebenenfalls kann die Teilnahme am WKM II auf der Grundlage einer Vereinbarung eines Leitkurses ihrer Währung gegenüber dem Euro mit einer Standardabweichungsbreite von  $\pm 15\%$  erfolgen. Der WKM II stellt einen stabilitätsorientierten Rahmen zur Förderung des Konvergenzprozesses dar und trägt zur Verankerung der Währungen der teilnehmenden Länder im Vorfeld der Euro-Einführung bei. Nur eine ausreichend lange Teilnahme am WKM II (der EG-Vertrag sieht einen Zeitraum von mindestens zwei Jahren vor der Konvergenzprüfung vor) und die damit verbundene Aufrechterhaltung stabiler Wechselkurse ermöglichen eine zuverlässige Prüfung der Funktionsweise der Wirtschaft unter recht ähnlichen Bedingungen wie nach der Einführung der Einheitswährung.

Aufgrund des unterschiedlichen Grades der wirtschaftlichen Konvergenz und anderer länderspe-

zifischer Gegebenheiten verfolgen Staaten naturgemäß verschiedene Konvergenzpfade.

In den letzten fünf Jahren sind sieben der zwölf neuen EU-Mitgliedstaaten dem WKM II beigetreten. Seit dem 28. Juni 2004 gehören die estnische Krone, der litauische Litas und der slowenische Tolar dem Wechselkursmechanismus an. Im Fall Estlands und Litauens wurde vereinbart, dass diese Länder ihre Currency-Board-Regelungen beibehalten können. Diese Absprache erfolgte im Rahmen einer einseitigen Bindung, aus der keine zusätzlichen Verpflichtungen für die EZB erwachsen. Am 2. Mai 2005 kamen das Zypern-Pfund, der lettische Lats und die maltesische Lira hinzu. Während die maltesischen Behörden ihre Absicht erklärten, den Wechselkurs der maltesischen Lira im Rahmen einer einseitigen Bindung bei ihrem Leitkurs halten zu wollen, entschieden sich die lettischen Behörden im Rahmen einer einseitigen Bindung, den Wechselkurs des Lats zum Leitkurs mit einer Schwankungsbreite von  $\pm 1\%$  beizubehalten. Am 28. November 2005 schließlich wurde die slowakische Krone in den WKM II aufgenommen. Im Fall dieser Länder beruhte die Vereinbarung zur Teilnahme am WKM II auf der festen Zusage der zuständigen nationalen Behörden, eine Finanzpolitik zu verfolgen, die auf die Wahrung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und die Gewährleistung eines nachhaltigen Konvergenzprozesses abzielt.

Gehört die Währung eines Landes seit mindestens zwei Jahren dem WKM II an, so kann die Einführung des Euro grundsätzlich erfolgen, sofern das jeweilige Land einen ausreichend hohen Grad an dauerhafter Konvergenz erreicht hat. Diese Beurteilung erfolgt anhand der im EG-Vertrag festgelegten Konvergenzkriterien, die sich in erster Linie auf die Inflationsentwicklung, die Langfristzinsen, die Wechselkursstabilität und die Lage der öffentlichen Finanzen im Hinblick auf Defizit und Schuldenstand der öffentlichen Haushalte beziehen. Die Europäische Kommission und die EZB kontrollieren auf der Grundlage dieser Konvergenzkriterien, inwieweit die einzelnen Mitgliedstaaten eine

nachhaltige Konvergenz erreicht haben. Darüber hinaus wird geprüft, ob die nationalen Rechtsvorschriften einschließlich der Satzung der jeweiligen nationalen Zentralbank mit dem EG-Vertrag und der Satzung des ESZB vereinbar sind. Unter Berücksichtigung dieser Bewertungen entscheidet der EU-Rat nach Anhörung des Europäischen Parlaments und nach Aussprache im Rat, der in der Zusammensetzung der Staats- und Regierungschefs tagt, auf Empfehlung der Kommission mit qualifizierter Mehrheit, ob die Ausnahmeregelung des betreffenden Mitgliedstaats aufgehoben wird oder nicht.

Nach den im EG-Vertrag festgelegten Verfahren war Slowenien das erste neue EU-Land, das den Euro einführen konnte, und wurde somit am 1. Januar 2007 dreizehntes Mitglied im Euro-Währungsgebiet. Nach positiven Konvergenzprüfungen folgten ein Jahr später Zypern und Malta. Zuletzt wurde die Slowakei in den Euro-Raum aufgenommen; dort wurde die Einheitswährung am 1. Januar 2009 eingeführt.

### 3 KONVERGENZ UND INTEGRATION<sup>2</sup>

#### 3.1 WACHSTUMSMUSTER UND PRO-KOPF-EINKOMMEN

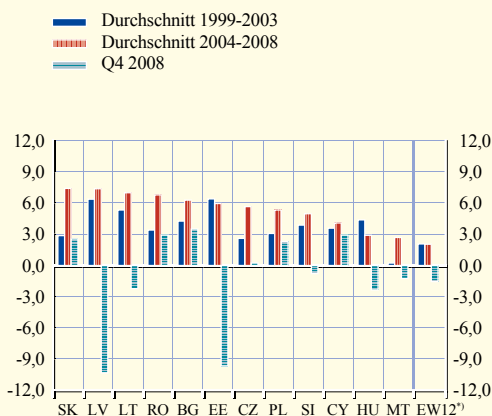
Zum Zeitpunkt ihres EU-Beitritts hatten alle neuen Mitgliedstaaten bedeutende Fortschritte im Hinblick auf die makroökonomische Stabilität erzielt. Außerdem waren bereits zahlreiche wachstumsfördernde Strukturreformen umgesetzt worden. Nach ihrer Aufnahme in die Europäische Union verzeichneten die meisten NMS weiterhin ein robustes Wirtschaftswachstum, welches im Vorfeld bereits teilweise durch den bevorstehenden EU-Beitritt angekurbelt worden war. Dieses starke Wachstum ermöglichte in Verbindung mit dem hohen Handelsaufkommen und der starken Finanzmarktintegration innerhalb der EU sowie mit relativ niedrigen Pro-Kopf-Einkommen in den meisten NMS umfangreiche Kapitalzuflüsse, die durch die Aussicht

auf hohe Erträge begünstigt wurden. Die Erwartungen hinsichtlich eines rasch steigenden Einkommens- und Vermögensniveaus, die auf anhaltenden Produktivitätszuwächsen und einer deutlich zunehmenden Anspannung am Arbeitsmarkt basierten, förderten auch die Kreditaufnahme privater Haushalte für Konsumzwecke. Darüber hinaus wurde das Wirtschaftswachstum in den neuen EU-Ländern durch außenwirtschaftliche Bedingungen gestützt, und zwar sowohl durch eine solide Auslandsnachfrage als auch durch günstige Außenfinanzierungsbedingungen. Überdies erhielten die neuen Mitgliedstaaten beträchtliche Strukturfondsmittel der EU. Folglich zog das Wirtschaftswachstum in fast allen NMS nach ihrem EU-Beitritt merklich an (siehe Abbildung 1). Die Hauptausnahme bildete Ungarn: Dort gaben die BIP-Wachstumsraten sogar nach, was auf die Anpassungskosten, die dem Land für eine übermäßig lockere Finanzpolitik in der ersten Hälfte dieses Jahrzehnts entstanden waren, zurückzuführen war.

Im Jahresverlauf 2008 kam der Trend des raschen Wirtschaftswachstums in den neuen EU-Ländern im Zuge der weltweiten Finanzkrise jedoch zum Stillstand, wodurch sich die zykli-

Abbildung 1 Wachstum des realen BIP

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.  
 Anmerkung: Die neuen Mitgliedstaaten sind entsprechend der Wachstumsrate ihres BIP im Zeitraum 2004-2008 aufgelistet, beginnend mit der höchsten.  
 \*) Die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die zwölf EU-Mitgliedstaaten, die die Gemeinschaftswährung vor 2004 eingeführt haben.

2 Redaktionsschluss für die in diesem Aufsatz enthaltenen Daten war am 14. April 2009.



sche konjunkturelle Abkühlung, die bereits vielerorts im Gange war, beschleunigte. Vom Wachstumseinbruch waren vor allem jene Länder betroffen, die zuvor die höchsten Wachstumsraten verzeichnet hatten – insbesondere die baltischen Staaten; diese erfuhren einen erheblichen Rückgang der Produktionsergebnisse. Auch in den übrigen Ländern verlangsamte sich das Wachstum im Jahresverlauf 2008 merklich.

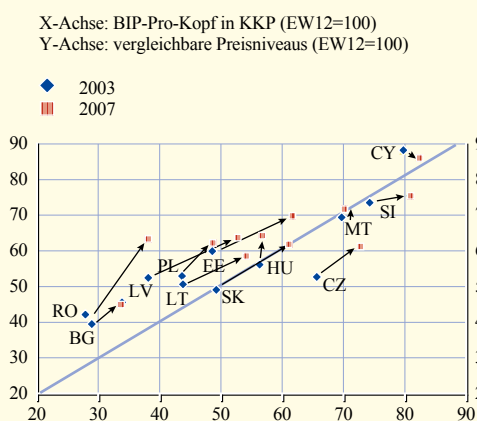
Das relativ starke Wirtschaftswachstum in den NMS in den vergangenen Jahren hat im Allgemeinen zu einer Annäherung des Pro-Kopf-Einkommens an das Niveau des Eurogebiets beigetragen. Zwischen den einzelnen Ländern bestehen jedoch große Unterschiede. Der Aufholprozess gegenüber dem Euro-Währungsgebiet war in den drei baltischen Staaten, Rumänien und der Slowakei am stärksten ausgeprägt; dort nahm das Pro-Kopf-Einkommen seit 2004 um mindestens 10 Basispunkte zu. Im Gegensatz dazu schritt die reale Konvergenz in Zypern, Ungarn und Malta seit dem EU-Beitritt dieser Länder praktisch nicht weiter voran. Insgesamt blieb das BIP-Pro-Kopf in den NMS im Jahr 2008 insgesamt deutlich hinter dem Niveau der Euro-Länder zurück; in Bulgarien belief es sich

auf rund 34 % des Euroraum-Durchschnitts, in Zypern und Slowenien hingegen auf über 80 % (siehe Abbildung 2).

### 3.2 ENTWICKLUNG DER INFLATION

Mit Ausnahme Rumäniens war die Inflationsrate in allen neuen EU-Ländern zum Zeitpunkt ihres Beitritts auf einen einstelligen Stand gefallen (siehe Abbildung 3), wobei sie in einigen Staaten (z. B. in Ungarn, der Slowakei und Slowenien) vergleichsweise hoch blieb. Verbesserungen wie etwa die Unabhängigkeit der Zentralbanken und eine stabilitätsorientiertere Makropolitik förderten diese Entwicklung. Der breit angelegte Wachstumsrückgang der Nahrungsmittel- und Energiepreise in den Jahren 2003 und 2004 trug maßgeblich dazu bei, dass die in den meisten NMS erzielten Disinflationfortschritte nicht gefährdet wurden, da diese beiden Preiskomponenten einen relativ großen Anteil am Warenkorb dieser Länder ausmachen (durchschnittlich rund 43 %). Außerdem waren die stärkere Liberalisierung der Güter- und Arbeitsmärkte, ein – insbesondere von den aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens ausgehender – kräftiger Wettbewerb sowie der allgemeine Einfluss der

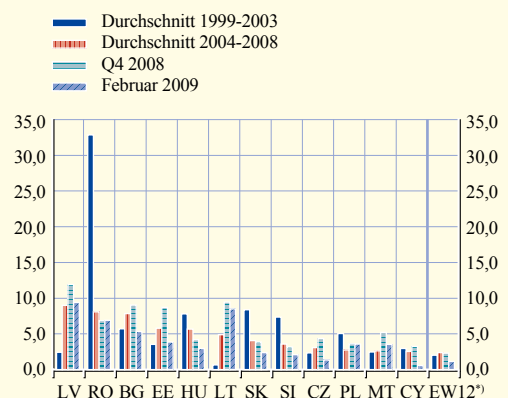
Abbildung 2 BIP-Pro-Kopf und Preisniveau



Quelle: Eurostat.  
Anmerkung: KKP steht für Kaufkraftparität.

Abbildung 3 Harmonisierter Verbraucherpreisindex

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.  
Anmerkung: Die neuen Mitgliedstaaten sind entsprechend ihrer durchschnittlichen Inflationsrate im Zeitraum 2004-2008 aufgelistet, beginnend mit der höchsten.  
(\*) Die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die zwölf EU-Mitgliedstaaten, die die Gemeinschaftswährung vor 2004 eingeführt haben.

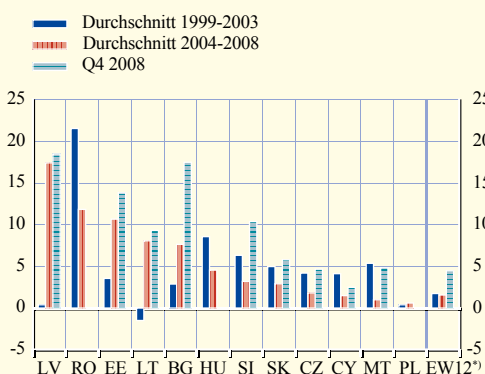


Globalisierung der Inflationseindämmung in vielen NMS zuträglich. In einigen Ländern mit flexiblen Wechselkursen, vor allem in der Tschechischen Republik, Rumänien und der Slowakei, wurden die Preissteigerungen auch teilweise durch eine aufwertende Währung gedämpft. Gleichzeitig ließ die allmähliche Liberalisierung der administrierten Preise und Veränderungen bei den indirekten Steuern, die nach dem EU-Beitritt umgesetzt wurden, die Teuerungsraten und die Inflationsvolatilität vielerorts ansteigen. Insgesamt blieb die jährliche HVPI-Inflation 2005 und 2006 in den meisten neuen EU-Ländern weitgehend verhalten. Allerdings gab es neben einem robusten Wirtschaftswachstum und einer zuweilen unzureichend strengen Finanzpolitik gegen Ende 2006 zunehmend Anzeichen dafür, dass sich der Disinflationprozess in einigen NMS nicht fortsetzte.

In der Tat hatte sich bis zur Jahresmitte 2007 in den meisten neuen Mitgliedstaaten ein deutlicher Inflationsdruck aufgebaut, der die Teuerungsraten in manchen Ländern (z. B. in den baltischen Staaten und Bulgarien) auf zweistellige Werte ansteigen ließ. Dies war auf binnenwirtschaftliche, aber auch auf externe Faktoren zurückzuführen. Aus binnenwirtschaftlicher Sicht trugen eine starke Inlandsnachfrage, die durch ein robustes Wachstum der verfügbaren Einkommen gestützt wurde, sowie kräftige Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen und insbesondere monetäre Faktoren wie niedrige Realzinsen und ein dynamisches Kreditwachstum zu dieser Entwicklung bei. Darüber hinaus war die rasch zunehmende Anspannung am Arbeitsmarkt, welche durch die Abwanderung von Arbeitskräften in andere EU-Staaten verschärft wurde, mitverantwortlich für den schnellen Anstieg der Löhne, der häufig deutlich über das Wachstum der Arbeitsproduktivität hinausging. Dies führte vornehmlich in den am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften zu stark steigenden Lohnstückkosten (siehe Abbildung 4). Vor diesem Hintergrund kam es in vielen Ländern, besonders in den baltischen Staaten, Bulgarien und Rumänien, zu Kapazitätsengpässen und Anzeichen einer Überhitzung. Was die externen Faktoren betrifft, so war vor allem der rasche

Abbildung 4 Lohnstückkosten

(Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quelle: Eurostat.

Anmerkung: Die neuen Mitgliedstaaten sind entsprechend dem durchschnittlichen Wachstum ihrer Lohnstückkosten im Zeitraum 2004-2008 aufgelistet, beginnend mit dem höchsten. Für Ungarn, Polen und Rumänien liegen keine vierteljährlichen Daten vor.

\*) Die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die zwölf EU-Mitgliedstaaten, die die Gemeinschaftswährung vor 2004 eingeführt haben.

Anstieg der Energie- und Nahrungsmittelpreise seit Jahresmitte 2007 ausschlaggebend. Alles in allem folgte die HVPI-Teuerung bis Mitte 2008 einem breit angelegten Aufwärtstrend. In der Folgezeit trugen das starke Absinken der Rohstoffpreise, die Eintrübung der weltweiten Konjunkturaussichten und die deutliche Anpassung der Produktionsleistung in vielen NMS zu einem Rückgang der HVPI-Inflation bei. Zu Jahresbeginn 2009 verharrte die am HVPI gemessene Teuerung in allen NMS (außer Zypern) über und in einigen Fällen sogar deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums.

Um die Inflationsentwicklung in den neuen EU-Ländern im Vergleich zu jener im Eurogebiet umfassend verstehen zu können, müssen auch die unterschiedlichen Preisniveaus berücksichtigt werden. Die zunehmende Vernetzung der Märkte im Euro-Währungsgebiet und der Aufholprozess im Hinblick auf die Realeinkommen sollten im Allgemeinen – ausgelöst durch eine Gütermarktarbitrage und den allmählichen Abbau des Produktivitätsgefälles – mit einer Annäherung der Preisniveaus bei relativ vielen Gütern gleicher Art einhergehen. Diese Angleichung stellt eine potenzielle Quelle für anhal-

tende Inflationsunterschiede zwischen den NMS und den Euro-Ländern dar und sollte bei der Ausgestaltung der Geld- und Wechselkurspolitik für den Konvergenzprozess und bei der Entscheidung über den richtigen Zeitpunkt der Euro-Einführung Beachtung finden. Trotz des beschränkten Datenmaterials wird deutlich, dass das Preisgefälle zwischen dem Eurogebiet und den neu beigetretenen Staaten im Allgemeinen recht groß ist, wobei zwischen den einzelnen NMS erhebliche Unterschiede bestehen. Im Jahr 2007 reichten die Preisunterschiede von 86 % des Euroraum-Durchschnitts in Zypern bis 45 % in Bulgarien (siehe Abbildung 2). Je größer die Differenz des BIP-Pro-Kopf zwischen NMS und dem Euro-Währungsgebiet, desto deutlicher das Preisgefälle. Aus Abbildung 2 geht außerdem hervor, dass die Annäherung der Preisniveaus im Jahr 2007 in sämtlichen neuen EU-Ländern stärker fortgeschritten war als die Angleichung der Pro-Kopf-Einkommen. Dies traf jedoch nicht für die Tschechische Republik und nur in geringem Maße für Slowenien zu.

Insgesamt scheint eine weitere reale Konvergenz mit den Ländern des Euroraums in den NMS mit deutlichen Preissteigerungen einherzugehen. Dies wird einen erheblichen Anstieg der realen Wechselkurse der NMS-Währungen gegenüber dem Euro mit sich bringen. Dies bedeutet, dass die Währungsbehörden wichtige politische Entscheidungen treffen müssen, um das richtige Gleichgewicht zwischen einem nominalen Wechselkursanstieg und positiven Inflationsunterschieden gegenüber dem Eurogebiet herzustellen. Diese Balance dürfte sich im Laufe der Zeit abhängig von den spezifischen Merkmalen des jeweiligen Landes auf dem Weg zur Einführung des Euro verändern. Insgesamt und im Einklang mit dem EG-Vertrag sollte jedoch Preisstabilität im Mittelpunkt einer jeden geldpolitischen Strategie stehen. Durch die Verankerung der Inflationserwartungen trägt ein stabiles Preisniveau zu einer nachhaltigen Annäherung der Nominallöhne bei. So werden die Wettbewerbsfähigkeit auf mittlere Sicht gewahrt und die Risiken einer übermäßigen Volatilität der Produktion und der Preise für Vermögenswerte begrenzt.

### 3.3 ENTWICKLUNG DER ARBEITSMÄRKTE

Ein kräftiges Wachstum in den Jahren vor und nach der EU-Erweiterung hat in den meisten neuen Mitgliedstaaten zu einem beträchtlichen Anstieg der Nachfrage nach Arbeitskräften beigetragen. Folglich ist die Zahl der Arbeitslosen in diesen Ländern seit 2004 stark rückläufig, wobei auch die Jugendarbeitslosigkeit merklich abgenommen hat. Im Jahr 2008 lag die Arbeitslosenquote in allen NMS mit Ausnahme der Slowakei unter der des Euro-Währungsgebiets (siehe Tabelle 1). Dieser Rückgang der Arbeitslosenzahlen spiegelt in erster Linie ein robustes Beschäftigungswachstum wider. Seit 2004 hat die Beschäftigungsquote in den neuen EU-Ländern mit Ausnahme Ungarns (dort stagniert die Quote seit einigen Jahren) zugenommen. Dennoch blieb die Zahl der Erwerbstätigen im Jahr 2008 hinter dem Niveau des Eurogebiets zurück, außer in der Tschechischen Republik, Estland, Zypern, Lettland und Slowenien.

Die Entwicklung der Erwerbsbeteiligung in den einzelnen NMS war heterogener. Während sich die Quote in der Mehrzahl der neuen EU-Länder seit 2004 erhöhte, ist sie in der Tschechischen Republik sowie in Litauen, Polen und der Slowakei leicht gefallen. Wenngleich die Erwerbsbeteiligung in Estland, Zypern, Lettland und Slowenien im Jahr 2008 höher war als im Euroraum, lag sie beispielsweise in Ungarn, Malta, Polen und Rumänien noch immer deutlich unter dem Niveau des Euro-Währungsgebiets.

Zusätzlich zur relativ niedrigen Erwerbsbeteiligung in einigen Ländern deuten die große Zahl an Langzeitarbeitslosen und die beträchtlichen regionalen Unterschiede in der Arbeitslosenquote darauf hin, dass die Arbeitsmärkte vieler NMS noch immer durch Ungleichgewichte und strukturelle Verkrustungen gekennzeichnet sind.

Im Gefolge vieler wachstumsstarker Jahre kam es in zahlreichen neuen Mitgliedstaaten zu einem erheblichen Arbeitskräftemangel. Dieser war in Sektoren wie dem Baugewerbe, in denen die Nachfrage boomte, besonders ausgeprägt. Der sektorspezifische Arbeitskräftemangel wurde

Tabelle I Arbeitsmarktentwicklung

(in %)

	Arbeitslosenquote			Beschäftigungsquote <sup>1)</sup>			Erwerbsbeteiligung <sup>2)</sup>		
	1999	2004	2008	1999	2004	2008	1999	2004	2008
Bulgarien	13,3 <sup>*)</sup>	9,8	4,8	50,4 <sup>*)</sup>	54,2	63,8	60,7 <sup>*)</sup>	61,8	67,8
Tschechische Republik	6,2	6,4	3,7	65,6	64,2	66,5	72,0	70,0	69,6
Estland	9,3	7,5	3,6	61,8	63,0	69,9	70,0	70,0	73,5
Zypern	5,1 <sup>*)</sup>	4,8	3,9	63,7	69,1	70,8	63,7	72,6	73,6
Lettland	11,2	8,4	5,4	58,6	62,3	69,4	68,4	69,7	74,5
Litauen	11,5	9,5	3,9	61,4	61,2	64,5	72,2	69,1	68,0
Ungarn	5,1	4,8	6,3	55,6	56,8	56,6	59,8	60,5	61,4
Malta	6,4	7,2	6,0	54,5 <sup>*)</sup>	54,0	55,3	58,2 <sup>*)</sup>	58,2	58,8
Polen	9,2	14,2	5,5	57,5	51,7	59,0	65,8	64,0	63,7
Rumänien	4,7	5,7	4,2	63,2	57,7	59,3	68,4	63,0	63,2
Slowenien	7,6	6,5	4,5	62,2	65,3	68,5	67,3	69,8	71,7
Slowakei	16,4	18,3	9,8	58,1	57,0	62,0	69,5	69,7	68,8
EW12 <sup>3)</sup>	10,4	9,2	7,4	60,2	62,9	66,2	67,1	69,2	71,5

Quelle: Eurostat.

1) Die Beschäftigungsquote ist der prozentuale Anteil der Beschäftigten an der Gesamtzahl der Erwerbspersonen (Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, die beschäftigt oder arbeitsuchend ist).

2) Die Erwerbsbeteiligung ist der Anteil der Erwerbspersonen an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter insgesamt.

3) Die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die zwölf EU-Mitgliedstaaten, die die Gemeinschaftswährung vor 2004 eingeführt haben.

\*) Betrifft das Jahr 2000.

mancherorts durch eine große Anzahl abwandernder Arbeitskräfte verstärkt.<sup>3</sup> Angaben von Eurostat<sup>4</sup> zufolge war die Abwanderung im Verhältnis zur Gesamtbevölkerungszahl in Bulgarien und Rumänien per saldo besonders hoch, in Lettland, Litauen und Polen hingegen etwas niedriger. Interessant ist hierbei, dass der Nettoabfluss in den fünf Jahren vor der EU-Osterweiterung anscheinend sehr viel stärker war als hinterher. Im Übrigen haben einige NMS seit 2004 sogar einen Zustrom an Arbeitskräften erfahren. Dies war insbesondere in Zypern der Fall. Aber auch die Tschechische Republik, Malta, Ungarn, Slowenien und die Slowakei verzeichneten in den Jahren 2004 bis 2007 per saldo einen – wenn auch sehr viel geringeren – Zufluss an Arbeitskräften. Diese Entwicklung deutet darauf hin, dass der EU-Beitritt das Arbeiten in den NMS attraktiver gemacht hat.

Der Zustrom an Arbeitskräften (sowohl in manchen neuen Mitgliedstaaten als auch in einigen anderen EU-Ländern) in den Jahren des Konjunkturbooms wirkte sich positiv auf den Abbau von Ungleichgewichten am Arbeitsmarkt und die Senkung des Lohndrucks aus. Gleichzeitig verstärkte die Abwanderung von Arbeitskräften in zahlreichen NMS den sektorspezifischen Arbeitskräftemangel sowie den Lohn- und Inflationsdruck. Allerdings hatte die Migration auch günstige Auswirkungen auf die betreffenden Länder. So stellten in einigen NMS (insbesondere in Rumänien) die Heimatüberweisungen der Gastarbeiter eine wichtige Finanzierungsquelle dar. Langfristig hängt das Verhältnis von positiven zu negativen Folgen für jene Staaten, die per saldo eine Abwanderung verzeichneten, maßgeblich davon ab, ob die Migration der Arbeitskräfte eher vorübergehender oder dauerhafter Art ist. Zurückkehrende Migranten könnten das Wirtschaftswachstum steigern, indem sie im Ausland erworbenes Kapital, Fachwissen und innovative Ideen mitbringen. Dadurch könnten die anfänglichen Einbußen an Humankapital infolge der Abwanderung junger Arbeitskräfte ausgeglichen werden.

3 Siehe F. Heinz und M. Ward-Warmedinger, Cross-border labour mobility within an enlarged EU, Occasional Paper Nr. 52 der EZB, 2006.

4 Die Erfassung der grenzüberschreitenden Migration von Arbeitskräften ist mit einem hohen Maß an Unsicherheit behaftet, weshalb sich anhand der verfügbaren Daten nur eine grobe Einschätzung vornehmen lässt. Die länderübergreifende Vergleichbarkeit der Daten wird überdies dadurch erschwert, dass es keine einheitliche statistische Definition des Begriffs „Migration“ gibt.

In einigen Ländern bestehen noch immer Mobilitätseinschränkungen für Arbeitskräfte aus den neuen Mitgliedstaaten, die in anderen EU-Ländern arbeiten möchten, was der Freizügigkeit der Arbeitnehmer, einem der wichtigsten Grundsätze der Europäischen Union, entgegensteht. Diese Einschränkungen könnten angesichts des demographischen Wandels und der Globalisierung die effiziente Nutzung des Humankapitals schmälern und einen bedeutenden Anpassungsmechanismus im Euro-Währungsgebiet hemmen.

### 3.4 ÖFFENTLICHE FINANZEN

Bei den öffentlichen Finanzen zeigten sich in den einzelnen neuen Mitgliedsländern erhebliche Unterschiede, sowohl was deren Haushaltslage zum Zeitpunkt ihres EU-Beitritts im Jahr 2004 betraf als auch im Hinblick auf die Entwicklung der öffentlichen Haushalte. So verfügten im Jahr 2004 lediglich Bulgarien und Estland über einen ausgeglichenen oder positiven Staatshaushalt, während die übrigen NMS Defizite auswiesen (siehe Tabelle 2). In der Tschechischen Republik, Zypern, Ungarn, Malta und Polen lagen diese bei oder über dem Referenzwert von 3 % des BIP. Mit 6,4 % des BIP verzeichnete Ungarn 2004 das höchste

Haushaltsdefizit, das im Jahr 2006 sogar auf 9,3 % des BIP anstieg. Im Jahr 2007 hatte sich die Haushaltslage gegenüber 2004 in allen Ländern verbessert, was nicht nur auf die Konsolidierungsbemühungen, sondern auch auf das günstige wirtschaftliche Umfeld zurückzuführen war.<sup>5</sup> Allerdings verdeutlichte der rapide Wirtschaftsabschwung 2008, dass einige Staaten die guten Bedingungen nicht hinreichend für die Bildung von Haushaltsüberschüssen genutzt hatten und ihnen in der nun ungünstigeren Lage der finanzpolitische Freiraum fehlt. In manchen Ländern verschlechterte sich das Haushaltsergebnis im Jahr 2008 drastisch, was die mangelnde politische Strenge und die Auswirkungen des Konjunkturzyklus widerspiegelte.

Bei der Bruttoverschuldung des Staates bestehen die großen nationalen Unterschiede, die 2004 vorherrschten, weiterhin fort. Im Jahr 2004 lag die Bruttoschuldenquote in Zypern, Ungarn und Malta bei oder über dem Richtwert von 60 %

5 Ende 2008 war Ungarn das einzige Land, das einer EU-Ratsentscheidung über die Feststellung eines übermäßigen Defizits unterlag. In anderen NMS waren die Defizitverfahren eingestellt worden (im Fall Zyperns und Maltas geschah dies im Jahr 2007, im Fall der Tschechischen Republik, Polens und der Slowakei Mitte 2008).

**Tabelle 2 Finanzielle Lage der öffentlichen Haushalte**

(in % des BIP)

	Durchschnitt 1999-2003	Finanzierungssaldo			Bruttoverschuldung		
		2004	2006	2008	Durchschnitt 1999-2003	2004	2008
Bulgarien	-0,2	1,6	3,0	3,2	64,1	37,9	13,8
Tschechische Republik	-5,3	-3,0	-2,7	-1,2	23,7	30,4	27,9
Estland	-0,4	1,7	2,9	-2,0	5,4	5,0	4,3
Zypern	-4,0	-4,1	-1,2	1,0	62,3	70,2	48,1
Lettland	-2,5	-1,0	-0,2	-3,5	13,4	14,9	16,0
Litauen	-2,6	-1,5	-0,4	-2,9	22,6	19,4	17,1
Ungarn	-5,7	-6,4	-9,3	-3,3	55,9	59,4	71,9
Malta	-7,1	-4,7	-2,3	-3,5	60,9	72,1	63,3
Polen	-4,3	-5,7	-3,8	-2,5	40,7	45,7	45,5
Rumänien	-3,2	-1,2	-2,2	-5,2	23,9	18,7	15,2
Slowenien	-3,0	-2,2	-1,2	-0,9	26,8	27,2	22,1
Slowakei	-7,4	-2,3	-3,5	-2,2	46,6	41,4	28,6
EW12 <sup>1)</sup>	-1,9	-2,9	-1,3	-1,7	68,5	69,5	68,7

Quelle: Zwischenprognose der Europäischen Kommission vom Januar 2009.

1) Die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die zwölf EU-Mitgliedstaaten, die die Gemeinschaftswährung vor 2004 eingeführt haben.

des BIP, während die baltischen Staaten und Rumänien eine niedrige Quote von unter 20 % des BIP auswiesen. In den letzten fünf Jahren ging der Schuldenstand im Verhältnis zum BIP in den meisten NMS hauptsächlich aufgrund eines stärkeren Wirtschaftswachstums zurück. Lediglich in Ungarn und Lettland verzeichnete die Schuldenquote in diesem Zeitraum einen Anstieg, und zwar um 12,5 Prozentpunkte bzw. rund 1 Prozentpunkt. In der Tschechischen Republik, Lettland, Ungarn und Rumänien war der Anteil der kurzfristigen Verbindlichkeiten (d. h. mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr) an der gesamten Staatsverschuldung 2007 relativ hoch, wodurch diese Länder tendenziell stärker von den sinkenden Kapitalzuflüssen betroffen waren. Gleichzeitig war in manchen Ländern der Anteil der auf Fremdwährungen (vor allem auf Euro) lautenden Schuldtitel am Gesamtschuldenstand vergleichsweise hoch; dies brachte die Gefahr einer potenziellen Abwertung ihrer nationalen Währung mit sich.<sup>6</sup>

In einem von starker „Aufholdynamik“ geprägten wirtschaftlichen Umfeld muss die Finanzpolitik vor allem auf die Förderung eines nachhaltigen Wachstums und die Eindämmung des Inflationsdrucks ausgerichtet sein. Angesichts der schwierigen Finanzlage und des großen Investitionsbedarfs unter anderem im Bereich Infrastruktur und Bildung waren viele Staaten darauf bedacht, ihre Ausgabenstruktur zugunsten produktivitätsfördernder Kategorien zu verlagern und somit das Verhältnis ihrer vermögenswirksamen Ausgaben zum BIP nach oben zu korrigieren. Dies wurde durch umfangreiche Zuwendungen im Rahmen der EU-Kohäsionspolitik gefördert, wobei sich die zugeteilten Beträge in den Jahren 2007 und 2008 im Durchschnitt auf über 2 % des BIP des jeweiligen Landes beliefen.<sup>7</sup>

Gleichzeitig versuchten einige NMS, das Potenzialwachstum zu erhöhen, indem sie Reformen im Bereich ihrer Steuer- und Sozialleistungssysteme vorantrieben. Dadurch wurde der Steuer- und Abgabenkeil für Arbeitskräfte verringert, um die Arbeitsanreize zu erhöhen und damit Tätigkeiten in der Schattenwirtschaft zu reduzieren und das Arbeitsangebot zu steigern. Einige Staaten vereinfachten ihr Einkommensteuersystem, viele davon durch die Einführung einer Pauschalbesteuerung und die Verbreiterung der Besteuerungsgrundlage.<sup>8</sup> Andere führten Reformen ihrer Sozialversicherungssysteme, hauptsächlich im Bereich der Alterssicherung und des Gesundheitswesens, durch. Zum Jahresende 2008 hatten die meisten NMS, nämlich Bulgarien, die baltischen Staaten, Ungarn, Polen, Rumänien und die Slowakei, obligatorische kapitalgedeckte Säulen der Altersversorgung eingerichtet. Dennoch wird vor dem Hintergrund der Bevölkerungsalterung in den nächsten Jahren mit einem Anstieg der alterungsbedingten Staatsausgaben in den meisten neuen EU-Ländern gerechnet, was die Tragfähigkeit der derzeitigen Alterssicherungssysteme auf den Prüfstand stellen wird.<sup>9</sup>

Insgesamt wurde deutlich, dass die finanzpolitischen Entscheidungen angesichts des in vielen Ländern beobachteten starken Wachstums des realen BIP sowie steigender Inflation nicht hinreichend strikt waren, um die sich abzeichnenden makroökonomischen Ungleichgewichte einzudämmen. In vielen Fällen stiegen die Löhne im öffentlichen Sektor deutlich schneller an als das Wirtschaftswachstum. Was den Haushaltsrahmen betrifft, so deutet die Entwicklung der Staatsausgaben im Jahresverlauf auf Schwachstellen beim Haushaltsvollzug hin. Unerwartete Mehreinnahmen oder Mittel, die an anderer Stelle eingespart wurden, werden vornehmlich am Jahresende ausgegeben, wobei sich eine Tendenz zu prozyklischen Ausgaben und zum Ris-

6 Siehe EZB, Konvergenzbericht, Mai 2008.

7 Dies gilt nicht für Zypern und Malta. Zuteilungen aus EU-Mitteln stimmen nicht mit den tatsächlichen Zahlungen überein und steigen aufgrund von Anlaufschwierigkeiten für gewöhnlich gegen Ende des Planungszeitraums an. Weitere Einzelheiten finden sich in C. Kamps, N. Leiner-Killinger und R. Martin, *The cyclical impact of EU cohesion policy on fast growing EU countries*, in: *Intereconomics*, Bd. 1, 2009.

8 Siehe EZB, Flat tax in Mittel- und Osteuropa, Kasten 10, Monatsbericht September 2007.

9 Ausschuss für Wirtschaftspolitik und Europäische Kommission, *The impact of ageing on public expenditure: projections for the EU25 Member States on pension, health care, long-term care, education and unemployment transfers (2004-2050)*, 2006.



kieren einer ineffizienten Verteilung knapper staatlicher Gelder erkennen lässt. Entsprechend wird die Gefahr einer prozyklischen Finanzpolitik auch durch die Bildung von Rücklagen, die ohne weitere Zustimmung des Parlaments ausgeben werden dürfen, erhöht.

Ende 2008 erhielten Ungarn und Lettland unter anderem vom Internationalen Währungsfonds und von der EU finanzielle Unterstützung, da sich die Deckung ihres Bedarfs an Außenfinanzierungsmitteln zunehmend schwierig gestaltete. Im März 2009 gab auch die rumänische Regierung bekannt, dass das Land internationale

Finanzhilfe benötige. Ende März trafen die rumänischen Behörden im Rahmen eines koordinierten Finanzhilfepaketes unter Beteiligung der EU und anderer multilateraler Finanzinstitute mit dem IWF eine Vereinbarung auf Stabsebene. Haushaltspolitiken, die die Investoren nicht davon überzeugen konnten, dass es gelingen würde, makroökonomische und finanzielle Ungleichgewichte einzudämmen (Lettland und Rumänien) oder die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zu gewährleisten (Ungarn), trugen zu dieser Entwicklung bei.

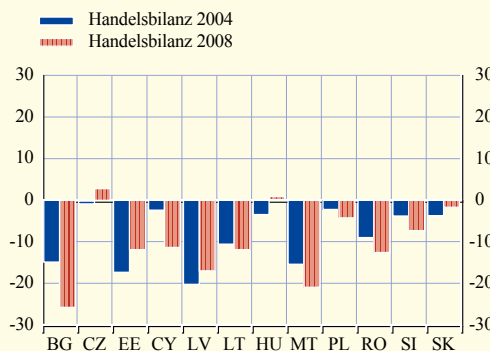
### 3.5 ENTWICKLUNG DES HANDELS UND INTEGRATION

Seit 2004 hat sich der Handel in den neuen Mitgliedstaaten beträchtlich ausgeweitet, und die meisten dieser Länder haben ihren Marktanteil an den weltweiten Exporten deutlich erhöht. Trotz der starken Exportleistung führte die lebhaftere Inlandsnachfrage jedoch dazu, dass sich die Handelsbilanzdefizite in den neuen EU-Ländern in den vergangenen fünf Jahren vergrößert haben; dies war insbesondere in Ländern mit festen Wechselkurssystemen der Fall (siehe Abbildung 5). Durch die Ausbreitung der Finanzkrise und das schrumpfende Wachstum hat sich gleichzeitig die Entwicklung bei den Einfuhren teilweise umgekehrt, was in vielen NMS – insbesondere in den baltischen Staaten – im Laufe des vergangenen Jahres zu einer Verringering der Handelsdefizite beitrug.

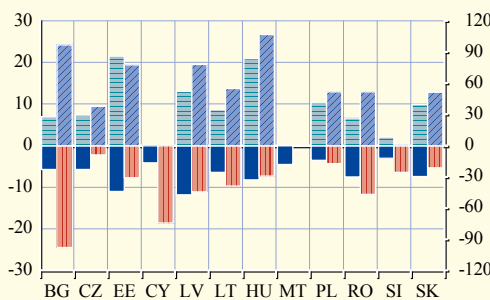
Bei der Produktstruktur der Exporte ist trotz einer gewissen Heterogenität zu erkennen, dass in der überwiegenden Mehrheit der Länder immer noch deutlich mehr Güter als Dienstleistungen ausgeführt werden. Einige Volkswirtschaften wie die Tschechische Republik, Litauen und die Slowakei haben den Anteil der Güter an ihren Exporten tendenziell vergrößert, während in anderen die Ausfuhren von Dienstleistungen stärker expandierten. Letzteres traf auf Rumänien und in verstärktem Maße auf Malta zu, wo im vergangenen Jahr mehr Dienstleistungen als Güter exportiert wurden.

Abbildung 5 Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus

(in % des BIP)



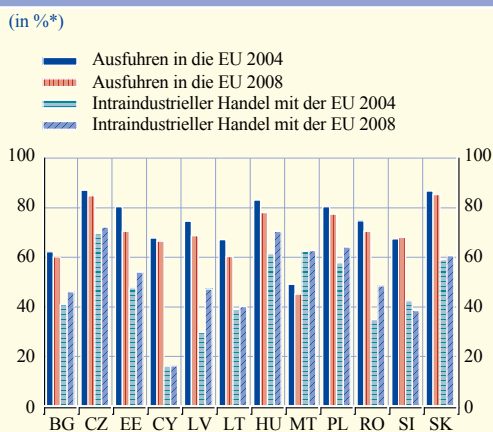
■ Saldo der Leistungsbilanz und der Vermögensübertragungen 2004 (linke Skala)  
 ■ Saldo der Leistungsbilanz und der Vermögensübertragungen 2008 (linke Skala)  
 ■ Netto-Auslandsvermögensstatus 2004 (invertierte Skala, rechts)  
 ■ Netto-Auslandsvermögensstatus 2008 (invertierte Skala, rechts)



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Für Malta stehen keine Daten zum Leistungsbilanzsaldo für 2008 zur Verfügung. Der Netto-Auslandsvermögensstatus bezieht sich in allen Ländern auf September 2008, mit Ausnahme von Zypern und Malta, für die keine Daten verfügbar sind.



**Abbildung 6 Entwicklung des Handels und Integration**



Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.  
 Anmerkung: Die Angaben zum intraindustriellen Handel basieren auf dem Grubel-Lloyd-Index für SITC-3-Daten.  
 \*) Ausfuhren in die EU in % der Gesamtausfuhren; intraindustrieller Handel mit der EU in % des Gesamthandels mit der EU.

Die Spezialisierungsmuster im Handel haben sich in den letzten fünf Jahren ebenfalls verändert, wenn auch in einer von Land zu Land unterschiedlichen Weise. Die Handelsspezialisierung gemäß dem Herfindahl-Index<sup>10</sup> hat sich in den NMS mit Ausnahme Bulgariens und Litauens tendenziell leicht verringert. Slowenien gilt als ein Land, dessen Ausfuhren stark auf eine kleine Anzahl von Industriezweigen konzentriert ist, obgleich sich auch dort die Exportbasis in den vergangenen Jahren offenbar diversifiziert hat. Einen relativ hohen Spezialisierungsgrad weisen aber auch Zypern, Litauen und die Slowakei auf.

Hinsichtlich der geografischen Ausrichtung des Handels haben sich die Ausfuhren der neuen Mitgliedstaaten in den letzten fünf Jahren stärker auf die Märkte außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>11</sup> – sowohl in EU-Staaten als auch in Nicht-EU-Ländern – verlagert. So erhöhte sich in den meisten Ländern der Anteil der Exporte in andere NMS an den Gesamtausfuhren. In vielen

Volkswirtschaften nahm die Bedeutung der Exportmärkte außerhalb der EU ebenfalls beträchtlich zu. Ungeachtet dieses Trends sind in der überwiegenden Mehrheit der neuen Mitgliedstaaten die Ausfuhren in die EU weiterhin deutlich höher als die Exporte in andere Länder (siehe Abbildung 6).

Was die Art der Handelsbeziehungen betrifft, so hat in einigen NMS – insbesondere in Lettland und Rumänien – seit dem EU-Beitritt der intraindustrielle Handel an Bedeutung gewonnen (siehe Abbildung 6). Besonders ausgeprägt scheint er in der Tschechischen Republik sowie in Ungarn, Malta und Polen zu sein, während er in Zypern eine vergleichsweise geringe Rolle spielt. Außer Slowenien betreiben alle NMS intraindustrielle Handelsgeschäfte vornehmlich mit anderen EU-Ländern, wohingegen ihre Beziehungen zu Nicht-EU-Ländern stärker vom interindustriellen Handel geprägt sind. Innerhalb der EU spielt der intraindustrielle Austausch von Gütern und Dienstleistungen zwischen den zwölf neuen Mitgliedstaaten untereinander sogar eine größere Rolle als zwischen den NMS und dem Euro-Währungsgebiet.

### 3.6 ENTWICKLUNG DES FINANZSEKTORS UND INTEGRATION

Durch den Prozess der europäischen Integration wurde der Finanzkreislauf zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den neuen Mitgliedstaaten deutlich verbessert. Die massiven Zuflüsse privater Finanzmittel in die NMS spielten eine Schlüsselrolle bei deren Konvergenz hin zu einem höheren Lebensstandard. Zwar wiesen alle neuen Mitgliedstaaten ein Leistungsbilanzdefizit auf, doch gab es beträchtliche Unterschiede hinsichtlich der Abhängigkeit von Außenfinanzierungsmitteln und der Finanzierungsstruktur der einzelnen Volkswirtschaften.

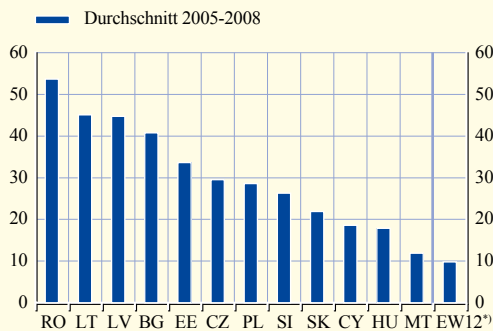
Was die Finanzierungsstruktur betrifft, so gleichen die Tschechische Republik, Polen und die Slowakei ihre Leistungsbilanzdefizite in erster Linie durch Direktinvestitionszuflüsse aus, während andere Länder – insbesondere die baltischen Staaten – umfangreiche Fremdfinanzie-

10 Der Herfindahl-Index ist eine Kennzahl zur Konzentrationsmessung, die für jedes Land und jedes Jahr als Summe der quadrierten Exportanteile sämtlicher Industriezweige innerhalb eines Landes auf der Grundlage der SITC-3-Daten berechnet wird.

11 Die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die zwölf EU-Mitgliedstaaten, welche die Gemeinschaftswährung vor 2004 eingeführt haben.

### Abbildung 7 Kreditvergabe an den privaten Sektor in den neuen Mitgliedstaaten

(Veränderung gegen Vorjahr in %; Jahresdurchschnittswerte monatlicher Daten)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Angaben zu 2004 sind nur für die Tschechische Republik, Lettland und Ungarn verfügbar. Für die Slowakei, Zypern und Malta stehen keine Angaben zu 2005 zur Verfügung. Für die Slowakei sind keine Angaben zu 2006 verfügbar.

\*) Die aggregierten Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die zwölf EU-Mitgliedstaaten, die die Gemeinschaftswährung vor 2004 eingeführt haben.

rungsmittel in Anspruch nahmen, bei denen es sich zumeist um Kredite von Mutterbanken handelte. Dies schlug sich wiederum in einer sehr viel höheren Verschuldung dieser Volkswirtschaften nieder. In allen neuen Mitgliedstaaten spielte jedoch der Bankensektor eine wichtige Rolle bei der Intermediation von Kapitalzuflüssen, was dazu führte, dass die Finanzmärkte rascher an Tiefe gewannen. So stieg zum Beispiel von 2001 bis 2007 der Anteil der Vermögenswerte von Zweigstellen und Tochtergesellschaften der in EU-Mitgliedstaaten ansässigen Kreditinstitute an den gesamten Bankaktiva der NMS im Durchschnitt von 40 % auf 78 %; in der Tschechischen Republik, Estland und der Slowakei erhöhte er sich auf über 90 %.

Seit dem EU-Beitritt führte die intensive Nutzung ausländischer Finanzmittel oftmals zu einer erheblichen Verschlechterung des Netto-Auslandsvermögensstatus. Im September 2008 lag der negative Saldo des Auslandsvermögens in vielen neuen EU-Ländern über 50 % des BIP und in Ungarn sogar bei 100 %; nur in Slowenien war der Netto-Auslandsvermögensstatus weitgehend ausgeglichen (siehe Abbildung 5). Die Verfügbarkeit ausländischer Finanzmittel begünstigte in allen NMS eine Ausweitung des Kreditvolumens und trug zuweilen zum Entste-

hen von Aktien- oder Immobilienpreisblasen bei. Das jährliche Wachstum der Kreditvergabe an den privaten Sektor belief sich im Durchschnitt auf mehr als 30 %, wobei die Ergebnisse der einzelnen Länder sehr stark differierten (siehe Abbildung 7).<sup>12</sup> Gleichzeitig wurde das Bankkreditgeschäft in den NMS zunehmend von Fremdwährungskrediten geprägt; ihr Anteil an den gesamten Ausleihungen schwankte von über 80 % in Estland bis unter 10 % in der Tschechischen Republik.<sup>13</sup> Die starke Abhängigkeit von ungesicherten Fremdwährungskrediten birgt Risiken für die Finanzmarktstabilität in den betreffenden Ländern, da größere Wechselkursverluste negative Auswirkungen auf die Bilanzen der privaten Haushalte und der Unternehmen hätten und so deren Schuldendienstfähigkeit verringern und die Wahrscheinlichkeit von Kreditausfällen steigern würden.

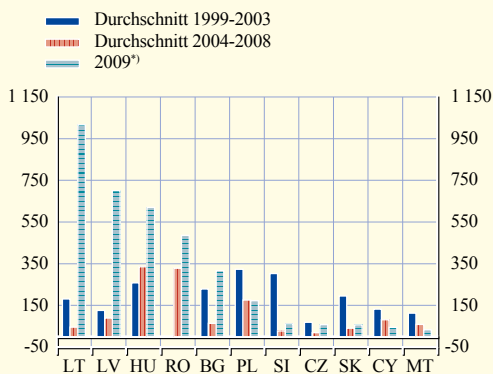
In vielen neuen Mitgliedstaaten sind Leistungsbilanzdefizite – soweit sie günstige Anlagemöglichkeiten und eine intertemporale Konsumglättung widerspiegeln – ein typisches Merkmal des Aufholprozesses (siehe Abbildung 5). Einige der anhaltenden, sehr hohen Defizite in der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen hängen jedoch auch mit der lebhaften Inlandsnachfrage und günstigen globalen Finanzierungsbedingungen zusammen. Der Ausbruch der weltweiten Finanzmarkturbulenzen im Jahr 2008 und ihr Übergreifen auf die Realwirtschaft führten zu einem deutlich langsameren Anstieg der Inlandsnachfrage und einer größeren Zurückhaltung der ausländischen Investoren bei der

<sup>12</sup> Die rasche Ausweitung des Kreditvolumens steht in engem Zusammenhang mit der ursprünglichen Finanzmarktiefe der neuen Mitgliedstaaten. In den meisten NMS ist der Kreditforderungsbestand noch immer niedrig im Vergleich zu ihrem Einkommensniveau und gemessen an den Ständen, die sie erreichen würden, wenn sich das Pro-Kopf-Einkommen weiterhin dem Euroraum-Niveau annäherte.

<sup>13</sup> Das Zinsgefälle zwischen inländischer und ausländischer Währung ist ein wichtiger Bestimmungsfaktor bei der Entscheidung, ob Kredite in eigener Währung oder in Fremdwährung aufgenommen werden sollen. Die Glaubwürdigkeit des zugrunde liegenden Währungssystems und Erwartungen hinsichtlich der Wechselkursentwicklung und der Inflationsunterschiede spielen zusammen mit nationalen Besonderheiten ebenfalls eine wichtige Rolle. Siehe C. Rosenberg und M. Tirpák, Determinants of foreign currency borrowing in the new Member States of the EU, Working Paper Nr. 173 des IWF, 2008.

**Abbildung 8 Renditeabstände langfristiger Staatsanleihen gegenüber dem Euro-Währungsgebiet**

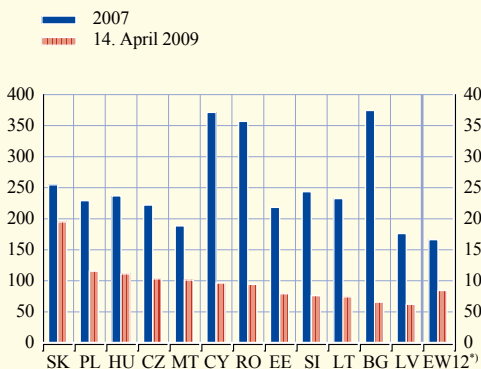
(in Basispunkten; Jahresdurchschnittswerte monatlicher Daten)



Quelle: EZB.  
Anmerkung: Die neuen Mitgliedstaaten sind in der Reihenfolge des durchschnittlichen Renditeabstands im Jahr 2009 angeordnet, beginnend mit dem größten.  
\*) Durchschnitt bis März 2009.

**Abbildung 9 Aktienkursindizes**

(Indizes am 30. April 2004 auf Basis 100 umgestellt; Daten am Ende des Berichtszeitraums)



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und EZB-Berechnungen.  
Anmerkung: Die neuen Mitgliedstaaten sind in der Reihenfolge der Entwicklung des Aktienkursindex zwischen dem 30. April 2004 und dem 14. April 2009 angeordnet, beginnend mit der besten.  
\*) Der Index für das Euro-Währungsgebiet ist der Dow Jones Euro STOXX.

Kreditvergabe, was in einigen NMS zu einem Abbau der Defizite beitrug. Gleichwohl kam es aufgrund der Schwierigkeiten bei der Finanzierung der bestehenden großen Ungleichgewichte in einigen Ländern zu akuten Zahlungsbilanzkrisen, was dazu führte, dass der IWF und die EU die genannten Hilfsprogramme für Ungarn, Lettland und Rumänien beschlossen.

Vor dem Hintergrund des staatlichen Finanzierungsbedarfs und der Zusage der jeweiligen Regierungen, wichtige Voraussetzungen für die Entwicklung nationaler Anleihemärkte zu schaffen, sind seit Ende der Neunzigerjahre in einigen Ländern auch die Märkte für Staatsanleihen beträchtlich gewachsen. Im Vergleich zu den Euro-Ländern haben die neuen Mitgliedstaaten zumeist relativ kleine und wenig liquide Anleihemärkte, obgleich sich das Verhältnis von ausstehenden Staatsanleihen zum BIP zwischen 2000 und 2007 mehr als verdoppelt hat.

Bei den Langfristzinsen bewegen sich die Renditen der Staatsanleihen der meisten NMS seit ihrem EU Beitritt tendenziell nach unten. Im Jahr 2007 betrug der Spread zwischen 15 Basispunkten in der Tschechischen Republik und über 300 Basispunkten in Rumänien und Ungarn. Ab

Mitte 2007 hat sich die weltweite Finanzmarktkrise auf die Anleihemärkte ausgewirkt; eine allgemein zunehmende Risikoaversion der Anleger sowie durch die Flucht in sichere Anlageformen bedingte Portfolioumschichtungen führten zu einer deutlichen Abschwächung der Nachfrage nach nationalen Staatsanleihen. Außerdem trieben die Verschlechterung der gesamtwirtschaftlichen Bedingungen und das in den einzelnen Ländern zunehmend unterschiedlich wahrgenommene Kreditrisiko die Renditeabstände bei Staatsanleihen auf historische Höchststände, die sich zum Beispiel in den neuen Mitgliedstaaten im März 2009 auf über 900 Basispunkte beliefen (siehe Abbildung 8).

Neben den Märkten für Staatsanleihen spielen auch die Aktienmärkte in den NMS seit ihrem EU-Beitritt eine wichtige Rolle als Stütze des Wirtschaftswachstums,<sup>14</sup> da sie den börsennotierten Unternehmen Liquidität zur Verfügung stellen und Anlegern aus dem In- und Ausland hohe Renditechancen bieten. Allerdings sind die Aktienmärkte im Vergleich zu denen der Eurolän-

<sup>14</sup> Siehe S. Iorgova und L. Ong, The capital markets of emerging Europe: institutions, instruments and investors, Working Paper Series Nr. 103 des IWF, 2008.

der nach wie vor relativ klein. Ende 2008 machte die Börsenkapitalisierung in Bulgarien, der Tschechischen Republik, Polen und der Slowakei rund 20 % des BIP aus, während sie in Ungarn bei über 10 % lag. In den übrigen Ländern außerhalb des Euroraums belief sie sich auf unter 10 %. Zypern und Malta weisen aufgrund ihrer weiter entwickelten Finanzmärkte sehr viel höhere Verhältniszahlen auf. In den meisten Ländern liegt der Anteil deutlich unter dem Euroraum-Niveau, das Ende vergangenen Jahres 38 % betrug.

Der EU-Beitritt dieser Länder weckte weltweit das Interesse vieler Anleger, was sich daran erkennen lässt, dass fast alle Aktienindizes im Vergleich zu den Aktienkursen des Euroraums kräftig zulegten (siehe Abbildung 9). Mitte 2007 erreichten die Aktienmarktkurse in allen neuen Mitgliedstaaten historische Höchststände. Seither kam es jedoch zu heftigen Kurseinbrüchen, die sich infolge der Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 beschleunigten. Ende vergangenen Jahres verzeichneten die neuen EU-Länder Kursverluste von durchschnittlich 60 %; in Bulgarien waren es sogar nahezu 80 %.

#### 4 KÜNFTIGE HERAUSFORDERUNGEN

Die neuen Mitgliedstaaten dürften sich auf dem Weg zur Einführung des Euro sowie hinsichtlich der Gewährleistung einer reibungslosen Integration in das Euro-Währungsgebiet (sobald sie voll an der WWU teilnehmen) mit drei großen Herausforderungen konfrontiert sehen: a) Sicherstellung der gesamtwirtschaftlichen Stabilität, b) Gewährleistung einer soliden Finanzpolitik und c) Erzielung weiterer Fortschritte bei den Strukturreformen.

##### 4.1 SICHERSTELLUNG GESAMTWIRTSCHAFTLICHER STABILITÄT

In den vergangenen Jahren wurden in den meisten neuen Mitgliedstaaten große Fortschritte bei der realen Konvergenz erzielt, wobei es jedoch deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern gab. In Ungarn ist die Konvergenz ins Stocken geraten; hier machen sich die beträchtli-

chen Haushaltsungleichgewichte bemerkbar, die sich im Laufe der Zeit akkumuliert haben. Auch in anderen NMS verlief der Aufholprozess – wie die letzten Jahre zeigten – nicht immer reibungslos. So kam es in einigen Ländern zu Überhitzungsphasen, die durch starke Abweichungen von der Preisstabilität und große außenwirtschaftliche Ungleichgewichte, gefolgt von umfassenden Produktionskorrekturen, gekennzeichnet waren und mit starken Schwankungen der Vermögenspreise einhergingen. Es ist daher für alle Länder der Region eine vordringliche Aufgabe, vor dem Hintergrund inländischer Preisstabilität und einer nachhaltigen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung für die Fortsetzung der realen Konvergenz zu sorgen.

Was die Preisstabilität betrifft, so zeigt die Erfahrung der ersten Jahre der EU-Mitgliedschaft, dass es für Länder mit einer im Vergleich zum Euroraum beträchtlichen Einkommenslücke zielführender war, den Preisauftrieb durch Inflationssteuerung im eigenen Land unter Kontrolle zu halten, als eine Anbindung ihrer Wechselkurse vorzunehmen. Dies überrascht nicht, da ein höheres trendmäßiges Potenzialwachstum als im Euroraum ein Zeichen dafür ist, dass die realen Wechselkurse der NMS-Währungen gegenüber dem Euro allmählich steigen. Eine solche reale Aufwertung muss sich in einem Inflationsgefälle, einem Anstieg der nominalen Wechselkurse oder in einer Kombination aus beidem niederschlagen. Länder, die sich für einen festen Wechselkurs entschieden haben, weisen daher zwangsläufig eine höhere Inflationsrate auf als diejenigen Länder, die eine Aufwertung ihrer Währung zulassen. Allerdings besteht bei ihnen auch die Gefahr, dass relativ niedrige Zinssätze zu einer übermäßigen Kreditaufnahme führen. Dies könnte wiederum die Inlandsnachfrage stimulieren und den Inflationsdruck verstärken, was auf mittlere Sicht die Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit verringert und zu hohen außenwirtschaftlichen Defiziten beiträgt. Darüber hinaus könnte ein derart niedriges Zinsniveau zu auf Dauer nicht hinnehmbaren Vermögenspreissteigerungen führen. Für Länder mit einer Inflationszielstrategie ist die Gewährleistung von Preisstabilität grundsätzlich einfacher, da sie ihre heimischen Zinssätze alleine regulieren. In diesen

Ländern kam es jedoch aufgrund einer übergroßen Volatilität des nominalen Wechselkurses infolge von Veränderungen der Anlegerstimmung und der Risikoprämien bisweilen auch zu Problemen bei der Durchführung der Geldpolitik.

Eine große Herausforderung für alle neuen Mitgliedstaaten besteht darin, die umfangreichen Kapitalströme, die durch den höheren Grenzertrag des Sachkapitals in diesen Ländern angezogen werden, in geordnete Bahnen zu lenken. Mögliche negative Auswirkungen der Kapitalzuflüsse hängen weitgehend von der Struktur und Verwendung der Fremdfinanzierungsmittel ab. Sofern die Kapitalströme auf die Steigerung des Potenzialwachstums in den neuen Mitgliedstaaten und die Verbesserung ihrer langfristigen Schuldentilgungsfähigkeit ausgerichtet sind, stärken die Kapitalzuflüsse die Fundamentaldaten der Wirtschaft. In vielen NMS handelte es sich bei den Kapitalzuflüssen jedoch zum Großteil um grenzüberschreitende Transaktionen, die – begünstigt durch die größere Tiefe des Finanzmarkts – bis zuletzt das Wachstum der Inlandskredite für Konsumzwecke oder spekulative Anlagen im Baugewerbe beschleunigt haben. Folglich wurde die Exportbasis in vielen Ländern nicht wesentlich gestärkt, während die Fremdfinanzierungsmittel zu einer erhöhten ausländischen Schuldenquote beitragen, welche die Länder anfälliger für Stimmungsänderungen der Anleger macht. Außerdem gingen in den meisten neuen Mitgliedstaaten die hohen Kapitalzuflüsse mit einem kräftigen Anstieg der Vermögenspreise – vor allem der Preise für Wohnimmobilien – einher. Darüber hinaus gibt vor allem der große und wachsende Anteil der auf Euro und andere ausländische Währungen lautenden ungesicherten Kredite Anlass zur Sorge, da er die Anfälligkeit des privaten Sektors für Wechselkursschwankungen erhöht. Der rapide Anstieg der zuvor relativ geringen Kreditzusagen an die Privatwirtschaft spiegelte zwar zum Teil den laufenden Konvergenzprozess und strukturelle Verbesserungen im Bankensektor (wie Privatisierung und zunehmenden Wettbewerb) wider, doch stellte er während des Aufholprozesses ein Problem für die Stabilität der Gesamtwirtschaft und des Finanzsystems dar.

Die Erfahrungen der neuen Mitgliedstaaten der letzten fünf Jahre deuten darauf hin, dass sich ein vorübergehender, durch Kapitalzuflüsse verstärkter Nachfrageboom wohl nur schwer verhindern lässt. Um eine nachhaltige Konvergenz zu erreichen, ist es wichtig, diese Fremdfinanzierungsmittel nicht primär zur Förderung der Inlandsnachfrage, sondern vielmehr zur Entwicklung einer Exportbasis mit wachsendem Mehrwert zu verwenden. Die Durchführung einer soliden Geld- und Finanzpolitik, die Umsetzung von Strukturreformen sowie eine Verbesserung der Institutionen und des Geschäftsumfelds scheinen unerlässlich, um Preisstabilität zu erreichen und zu wahren und gleichzeitig die Risiken exzessiver Konjunkturschwankungen zu begrenzen. In diesem Zusammenhang ist es ebenfalls wichtig, die Bilanzrisiken in den betreffenden Volkswirtschaften durch möglichst geringe Schwankungen der Vermögenspreise und Wechselkurse einzudämmen.

#### 4.2 GEWÄHRLEISTUNG EINER SOLIDEN FINANZPOLITIK

Die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung zeigt, dass die Länder, deren Finanzpolitik nicht als solide erachtet wird, besonders stark von der Finanzkrise betroffen sind. So hat das übermäßige Defizit, das Ungarn seit dem Beitritt zur EU im Jahr 2004 fortlaufend aufweist, das Vertrauen in die Finanzpolitik des Landes untergraben und zu den Anfang 2009 beobachteten wirtschaftlichen Problemen beigetragen. Daher ist es von entscheidender Bedeutung, dass die Finanzpolitik der neuen Mitgliedstaaten fest verankert ist und die Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts durch Vermeidung eines übermäßigen Defizits erfüllt werden.

Der Zwischenprognose der Europäischen Kommission vom Januar 2009 zufolge werden für das laufende Jahr in den baltischen Staaten, Ungarn, Polen und Rumänien Haushaltsdefizite erwartet, die bei oder über dem Referenzwert von 3 % des BIP liegen. Sie dürften z. B. in Lettland mit 6,3 % des BIP und in Rumänien mit 7,5 % des BIP sehr hoch ausfallen. Die Schuldenquoten werden den Projektionen zufolge in den meisten NMS zuneh-





men, wobei der größte Anstieg in Lettland (um 14,4 Prozentpunkte im Jahr 2009) erwartet wird. Angesichts der aktuellen Lage, d. h. der Änderung der Anlegerstimmung zugunsten anderer Titel als Vermögentitel der Schwellenländer, sich verschlechternden Wachstumsaussichten und noch immer bestehenden makroökonomischen Ungleichgewichten in mehreren Ländern, ist die Haushaltskonsolidierung von wesentlicher Bedeutung, um das Vertrauen in die Solidität der öffentlichen Finanzen und die Gesamtwirtschaft zu stützen. Dies trifft insbesondere auf jene Länder zu, in denen die Anfälligkeit der Haushalte durch außenwirtschaftliche Ungleichgewichte verstärkt wird und in denen in Zeiten einer günstigen Konjunktur keine ausreichend hohen Überschüsse erzielt wurden. Daher sollten Länder mit einem hohen Haushaltsdefizit ihre öffentlichen Finanzen so bald wie möglich konsolidieren und eine ausreichende Sicherheitsmarge gewährleisten, um ein Überschreiten der Defizitobergrenze von 3 % des BIP gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt zu vermeiden. Für eine wirksame Verringerung ihrer Anfälligkeit gegenüber niedrigeren Kapitalzuflüssen sollten Regierungen mit einem Refinanzierungsrisiko verbunden mit einer hohen Fremdwährungsschuld und/oder einem hohen Anteil an kurzfristigen Schulden beginnen, ihre Schuldenstruktur entsprechend anzupassen.

Um übermäßige konjunkturelle Schwankungen zu verhindern, sollte sich die Finanzpolitik grundsätzlich ehrgeizige mittelfristige Haushaltsziele setzen und in guten Zeiten Haushaltsüberschüsse erzielen, um im Falle eines Konjunkturabschwungs genügend Spielraum zu haben. Dabei gilt es darauf zu achten, dass die Stärke der strukturellen Haushaltslage in Zeiten raschen Wachstums nicht überschätzt wird.<sup>15</sup> Außerdem gilt es die nötige Haushaltsdisziplin zu wahren, um die Inflation einzudämmen. Die empirische Evidenz deutet darauf hin, dass eine ausgabenseitige Haushaltskonsolidierung in diesen Ländern tendenziell erfolgreicher ist, da sie die Glaubwür-

digkeit finanzpolitischer Reformen erhöht.<sup>16</sup> Insofern ist es wichtig, dass die Entwicklung der Löhne im öffentlichen Dienst angesichts ihrer führenden Rolle für die allgemeine Lohnentwicklung in einigen Ländern die Wettbewerbsfähigkeit stärkt und die Inflation eindämmt. Außerdem sind die Regierungen gut beraten, ihre Systeme zur Altersversorgung und Lohnindexierung im öffentlichen Sektor zu prüfen, um sicherzustellen, dass sie ihre Staatsausgaben in Zeiten rückläufigen Wachstums und schlechterer Haushaltspositionen nicht erhöhen. Darüber hinaus darf die Verwendung unter anderem von EU-Mitteln keine prozyklischen Effekte in Zeiten starken Wachstums nach sich ziehen.

Schließlich sollte auch der Umsetzung finanzpolitischer Regeln zur Gewährleistung einer nachhaltigen Entwicklung der öffentlichen Finanzen ein größeres Gewicht beigemessen werden, wie etwa längeren Planungshorizonten, der Einführung verfassungsmäßiger Schuldenobergrenzen, die beim Erreichen dieser Grenze zu Haushaltsanpassungen führen, der Einhaltung der Ausgabenplanung sowie dem Performance Budgeting (d. h. die Bindung der öffentlichen Ausgaben an politische Ergebnisse). Die weltweite Finanzkrise stellt die öffentlichen Finanzen vor große Herausforderungen, bietet aber gleichzeitig die Möglichkeit der Anpassung des finanzpolitischen Handlungsrahmens, um zu gewährleisten, dass die Staatsfinanzen bei künftigen konjunkturellen Abschwungphasen gegebenenfalls tragfähiger sind. Außerdem sollten die Reformen im Bereich der sozialen Sicherungssysteme fortgesetzt werden, um die langfristige Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen sicherzustellen.

### 4.3 UMSETZUNG VON STRUKTURREFORMEN

Die Strukturpolitik kann mittelfristig einen wichtigen Beitrag zur dauerhaften realen Konvergenz und Wettbewerbsfähigkeit leisten. Die rasch zunehmende Anspannung an den Arbeitsmärkten in den neuen EU-Ländern ist teilweise auf Ver-

<sup>15</sup> In schnell expandierenden Volkswirtschaften könnte die Stärke der Haushaltsposition gemessen als struktureller Finanzierungssaldo aufgrund unerwarteter Mehreinnahmen, die bei einem Abschwung möglicherweise aufgezehrt werden, überschätzt werden.

<sup>16</sup> Siehe A. Afonso, C. Nickel und P. Rother, Fiscal consolidation in the Central and Eastern European Countries, in: Review of World Economics, Bd. 142, 2, 2006.



krustungen am Arbeitsmarkt zurückzuführen, die die Risiken einer Überhitzung und eines Inflationsdrucks im Aufholprozess verstärken. Die Qualität des Bildungswesens ist auf mittlere Sicht für die Entwicklung einer Wirtschaft, die auf die Produktion hochwertiger Waren und Dienstleistungen ausgerichtet ist, von wesentlicher Bedeutung. Auch dürften Wachstumsengpässe in einer Wirtschaft mit stark liberalisierten Gütermärkten und einem Geschäftsumfeld, das Wettbewerb und Innovationen fördert, seltener auftreten.

Die strukturellen Merkmale lassen darauf schließen, dass sich die NMS in mehrfacher Hinsicht relativ gut mit dem Euro-Währungsgebiet vergleichen lassen und weitgehend als flexibel erachtet werden können. Tarifverhandlungen werden in den meisten neuen Mitgliedstaaten nicht zentral geführt, sondern auf Unternehmensebene, wobei Gewerkschaften nur eine untergeordnete Rolle spielen. Im Allgemeinen fördern diese Merkmale die Flexibilität bei den Lohnabschlüssen.

Gleichzeitig stehen die neuen EU-Länder vor einer Reihe von strukturellen Herausforderungen. Zwar sind diese größtenteils eher länderspezifisch, doch lassen sich auch einige allgemeine Probleme feststellen. Insbesondere die hohe Besteuerung des Faktors Arbeit und – teilweise als Folge – ein hoher Steuer- und Abgabenkeil stellen in vielen neuen Mitgliedstaaten eine wesentliche Schwachstelle der Arbeitsmärkte dar. Eine Senkung der Besteuerung des Faktors Arbeit, die eng mit der Effizienz der öffentlichen Finanzen zusammenhängt, könnte den NMS helfen, ungenutzte Arbeitskräftereserven einzusetzen. Im Allgemeinen sollte sich die Finanzpolitik auf die Verbesserung der Angebotsseite der Wirtschaft konzentrieren, um Wettbewerbsfähigkeit sowie nachhaltiges Wachstum zu begünstigen. Dies erfordert, dass die Verbesserung der Qualität und Effizienz der Staatsausgaben sowie der Steuer- und Sozialleistungssysteme zur Steigerung der Produktivität stärker im Zentrum steht. In diesem Zusammenhang ist eine gründliche Prüfung der Verwendung von EU-Mitteln zur Effizienzsteigerung ebenfalls unabdingbar. So könnten Ungleichgewichte zwischen den an den

NMS-Arbeitsmärkten angebotenen und nachgefragten Qualifikationen dadurch verringert werden, dass die Bildungssysteme besser auf die Bedürfnisse des Arbeitsmarkts abgestimmt werden und die aktive Arbeitsmarktpolitik stärker in den Blickpunkt rückt; dies würde die Schaffung von Arbeitsplätzen und das Wachstum stützen.

Neben den Herausforderungen für den Arbeitsmarkt und die Finanzpolitik müssen die NMS auch eine Reihe von Maßnahmen zur Verbesserung der Effektivität und Flexibilität ihrer Gütermärkte ergreifen. So ist die Energieintensität des verarbeitenden Gewerbes in vielen neuen Mitgliedstaaten relativ hoch. Die Steigerung der Energieeffizienz ist sowohl zur Stützung des Wachstums als auch zur Erhöhung der Energiesicherheit, die zunehmend an Bedeutung zu gewinnen scheint, wichtig. Außerdem sollten die NMS Innovationen sowie Aktivitäten auf dem Gebiet der Forschung und Entwicklung (F&E) fördern, da Ausgaben in diesem Bereich – vor allem infolge einer geringeren Beteiligung des Unternehmenssektors an den F&E-Ausgaben – tendenziell deutlich niedriger sind als im Euroraum-Durchschnitt. Dies ist teilweise darauf zurückzuführen, dass der Exportsektor in den meisten neuen EU-Ländern von multinationalen Unternehmen dominiert wird, die ihre Forschungsaktivitäten üblicherweise auf ihren jeweiligen Hauptsitz konzentrieren. Eine Politik, die eine größere Beteiligung des privaten Sektors am Bereich Forschung und Entwicklung fördert, würde dazu beitragen, dass die Umwandlung der vorhandenen Güterstrukturen zu Waren und Dienstleistungen mit höherer Wertschöpfung beschleunigt würde.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Fünf Jahre nach dem Beitritt zur EU haben die meisten neuen Mitgliedstaaten deutliche Fortschritte bei der Konvergenz mit dem Euro-Währungsgebiet erzielt und sind gleichzeitig zunehmend in den Euroraum integriert worden. Nach ihrem Beitritt setzten die meisten NMS ihren eingeschlagenen Kurs der wirtschaftlichen Expansion fort, und die Bürgerinnen und Bürger dieser Länder verzeichneten einen Anstieg ihres Lebens-

standards. Gestützt durch das relativ hohe reale BIP-Wachstum wurde ein beträchtlicher Rückgang der Arbeitslosigkeit beobachtet. Die EU-Erweiterung hat auch die Handelsbeziehungen zwischen den NMS und dem Eurogebiet gestärkt, insbesondere im Hinblick auf den intraindustriellen Handel. Jedoch hat sich nicht nur das Handelsaufkommen mit dem Euroraum beträchtlich erhöht, sondern die NMS sind auch stärker auf den Weltmärkten vertreten. Darüber hinaus haben eine engere Finanzbeziehung mit dem Euro-Währungsgebiet sowie eine weitere Vertiefung und Stärkung der Finanzmärkte eine wichtige Rolle beim Wachstum der Finanzierung und bei den Leistungsbilanzdefiziten in den NMS gespielt.

Trotz dieser bedeutenden Erfolge zeigt die Erfahrung der vergangenen fünf Jahre auch, dass die einzelnen Länder unterschiedliche Fortschritte erzielt haben, was größtenteils mit den im Bereich der Geld-, Finanz- und Strukturpolitik getroffenen wichtigen Entscheidungen zusammenhängt. Der Aufholprozess birgt auch Risiken. So stellte die Absorption großer, potenziell volatiler Kapitalzuflüsse im Aufholprozess angesichts des anfangs niedrigen Pro-Kopf-Einkommens in vielen NMS eine Herausforderung dar. Tatsächlich war die starke Expansion in einigen neuen Mitgliedstaaten in den vergangenen Jahren mit dem Entstehen großer außenwirtschaftlicher Ungleichgewichte verbunden, die in vielen Fällen die überhitzte Binnennachfrage widerspiegeln. Außerdem haben niedrige inländische Realzinsen sowie beträchtliche Fremdfinanzierungsmittel in mehreren Ländern die Expansion des Kreditwachstums gestützt, häufig zusammen mit einem kräftigen Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen und der Vermögenspreise (insbesondere der Preise für Wohnimmobilien). Ein großer und steigender Anteil der Kreditaufnahme in Euro und anderen Fremdwährungen hat die Länder für Wechselkursschwankungen anfällig gemacht.

Die internationale Finanzkrise und häufige Stimmungsänderungen der Anleger gegenüber der Region haben die NMS einem zunehmend schwierigen Umfeld rascher – und möglicherweise ungeordneter – Anpassungen ausgesetzt. Die zuvor günstige Expansionsphase war nicht zur Haus-

haltskonsolidierung und zum Aufbau zusätzlicher Puffer im Staatshaushalt genutzt worden, die die anhaltende Anpassung der Produktionsleistung verringert hätten. Zugleich hat das hohe nominale Lohnwachstum trotz der zunehmenden Flexibilität an den Arbeitsmärkten häufig zur Minderung der Kosten- und Preiswettbewerbsfähigkeit in einer Reihe von Ländern beigetragen. Sollte keine Korrektur dieser Trends erfolgen, könnte es zu Rückschlägen im Konvergenzprozess kommen.

Nachdem die neuen Mitgliedstaaten ein hohes Maß an nachhaltiger Konvergenz mit dem Euro-Währungsgebiet erzielt haben, werden sie wohl alle auf längere Sicht letztlich den Euro einführen. Vier dieser Länder haben dies bereits getan. Allerdings stellt der Beitritt zum Euroraum nicht das Endziel dar und sollte nicht als solches angesehen werden. Um alle Vorteile der Teilnahme am Euroraum zu nutzen und insbesondere um eine solche Teilnahme reibungslos zu gestalten, ist es von entscheidender Bedeutung, dass die derzeitigen und künftigen Euro-Länder gut aufgestellt sind. Die Erfolgsrezepte sind bekannt und unterscheiden sich nicht sehr von dem, was ohnehin benötigt wird, um in einer zunehmend globalisierten Welt erfolgreich bestehen zu können. Mit der Einführung des Euro spielt die sehr genaue Beobachtung der Entwicklung der Wettbewerbsindikatoren innerhalb des Eurogebiets eine noch größere Rolle. Eine angemessene Strategie umfasst die Verfolgung einer soliden Finanzpolitik sowie eine umsichtige Finanzaufsicht, die auf einer engen Zusammenarbeit zwischen den Heimatland- und Gastlandaufsehern basiert. Außerdem ist es wichtig, die für eine höhere Flexibilität im Lohn- und Preissetzungsprozess erforderlichen Arbeitsmarkt- und Gütermarktinstitutionen zu stärken sowie Institutionen zu entwickeln, die den Wettbewerb und Investitionen in Human- und Sachkapital fördern. Erst dadurch erzielen die Länder die größten Fortschritte für eine dauerhafte Konvergenz und leisten damit gleichzeitig langfristig einen Beitrag zu einem dynamischen und wettbewerbsfähigen erweiterten Euroraum.

# RATINGAGENTUREN: ENTWICKLUNGEN UND POLITISCHE GRUNDSATZFRAGEN

AUFSÄTZE

Ratingagenturen:  
Entwicklungen und  
politische Grundsatzfragen

*Ratingagenturen kommt an den internationalen Wertpapier- und Bankenmärkten eine entscheidende Funktion zu. Es ist daher unabdingbar, dass sie stets unabhängige, objektive und qualitativ hochwertige Bonitätseinstufungen liefern. Nachdem die Ratinggesellschaften im Hinblick darauf in die Kritik geraten waren, dass sie zur Entstehung der Prozesse beigetragen hätten, die letztlich zum Ausbruch der Finanzkrise führten, setzte auf Grundlage der Einschätzung verschiedener internationaler und nationaler Institutionen eine politische Debatte über die Notwendigkeit ein, den regulatorischen Rahmen für Ratingagenturen zu stärken. Im vorliegenden Aufsatz werden die wichtigsten Aspekte dieser Debatte und die entscheidenden Entwicklungen im Bereich der aufsichtlichen Behandlung von Ratingagenturen erörtert.*

## I EINLEITUNG

Mit der von den Ratingagenturen vorgenommenen Bonitätseinstufung soll die relative Kreditqualität von Unternehmen und Schuldverschreibungen ermittelt werden. Die Kreditqualität wird dabei als Ausdruck der Fähigkeit verstanden, den Schuldendienstverpflichtungen nachzukommen. Hauptgrund für die Nutzung von Ratings sind die Größenvorteile, die sich hinsichtlich der Erhebung und Analyse von Daten ergeben, und die Lösung von Problemen, die durch eine asymmetrische Informationsverteilung zwischen Emittenten und Anlegern bedingt sind (d. h. die Principal-Agent-Problematik).<sup>1</sup> Bedeutung und Einfluss der Ratingagenturen haben mit der Zeit deutlich zugenommen. Ihre Ratings sind Bestandteil der Bonitätsbeurteilungs- und Anlagestrategie zahlreicher Marktteilnehmer geworden. Zugleich haben die Aufsichtsbehörden ihre regulatorische Tätigkeit immer öfter auf Bonitätseinstufungen gestützt. Mit fortschreitender Entwicklung und Komplexität der Märkte wurde von den Ratingagenturen die Abdeckung einer größeren Vielfalt an Märkten und Schuldtiteln erwartet. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Finanzinnovationen und der expandierenden Kreditmärkte sahen sich die Ratingagenturen einem erheblichen Druck ausgesetzt, eine stetig wachsende Zahl an Bonitätsbeurteilungen ohne qualitative Abstriche vorzunehmen. Darüber hinaus versäumten die meisten Marktteilnehmer, einschließlich der vermeintlich versiertesten Akteure, eine sorgfältige Prüfung von Emittenten und Finanzin-

strumenten, delegierten stattdessen ihr Kreditrisikomanagement an Ratingagenturen und verließen sich auf diese. Im Gefolge der Subprime-Krise in den Vereinigten Staaten wurde den Ratingagenturen von vielen Seiten die Schuld an den Erstratings strukturierter Finanzpapiere gegeben, die nicht die tatsächlich mit diesen Wertpapieren verbundenen Risiken widerspiegelten. Die hohe Zahl von Ausfällen bei den hypothekarisch besicherten US-Papieren wurde von den Modellen der Ratingagenturen ebenso wenig vorhergesehen wie die unangemessene Ausgestaltung der Mechanismen zur Liquiditätsunterstützung bei Verbriefungstransaktionen. Als sich die Lage am Kreditmarkt drastisch verschlechterte, versagten diese Mechanismen angesichts ihrer Abhängigkeit von einer Verlängerung der von strukturierten Investmentvehikeln (SIVs) begebenen Schuldtitel. Zudem verwiesen Kritiker auf die unzureichende Überwachung der zunehmend negativen Entwicklung der Sicherheitenpools zur Unterlegung hypothekarisch besicherter Wertpapiere, die bereits vor den beträchtlichen Verwerfungen an den Märkten für Asset-Backed Securities Mitte 2007 erkennbar war. Beobachter machten auch auf Interessenkonflikte aufmerksam, die sich der allgemeinen Einschätzung nach aus den Geschäftsmodellen der Ratingagenturen ergaben. So wurde angeführt, dass Ratingagenturen im Stadium der Strukturierung einer Transaktion eine beratende Funktion gegenüber Emittenten und Finanzintermediären übernehmen und nach gängiger Praxis direkt von den Emittenten oder Originatoren der Verbriefungsgeschäfte bezahlt werden.

Vor diesem Hintergrund riefen nationale und internationale Stellen eine Reihe von Initiativen ins Leben. Auf internationaler Ebene überarbei-

<sup>1</sup> F. González, F. Haas, R. Johannes, N. Persson, L. Toledo, R. Violi, M. Wieland und C. Zins, Market dynamics associated with credit ratings: a literature review, Occasional Paper Nr. 16 der EZB, Frankfurt am Main, Juni 2004.

tete die Internationale Organisation der Wertpapieraufsichtsbehörden (International Organization of Securities Commissions – IOSCO) im Mai 2008 ihren Verhaltenskodex für Ratingagenturen, um die Richtlinien zur Qualität und Integrität der Bonitätseinstufungen, zur Unabhängigkeit der Ratingagenturen und zur Vermeidung von Interessenkonflikten zu verbessern. In den Vereinigten Staaten baute die Securities and Exchange Commission (SEC) den regulatorischen Rahmen dahingehend weiter aus, dass etwa der Handhabung von Bedenken im Zusammenhang mit Interessenkonflikten, der Steigerung der Transparenz und dem Ziel eines nicht übermäßig auf Ratings gestützten regulatorischen Rahmens besser entsprochen werden kann. In Europa verabschiedete die Europäische Kommission nach einem öffentlichen Konsultationsverfahren am 12. November 2008 einen Gesetzesvorschlag für eine Verordnung.

Dieser Aufsatz soll einen Überblick über die wichtigsten derzeit laufenden politischen Initiativen geben und gliedert sich wie folgt. In Abschnitt 2 wird die regulatorische Entwicklung vor Beginn der Finanzkrise beschrieben. Abschnitt 3 beleuchtet die politische Debatte, die durch die Finanzkrise ausgelöst wurde. In Abschnitt 4 findet sich eine Zusammenfassung der vom Eurosystem eingeleiteten Initiativen zur Beaufsichtigung der Ratingagenturen. In Abschnitt 5 folgt ein abschließendes Fazit.

## **2 ÜBERBLICK ÜBER DIE REGULATORISCHE ENTWICKLUNG IN BEZUG AUF RATINGAGENTUREN VOR DER FINANZKRISE 2007**

Der Markt für Bonitätseinstufungen weist eine spezifische Struktur auf, da er von drei großen internationalen Unternehmen dominiert wird (Standard & Poor's, Moody's Investors Service und Fitch Ratings). Der Hauptsitz und die wichtigsten Managementfunktionen dieser Gesellschaften sind in den Vereinigten Staaten angesiedelt. In der EU sind sie in mehreren Ländern durch Zweigniederlassungen vertreten.<sup>2</sup> Angesichts der Bedeutung einer engen

Kooperation auf internationaler Ebene und der Notwendigkeit, global operierende Unternehmen konsistenten Standards zu unterwerfen, stellen diese Merkmale der Ratingbranche den Aspekt der Internationalität in der politischen Debatte über mögliche regulatorische Initiativen im Zusammenhang mit Ratingagenturen deutlich heraus.

Die politische Debatte über die Notwendigkeit verbesserter regulatorischer Maßnahmen für Ratingagenturen setzte 2003 im Gefolge größerer Unternehmensskandale in der Europäischen Union und in den Vereinigten Staaten ein. Den Ratingagenturen wurde vorgeworfen, diese unternehmerischen Fehlleistungen nicht vorhergesehen zu haben, was eine Reihe politischer Initiativen zur Folge hatte.

Auf internationaler Ebene legte die IOSCO im September 2003 einen Bericht und Grundsätze für Aufsichtsbehörden, Ratingagenturen und andere Marktteilnehmer vor, um deren Schutzmechanismen zur Wahrung der Integrität des Ratingverfahrens zu verbessern.<sup>3</sup> Im Dezember 2004 wurde ein Verhaltenskodex<sup>4</sup> veröffentlicht, der den Ratingagenturen als Modell dienen sollte, um eigene Verhaltenskodizes zur Umsetzung der IOSCO-Grundsätze auszuarbeiten.

Nach einer EntschlieÙung des Europäischen Parlaments vom Februar 2004<sup>5</sup> verabschiedete die Europäische Kommission am 11. März 2006 nach Anhörung des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators – CESR) eine

2 Ein Überblick über die Struktur der großen Ratingagenturen sowie ein Verzeichnis der Ratingagenturen finden sich in der Folgenabschätzung der Europäischen Kommission zum Vorschlag für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Ratingagenturen vom 12. November 2008.

3 IOSCO Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies, September 2003 (abrufbar unter [www.iosco.org](http://www.iosco.org)).

4 IOSCO, Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies, Dezember 2004 (abrufbar unter [www.iosco.org](http://www.iosco.org)). Der Kodex besteht aus drei Hauptteilen: Qualität und Integrität des Ratingverfahrens, Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenkonflikten sowie Verantwortung gegenüber den Investoren und Emittenten.

5 EntschlieÙung des Europäischen Parlaments zur Rolle und zu den Methoden von Rating-Agenturen (2003/2081(INI)) (abrufbar unter [www.europarl.europa.eu](http://www.europarl.europa.eu)).

Mitteilung, in der sie zu dem Schluss kam, dass keine weiteren Gesetzesinitiativen nötig seien.

Im Einzelnen stellte die Kommission fest, dass die bestehenden auf Ratingagenturen anwendbaren Finanzdienstleistungsrichtlinien<sup>6</sup> in Verbindung mit der Selbstregulierung der Ratingagenturen auf Grundlage des von der IOSCO erstellten Verhaltenskodex (Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies) eine angemessene Antwort auf die wichtigsten Einwände darstellten. Darüber hinaus forderte die Kommission den CESR auf, die Einhaltung des IOSCO-Kodex durch die Ratingagenturen zu überwachen und einen jährlichen Bericht hierzu vorzulegen.<sup>7</sup>

In den Vereinigten Staaten wurde der bestehende regulatorische Rahmen für Nationally Recognized Statistical Rating Organizations (NRSROs) mit der Verabschiedung des Credit Rating Agency Reform Act im Jahr 2006 geändert.

Der Credit Rating Agency Reform Act sieht die Registrierung von NRSROs bei der SEC vor, welcher die Befugnis übertragen wurde, Berichts- und Aufsichtsregeln für eingetragene NRSROs zu erlassen. Zudem ermächtigt der Credit Rating

Agency Reform Act die SEC, Meldepflichten und Aufbewahrungsfristen für Unterlagen vorzugeben sowie die Ratingaktivitäten der NRSROs zu überprüfen. Gleichwohl untersagt das Gesetz der SEC ausdrücklich jeden regulativen Eingriff in die „Substanz der Bonitätseinstufung bzw. der Verfahren und Methoden“, die eine NRSRO zur Ermittlung ihrer Ratings einsetzt.

Die Durchführungsbestimmungen der SEC traten am 26. Juni 2007 in Kraft. Dem neuen Rahmenwerk zufolge sind die NRSROs verpflichtet, Informationen bezüglich ihrer Aktivitäten offenzulegen, bestimmte Unterlagen aufzubewahren, der SEC bestimmte Finanzberichte vorzulegen, Verfahren für die Handhabung wesentlicher nicht öffentlicher Informationen einzuführen und Interessenkonflikte bekannt zu machen und zu beheben. Darüber hinaus untersagen die von der SEC aufgestellten Regeln einer NRSRO bestimmte Interessenkonflikte und die Anwendung gewisser unlauterer, missbräuchlicher oder mit Zwangsausübung verbundener Praktiken.

### 3 DIE POLITISCHE DEBATTE ÜBER RATINGAGENTUREN NACH BEGINN DER FINANZKRISE

#### 3.1 DURCH DIE FINANZKRISE ZUTAGE GETRETENE SCHWACHSTELLEN

Im ersten Quartal 2007 begannen einige Anleger, die Genauigkeit der Ratings gewisser strukturierter Finanzinstrumente, insbesondere der Residential Mortgage-Backed Securities (RMBSs) und der Collateralised Debt-Obligations (CDOs), zu hinterfragen. Es wurde sogar argumentiert, dass diese Zweifel an der Qualität der von den Bonitätsprüfern erstellten Ratings und an der Integrität der eingesetzten Verfahren die Liquiditätskrise, die sich ab August 2007 an den Finanzmärkten entwickelte, noch verstärkten.<sup>8</sup>

Verschiedene Analysen der Finanzkrise bestätigen sowohl die Bedenken hinsichtlich der Schwäche der von den Ratingagenturen bei der

6 Im Einzelnen die Richtlinie über Marktmissbrauch (Market Abuse Directive – MAD), die Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive – CRD) und die Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID). Die Kommission hob dabei Folgendes hervor:

Die MAD befasst sich mit Insider-Geschäften und Marktmanipulationen (Marktmissbrauch) sowie der sachgerechten Darbietung von Anlageempfehlungen und der Offenlegung von Interessenkonflikten. Im Sinne der MAD handelt es sich bei Ratings nicht um Empfehlungen, sondern um Einschätzungen der Bonität eines bestimmten Emittenten oder Finanzinstruments. Dabei wurde jedoch darauf hingewiesen, dass Ratingagenturen die Schaffung interner Maßnahmen und Verfahren in Erwägung ziehen sollten, sodass eine sachgerechte Darbietung ihrer Bonitätseinstufungen gewährleistet ist.

Die CRD ermöglicht die Nutzung externer Ratings zur Bestimmung der Risikogewichte (und der daraus resultierenden Eigenkapitalanforderungen), die für die Engagements einer Bank oder einer Wertpapierfirma gelten. In der Richtlinie sind mehrere Anforderungen aufgeführt, die externe Ratingagenturen (External Credit Assessment Institutions – ECAIs) erfüllen sollten, bevor sie eine Zulassung der zuständigen Behörde erhalten.

Die Bestimmungen der MiFID betreffen Anforderungen an das Geschäftsgebaren und die Organisation von Ratingagenturen, die auf professioneller Basis auch Wertpapierdienstleistungen anbieten.

7 Im Dezember 2006 veröffentlichte der CESR seinen ersten Jahresbericht. Darin gelangte der Ausschuss zu dem Ergebnis, dass die wichtigsten Ratingagenturen, die an dem freiwilligen Überwachungsverfahren des CESR teilnahmen, im Großen und Ganzen den IOSCO-Kodex befolgten.

8 Siehe IOSCO, Report on the subprime crisis, Final Report, Mai 2008, S. 2 ff.



Beurteilung strukturierter Finanzinstrumente verwendeten Methoden als auch die Befürchtung bezüglich mangelnder Anreize für die Durchführung einer unabhängigen Bonitätsprüfung, da die Ratings von den Emittenten bezahlt werden.

Der am 7. April 2008 veröffentlichte Bericht des Forums für Finanzstabilität (FSF) beispielsweise fasst die Hauptursachen für die Besorgnis hinsichtlich der Leistungsfähigkeit der Ratingagenturen wie folgt zusammen: Schwächen der Modelle und Methoden, unzureichende Sorgfalt bei der Überwachung der Qualität der beurteilten Wertpapieren zugrunde liegenden Sicherheitenpools, mangelhafte Transparenz bezüglich der beim Rating strukturierter Produkte eingesetzten Annahmen, Kriterien und Methoden, unzureichende Angaben über die Bedeutung und Risikomerkmale von Ratings strukturierter Finanzprodukte sowie zu geringe Aufmerksamkeit für Interessenkonflikte, die sich im Rahmen des Ratingverfahrens ergeben.<sup>9</sup> Das FSF legte auch eine Reihe von Empfehlungen für weitergehende Maßnahmen vor. Sie betrafen die Qualität des Ratingverfahrens, differenzierte Ratings und vertiefte Informationen zu strukturierten Produkten, die Beurteilung der zugrunde liegenden Datenqualität durch die Ratingagenturen und die Nutzung der Ratings durch Investoren und Aufsichtsbehörden. Die in anderen Analysen internationaler Organisationen und staatlicher Stellen in den Vereinigten Staaten und Europa identifizierten Problemfelder stimmten mit den oben genannten Punkten überein.<sup>10</sup>

Die politische Debatte über mögliche Maßnahmen zur Regulierung von Ratingagenturen ist für das Eurosystem aus mehreren Gründen von herausragendem Interesse.

9 Financial Stability Forum, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience, 7. April 2008, S. 8.

10 Siehe IOSCO, Report on the subprime crisis, Final Report, Mai 2008, SEC, Summary Report of Issues Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies, Juli 2008, sowie Europäische Kommission, Commission Staff Working Document accompanying the Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on Credit Rating Agencies, Impact Assessment, 12. November 2008.

So kommt den Ratingagenturen erstens eine wichtige Rolle zu, was die Funktionsfähigkeit der Märkte anbelangt, da sie Informationsasymmetrien zwischen Emittenten und Investoren verringern und so zu einer effizienteren Allokation der Risiken und Ressourcen durch die Marktteilnehmer beitragen.

Zweitens haben die Ereignisse im Zuge der Finanzmarkturbulenzen gezeigt, dass der Eindruck von Mängeln in den abgegebenen Ratings das Vertrauen am Markt erschüttern und die Finanzstabilität beeinträchtigen kann.

Drittens ist das Eurosystem im Rahmen seiner Aufgaben und Verpflichtungen, was die Durchführung der geldpolitischen Geschäfte, aber auch die Vermögensverwaltung anbelangt, unmittelbar von den Auswirkungen der von den Ratingagenturen erbrachten Dienstleistungen betroffen. So legt Artikel 18 Absatz 1 zweiter Gedankenstrich der Satzung des Europäischen Systems der Zentralbanken und der Europäischen Zentralbank (ESZB-Satzung) fest, dass die EZB und die nationalen Zentralbanken „Kreditgeschäfte mit Kreditinstituten und anderen Marktteilnehmern abschließen [können], wobei für die Darlehen ausreichende Sicherheiten zu stellen sind“. Ein wichtiges Kriterium, das Sicherheiten erfüllen müssen, um für die geldpolitischen Geschäfte zugelassen zu werden, besteht somit darin, dass sie hohe Bonitätsanforderungen erfüllen müssen. Bei der Beurteilung der Bonität notenbankfähiger Sicherheiten stützt sich das Eurosystem unter anderem auf verschiedene Kreditwürdigkeitsprüfungen, darunter auch die Einschätzungen externer Ratingagenturen, der sogenannten ECAIs (External Credit Assessment Institutions). Letztere unterliegen allgemeinen Zulassungskriterien, die im Einklang mit den Bedingungen gemäß den EZB-Leitlinien über die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems durch ein mehrjähriges Leistungsüberwachungsverfahren ergänzt werden.

Vor diesem Hintergrund ist das Eurosystem der Ansicht, dass Initiativen im Zusammenhang mit



den Ratingagenturen auf die folgenden drei Ziele ausgerichtet sein sollten:<sup>11</sup>

- *Mehr Transparenz im Zusammenhang mit der Erstellung von Ratings und laufende Kontrolle dieser Ratings:* Höhere Offenlegungsstandards würden die Vergleichbarkeit der von den Ratingagenturen vorgelegten Bonitätseinstufungen erleichtern sowie den Wettbewerb und die Innovation in diesem Sektor steigern, da sich Möglichkeiten zu einer gegenseitigen Kontrolle eröffnen und etwaige Wettbewerbsnachteile aufgrund eines unzureichenden Zugangs zu Informationen über die zugrunde liegenden Sicherheiten abgebaut werden.
- *Gewährleistung angemessener Qualitäts- und Integritätsstandards für Ratingverfahren:* Die Modelle und Verfahren zur Erstellung von Bonitätseinstufungen sollten auf soliden Annahmen basieren, die eine übermäßige Volatilität der Ratings verhindern, was zu einer drastischen Neubewertung der Vermögenswerte führen und das Marktvertrauen beeinträchtigen könnte. Auch sollte der regulatorische Rahmen den Nutzern die Durchführung von Stresstests entscheidender Modellparameter erleichtern und die Offenlegung der den Ratings strukturierter Produkte zugrunde liegenden wirtschaftlichen Annahmen der Ratingagenturen vorschreiben.
- *Wahrung der Integrität und Unabhängigkeit von Ratingagenturen:* Interessenkonflikte sind im Rahmen eines transparenten regulatorischen Rahmens, der ordnungsgemäß umgesetzt werden müsste, entweder zu vermeiden oder auf angemessene Weise zu handhaben.

Darüber hinaus könnte auf mittlere Sicht eine Lösung für den Interessenkonflikt angestrebt werden, der durch das in der Ratingbranche

praktizierte Geschäftsmodell der Bezahlung durch den Emittenten gegeben ist.

Die Erkennung und Anerkennung der zuvor genannten Probleme führte zu einer Reihe von Initiativen sowohl seitens der Branche als auch staatlicher Stellen. Im Folgenden werden diese Initiativen näher erläutert.

### 3.2 MARKTINITIATIVEN MIT DEM ZIEL DER SELBSTREGULIERUNG

Vor einiger Zeit haben Ratingagenturen Änderungen angekündigt, mit denen sie die Integrität ihrer Ratingverfahren zu verbessern gedenken. Einige dieser Neuerungen wurden bereits verwirklicht, während andere kurz vor der Umsetzung stehen und in manchen Fällen von den noch ausstehenden Reaktionen der Marktteilnehmer abhängig sind. Die Ratingagenturen sind sich der Tatsache sehr bewusst, dass das Vertrauen der Marktteilnehmer und Aufseher in ihre Fähigkeit, die Kreditqualität zu beurteilen, dadurch erschüttert wurde, dass ihnen Fehler bei der Bewertung strukturierter Finanzprodukte angelastet werden. Die vorgeschlagenen Änderungen spiegeln das dringende Bedürfnis wider, jede erdenkliche Maßnahme zu ergreifen, die zur Wiederherstellung der besonderen Funktion von Ratingagenturen als „Wächter“ der internationalen Kreditmärkte beitragen kann.

Im April 2008 legten fünf Ratingagenturen der IOSCO einen gemeinsamen Bericht vor, mit dem sie sich zu einer zeitnahen Umsetzung einer Reihe von Maßnahmen, die die Unabhängigkeit, Transparenz und Qualität des Ratingprozesses verbessern und das Vertrauen in die Ratingbranche erneuern sollten, verpflichteten.<sup>12</sup> Zwar sind viele dieser Maßnahmen ihrem Wesen nach durchaus elementar, doch sollen sie dazu dienen, einige der grundlegenden Fehler auszumerzen, die in „normalen“, d. h. stressfreien Zeiten an den Finanzmärkten übersehen wurden. Dass diese Grundele-

<sup>12</sup> Gemeinsame Stellungnahme von A. M. Best Company, Inc., DBRS Limited, Fitch, Inc., Moody's Investors Service, Inc. und Standard & Poor's Rating Services zum Konsultationsbericht des Technischen Ausschusses der IOSCO, The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets, April 2008.

<sup>11</sup> Siehe hierzu den Beitrag des Eurosystems zum öffentlichen Konsultationsverfahren der Europäischen Kommission (wie am 25. September 2008 auf der Website der EZB veröffentlicht).

mente insbesondere in Phasen raschen Wachstums und bei vorherrschenden Marktexzessen nicht die erforderliche Beachtung fanden, ist unstrittig.

Den von den Ratingagenturen befürworteten Änderungen liegt das gemeinsame Verständnis der Branche zugrunde, dass die derzeitige Vertrauenskrise primär von den Ratingagenturen selbst bewältigt werden muss und durch regulatorische Eingriffe allein nicht zu lösen ist. Eine staatliche Regulierung könnte sich dahingehend als kontraproduktiv erweisen, dass sie von den Marktteilnehmern als offizielle Bestätigung der von den Ratingagenturen erstellten Bonitätseinstufungen verstanden werden könnte, was für ein reibungsloses Funktionieren der Kreditmärkte wohl nicht wünschenswert ist.

Die drei Handlungsfelder in den auf Selbstregulierung abstellenden Aktionsplänen der Ratingagenturen decken sich zwar mit den drei Zielen der EZB im Hinblick auf eine etwaige Regulierung dieser Unternehmen (Unabhängigkeit, Qualität der Ratings und Transparenz), doch bleibt fraglich, ob die vorgeschlagenen Maßnahmen weit genug reichen, um die Problembereiche wirksam anzugehen. Die fünf Ratingagenturen haben sich verpflichtet, insgesamt 22 konkrete Schritte einzuleiten, von denen sich sechs auf die Unabhängigkeit des Ratingverfahrens, acht auf die Ratingqualität und acht weitere auf die Transparenz beziehen. Wie bereits erwähnt, sind diese Maßnahmen jede für sich durchaus bedeutsam, doch greifen sie nicht tief genug, um den im Zuge der Finanzkrise aufgetretenen Bedenken bezüglich der Funktion und der Rolle von Ratingagenturen an entwickelten Kreditmärkten vollständig gerecht werden zu können.

### 3.3 INITIATIVEN IN DEN VEREINIGTEN STAATEN

Am 11. Juni 2008 schlug die SEC neue Regeln für Ratingagenturen vor, die als Ergänzung zu den Bestimmungen des Credit Rating Agency Reform Act vom Juni 2007 gedacht waren. Sie zielten darauf ab, den Ratingprozess transparenter zu machen und jene Verfahren zu begrenzen,

die zu den jüngsten Turbulenzen an den Kreditmärkten beigetragen haben.<sup>13</sup>

Dabei regte die SEC insbesondere an,

- a) den Ratingagenturen sowohl zu untersagen, strukturierte Produkte zu bewerten, wenn sie nicht über angemessene Informationen zu den jeweils zugrunde liegenden Vermögenswerten verfügen, als auch, Produkte zu strukturieren, für die sie selbst ein Rating abgeben,
- b) von den Ratingagenturen zu verlangen, dass sie zwischen Ratings für strukturierte Produkte und solchen für Anleihen unterscheiden, entweder indem sie verschiedene Symbole verwenden oder in einem Bericht die Unterschiede zwischen Ratings für strukturierte Produkte und solchen für andere Wertpapiere erläutern, und
- c) Verweise auf NRSRO-Ratings aus den Regeln und Formblättern des Securities Exchange Act von 1934 zu streichen, um so zu gewährleisten, dass die Funktion, die die SEC den Ratings in ihren Bestimmungen zugedacht hat, mit dem Ziel vereinbar ist, die Anleger zu einer eigenen Risikoeinschätzung anzuhalten und ihnen die Grenzen und den Zweck von Ratings für strukturierte Produkte klar aufzuzeigen. Dieser Vorschlag resultierte aus der Befürchtung, dass die Verwendung von NRSRO-Ratings in den SEC-Regeln und -Formblättern zu einem übermäßigen Vertrauen in diese Ratings beigetragen haben könnte.<sup>14</sup>

Am 3. Dezember 2008 verabschiedete die SEC ein Maßnahmenpaket mit dem Ziel, die Transparenz und Rechenschaftspflicht von Ratingagenturen zu erhöhen und sicherzustellen, dass die Bonitätsprüfer den Anlegern aussagefähigere Ratings und allgemein mehr Informationen zur Verfügung stellen.<sup>15</sup> Der Maßnahmenkatalog der SEC basiert auf einer zehnmonatigen eingehenden

<sup>13</sup> Siehe [www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm](http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-110.htm).

<sup>14</sup> Siehe [www.sec.gov/news/speech/2008/spch062508ers-2.htm](http://www.sec.gov/news/speech/2008/spch062508ers-2.htm).

<sup>15</sup> Siehe [www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm](http://www.sec.gov/news/press/2008/2008-284.htm).

den Überprüfung dreier großer Ratingagenturen, welche erhebliche Schwächen in der Ratingpraxis ans Licht brachte.

### 3.4 INITIATIVEN IN DER EU

In der EU erstellte der CESR im Mai 2008 auf Ersuchen der Europäischen Kommission einen Bericht, in dem das Verfahren zur Bewertung strukturierter Finanzinstrumente vor dem Hintergrund der jüngsten Turbulenzen untersucht wurde. Darin hob der CESR spezielle Maßnahmen zur Verbesserung des Geschäftsgebarens von Ratingagenturen hervor. Am 31. Juli 2008 veröffentlichte die Europäische Kommission zwei Konsultationspapiere: eines über einen umfassenden regulatorischen Rahmen für Ratingagenturen und ein weiteres über die politischen Optionen, die zur Lösung des Problems einer zu starken Orientierung an Ratings in Frage kommen.

Im Anschluss an das Konsultationsverfahren und an das Ersuchen des EU-Rats vom 16. Oktober 2008, einen Vorschlag zur Verschärfung der Vorschriften für Ratingagenturen und ihre Beaufsichtigung auf EU-Ebene zu erarbeiten, verabschiedete die Europäische Kommission am 12. November 2008 einen entsprechenden Rechtsetzungsvorschlag.

In dem Vorschlag werden Bedingungen für die Abgabe von Ratings festgeschrieben, die zur Wiederherstellung des Vertrauens der Märkte und zur

Steigerung des Anlegerschutzes unabdingbar sind. Genauer gesagt sollen die europäischen Aufsichtsbehörden mit dem Vorschlag in die Lage versetzt werden, die Tätigkeit von Ratingagenturen zu kontrollieren, deren Bonitätseinschätzungen hauptsächlich zu regulatorischen Zwecken von Kreditinstituten, Wertpapierhäusern, Versicherungen und Rückversicherern, Investmentfonds und Pensionsfonds in der EU verwendet werden.

Im November 2008 legte die Kommission ihren formalen Vorschlag für eine Verordnung vor, der dem ECOFIN-Rat im März 2009 in seiner endgültigen Fassung unterbreitet und dem Europäischen Parlament anschließend zur Verabschiedung zugeleitet wurde.

In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass sich einige der vorgeschlagenen Regeln auf die Standards des IOSCO-Kodex stützen. Durch den Vorschlag werden diese Bestimmungen rechtsverbindlich. Darüber hinaus hat die Europäische Kommission in Fällen, in denen die IOSCO-Standards nicht ausreichen, um das Vertrauen der Märkte wiederherzustellen und den Anlegerschutz zu gewährleisten, strengere Vorgaben gemacht.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt sind der EU-Rat und das Europäische Parlament damit befasst, den Vorschlag der Kommission zu erörtern. Die politischen Beratungen können noch zu wesentlichen Veränderungen des vorgeschlagenen Aufsichtsrahmens führen.

#### Kasten

#### DER VORSCHLAG DER EUROPÄISCHEN KOMMISSION

Im Folgenden sind die Kernelemente des von der Europäischen Kommission erarbeiteten Vorschlags aufgeführt.

#### Unabhängigkeit und Vermeidung von Interessenkonflikten

Der Vorschlag beruht auf einer Reform der internen Führungsstrukturen, indem solide interne Kontrollen und Berichtsleitlinien eingeführt werden und die Ratingfunktion klar von Geschäfts-

anreizen getrennt wird. Die externe Aufsicht wird dadurch gestärkt, dass den unabhängigen Mitgliedern des Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans der Ratingagentur spezifische Aufgaben übertragen werden. Die Ratingagenturen sind darüber hinaus gehalten, ihre Tätigkeit auf das Rating und damit verbundene Geschäfte zu beschränken, zu denen keine beratenden Tätigkeiten zählen dürfen. Die Mitarbeiter unterliegen einem Rotationssystem.

### **Qualität der Ratings**

Die neuen Anforderungen sollen bewirken, dass versierte Marktteilnehmer die Solidität der verwendeten Methoden und der von der Ratingagentur erstellten Ratings bei gleichzeitiger Erhöhung der Marktdisziplin überprüfen können. Zur Verwirklichung dieser Ziele müssen die Ratingagenturen die von ihnen im Ratingverfahren angewandten Methoden, Modelle und grundlegenden Annahmen frühzeitig bekannt geben. Sie müssen ihre Methoden kontinuierlich aktualisieren und überprüfen und ihre Ratings laufend verifizieren. Daneben sollten die Methoden der Ratingagenturen rigoros und systematisch sein und einer auf Erfahrungswerten beruhenden Validierung unterzogen werden.

### **Erhöhte Transparenz**

Die Ratingagenturen müssen Informationen über Interessenkonflikte, Methoden, grundlegende Ratingannahmen und die Grundsätze für die Vergütung der Mitarbeiter bekannt geben. Auch werden sie verpflichtet, regelmäßig Daten über historische Ausfallquoten der verschiedenen Ratingkategorien zu veröffentlichen; der CESR richtet hierzu ein öffentlich zugängliches zentrales Datenregister ein. Die Ratingagenturen müssen zudem einen jährlichen Transparenzbericht herausgeben und Aufzeichnungen über ihre Tätigkeiten führen.

### **Registrierung und Aufsicht über Ratingagenturen**

Der Vorschlag sieht den CESR als einzige Anlaufstelle für die Registrierung vor, da er am besten geeignet ist, Anträge zentral entgegenzunehmen und alle nationalen Regulierungsbehörden in der EU zu informieren und zu koordinieren. Die Zuständigkeit für die Registrierung der Ratingagenturen verbleibt jedoch bei der entsprechenden Behörde des Herkunftsmitgliedstaats. Um als zentrale Anlaufstelle fungieren zu können, sollte der CESR von Anfang an in den Registrierungsprozess involviert und befugt werden, zur Genehmigung oder zum Widerruf der Registrierung durch die zuständige Behörde des Herkunftsmitgliedstaats Stellung zu nehmen und die erneute Überprüfung des Entwurfs eines Bescheids fordern zu können.

Die Aufsicht über eine Ratingagentur obliegt der zuständigen Behörde des Herkunftsmitgliedstaats in Zusammenarbeit mit den entsprechenden Behörden der anderen betroffenen Mitgliedstaaten. Die zuständigen Behörden sind aufgefordert, ein Aufsichtskollegium zu gründen und ihre Aktivitäten hierüber auszuüben sowie den CESR angemessen zu informieren. Der CESR ist gehalten, beratend tätig zu werden und in Zusammenarbeit mit dem Ausschuss der europäischen Bankaufsichtsbehörden (CEBS) und dem Ausschuss der Europäischen Aufsichtsbehörden für das Versicherungswesen und die betriebliche Altersversorgung (CEIOPS) Leitlinien zu verschiedenen Themen (zum Beispiel zu Koordinierungsvereinbarungen zwischen den zuständigen Behörden, zu Praktiken und Aktivitäten der rechtlichen Durchsetzung oder zu gemeinsamen Standards für die von den Ratingagenturen offenzulegenden Angaben) herauszugeben.

Damit die zuständigen Behörden ihre Aufgaben im Einklang mit ihrem nationalen Recht wahrnehmen können, werden sie laut Kommissionsvorschlag mit folgenden Befugnissen ausgestattet:

- Unterlagen aller Art einzusehen und Kopien von ihnen anzufertigen oder zu erhalten,
- von jeder Person Auskünfte zu verlangen und, falls notwendig, eine Person vorzuladen und zu vernehmen,
- Ermittlungen vor Ort durchzuführen und
- Aufzeichnungen von Telefongesprächen und Datenübermittlungen anzufordern.

Die zuständigen Behörden können von ihren Befugnissen unmittelbar, in Zusammenarbeit mit anderen Behörden oder durch Antrag bei den zuständigen Justizbehörden Gebrauch machen. Stellt die zuständige Behörde fest, dass eine registrierte Ratingagentur gegen die in der Verordnung genannten Verpflichtungen verstößt, kann sie Sanktionen verhängen, wie den Widerruf der Registrierung, den Erlass eines vorübergehenden Verbots zur Abgabe von Ratings und/oder die Aussetzung der Verwendung von Ratings für regulatorische Zwecke. Der Klarheit halber wird in dem Vorschlag häufig das Erfordernis der Unabhängigkeit und der Vermeidung von Interessenkonflikten genannt, wenn es um Verpflichtungen geht, deren Nichteinhaltung Sanktionen seitens der zuständigen Behörden nach sich ziehen kann.

Die zuständigen Behörden sind dem Vorschlag gemäß zur Zusammenarbeit verpflichtet. Diesbezüglich ist vorgesehen, dass sie strittige Fälle zur Vermittlung an den CESR verweisen. Zudem müssen die zuständigen Behörden einander unverzüglich Informationen liefern, die sie zum Zwecke der Erfüllung ihrer Verpflichtungen aus dieser Verordnung benötigen. Sie können Aufsichtsbehörden, Zentralbanken, dem ESZB und der EZB sowie jeder anderen öffentlichen Stelle, die für die Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssystemen zuständig ist, vertrauliche Angaben übermitteln, wenn dies der Wahrnehmung ihrer Aufgaben dient.

### 3.5 STANDPUNKT DER EZB ZUM VORSCHLAG DER EUROPÄISCHEN KOMMISSION

Ein Thema, das im europäischen Kontext intensiv diskutiert wird, betrifft den wichtigsten Teil eines Rahmenwerks auf EU-Ebene, mit dessen Hilfe eine angemessene Koordinierung der Aktivitäten nationaler Behörden im Bereich der Registrierung und Überwachung von Ratingagenturen gewährleistet werden würde.

In seiner Antwort auf das öffentliche Konsultationsverfahren, das von der Europäischen Kommission am 31. Juli 2008 eingeleitet worden war, befürwortete das Eurosystem die koordinierende Funktion des CESR innerhalb eines Rahmens, der eine enge Einbindung aller maßgeblichen nationalen Behörden vorsieht. Das Eurosystem hob zudem hervor, dass alle Koordinierungsver-

einbarungen, die zur Regulierung und Überwachung von Ratingagenturen geschlossen werden, so konzipiert sein sollten, dass zwei Punkte gebührend Berücksichtigung finden, nämlich a) die Vermeidung einer Doppelung von Verfahren, die bereits von der Bankenaufsicht in Übereinstimmung mit den Anforderungen der Eigenkapitalrichtlinie zur Anerkennung von Ratingagenturen als ECAIs eingeführt wurden, und b) die angemessene Einbeziehung des Eurosystems. Letzteres sollte vor dem Hintergrund des starken Interesses des Eurosystems an der Finanzstabilität sowie in Anbetracht des bereits bestehenden Rahmenwerks zur Überwachung der Tätigkeit und Leistung der Ratingagenturen im gesamten Eurosystem geschehen.

In Zusammenhang mit der Planung eines aufsichtlichen Rahmens für Ratingagenturen, in



dessen Mittelpunkt die Wertpapieraufsichtsbehörden stehen – wobei dem CESR eine koordinierende Funktion zukommt – sollten die erforderlichen Maßnahmen ergriffen werden, um eine Abstimmung mit der Bankenaufsicht sowie den Zentralbanken sicherzustellen.

Was erstens die Zusammenarbeit mit der Bankenaufsicht anbelangt, so begrüßt das Eurosystem die Einführung von Bestimmungen, die gewährleisten sollen, dass die vorgeschlagene Verordnung sämtliche Kriterien umfasst, die im Rahmen des Anerkennungsverfahrens für ECAIs erfüllt werden müssen. Dies würde verhindern, dass Ratingagenturen unterschiedlichen Anforderungen unterliegen, die sich überschneiden oder jenen widersprechen, die gemäß der vorgeschlagenen Verordnung für eine Genehmigung erforderlich sind. Überdies beurteilt das Eurosystem die Einführung der obligatorischen Anhörung des CEBS (sowie des CEIOPS) vor der Veröffentlichung von Empfehlungen für die zuständigen nationalen Behörden positiv.

Zweitens sollte die vorgeschlagene Verordnung im Hinblick auf die Koordinierungsvereinbarung mit der EZB und dem Eurosystem im Einklang mit den Änderungen an der Eigenkapitalrichtlinie stehen, die kürzlich angeregt wurden.<sup>16</sup> Letztere betreffen den Informationsaustausch zwischen Wertpapieraufsichtsbehörden, Zentralbanken und der EZB. Insbesondere sollte die Verordnung die Weiterleitung von Informationen von den zuständigen nationalen Behörden an die Zentralbanken der EU, einschließlich der EZB, ermöglichen, sofern diese Informationen für die Ausübung wichtiger Aufgaben der Zentralbanken, wie die Durchführung der Geldpolitik, die Überwachung von Zahlungsverkehrs- und Wertpapierabwicklungssystemen und die Wahrung der Finanzstabilität, von Bedeutung sind.

Zum gegenwärtigen Zeitpunkt ist die EZB damit befasst, ihre Stellungnahme zum Vorschlag der Europäischen Kommission fertigzustellen.

<sup>16</sup> Siehe den jüngsten Vorschlag der Kommission zur Änderung der Eigenkapitalrichtlinie (Richtlinien 2006/48/EG und 2006/49/EG).

#### **4 ÜBERWACHUNG DER RATINGAGENTUREN DURCH DAS EUROSISTEM GEMÄSS DEM RAHMENWERK FÜR BONITÄTSBEURTEILUNGEN IM EUROSISTEM**

In ihrer Funktion als Währungsbehörde überwacht die EZB die Aktivitäten und die Leistung von Ratingagenturen. Im Zusammenhang mit der Durchführung geldpolitischer Operationen geschieht dies mithilfe des sogenannten Rahmenwerks für Bonitätsbeurteilungen im Eurosystem (Eurosystem Credit Assessment Framework – ECAF) für notenbankfähige Sicherheiten. Beim ECAF handelt es sich um eine Reihe von Regelungen und Vorschriften, die sicherstellen, dass die von den Geschäftspartnern hinterlegten Sicherheiten für im Rahmen von geldpolitischen Operationen gewährte Kredite eine ausreichende Qualität aufweisen. Ein wichtiges Ziel des ECAF ist es zu gewährleisten, dass die für ECAF-Zwecke zugelassenen Ratingagenturen, die als Informationsquelle für die Bonitätsbeurteilung von Sicherheiten dienen, bestimmten vom Eurosystem vorgegebenen leistungsabhängigen und operationalen Standards entsprechen.

Der von der EZB definierte Leistungsüberwachungsrahmen wird auf alle zugelassenen Ratingagenturen gleichermaßen angewandt; es handelt sich hierbei um eine nachträgliche Beurteilung der von den Agenturen veröffentlichten Ratings, bei der ein Backtesting-Verfahren angewandt wird. Zu diesem Zweck verlangt die EZB von allen zugelassenen Ratingagenturen, dass sie konstant gehaltene Pools (Static Pools) zur Verfügung stellen, die Informationen zu den bewerteten Schuldnern in einer bestimmten Ratingklasse zu Jahresanfang enthalten sowie Angaben darüber, ob diese im weiteren Verlauf in eine andere Ratingkategorie eingeordnet wurden oder ausgefallen sind. Die Ergebnisse einer solchen Analyse werden den Ratingagenturen mitgeteilt, eventuelle Abweichungen von der erwarteten Entwicklung diskutiert und mögliche Folgemaßnahmen zur Steigerung der Leistung mit der Agentur vereinbart. Das aktuelle Rahmenwerk ermöglicht es, eine Ratingagentur in schwerwiegenden Fällen unzureichender Leistung über einen vorab festgelegten Zeitraum auszuschließen.



ßen, sofern die Ratingergebnisse nicht optimiert werden.

Das ECAF gewährleistet auch, dass die Zuordnung der verschiedenen Ratingskalen der Ratingagenturen zu den einheitlichen Bonitätsstufen (Mapping) korrekt vorgenommen wird. Dies setzt fundierte Kenntnisse über die Bedeutung der Ratingergebnisse der Agenturen voraus. Deswegen werden von den Ratingagenturen regelmäßig Hintergrundinformationen eingefordert, die die einwandfreie Erstellung von Mappingtabellen für Bonitätseinstufungen ermöglichen.

Darüber hinaus pflegt die EZB in verschiedenen Bereichen den direkten Dialog mit den im Rahmen des ECAF zugelassenen Ratingagenturen, wie beispielsweise im Zusammenhang mit einer verbesserten Offenlegung der Ratinganalysen, Informationen zu Ergebnissen der Überwachung von Ratings und Fortschritten bei den Ratingmethoden. Ein besonderer Schwerpunkt liegt auf einer höheren Transparenz der Überwachungsverfahren, die von den Ratingagenturen im Bereich der strukturierten Finanzinstrumente angewandt werden. Seit Ausbruch der Finanzkrise hat die EZB ihren Risikokontrollrahmen abgeändert, um so die Transparenz der Ratings von Asset-Backed Securities zu verbessern.<sup>17</sup> Die Bonitätseinstufungen von Asset-Backed Securities müssen in einem öffentlich zugänglichen Ratingbericht erläutert werden (entweder in Form eines detaillierten „Pre-Sale Report“ oder eines „New Issue Report“). Dieser Bericht muss eine umfassende Analyse der strukturellen und rechtlichen Aspekte, eine genaue Untersuchung des Sicherheitenpools, eine Analyse der Transaktionsbeteiligten und aller sonstigen relevanten Besonderheiten der Transaktion enthalten. Außerdem müssen Ratingagenturen mindestens einmal im Quartal Ratingberichte veröffentlichen.<sup>18</sup> Die Berichte sollten mindestens eine Aktualisierung der wichtigsten Transaktionsdaten (z. B. die Zusammensetzung des Sicherheitenpools, Transaktionsbeteiligte und die Kapitalstruktur) sowie Performance-Angaben umfassen. Die EZB arbeitet derzeit zusammen mit Rating-

agenturen an einer Verbesserung der von den Agenturen durchgeführten Überwachung, mit dem Ziel, Informationen auf Einzelkreditbasis in den laufenden Überwachungsprozess für Asset-Backed Securities, die für Geschäfte des Eurosystems zugelassen sind, aufzunehmen. Mängel bei den Überwachungsprozessen für Ratings US-amerikanischer Subprime Asset-Backed Securities dürften beim Ausbruch der Finanzkrise eine wichtige Rolle gespielt haben. Die genannten Bemühungen werden die Qualität der Überwachungsmaßnahmen erhöhen, indem sie es den Ratingagenturen ermöglichen, frühzeitig eventuelle Probleme bei den zugrunde liegenden Forderungen, die als Sicherheiten für die Transaktionen dienen, zu erkennen. Die Hoffnung dabei ist, dass durch eine erhöhte Transparenz der Überwachungsprozesse die Marktteilnehmer wieder Vertrauen in die von den Ratingagenturen an den Verbriefungsmärkten durchgeführte Tätigkeit fassen können und dass damit ein Beitrag zu deren Wiederbelebung geleistet wird.

## 5 SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die globale Ausrichtung der Ratingbranche erfordert auf internationaler Ebene eine Abstimmung über die wesentlichen Elemente der regulatorischen Reaktion auf die durch die Finanzkrise offensichtlich gewordenen Mängel. Das Eurosystem begrüßt daher die Übereinkunft der Staats- und Regierungschefs der G 20 vom 2. April 2009 zur Einrichtung eines Überwachungssystems für Ratingagenturen, deren Ratings zu regulatorischen Zwecken eingesetzt werden; darunter fallen die obligatorische Registrierung, sowie Regelungen und Verfahren zur Handhabung von Interessenkonflikten und zur Gewährleistung der Transparenz und der Qualität des Ratingprozesses. Der Überwachungsrahmen sollte in allen Ländern einheitlich angewandt werden, und es sollte – auch über die IOSCO – ein entsprechender Informationsaustausch zwischen den nationalen Behörden stattfinden.

<sup>17</sup> Siehe Pressemitteilung der EZB vom 4. September 2008 zur zweijährlichen Überprüfung der Risikokontrollmaßnahmen.

<sup>18</sup> Bei Asset-Backed Securities, deren zugrunde liegende Forderungen Kapital oder Zinsen halbjährlich oder einmal im Jahr ausschütten, kann die Publikation der Überwachungsberichte halbjährlich bzw. jährlich erfolgen.

Außerdem sollten die nationalen Behörden die Befugnis erhalten, die Einhaltung von Regeln durchzusetzen und Änderungen an den Praktiken und Verfahren einer Ratingagentur beim Umgang mit Interessenkonflikten und zur Sicherstellung der Transparenz und Qualität des Ratingprozesses zu verlangen. Und schließlich sollte in Anbetracht des globalen Charakters einiger Ratingagenturen der Überwachungsrahmen in allen Ländern einheitlich angewandt werden, und es sollte ein entsprechender Informationsaustausch zwischen den für die Überwachung der Agenturen zuständigen nationalen Behörden stattfinden. Insbesondere wäre die Rolle der IOSCO, die weiterhin die Kohärenz der Regelungen im Hinblick auf Ratingagenturen in unterschiedlichen Rechtsräumen mithilfe von regelmäßigen Überprüfungen und Aktualisierungen des Kodex sicherstellen sollte, von zentraler Bedeutung. Denn damit könnte gewährleistet werden, dass die Marktteilnehmer nach wie vor auf die Zuverlässigkeit der von den Agenturen erstellten Ratings bauen können.

# STATISTIK DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS





# INHALT<sup>1</sup>

## ÜBERSICHT FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Übersicht über volkswirtschaftliche Indikatoren für das Euro-Währungsgebiet

S 5

### I MONETÄRE STATISTIK

1.1 Konsolidierter Ausweis des Eurosystems

S 6

1.2 Schlüsselzinssätze der EZB

S 7

1.3 Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems (Tenderverfahren)

S 8

1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

S 9

### 2 MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S 10

2.2 Konsolidierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet

S 11

2.3 Monetäre Statistik

S 12

2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung

S 14

2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung

S 17

2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung

S 20

2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs

S 21

2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen

S 22

2.9 Aggregierte Bilanz der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet

S 24

2.10 Aktiva der Investmentfonds im Euro-Währungsgebiet nach Anlageschwerpunkten und Anlegergruppen

S 25

### 3 VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

3.1 Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren

S 26

3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

S 30

3.3 Private Haushalte

S 32

3.4 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

S 33

3.5 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

S 34

### 4 FINANZMÄRKTE

4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen

S 35

4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten

S 36

4.3 Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien

S 38

4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

S 40

4.5 Zinssätze der MFIs für auf Euro lautende Einlagen von und Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet

S 42

4.6 Geldmarktsätze

S 44

4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets

S 45

4.8 Börsenindizes

S 46

### 5 PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

S 47

5.2 Produktion und Nachfrage

S 50

5.3 Arbeitsmärkte

S 54

<sup>1</sup> Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu) erhältlich. Längere Zeiträume und detailliertere Angaben finden sich im Statistical Data Warehouse im Abschnitt „Statistics“ auf der Website der EZB ([sdw.ecb.europa.eu](http://sdw.ecb.europa.eu)).

<b>6</b>	<b>ÖFFENTLICHE FINANZEN</b>	
6.1	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo	S55
6.2	Verschuldung	S56
6.3	Veränderung der Verschuldung	S57
6.4	Einnahmen, Ausgaben und Finanzierungssaldo auf Quartalsbasis	S58
6.5	Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung	S59
<b>7</b>	<b>AUSSENWIRTSCHAFT</b>	
7.1	Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht	S60
7.2	Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen	S61
7.3	Kapitalbilanz	S63
7.4	Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz	S69
7.5	Warenhandel	S70
<b>8</b>	<b>WECHSELKURSE</b>	
8.1	Effektive Wechselkurse	S72
8.2	Bilaterale Wechselkurse	S73
<b>9</b>	<b>ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS</b>	
9.1	In anderen EU-Mitgliedstaaten	S74
9.2	In den Vereinigten Staaten und Japan	S75
	<b>ABBILDUNGEN</b>	S76
	<b>TECHNISCHER HINWEIS</b>	S77
	<b>ERLÄUTERUNGEN</b>	S83

#### **ERWEITERUNG DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS ZUM 1. JANUAR 2009 – DER BEITRITT DER SLOWAKEI**

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Zeitreihen, die Werte für das Jahr 2009 umfassen, über die gesamte Datenreihe hinweg auf die 16 Euro-Länder (Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei). Bei den Zinssätzen, den monetären Statistiken und dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (und aus Konsistenzgründen den Komponenten und Gegenposten von M3 und den Komponenten des HVPI) 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. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Daten um absolute oder prozentuale Veränderungen für das jeweilige Jahr des Beitritts Griechenlands (2001), Sloweniens (2007), Zyperns (2008), Maltas (2008) und der Slowakei (2009) zum Euro-Währungsgebiet handelt, die gegenüber Daten für das Jahr vor dem entsprechenden Beitrittsjahr berechnet wurden, werden Zeitreihen herangezogen, die die Auswirkungen der Aufnahme dieser Länder in den Euroraum berücksichtigen. Historische Daten, die sich auf das Euro-Währungsgebiet vor dem Beitritt der Slowakei beziehen, sind auf der Website der EZB unter [www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html) abrufbar.

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

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





# 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<sup>1)</sup>

	M1 <sup>2)</sup>	M2 <sup>2)</sup>	M3 <sup>2),3)</sup>	Zentrierter Dreimonats- durchschnitt von M3 <sup>2),3)</sup>	Kredite der MFIs an Ansässige im Euro-Währungs- gebiet (ohne MFIs und öffent- liche Haushalte) <sup>2)</sup>	Von Kapitalge- sellschaften ohne MFIs begebene Wertpapiere ohne Aktien in Euro <sup>2)</sup>	Dreimonats- zinssatz (EURIBOR, in % p. a., Durchschnitts- werte der Berichtszeit- räume)	Zehnjähriger Kassazinssatz (in % p. a., Stand am Ende des Berichts- zeitraums) <sup>4)</sup>
	1	2	3	4	5	6	7	8
2007	6,5	9,9	11,2	-	10,8	18,6	4,28	4,38
2008	2,4	9,7	9,7	-	9,5	19,0	4,64	3,69
2008 Q2	2,3	10,2	10,2	-	10,5	17,3	4,86	4,73
Q3	0,7	9,2	9,1	-	9,1	18,6	4,98	4,34
Q4	2,7	8,9	8,2	-	7,4	20,4	4,24	3,69
2009 Q1	5,3	7,3	6,0	-	4,6	.	2,01	3,77
2008 Nov.	2,1	8,7	7,7	8,0	7,1	20,5	4,24	3,77
Dez.	3,3	8,3	7,5	7,1	5,8	24,5	3,29	3,69
2009 Jan.	5,1	7,5	6,0	6,4	5,1	25,4	2,46	4,02
Febr.	6,3	7,0	5,8	5,6	4,3	27,2	1,94	3,85
März	5,9	6,2	5,1	.	3,2	.	1,64	3,77
April	.	.	.	.	.	.	1,42	3,79

## 2. Preise, Produktion, Nachfrage und Arbeitsmärkte<sup>5)</sup>

	Harmonisierter Verbraucher- preisindex (HVPI) <sup>1)</sup>	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
2007	2,1	2,7	2,7	2,7	3,8	84,1	1,8	7,5
2008	3,3	5,9	3,5	0,8	-1,7	81,8	0,8	7,5
2008 Q3	3,8	8,2	4,2	0,6	-1,4	82,2	0,6	7,6
Q4	2,3	3,3	3,8	-1,4	-9,0	78,1	0,0	8,0
2009 Q1	1,0	-1,8	.	.	.	72,6	.	8,7
2008 Nov.	2,1	2,8	-	-	-9,1	-	-	8,0
Dez.	1,6	1,1	-	-	-12,3	-	-	8,2
2009 Jan.	1,1	-0,7	-	-	-16,1	74,7	-	8,4
Febr.	1,2	-1,7	-	-	-18,4	-	-	8,7
März	0,6	-3,1	-	-	-	-	-	8,9
April	0,6	.	-	-	.	70,5	-	.

## 3. Zahlungsbilanz, Währungsreserven und Wechselkurse

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €)

	Zahlungsbilanz (Netto transaktionen)				Währungsreserven (Stand am Ende des Berichts- zeitraums)	Effektiver Wechselkurs des Euro: EWK-21 <sup>6)</sup> (Index, 1999 Q1 = 100)		EUR/USD- Wechselkurs
	Leistungsbilanz und Vermögens- übertragungen	Warenhandel	Direkt- investitionen	Wertpapier- anlagen		Nominal	Real (VPI)	
2007	24,8	46,4	-92,5	159,7	347,4	107,9	109,0	1,3705
2008	-81,2	-6,1	-251,3	439,2	383,9	113,0	113,6	1,4708
2008 Q2	-28,0	6,1	-53,4	27,3	353,9	116,0	116,6	1,5622
Q3	-21,2	-9,0	-35,9	121,5	370,9	114,1	114,3	1,5050
Q4	-20,7	-0,7	-86,7	201,8	383,9	109,1	109,6	1,3180
2009 Q1	.	.	.	.	395,8	111,9	112,2	1,3029
2008 Nov.	-12,2	-4,0	-53,3	60,2	393,4	107,1	107,6	1,2732
Dez.	-3,4	-0,4	-22,5	6,4	383,9	112,4	112,8	1,3449
2009 Jan.	-19,2	-10,1	-15,9	-7,4	409,9	111,9	112,3	1,3239
Febr.	-1,4	1,5	-13,2	61,2	419,7	110,4	110,7	1,2785
März	.	.	.	.	395,8	113,3	113,5	1,3050
April	.	.	.	.	.	112,5	112,7	1,3190

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.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 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.
- Auf der Grundlage der Zinsstrukturkurven von Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets. Weitere Informationen finden sich in Tabelle 4.7.
- Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich die Angaben auf die 16 Euro-Länder.
- Die Abgrenzung der Handelspartnergruppen und weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



# MONETÄRE STATISTIK

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

### 1. Aktiva

	10. April 2009	17. April 2009	24. April 2009	1. Mai 2009
<b>Gold und Goldforderungen</b>	241 669	241 663	240 840	240 829
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	158 050	157 016	157 916	157 136
<b>Forderungen in Fremdwährung an Ansässige im Euro-Währungsgebiet</b>	142 130	139 379	125 314	125 335
<b>Forderungen in Euro an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	17 897	19 401	20 397	20 519
<b>Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	667 946	681 665	676 404	655 014
Hauptrefinanzierungsgeschäfte	237 635	249 411	244 126	233 157
Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	428 467	432 162	432 163	419 093
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Strukturelle Operationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Spitzenrefinanzierungsfazilität	1 836	80	107	2 753
Forderungen aus Margenausgleich	9	12	8	12
<b>Sonstige Forderungen in Euro an Kreditinstitute im Euro-Währungsgebiet</b>	33 609	32 044	31 449	27 907
<b>Wertpapiere in Euro von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	293 945	292 829	293 964	294 095
<b>Forderungen in Euro an öffentliche Haushalte</b>	37 397	37 397	37 397	36 790
<b>Sonstige Aktiva</b>	235 154	238 689	240 281	241 601
<b>Aktiva insgesamt</b>	1 827 798	1 840 083	1 823 963	1 799 225

### 2. Passiva

	10. April 2009	17. April 2009	24. April 2009	1. Mai 2009
<b>Banknotenumlauf</b>	762 064	756 560	752 675	759 167
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	253 856	278 367	280 409	241 738
Einlagen auf Girokonten (einschließlich Mindestreserveguthaben)	232 143	256 260	249 149	173 939
Einlagefazilität	21 488	21 872	31 069	67 774
Termineinlagen	0	0	0	0
Feinststeuerungsoperationen in Form von befristeten Transaktionen	0	0	0	0
Verbindlichkeiten aus Margenausgleich	225	236	192	26
<b>Sonstige Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Kreditinstituten im Euro-Währungsgebiet</b>	295	320	440	432
<b>Verbindlichkeiten aus der Begebung von Schuldverschreibungen</b>	0	0	0	0
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber sonstigen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	155 768	149 763	152 284	164 891
<b>Verbindlichkeiten in Euro gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	200 021	197 392	184 190	179 879
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>	2 901	1 448	1 665	2 929
<b>Verbindlichkeiten in Fremdwährung gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>	11 293	12 192	10 596	9 050
<b>Ausgleichsposten für vom IWF zugeteilte Sonderziehungsrechte</b>	5 551	5 551	5 551	5 551
<b>Sonstige Passiva</b>	159 996	162 688	160 357	159 793
<b>Ausgleichsposten aus Neubewertung</b>	202 952	202 952	202 952	202 952
<b>Kapital und Rücklagen</b>	73 102	72 850	72 843	72 843
<b>Passiva insgesamt</b>	1 827 798	1 840 083	1 823 963	1 799 225

Quelle: EZB.

**1.2 Schlüsselzinssätze der EZB**

(Zinssätze in % p. a.; Veränderung in Prozentpunkten)

Mit Wirkung vom <sup>1)</sup>		Einlagefazilität		Hauptrefinanzierungsgeschäfte			Spitzenrefinanzierungsfazilität	
				Mengentender	Zinstender	Veränderung	Stand	Veränderung
		Festzinssatz	Mindestbietungssatz	Stand	Veränderung			
		Stand 1	Veränderung 2	Stand 3	Stand 4		Stand 6	Veränderung 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
2005	6. Dez.	1,25	0,25	-	2,25	0,25	3,25	0,25
2006	8. März	1,50	0,25	-	2,50	0,25	3,50	0,25
	15. Juni	1,75	0,25	-	2,75	0,25	3,75	0,25
	9. Aug.	2,00	0,25	-	3,00	0,25	4,00	0,25
	11. Okt.	2,25	0,25	-	3,25	0,25	4,25	0,25
	13. Dez.	2,50	0,25	-	3,50	0,25	4,50	0,25
2007	14. März	2,75	0,25	-	3,75	0,25	4,75	0,25
	13. Juni	3,00	0,25	-	4,00	0,25	5,00	0,25
2008	9. Juli	3,25	0,25	-	4,25	0,25	5,25	0,25
	8. Okt.	2,75	-0,50	-	-	-	4,75	-0,50
	9. <sup>4)</sup>	3,25	0,50	-	-	-	4,25	-0,50
	15. <sup>5)</sup>	3,25	...	3,75	-	-0,50	4,25	...
	12. Nov.	2,75	-0,50	3,25	-	-0,50	3,75	-0,50
	10. Dez.	2,00	-0,75	2,50	-	-0,75	3,00	-0,75
2009	21. Jan.	1,00	-1,00	2,00	-	-0,50	3,00	...
	11. März	0,50	-0,50	1,50	-	-0,50	2,50	-0,50
	8. April	0,25	-0,25	1,25	-	-0,25	2,25	-0,25
	13. Mai	0,25	...	1,00	-	-0,25	1,75	-0,50

Quelle: EZB.

- 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 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).
- Am 22. Dezember 1998 kündigte die EZB an, dass vom 4. bis zum 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.
- 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.
- Mit Wirkung vom 9. Oktober 2008 verringerte die EZB den Korridor für die ständigen Fazilitäten von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Mit Wirkung vom 21. Januar 2009 wurde dieser Korridor wieder auf 200 Basispunkte erweitert.
- Am 8. Oktober 2008 gab die EZB bekannt, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 15. Oktober abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt würden. Durch diese Änderung wurde der vorherige (am selben Tag gefasste) Beschluss, den Mindestbietungssatz für die als Zinstender durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 50 Basispunkte zu senken, außer Kraft gesetzt.

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

(in Mio €; Zinssätze in % p. a.)

#### 1. Hauptrefinanzierungsgeschäfte und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte <sup>3), 4)</sup>

Abwicklungstag	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender			Gewichteter Durchschnittssatz	Laufzeit (Tage)
				Festzinssatz	Mindest- bietungssatz	Marginaler Zuteilungssatz <sup>5)</sup>		
	1	2	3	4	5	6	7	8
<b>Hauptrefinanzierungsgeschäfte</b>								
2009 6. Januar	216 122	600	216 122	2,50	-	-	-	8
14.	203 792	614	203 792	2,50	-	-	-	7
21.	251 516	668	251 516	2,00	-	-	-	7
28.	214 150	544	214 150	2,00	-	-	-	7
4. Februar	207 052	501	207 052	2,00	-	-	-	7
11.	197 727	511	197 727	2,00	-	-	-	7
18.	215 285	527	215 285	2,00	-	-	-	7
25.	237 801	504	237 801	2,00	-	-	-	7
4. März	244 147	481	244 147	2,00	-	-	-	7
11.	227 701	503	227 701	1,50	-	-	-	7
18.	226 066	537	226 066	1,50	-	-	-	7
25.	229 979	538	229 979	1,50	-	-	-	7
1. April	238 071	522	238 071	1,50	-	-	-	7
8.	233 234	535	233 234	1,25	-	-	-	7
15.	249 411	557	249 411	1,25	-	-	-	7
22.	244 126	563	244 126	1,25	-	-	-	7
29.	233 157	526	233 157	1,25	-	-	-	7
6. Mai	234 197	503	234 197	1,25	-	-	-	7
<b>Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte</b>								
2009 29. Januar	43 239	133	43 239	2,00	-	-	-	91
11. Februar	104 731	93	104 731	2,00	-	-	-	28
12.	18 479	39	18 479	2,00	-	-	-	91
12.	10 721	39	10 721	2,00	-	-	-	182
26.	21 641	57	21 641	2,00	-	-	-	91
11. März	120 189	97	120 189	1,50	-	-	-	28
12.	10 811	60	10 811	1,50	-	-	-	182
12.	30 229	71	30 229	1,50	-	-	-	91
26.	28 774	87	28 774	1,50	-	-	-	91
8. April	131 839	119	131 839	1,25	-	-	-	35
9.	36 087	75	36 087	1,25	-	-	-	182
16.	13 152	37	13 152	1,25	-	-	-	84
30.	30 170	90	30 170	1,25	-	-	-	91

#### 2. Sonstige Tendergeschäfte

Abwicklungstag	Art des Geschäfts	Gebote (Betrag)	Anzahl der Teilnehmer	Zuteilung (Betrag)	Zinstender					Laufzeit (Tage)
					Mengen- tender	Mindest- bietungs- satz	Höchst- bietungs- satz	Marginaler Zuteilungs- satz <sup>5)</sup>	Gewichteter Durch- schnittssatz	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2008 16. September	Hereinnahme von Termineinlagen	102 480	56	70 000	-	4,25	-	4,32	4,40	1
18.	Befristete Transaktion	49 330	43	25 000	-	4,25	-	4,30	4,39	1
24.	Befristete Transaktion	50 335	36	40 000	-	4,25	-	4,25	4,35	1
1. Oktober	Hereinnahme von Termineinlagen	173 047	52	173 047	4,25	-	-	-	-	1
2.	Hereinnahme von Termineinlagen	216 051	65	200 000	4,25	-	-	-	-	1
3.	Hereinnahme von Termineinlagen	193 844	54	193 844	4,25	-	-	-	-	3
6.	Hereinnahme von Termineinlagen	171 947	111	171 947	4,25	-	-	-	-	1
7.	Hereinnahme von Termineinlagen	147 491	97	147 491	4,25	-	-	-	-	1
9.	Befristete Transaktion	24 682	99	24 682	3,75	-	-	-	-	6
11. November	Hereinnahme von Termineinlagen	149 656	117	79 940	-	-	3,75	3,60	3,51	1
9. Dezember	Hereinnahme von Termineinlagen	152 655	95	137 456	-	-	3,25	3,05	2,94	1
2009 20. Januar	Hereinnahme von Termineinlagen	143 835	103	140 013	-	-	2,50	2,30	2,15	1
10. Februar	Hereinnahme von Termineinlagen	130 435	119	129 135	-	-	2,00	1,80	1,36	1
10. März	Hereinnahme von Termineinlagen	111 502	119	110 832	-	-	2,00	1,80	1,52	1
7. April	Hereinnahme von Termineinlagen	105 486	114	103 876	-	-	1,50	1,30	1,12	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) Am 8. Oktober 2008 gab die EZB bekannt, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte beginnend mit dem am 15. Oktober abzuwickelnden Geschäft als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt werden.
- 5) Bei liquiditätszuführenden (-abschöpfenden) Geschäften bezieht sich der marginale Zuteilungssatz auf den niedrigsten (höchsten) Zinssatz, zu dem Gebote angenommen wurden.

## 1.4 Mindestreserve- und Liquiditätsstatistik

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

### 1. Mindestreservebasis der reservspflichtigen Kreditinstitute

Reservebasis per <sup>1)</sup>	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
2006	15 648,3	8 411,7	601,9	1 968,4	1 180,3	3 486,1
2007	17 394,7	9 438,8	815,0	2 143,1	1 364,0	3 633,9
2008 Q1	17 703,3	9 551,7	840,2	2 126,0	1 558,4	3 627,1
Q2	17 971,8	9 775,4	916,3	2 172,4	1 439,4	3 668,1
Q3	18 231,2	9 968,9	917,1	2 186,7	1 457,1	3 701,5
2008 Nov. <sup>2)</sup>	18 396,5	10 195,5	884,3	2 227,2	1 378,8	3 710,8
Dez. <sup>2)</sup>	18 169,6	10 056,8	848,7	2 376,9	1 243,5	3 643,7
2009 Jan.	18 510,3	10 186,3	879,8	2 424,3	1 315,3	3 704,7
Febr.	18 466,6	10 142,2	870,3	2 438,4	1 272,4	3 743,2

### 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
2006	172,5	173,2	0,7	0,0	3,30
2007	195,9	196,8	1,0	0,0	4,17
2008 11. Nov.	216,1	218,6	2,4	0,0	3,94
9. Dez.	217,2	218,7	1,5	0,0	3,25
2009 20. Jan. <sup>3)</sup>	220,2	221,5	1,2	0,0	2,50
10. Febr.	221,1	222,1	1,0	0,0	2,00
10. März	217,6	218,6	1,0	0,0	2,00
7. April	220,8	221,6	0,8	0,0	1,50
12. Mai	219,7	.	.	.	.

### 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) <sup>4)</sup>	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			
2006	327,0	313,1	120,0	0,1	0,1	0,1	0,0	598,6	54,9	-66,4	173,2	771,8
2007	327,5	173,0	278,6	0,3	0,0	0,4	2,2	644,6	61,9	-126,6	196,8	841,9
2008 11. Nov.	549,0	301,6	452,5	12,7	4,2	213,7	2,3	722,1	85,0	78,2	218,6	1 154,4
9. Dez.	580,5	337,3	457,2	2,7	0,0	200,9	4,9	731,1	107,8	114,3	218,7	1 150,7
2009 20. Jan.	581,3	219,2	613,6	2,9	0,0	238,5	3,3	753,1	99,9	100,6	221,5	1 213,1
10. Febr.	547,4	224,9	551,4	2,1	0,0	175,4	6,1	740,2	102,7	79,3	222,1	1 137,7
10. März	512,7	224,3	472,4	1,6	0,0	95,5	4,0	741,5	110,1	41,4	218,6	1 055,5
7. April	508,0	230,5	443,1	1,1	0,0	57,8	3,7	747,3	139,0	13,3	221,6	1 026,6

Quelle: EZB.

- Stand am Ende des Berichtszeitraums.
- Einschließlich der Mindestreservebasis der Kreditinstitute in der Slowakei. Übergangsweise konnten die Kreditinstitute des Euro-Währungsgebiets entscheiden, von ihrer eigenen Reservebasis Verbindlichkeiten gegenüber in der Slowakei ansässigen Kreditinstituten abzuziehen. Mit der Reservebasis ab Ende Januar 2009 gilt das Standardverfahren (siehe Entscheidung der Europäischen Zentralbank vom 28. Oktober 2008 zu Übergangsbestimmungen für die Auferlegung einer Mindestreservepflicht durch die Europäische Zentralbank nach der Einführung des Euro in der Slowakei (EZB/2008/14)).
- Aufgrund der Einführung des Euro in der Slowakei am 1. Januar 2009 entspricht das Reserve-Soll dem Durchschnitt des – mit der Anzahl der Kalendertage gewichteten – Reserve-Solls der damaligen 15 Euro-Länder im Zeitraum vom 10. bis zum 31. Dezember 2008 und des Reserve-Solls der jetzigen 16 Mitgliedstaaten des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum vom 1. bis zum 20. Januar 2009.
- Ab dem 1. Januar 2009 einschließlich geldpolitischer Geschäfte, die von der Národná Banka Slovenska vor dem 1. Januar 2009 getätigt wurden und nach diesem Zeitpunkt noch ausstanden.



# MONETÄRE ENTWICKLUNGEN, BANKEN UND INVESTMENTFONDS

## 2.1 Aggregierte Bilanz der MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

### 1. Aktiva

	Insgesamt	Kredite an Ansässige im Euro-Währungsgebiet				Wertpapiere ohne Aktien von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet				Geldmarktfondsanteile <sup>2)</sup>	Aktien und sonstige Dividendenwerte sowie Beteiligungen an Ansässigen im Euro-Währungsgebiet	Aktiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sachanlagen	Sonstige Aktivpositionen
		Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet	MFIs	Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet	MFIs					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
<b>Eurosystem</b>														
2006	1 558,2	695,7	19,7	0,6	675,3	217,0	187,5	2,5	27,0	-	17,2	351,4	14,7	262,4
2007	2 046,1	1 031,7	17,8	0,6	1 013,3	268,6	225,1	1,9	41,6	-	17,4	373,7	15,2	339,6
2008 Q3	2 473,4	1 342,5	18,5	0,7	1 323,3	278,9	237,4	2,4	39,1	-	14,7	482,4	16,0	338,9
Q4	2 983,0	1 809,4	18,6	0,6	1 790,1	350,8	307,9	2,4	40,4	-	14,4	479,8	15,7	313,0
2009 Jan.	2 830,2	1 606,0	18,6	0,7	1 586,8	362,5	314,6	2,5	45,4	-	14,2	523,8	16,0	307,7
Febr.	2 772,6	1 537,1	18,6	0,7	1 517,8	366,5	318,3	2,7	45,6	-	13,6	530,5	15,9	309,0
März <sup>(p)</sup>	2 783,6	1 555,3	18,7	0,7	1 535,9	374,1	322,7	2,5	48,9	-	13,9	491,0	15,7	333,5
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>														
2006	25 944,6	14 881,7	809,0	9 134,7	4 938,0	3 561,5	1 278,8	645,8	1 636,9	83,5	1 171,4	4 336,6	172,6	1 737,4
2007	29 448,1	16 894,2	954,5	10 139,0	5 800,8	3 890,1	1 196,9	952,9	1 740,3	93,5	1 293,8	4 886,1	205,7	2 184,7
2008 Q3	31 534,6	18 134,9	978,7	10 800,7	6 355,5	4 207,3	1 195,4	1 106,3	1 905,6	101,8	1 316,1	5 125,7	203,2	2 445,5
Q4	31 857,0	18 056,0	968,4	10 769,5	6 318,1	4 631,3	1 244,2	1 395,6	1 991,5	98,7	1 200,2	4 763,2	211,6	2 896,0
2009 Jan.	32 304,1	18 204,8	984,5	10 856,9	6 363,4	4 768,7	1 308,8	1 407,6	2 052,3	101,6	1 205,0	4 871,6	210,6	2 941,7
Febr.	32 149,2	18 074,7	981,1	10 833,5	6 260,1	4 847,0	1 342,3	1 427,9	2 076,8	102,8	1 189,3	4 779,9	215,1	2 940,4
März <sup>(p)</sup>	31 736,9	17 909,4	970,1	10 815,8	6 123,5	4 923,0	1 387,7	1 444,8	2 090,5	104,1	1 187,6	4 529,4	213,9	2 869,6

### 2. Passiva

	Insgesamt	Bargeldumlauf	Einlagen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet			Geldmarktfondsanteile <sup>3)</sup>	Begebene Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	Kapital und Rücklagen	Passiva gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	Sonstige Passivpositionen	
			Zusammen	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte/sonstige Ansässige im Euro-Währungsgebiet						MFIs
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Eurosystem</b>											
2006	1 558,2	647,0	431,6	33,7	15,9	382,0	-	0,1	208,6	35,3	235,6
2007	2 046,1	697,0	714,7	23,9	19,1	671,8	-	0,1	238,0	66,0	330,3
2008 Q3	2 473,4	705,4	932,3	51,3	17,7	863,3	-	0,1	264,4	288,1	283,1
Q4	2 983,0	784,8	1 217,5	68,8	16,6	1 132,1	-	0,1	273,9	383,3	323,4
2009 Jan.	2 830,2	761,9	1 093,1	102,5	19,1	971,6	-	0,1	302,6	329,1	343,3
Febr.	2 772,6	763,8	1 075,8	110,9	22,3	942,6	-	0,1	313,8	301,5	317,7
März <sup>(p)</sup>	2 783,6	768,9	1 114,9	135,6	23,3	956,0	-	0,1	296,4	301,6	301,8
<b>MFIs ohne Eurosystem</b>											
2006	25 944,6	-	13 265,1	124,1	7 901,8	5 239,3	698,3	4 233,6	1 454,1	3 991,4	2 302,2
2007	29 448,1	-	15 098,2	126,9	8 885,4	6 085,8	754,1	4 631,4	1 683,4	4 533,4	2 747,6
2008 Q3	31 534,6	-	16 234,4	139,9	9 347,6	6 746,8	833,2	4 851,8	1 755,9	4 890,5	2 968,8
Q4	31 857,0	-	16 762,5	190,7	9 709,6	6 862,1	825,4	4 849,7	1 767,7	4 404,0	3 247,8
2009 Jan.	32 304,1	-	16 820,1	222,6	9 760,6	6 836,9	859,8	4 920,6	1 787,7	4 678,8	3 237,0
Febr.	32 149,2	-	16 710,7	228,2	9 766,0	6 716,5	880,4	4 970,6	1 784,2	4 572,1	3 231,2
März <sup>(p)</sup>	31 736,9	-	16 609,8	216,1	9 788,3	6 605,3	883,0	4 930,0	1 798,2	4 348,8	3 167,1

Quelle: EZB.

1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

2) 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.

3) Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet gehaltene Bestände.

4) 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 MFIs im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>**

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

**I. Aktiva**

	Ins- gesamt	Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Wertpapiere ohne Aktien von Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Aktien und sonstige Divi- dendenwerte 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>											
2006	19 710,1	9 964,0	828,7	9 135,3	2 114,5	1 466,3	648,2	811,4	4 687,9	187,3	1 945,0
2007	22 317,5	11 111,9	972,3	10 139,6	2 376,9	1 422,0	954,9	882,2	5 259,8	220,9	2 465,9
2008 Q3	23 777,8	11 798,5	997,2	10 801,3	2 541,6	1 432,9	1 108,7	874,3	5 608,1	219,2	2 736,2
2008 Q4	24 112,3	11 757,2	987,1	10 770,1	2 950,1	1 552,1	1 398,0	787,5	5 243,0	227,3	3 147,2
2009 Jan.	24 505,1	11 860,7	1 003,1	10 857,6	3 033,5	1 623,5	1 410,0	789,2	5 395,3	226,6	3 199,8
2009 Febr.	24 445,1	11 833,9	999,7	10 834,2	3 091,2	1 660,6	1 430,6	777,1	5 310,5	230,9	3 201,6
2009 März <sup>(p)</sup>	24 141,4	11 805,3	988,8	10 816,4	3 157,7	1 710,4	1 447,3	774,2	5 020,4	229,6	3 154,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2006	1 999,9	874,8	-14,2	889,0	13,0	-94,0	107,1	97,9	806,0	6,4	201,7
2007	2 574,0	1 014,8	-9,9	1 024,7	232,2	-46,3	278,5	55,5	782,0	-0,5	490,0
2008	1 602,3	600,3	12,1	588,3	362,0	58,3	303,7	-55,3	-74,3	-2,1	771,6
2008 Q4	213,2	-45,3	-9,7	-35,6	196,9	52,5	144,4	-69,7	-323,5	1,0	453,8
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	-166,1	9,7	2,1	7,7	189,6	143,4	46,2	-0,6	-314,4	0,8	-51,3
2009 Jan.	99,6	39,6	14,6	25,0	63,8	56,6	7,1	10,3	-43,1	-2,2	31,3
2009 Febr.	-100,7	-25,7	-3,3	-22,3	56,4	37,0	19,4	-6,7	-114,7	4,4	-14,4
2009 März <sup>(p)</sup>	-165,0	-4,2	-9,1	5,0	69,4	49,7	19,6	-4,1	-156,6	-1,3	-68,2

**2. Passiva**

	Insgesamt	Bargeld- umlauf	Einlagen von Zentralstaaten	Einlagen von sonstigen öffentlichen Haushalten/ sonstigen Nicht-MFIs im Euro-Wäh- rungsgebiet	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	Überschuss der Inter- MFI-Ver- bindlich- keiten
<b>Bestände</b>										
2006	19 710,1	592,3	157,8	7 917,7	614,6	2 569,8	1 285,5	4 026,7	2 537,7	7,9
2007	22 317,5	638,6	150,8	8 904,5	660,4	2 849,6	1 492,4	4 599,4	3 077,9	-56,5
2008 Q3	23 777,8	657,2	191,2	9 365,3	731,1	2 907,2	1 563,6	5 178,6	3 252,0	-68,7
2008 Q4	24 112,3	723,0	259,6	9 726,2	726,3	2 817,8	1 614,5	4 787,3	3 571,1	-114,0
2009 Jan.	24 505,1	712,3	325,1	9 779,7	757,9	2 822,9	1 660,3	5 007,9	3 580,4	-141,6
2009 Febr.	24 445,1	716,0	339,1	9 788,4	777,3	2 848,3	1 672,3	4 873,6	3 548,8	-118,8
2009 März <sup>(p)</sup>	24 141,4	720,0	351,7	9 811,7	778,7	2 790,7	1 667,3	4 650,3	3 468,9	-98,1
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2006	1 999,9	59,4	-15,2	681,5	27,6	284,3	59,7	600,9	253,7	48,0
2007	2 574,0	45,8	-13,4	838,9	54,5	270,0	149,9	774,9	466,2	-13,2
2008	1 602,3	83,4	106,0	605,7	29,8	-42,9	141,2	63,2	673,4	-57,7
2008 Q4	213,2	65,8	68,4	203,6	-10,4	-94,3	43,7	-395,4	379,1	-47,3
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	-166,1	-4,5	89,2	29,4	53,7	-36,7	38,9	-196,6	-134,9	-4,5
2009 Jan.	99,6	-12,1	62,5	-14,9	32,7	-29,0	24,2	75,2	35,9	-75,0
2009 Febr.	-100,7	3,6	14,0	9,2	19,6	22,7	8,7	-146,9	-49,8	18,2
2009 März <sup>(p)</sup>	-165,0	4,0	12,7	35,1	1,4	-30,5	6,1	-125,0	-121,0	52,3

Quelle: EZB.

1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

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.

## 2.3 Monetäre Statistik <sup>1)</sup>

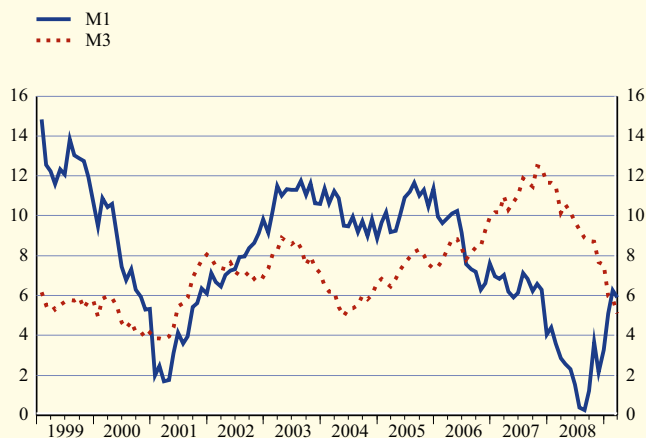
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 1. Geldmengenaggregate<sup>2)</sup> und Gegenposten

	M3				Zentrierter gleitender Drei- monats- durchschnitt von M3	Länger- fristige finanzielle Verbind- lichkeiten	Kredite an öffentliche Haushalte	Kredite an sonstige Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Nettofor- derungen an Ansässige außerhalb des Euro- währungs- gebiets <sup>4)</sup>	
	M2		M3-M2	Buchkredite				Nachrichtlich: Um Kreditabsatz und Kredit- verbriefungen bereinigte Buch- kredite <sup>3)</sup>				
	M1	M2-M1							9	10		11
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Bestände</b>												
2006	3 685,1	2 959,0	6 644,1	1 099,6	7 743,7	-	5 427,8	2 319,8	10 619,0	9 148,3	-	637,3
2007	3 837,7	3 518,3	7 356,1	1 308,5	8 664,6	-	5 967,8	2 416,2	12 003,9	10 156,5	-	634,7
2008 Q3	3 894,3	3 986,1	7 880,4	1 367,3	9 247,7	-	6 123,9	2 443,8	12 801,8	10 793,8	-	434,7
2008 Q4	3 981,9	4 046,7	8 028,6	1 378,1	9 406,7	-	6 284,3	2 562,4	12 977,6	10 785,9	-	428,6
2009 Jan.	4 103,6	3 990,2	8 093,8	1 307,8	9 401,6	-	6 445,8	2 626,1	13 085,0	10 872,0	-	371,4
2009 Febr.	4 138,5	3 983,0	8 121,5	1 322,0	9 443,4	-	6 494,5	2 657,7	13 090,2	10 861,5	-	419,1
2009 März <sup>5)</sup>	4 123,1	3 964,9	8 088,0	1 312,2	9 400,2	-	6 455,4	2 687,3	13 039,8	10 814,4	-	370,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2006	260,5	308,8	569,2	130,1	699,3	-	428,2	-112,2	1 102,7	896,5	964,5	204,2
2007	148,8	529,8	678,6	224,3	902,9	-	466,9	-59,6	1 362,1	1 028,5	1 130,9	5,3
2008	125,8	487,4	613,2	44,2	657,4	-	156,5	70,3	832,4	587,1	770,3	-138,9
2008 Q4	84,9	57,7	142,6	10,0	152,6	-	-7,9	51,2	44,2	-12,3	84,0	39,6
2009 Q1 <sup>6)</sup>	107,3	-100,0	7,3	-61,5	-54,2	-	137,9	110,3	33,2	-10,3	16,8	-90,8
2009 Jan.	83,3	-81,3	2,0	-64,8	-62,8	-	93,6	47,4	48,6	23,6	33,5	-107,2
2009 Febr.	34,8	-6,2	28,6	14,3	42,9	-	42,4	31,5	10,6	-9,5	-1,5	30,4
2009 März <sup>6)</sup>	-10,8	-12,5	-23,3	-11,0	-34,3	-	1,9	31,3	-26,0	-24,4	-15,3	-14,0
<b>Wachstumsraten</b>												
2006 Dez.	7,6	11,6	9,4	13,2	9,9	9,8	8,5	-4,6	11,6	10,8	11,6	204,2
2007 Dez.	4,0	17,9	10,2	20,5	11,6	11,9	8,5	-2,6	12,8	11,2	12,3	5,3
2008 Sept.	1,2	17,8	9,0	7,3	8,7	8,8	5,0	0,9	10,1	8,5	9,6	-222,1
2008 Dez.	3,3	13,7	8,3	3,3	7,5	7,1	2,6	2,9	6,9	5,8	7,5	-138,9
2009 Jan.	5,1	10,1	7,5	-2,7	6,0	6,4	3,5	5,0	6,4	5,1	6,9	-237,3
2009 Febr.	6,3	7,8	7,0	-0,8	5,8	5,6	4,5	6,7	5,7	4,3	6,1	-188,2
2009 März <sup>6)</sup>	5,9	6,4	6,2	-1,0	5,1	.	4,3	7,7	4,7	3,2	5,0	-171,1

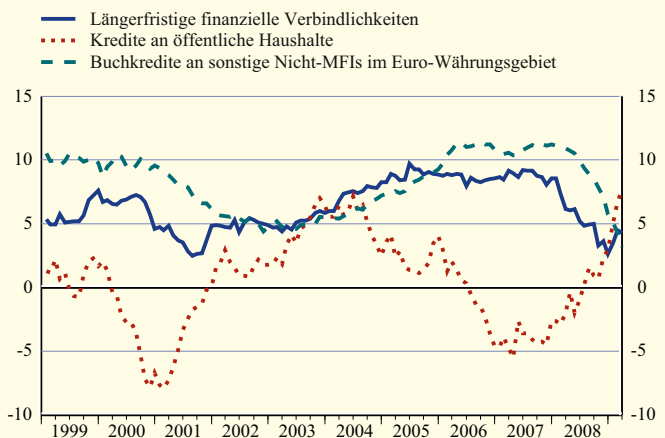
### A1 Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



### A2 Gegenposten <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“. Monatliche und andere kürzerfristige Wachstumsraten für ausgewählte Positionen sind abrufbar unter [www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/aggregates/aggr/html/index.en.html).
- 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).
- Bereinigt um Buchkredite, die im Rahmen von Verkäufen bzw. Verbriefungen aus der MFI-Bilanzstatistik ausgegliedert wurden.
- 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 <sup>1)</sup>

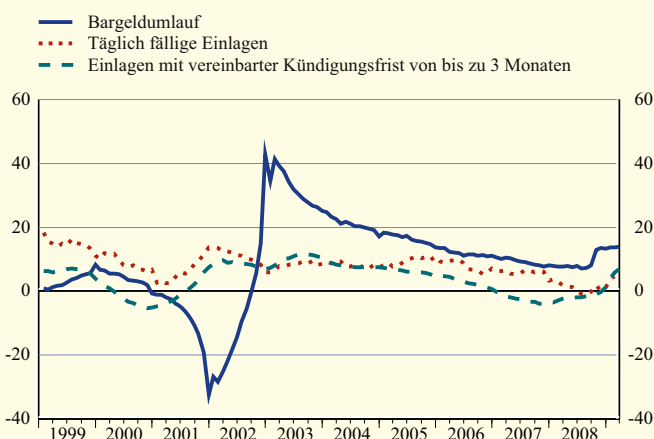
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 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
<b>Bestände</b>											
2006	578,4	3 106,7	1 404,9	1 554,1	267,1	636,5	196,0	2 385,7	102,0	1 659,9	1 280,2
2007	625,6	3 212,2	1 977,3	1 541,1	307,4	686,2	314,9	2 547,4	119,3	1 814,8	1 486,4
2008 Q3	662,9	3 231,4	2 453,8	1 532,2	342,5	736,5	288,2	2 617,1	114,8	1 833,3	1 558,7
2008 Q4	710,0	3 271,8	2 479,3	1 567,4	354,1	756,2	267,9	2 563,6	121,3	1 991,5	1 608,0
2009 Jan.	716,8	3 386,9	2 387,9	1 602,3	322,8	766,1	218,8	2 625,9	123,7	2 039,8	1 656,3
2009 Febr.	721,8	3 416,7	2 354,6	1 628,4	327,7	777,3	217,0	2 641,5	123,0	2 059,5	1 670,4
2009 März <sup>(p)</sup>	727,5	3 395,6	2 318,4	1 646,5	337,5	778,3	196,4	2 595,0	124,2	2 074,6	1 661,6
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2006	57,3	203,1	298,0	10,8	30,1	29,9	70,0	216,4	15,3	137,6	58,9
2007	46,7	102,1	582,3	-52,5	42,2	58,7	123,4	147,5	9,7	160,4	149,3
2008	83,4	42,4	467,7	19,8	48,1	33,2	-37,1	-4,2	0,6	19,4	140,7
2008 Q4	47,1	37,8	22,7	35,0	13,2	13,7	-16,9	-61,5	6,5	5,0	42,0
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	16,0	91,3	-178,8	78,8	-16,7	23,5	-68,3	18,4	2,2	77,6	39,8
2009 Jan.	5,3	78,0	-115,7	34,4	-31,5	11,1	-44,4	23,3	1,6	41,8	26,9
2009 Febr.	5,1	29,7	-32,4	26,2	4,9	11,4	-2,0	13,0	-0,6	19,3	10,7
2009 März <sup>(p)</sup>	5,6	-16,4	-30,8	18,3	9,9	1,0	-21,9	-18,0	1,2	16,5	2,2
<b>Wachstumsraten</b>											
2006 Dez.	11,0	7,0	26,8	0,7	12,8	4,8	55,2	9,9	17,7	9,0	4,8
2007 Dez.	8,1	3,3	41,3	-3,4	15,8	9,2	63,6	6,2	9,5	9,7	11,4
2008 Sept.	8,2	-0,1	34,4	-1,7	16,5	4,1	5,3	2,3	-5,6	3,8	12,1
2008 Dez.	13,3	1,3	23,4	1,3	15,5	4,8	-12,2	-0,1	0,5	1,1	9,6
2009 Jan.	13,7	3,4	14,6	4,1	5,9	2,6	-24,9	0,0	0,6	3,0	10,5
2009 Febr.	13,6	4,8	9,3	5,8	5,4	3,4	-19,8	1,1	1,3	4,2	10,9
2009 März <sup>(p)</sup>	13,8	4,3	6,2	6,8	8,5	3,9	-26,2	0,2	3,7	5,0	10,5

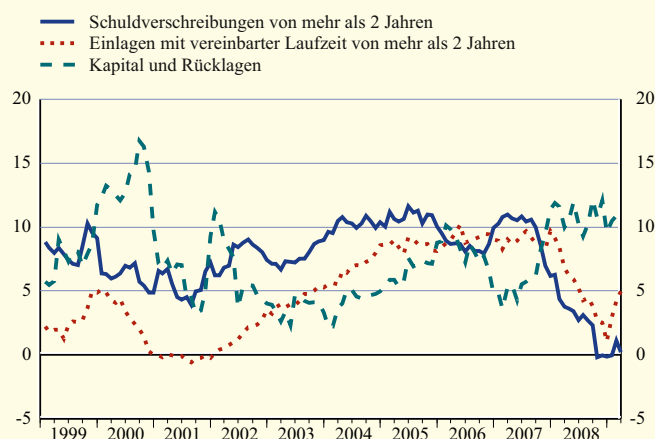
### A3 Komponenten der Geldmengenaggregate <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



### A4 Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten <sup>1)</sup>

(Jahreswachstumsraten; saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

## 2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Kredite an Finanzintermediäre, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen	Sonstige Finanzintermediäre <sup>3)</sup>	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften				Private Haushalte <sup>4)</sup>			
	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt	Bis zu 1 Jahr	Mehr als 1 Jahr bis zu 5 Jahren	Mehr als 5 Jahre	Insgesamt	Konsumentenkredite	Wohnungsbaukredite	Sonstige Kredite
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Bestände</b>										
2006	92,2	703,9	3 836,9	1 141,6	707,0	1 988,3	4 515,3	584,2	3 194,3	736,8
2007	107,4	877,5	4 383,4	1 282,6	859,5	2 241,2	4 788,2	616,1	3 419,9	752,2
2008 Q3	102,0	1 003,4	4 769,6	1 378,5	954,3	2 436,7	4 918,8	636,8	3 514,8	767,1
2008 Q4	103,7	974,8	4 825,8	1 384,4	960,8	2 480,6	4 881,7	630,8	3 480,9	769,9
2009 Jan.	98,2	990,5	4 884,4	1 394,1	978,1	2 512,1	4 898,9	639,6	3 488,9	770,4
2009 Febr.	96,2	986,3	4 879,7	1 373,9	980,7	2 525,1	4 899,2	640,8	3 490,9	767,6
2009 März <sup>(p)</sup>	102,4	970,6	4 851,2	1 351,4	973,9	2 525,8	4 890,2	641,2	3 482,0	767,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2006	20,2	86,9	444,8	100,9	123,0	220,8	344,7	42,3	281,9	20,4
2007	16,8	176,3	555,9	146,1	156,0	253,8	279,5	31,5	227,0	21,0
2008	-4,2	89,8	421,9	88,9	120,0	213,0	79,6	10,9	50,9	17,8
2008 Q4	1,6	-30,1	55,4	-3,7	24,4	34,7	-39,2	-6,4	-36,1	3,3
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	-4,7	-10,4	11,3	-37,7	8,1	41,0	-6,5	2,5	-6,9	-2,1
2009 Jan.	-5,7	5,3	26,9	-0,9	9,2	18,6	-2,9	-0,3	-2,1	-0,6
2009 Febr.	-2,0	-5,7	-3,5	-19,3	2,6	13,2	1,7	1,7	2,2	-2,2
2009 März <sup>(p)</sup>	3,0	-10,0	-12,1	-17,5	-3,8	9,2	-5,3	1,1	-7,0	0,6
<b>Wachstumsraten</b>										
2006 Dez.	27,9	14,0	13,1	9,7	20,8	12,4	8,2	7,7	9,7	2,9
2007 Dez.	18,2	24,9	14,5	12,8	22,0	12,8	6,2	5,4	7,1	2,9
2008 Sept.	-8,0	18,8	12,1	9,8	17,5	11,4	3,8	4,5	4,0	2,5
2008 Dez.	-3,9	10,3	9,6	6,9	13,9	9,4	1,7	1,8	1,5	2,4
2009 Jan.	-4,7	8,2	9,0	6,0	13,0	9,1	1,2	1,3	0,9	2,1
2009 Febr.	-8,1	7,8	7,7	3,2	12,0	8,7	0,7	1,1	0,4	1,4
2009 März <sup>(p)</sup>	-6,2	3,6	6,3	0,2	10,4	8,3	0,4	0,9	0,1	1,3

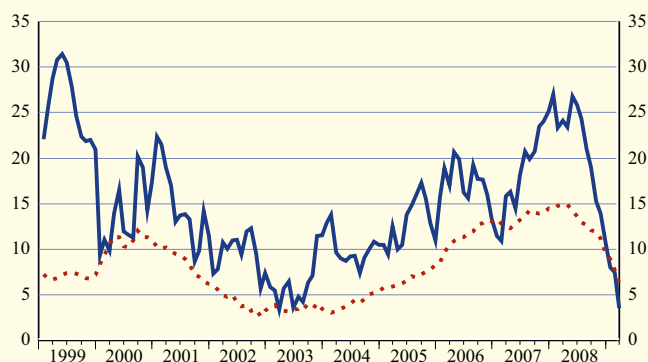
### A5 Kredite an sonstige Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)

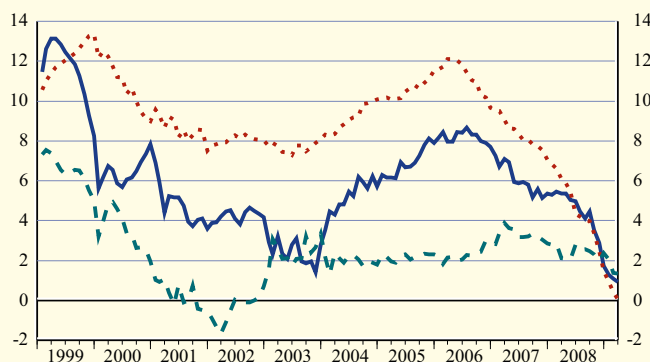
### A6 Kredite an private Haushalte <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)

— Sonstige Finanzintermediäre  
 ..... Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



— Konsumentenkredite  
 ..... Wohnungsbaukredite  
 - - - Sonstige Kredite



Quelle: EZB.

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

2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

3) Einschließlich Investmentfonds.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

**2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>**

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

**2. Kredite an Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen				Sonstige Finanzintermediäre <sup>3)</sup>				Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften			
	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
<b>Bestände</b>												
2007	95,6	71,2	7,5	17,0	862,2	522,5	148,0	191,7	4 386,2	1 278,0	859,2	2 249,1
2008 Q3	101,8	78,0	6,4	17,5	1 012,2	616,3	169,5	226,4	4 761,1	1 374,6	953,5	2 433,0
2008 Q4	92,3	68,5	5,7	18,0	960,9	554,0	168,8	238,1	4 828,6	1 378,8	960,5	2 489,3
2009 Jan.	96,8	72,7	6,5	17,5	985,1	567,2	178,3	239,6	4 881,3	1 389,7	976,7	2 515,0
2009 Febr.	94,3	70,1	6,5	17,6	982,9	560,2	179,7	243,0	4 868,8	1 366,9	978,8	2 523,1
2009 März <sup>(p)</sup>	101,3	75,6	6,3	19,4	987,1	570,0	179,8	237,3	4 846,9	1 348,7	974,4	2 523,8
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2007	15,0	16,7	-5,2	3,5	175,0	113,4	34,1	27,5	555,7	144,9	156,1	254,7
2008	-3,9	-2,9	-1,8	0,9	91,2	27,3	21,5	42,4	422,0	88,0	120,1	213,8
2008 Q4	-9,7	-9,6	-0,7	0,6	-52,7	-60,8	0,1	8,0	66,7	-5,3	24,9	47,1
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	5,7	5,7	0,6	-0,7	19,9	11,3	11,0	-2,4	4,3	-34,8	8,8	30,3
2009 Jan.	4,4	4,0	0,8	-0,5	13,7	6,1	8,8	-1,2	21,1	0,3	8,1	12,8
2009 Febr.	-2,5	-2,6	0,0	0,1	-3,6	-7,6	1,3	2,8	-11,5	-21,9	2,1	8,3
2009 März <sup>(p)</sup>	3,9	4,3	-0,2	-0,2	9,8	12,8	0,9	-4,0	-5,4	-13,2	-1,4	9,2
<b>Wachstumsraten</b>												
2007 Dez.	18,2	30,6	-41,1	23,5	25,1	27,2	29,6	16,7	14,5	12,7	22,1	12,8
2008 Sept.	-7,6	-10,6	-26,1	18,7	19,0	15,6	24,5	25,0	12,1	9,8	17,5	11,4
2008 Dez.	-4,0	-4,0	-24,2	5,0	10,6	5,4	14,6	22,1	9,6	6,9	13,9	9,4
2009 Jan.	-4,7	-5,3	-19,3	5,0	8,0	0,5	20,5	20,2	9,0	6,0	13,1	9,1
2009 Febr.	-8,3	-10,0	-17,9	4,4	7,5	-1,0	19,8	22,6	7,7	3,2	12,0	8,7
2009 März <sup>(p)</sup>	-6,0	-7,4	-16,8	5,9	3,5	-5,1	19,6	17,4	6,3	0,2	10,4	8,3

**3. Kredite an private Haushalte<sup>4)</sup>**

	Insgesamt	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>													
2007	4 794,9	618,4	137,5	203,9	276,9	3 423,3	15,9	73,7	3 333,7	753,2	147,4	104,0	501,8
2008 Q3	4 925,6	638,3	139,3	201,4	297,6	3 519,9	16,8	71,7	3 431,4	767,3	149,6	100,0	517,8
2008 Q4	4 887,7	633,1	138,8	196,3	298,0	3 483,7	17,2	67,6	3 398,9	771,0	155,1	90,4	525,5
2009 Jan.	4 893,7	637,7	137,0	202,8	297,9	3 487,2	17,2	65,9	3 404,1	768,8	152,5	89,6	526,8
2009 Febr.	4 887,6	635,4	135,9	201,8	297,8	3 485,8	17,1	65,5	3 403,3	766,3	150,4	88,9	527,1
2009 März <sup>(p)</sup>	4 880,5	638,2	137,6	201,9	298,7	3 476,6	17,4	68,3	3 390,9	765,7	151,1	88,3	526,3
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>													
2007	278,9	31,5	3,8	1,1	26,6	226,4	0,9	2,3	223,2	21,1	1,7	4,4	14,9
2008	78,9	10,8	1,1	-8,9	18,7	50,2	1,1	-3,7	52,8	17,9	2,6	-5,4	20,7
2008 Q4	-39,9	-5,7	-0,3	-5,6	0,1	-38,4	0,3	-2,2	-36,5	4,2	0,9	-2,0	5,3
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	-22,2	-2,7	-1,2	-2,1	0,5	-15,1	0,2	-0,8	-14,5	-4,4	-3,9	-1,9	1,3
2009 Jan.	-14,2	-4,4	-2,1	-1,3	-0,9	-6,6	0,0	-1,8	-4,8	-3,2	-3,1	-0,8	0,7
2009 Febr.	-4,7	-1,8	-1,0	-0,9	0,1	-1,1	-0,2	-0,4	-0,5	-1,8	-1,9	-0,6	0,7
2009 März <sup>(p)</sup>	-3,3	3,4	1,9	0,1	1,3	-7,3	0,4	1,4	-9,1	0,6	1,1	-0,4	-0,1
<b>Wachstumsraten</b>													
2007 Dez.	6,2	5,4	2,8	0,5	10,7	7,1	6,0	3,2	7,2	2,9	1,2	4,3	3,0
2008 Sept.	3,8	4,5	4,2	-1,3	9,0	4,0	4,8	-1,3	4,1	2,5	2,2	-2,3	3,5
2008 Dez.	1,6	1,7	0,8	-4,4	6,7	1,5	7,0	-5,1	1,6	2,4	1,7	-5,2	4,1
2009 Jan.	1,2	1,3	0,3	-4,6	6,1	0,9	7,9	-7,3	1,1	2,1	1,0	-5,9	4,0
2009 Febr.	0,7	1,1	0,3	-4,3	5,4	0,4	7,5	-7,6	0,6	1,4	0,5	-7,4	3,4
2009 März <sup>(p)</sup>	0,4	0,9	1,1	-4,4	4,7	0,1	7,9	-5,3	0,1	1,4	0,1	-7,7	3,6

Quelle: EZB.

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

2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

3) Einschließlich Investmentfonds.

4) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 2.4 Kredite der MFIs, Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

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

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

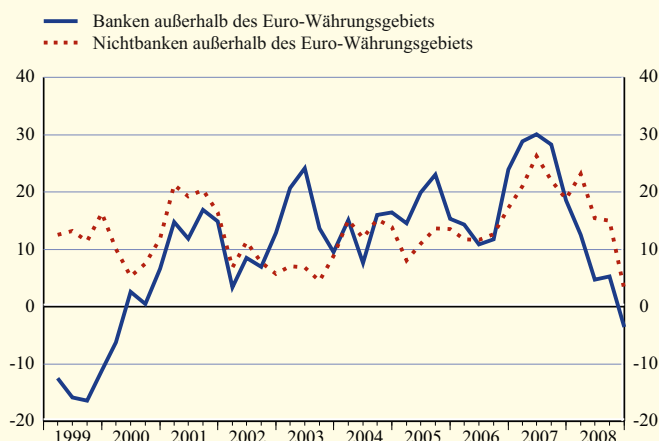
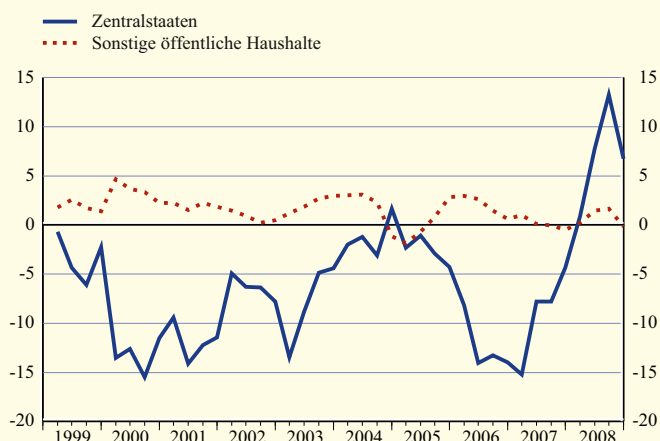
	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets					
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken			
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>											
2006	809,0	104,0	232,5	446,6	25,8	2 931,8	2 070,6	861,2	63,1	798,1	
2007	954,5	213,4	217,6	494,0	29,4	3 307,6	2 352,4	955,3	59,8	895,5	
2008											
Q1	956,2	210,6	212,8	495,6	37,2	3 423,2	2 407,3	1 015,9	61,5	954,4	
Q2	974,0	220,9	215,1	495,9	42,0	3 320,9	2 312,2	1 008,8	63,0	945,8	
Q3	978,7	225,6	210,0	497,8	45,4	3 525,7	2 461,8	1 063,9	61,8	1 002,0	
Q4 <sup>(p)</sup>	968,4	229,1	210,1	489,7	39,8	3 243,1	2 272,8	969,1	59,6	909,5	
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>											
2006	-13,2	-17,5	-14,3	22,0	-3,4	536,5	408,5	128,0	-0,1	128,1	
2007	-8,0	-4,5	-13,0	6,0	3,6	541,6	382,1	159,7	0,3	159,4	
2008 <sup>(p)</sup>	12,9	14,4	-8,1	-3,6	10,4	-52,5	-83,0	28,9	0,1	28,8	
2008											
Q1	0,5	-3,4	-4,8	0,9	7,8	212,7	119,6	92,8	2,9	89,8	
Q2	17,7	10,3	2,1	0,6	4,8	-99,2	-93,6	-5,4	1,6	-7,0	
Q3	4,4	4,3	-5,2	1,9	3,4	91,0	73,8	17,3	-3,2	20,5	
Q4 <sup>(p)</sup>	-9,9	3,2	-0,2	-7,0	-5,6	-257,1	-182,7	-75,7	-1,1	-74,5	
<b>Wachstumsraten</b>											
2006	Dez.	-1,6	-14,0	-5,8	5,2	-11,6	21,9	24,0	17,2	-0,1	18,9
2007	Dez.	-1,0	-4,3	-5,6	1,3	13,8	18,6	18,6	18,8	0,5	20,3
2008											
März	0,1	0,9	-5,1	1,6	19,4	15,6	12,6	23,2	10,0	24,1	
Juni	2,4	7,8	-1,8	2,3	11,7	7,7	4,7	15,4	9,5	15,8	
Sept.	3,4	13,2	-1,9	2,7	9,6	8,0	5,2	15,0	1,8	15,9	
Dez. <sup>(p)</sup>	1,3	6,7	-3,7	-0,7	35,2	-1,6	-3,5	3,1	0,1	3,3	

### A7 Kredite an öffentliche Haushalte<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)

### A8 Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten; nicht saisonbereinigt)



Quelle: EZB.

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

2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

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



## 2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung<sup>1), 2)</sup>

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

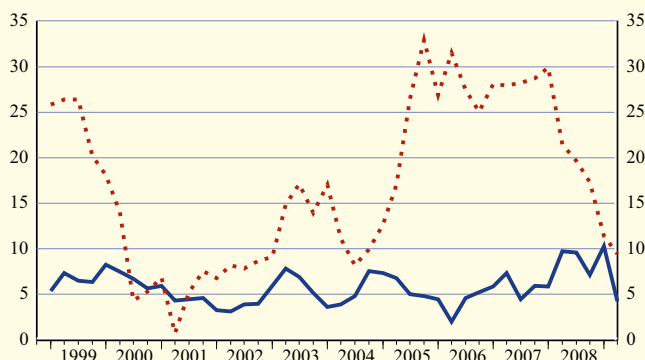
### 1. Einlagen von Finanzintermediären

	Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen						Sonstige Finanzintermediäre <sup>3)</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>														
2006	656,2	70,0	59,8	499,1	1,0	1,4	24,9	1 135,6	281,8	249,7	468,2	10,5	0,2	125,1
2007	691,7	70,9	70,5	527,5	0,8	1,1	20,8	1 466,4	312,5	345,7	648,6	12,2	0,3	147,1
2008 Q3	730,4	75,2	91,0	541,1	1,2	1,6	20,4	1 634,5	322,5	443,7	669,1	11,6	0,1	187,5
2008 Q4	765,4	83,8	117,1	538,9	1,1	1,5	23,1	1 798,6	320,9	420,0	848,3	12,3	0,1	197,0
2009 Jan.	766,3	99,8	99,7	544,0	1,2	1,5	20,2	1 803,7	341,9	363,6	880,3	12,9	0,1	204,9
2009 Febr.	759,9	92,5	98,6	544,5	1,4	1,5	21,3	1 820,8	342,3	359,0	893,4	14,1	0,1	212,0
2009 März <sup>6)</sup>	763,2	91,7	99,7	546,6	2,3	1,5	21,4	1 837,1	332,6	348,7	907,1	14,4	0,0	234,2
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2006	36,4	2,0	4,9	25,4	-0,3	0,0	4,4	247,4	45,2	67,0	129,8	0,3	0,1	4,9
2007	38,5	0,8	10,5	31,9	-0,3	-0,3	-4,1	339,0	34,0	98,7	180,4	1,7	0,1	24,1
2008	71,7	12,4	44,9	12,4	-0,3	0,1	2,2	167,3	4,5	70,9	41,5	-0,3	-0,3	50,9
2008 Q4	36,8	8,5	26,1	-0,3	-0,1	-0,1	2,7	8,1	-2,3	-24,0	22,7	0,6	0,0	11,1
2009 Q1	-6,9	5,4	-18,9	7,7	0,5	0,0	-1,7	34,7	9,8	-71,7	57,3	2,1	0,0	37,2
2009 Jan.	-1,0	15,4	-18,6	5,0	0,1	0,0	-2,9	-3,4	17,9	-58,2	28,6	0,5	0,0	7,8
2009 Febr.	-6,5	-7,3	-1,1	0,5	0,2	0,0	1,2	15,8	-0,3	-4,7	12,6	1,2	0,0	7,1
2009 März <sup>6)</sup>	0,6	-2,6	0,9	2,1	0,2	0,0	0,1	22,2	-7,8	-8,9	16,1	0,5	0,0	22,3
<b>Wachstumsraten</b>														
2006 Dez.	5,9	2,9	9,0	5,4	-20,4	-	21,2	28,1	19,4	36,6	38,7	2,6	-	4,0
2007 Dez.	5,9	1,1	17,5	6,4	-25,3	-	-16,4	29,9	12,0	39,7	38,5	16,4	-	19,1
2008 Sept.	7,1	10,8	38,9	3,2	-20,3	-	-3,1	17,3	-3,3	45,3	15,5	-11,7	-	16,1
2008 Dez.	10,3	17,3	62,1	2,4	-23,4	-	10,4	11,4	1,4	20,7	6,4	-2,3	-	34,6
2009 Jan.	6,5	18,5	26,0	3,1	-18,1	-	-20,2	9,2	1,2	6,7	10,0	-2,3	-	25,3
2009 Febr.	6,8	26,2	24,4	2,6	-12,6	-	-13,7	10,0	5,8	-1,6	12,9	14,8	-	28,3
2009 März <sup>6)</sup>	4,3	8,8	13,8	2,4	-3,4	-	-2,2	9,4	-1,9	-3,4	13,7	6,4	-	39,1

### A9 Einlagen insgesamt, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

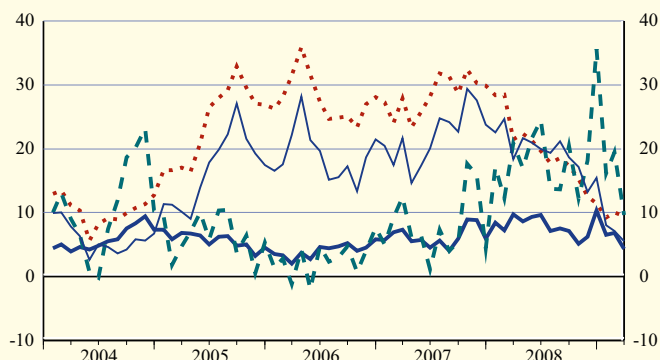
- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- ... Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)



### A10 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (insgesamt)
- ... Sonstige Finanzintermediäre (insgesamt)
- - - Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen (in M3 enthalten)<sup>4)</sup>
- Sonstige Finanzintermediäre (in M3 enthalten)<sup>5)</sup>



Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 3) Hierzu gehören auch Investmentfonds.
- 4) Umfasst die in Spalten 2, 3, 5 und 7 enthaltenen Einlagen.
- 5) Umfasst die in Spalten 9, 10, 12 und 14 enthaltenen Einlagen.

## 2.5 Einlagen bei MFI, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

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

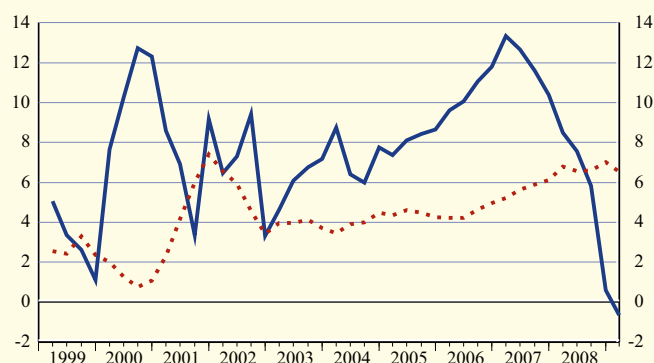
### 2. Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften und privater Haushalte

	Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften							Private Haushalte <sup>3)</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 Jahre	Mehr als 2 Jahre	Bis zu 3 Monaten	Mehr als 3 Monate				Bis zu 2 Jahre	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>														
2006	1 352,7	855,0	361,3	69,4	40,9	1,3	24,8	4 551,7	1 751,4	668,9	607,4	1 354,3	99,8	70,0
2007	1 488,8	888,9	485,3	59,6	29,9	1,4	23,7	4 990,6	1 778,9	993,3	561,6	1 458,6	111,1	87,1
2008 Q3	1 517,4	879,9	520,8	64,2	26,0	1,4	25,1	5 203,5	1 751,0	1 270,4	525,1	1 446,0	103,0	108,0
Q4	1 517,2	889,9	509,5	64,6	28,3	1,3	23,7	5 374,1	1 814,6	1 350,2	521,7	1 490,1	113,7	83,7
2009 Jan.	1 494,4	884,0	488,2	67,1	32,4	1,3	21,3	5 443,8	1 859,0	1 335,8	523,0	1 535,0	114,4	76,6
Febr.	1 480,0	868,2	483,4	68,6	35,8	1,3	22,7	5 453,1	1 883,4	1 309,4	522,8	1 553,3	114,3	69,9
März <sup>4)</sup>	1 488,8	879,0	479,8	70,3	38,7	1,3	19,7	5 451,3	1 899,9	1 280,9	524,5	1 569,6	114,9	61,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>														
2006	143,0	86,8	56,0	3,5	-3,6	0,1	0,1	215,1	65,6	137,5	-23,0	2,4	15,3	17,2
2007	140,2	34,1	126,8	-8,1	-10,8	-0,7	-1,1	282,9	22,4	320,9	-45,4	-43,2	11,2	17,1
2008	8,9	-4,6	14,2	3,2	-3,6	-0,3	0,0	351,4	28,5	335,7	-39,2	28,1	1,7	-3,4
2008 Q4	-2,1	9,0	-12,6	0,6	2,3	-0,1	-1,4	166,9	63,1	76,8	-3,2	44,0	10,6	-24,4
2009 Q1 <sup>4)</sup>	-38,5	-16,2	-33,8	4,4	11,1	0,0	-3,9	40,8	64,0	-80,9	0,2	79,2	0,5	-22,2
2009 Jan.	-39,4	-15,7	-27,7	2,2	4,1	0,0	-2,4	29,3	22,4	-29,0	-1,4	44,4	-0,1	-7,1
Febr.	-13,6	-15,3	-4,8	1,6	3,4	0,0	1,4	10,3	24,4	-25,4	-0,3	18,4	-0,1	-6,6
März <sup>4)</sup>	14,5	14,8	-1,4	0,5	3,5	0,0	-2,9	1,2	17,2	-26,5	1,9	16,4	0,6	-8,5
<b>Wachstumsraten</b>														
2006 Dez.	11,8	11,3	18,2	5,2	-8,1	5,9	0,6	5,0	3,9	25,8	-3,6	0,2	18,1	32,6
2007 Dez.	10,4	4,0	35,1	-11,7	-26,3	-31,6	-4,4	6,1	1,3	47,7	-7,5	-3,3	11,2	24,4
2008 Sept.	5,8	3,0	14,7	-2,7	-23,2	-17,3	3,0	6,6	-0,6	40,8	-7,0	-1,0	-5,2	28,6
Dez.	0,6	-0,5	3,0	5,3	-11,4	-15,8	0,0	7,0	1,6	33,2	-7,0	1,9	1,5	-3,9
2009 Jan.	1,6	2,8	-1,2	9,1	6,3	-17,2	-4,5	7,0	4,1	24,7	-6,5	4,8	1,5	-16,5
Febr.	-0,4	1,8	-6,4	10,9	20,7	-11,0	-2,7	7,0	6,4	19,4	-5,7	6,1	2,2	-27,1
März <sup>4)</sup>	-0,7	1,3	-6,8	12,2	31,4	-9,5	-13,8	6,5	6,7	15,1	-4,5	6,9	4,7	-35,7

### A11 Einlagen insgesamt, nach Sektoren <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

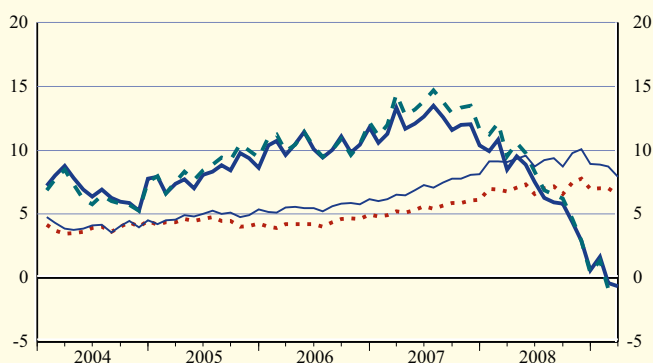
- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- ..... Private Haushalte (insgesamt)



### A12 Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)

- Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (insgesamt)
- ..... Private Haushalte (insgesamt)
- - - Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (in M3 enthalten) <sup>4)</sup>
- Private Haushalte (in M3 enthalten) <sup>5)</sup>



Quelle: EZB.

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

2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

3) Hierzu gehören auch private Organisationen ohne Erwerbszweck.

4) Umfasst die in Spalten 2, 3, 5 und 7 enthaltenen Einlagen.

5) Umfasst die in Spalten 9, 10, 12 und 14 enthaltenen Einlagen.

## 2.5 Einlagen bei MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

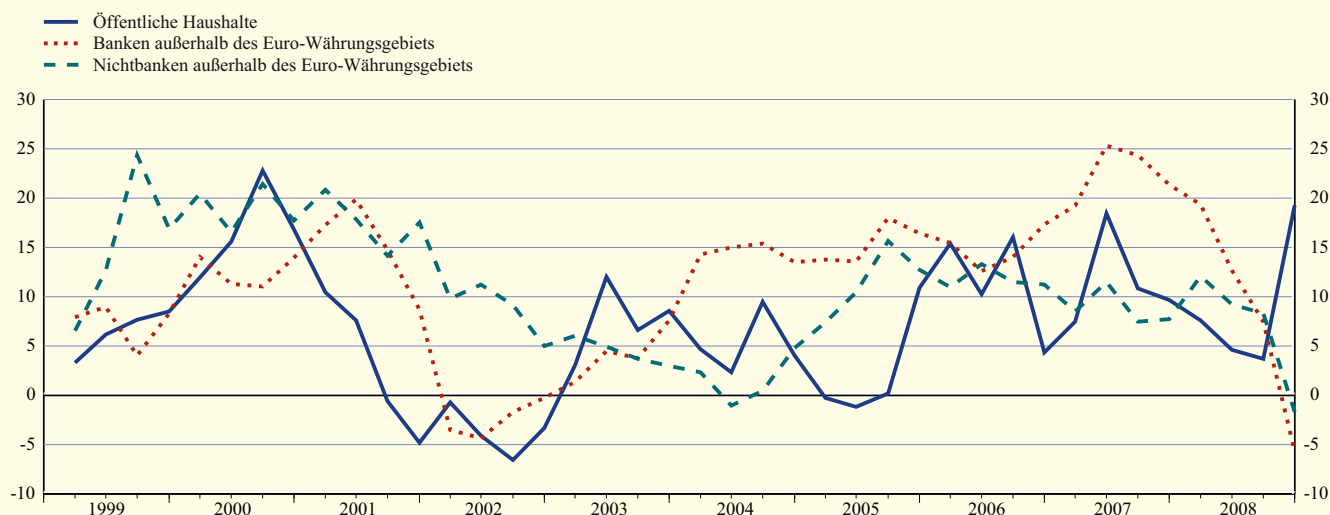
(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; transaktionsbedingte Veränderungen im Berichtszeitraum)

### 3. Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets

	Öffentliche Haushalte					Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets				
	Insgesamt	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Insgesamt	Banken <sup>3)</sup>	Nichtbanken		
			Länder	Gemeinden	Sozialversicherung			Zusammen	Öffentliche Haushalte	Sonstige
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Bestände</b>										
2006	329,6	124,1	45,4	91,4	68,8	3 430,0	2 561,5	868,6	128,5	740,1
2007	374,8	126,9	59,0	108,5	80,4	3 857,3	2 948,7	908,8	143,3	765,5
2008 Q1	377,1	139,5	49,6	108,6	79,3	4 039,6	3 079,4	960,2	131,0	829,2
Q2	412,3	156,0	56,4	113,5	86,4	4 020,6	3 041,3	979,3	129,3	850,1
Q3	401,7	139,9	61,7	114,4	85,7	4 145,6	3 142,2	1 003,4	141,8	861,6
Q4 <sup>(p)</sup>	445,1	190,7	52,3	116,2	85,8	3 714,7	2 813,5	900,0	67,5	832,4
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>										
2006	13,6	-24,6	7,0	7,6	23,6	475,9	387,2	88,7	6,6	82,1
2007	31,9	-3,1	13,6	9,8	11,6	610,6	543,8	67,1	20,2	46,9
2008 <sup>(p)</sup>	72,3	63,4	-6,5	8,5	6,8	-183,5	-168,3	-16,7	-36,2	19,5
2008 Q1	2,1	12,5	-9,3	0,0	-1,1	277,6	219,4	57,9	-8,5	66,4
Q2	35,2	16,1	6,8	4,9	7,4	-16,6	-36,1	19,5	-1,8	21,3
Q3	-10,8	-16,0	5,2	0,8	-0,8	-15,4	-16,8	1,4	8,8	-7,4
Q4 <sup>(p)</sup>	45,9	50,8	-9,2	2,9	1,3	-429,0	-334,8	-95,5	-34,8	-60,7
<b>Wachstumsraten</b>										
2006 Dez.	4,3	-16,6	18,4	9,3	52,1	15,7	17,3	11,2	5,3	12,4
2007 Dez.	9,7	-2,4	29,9	10,7	16,9	17,9	21,4	7,8	15,8	6,4
2008 März	7,6	-3,8	18,1	13,2	16,4	17,6	19,4	12,1	5,5	13,2
Juni	4,6	-12,1	28,9	10,5	21,0	11,9	12,6	9,2	-0,2	10,8
Sept.	3,7	-6,8	2,9	8,3	18,9	7,7	7,5	8,3	-1,2	10,1
Dez. <sup>(p)</sup>	19,3	49,9	-11,0	7,8	8,5	-4,7	-5,7	-1,7	-25,2	2,7

### A13 Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 3) Der Begriff „Banken“ bezeichnet in dieser Tabelle MFI-ähnliche Institute, die außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässig sind.

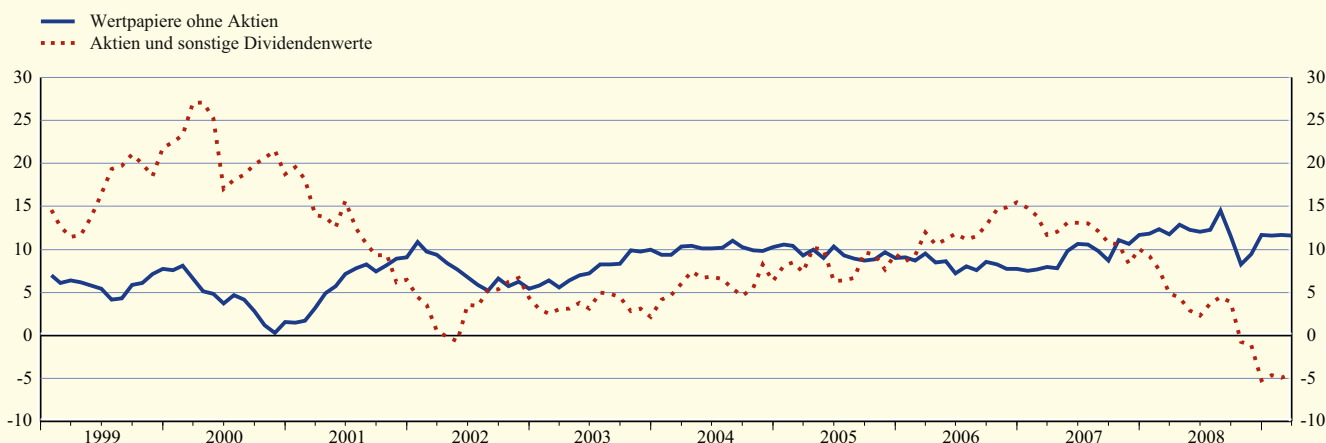
## 2.6 Wertpapierbestände der MFIs, Aufschlüsselung <sup>1), 2)</sup>

(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>												
2006	4 671,3	1 564,7	72,3	1 262,7	16,1	615,7	30,1	1 109,8	1 465,0	372,7	798,7	293,6
2007	5 124,7	1 656,3	84,0	1 180,3	16,6	919,6	33,3	1 234,6	1 636,5	424,5	869,3	342,7
2008 Q3	5 515,8	1 803,6	102,0	1 179,8	15,6	1 056,9	49,4	1 308,5	1 605,7	452,1	864,0	289,5
Q4	5 869,9	1 895,4	96,1	1 225,1	19,1	1 344,4	51,2	1 238,6	1 480,0	422,6	777,7	279,8
2009 Jan.	6 046,7	1 947,7	104,6	1 285,5	23,4	1 352,1	55,5	1 278,0	1 489,7	425,5	779,5	284,7
Febr.	6 135,1	1 969,7	107,1	1 321,4	20,9	1 372,0	55,9	1 288,1	1 463,9	421,3	768,0	274,6
März <sup>(p)</sup>	6 123,9	1 987,0	103,5	1 367,2	20,5	1 394,1	50,8	1 200,9	1 458,6	422,4	765,2	271,0
<b>Transaktionsbedingte Veränderungen</b>												
2006	340,2	123,6	10,7	-120,1	0,7	100,2	6,5	218,8	197,3	62,5	96,4	38,4
2007	543,9	136,1	18,0	-86,2	1,5	269,5	9,5	195,5	147,8	51,3	55,4	41,0
2008	600,5	225,4	9,7	37,0	1,7	287,5	15,8	23,4	-83,7	22,5	-55,7	-50,5
2008 Q4	217,2	91,7	-4,5	37,9	3,2	145,3	-0,9	-55,5	-85,4	-9,2	-70,2	-6,0
2009 Q1 <sup>(p)</sup>	242,9	90,5	5,1	134,9	0,5	48,6	-2,5	-34,3	-4,3	1,5	-0,7	-5,0
2009 Jan.	112,0	49,7	1,4	52,7	2,4	6,9	0,2	-1,3	21,6	5,1	10,2	6,3
Febr.	88,9	25,1	2,3	36,8	-2,4	19,3	-0,1	7,9	-16,6	-2,4	-6,7	-7,5
März <sup>(p)</sup>	42,0	15,6	1,4	45,4	0,6	22,4	-2,6	-40,9	-9,2	-1,2	-4,2	-3,8
<b>Wachstumsraten</b>												
2006 Dez.	7,7	8,5	16,5	-8,7	4,4	19,2	25,6	24,2	15,5	20,1	13,6	15,1
2007 Dez.	11,7	8,7	25,3	-6,8	10,7	43,3	33,4	17,7	10,0	13,7	6,9	13,9
2008 Sept.	11,5	11,1	24,2	-1,8	6,5	31,6	46,0	10,0	3,8	11,0	7,9	-14,6
Dez.	11,7	13,5	12,1	3,1	8,5	31,4	48,2	1,9	-5,2	5,3	-6,6	-15,3
2009 Jan.	11,6	14,6	5,0	6,2	16,4	31,3	35,7	-1,6	-4,6	5,3	-6,5	-12,8
Febr.	11,7	14,1	5,9	9,4	18,9	30,0	36,6	-2,9	-4,9	2,6	-5,3	-14,2
März <sup>(p)</sup>	11,6	14,8	10,7	12,6	15,9	30,3	-2,5	-6,5	-4,5	0,1	-6,0	-7,0

## A14 Wertpapierbestände der MFIs <sup>2)</sup>

(Jahreswachstumsraten)



Quelle: EZB.

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

2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

**2.7 Neubewertung ausgewählter Bilanzpositionen der MFIs<sup>1), 2)</sup>**  
(in Mrd €)

**1. Abschreibungen/Wertberichtigungen von Krediten an private Haushalte<sup>3)</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
2006	-3,9	-1,5	-0,9	-1,6	-2,7	-0,1	-0,1	-2,5	-6,7	-1,1	-2,0	-3,6
2007	-4,2	-1,2	-1,4	-1,6	-2,7	-0,2	-0,2	-2,3	-6,9	-0,8	-2,3	-3,7
2008	-4,5	-1,1	-1,5	-1,9	-2,7	0,0	-0,2	-2,5	-6,7	-1,2	-2,3	-3,2
2008 Q3	-1,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	0,0	-0,4	-1,3	-0,2	-0,5	-0,7
2008 Q4	-1,5	-0,3	-0,5	-0,7	-0,6	0,0	-0,1	-0,5	-2,1	-0,4	-0,8	-1,0
2009 Jan.	-0,6	-0,2	-0,2	-0,3	-0,6	0,0	0,0	-0,5	-0,9	-0,5	0,0	-0,4
2009 Febr.	-0,5	0,0	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,5	-0,1	-0,1	-0,4
2009 März <sup>(p)</sup>	-0,5	-0,1	-0,2	-0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,4	-0,4	-0,1	0,0	-0,3

**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
2006	-13,2	-3,5	-4,6	-5,1	-0,8	-0,1	-0,7
2007	-12,5	-2,1	-5,4	-4,9	-5,2	-3,4	-1,8
2008	-17,8	-4,0	-9,2	-4,5	-6,6	-3,4	-3,2
2008 Q3	-4,0	-0,8	-2,2	-1,0	-1,3	-0,7	-0,5
2008 Q4	-5,6	-1,2	-2,8	-1,6	-2,9	-0,8	-2,1
2009 Jan.	-1,8	-0,8	-0,3	-0,6	-1,3	-0,9	-0,5
2009 Febr.	-1,4	-0,6	-0,3	-0,4	-0,4	-0,1	-0,3
2009 März <sup>(p)</sup>	-1,6	-0,5	-0,3	-0,7	-0,9	-0,3	-0,6

**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
2006	-12,2	0,7	-0,3	-10,6	-0,4	-0,5	-0,2	-0,8	28,9	3,4	17,3	8,2
2007	-14,2	-3,3	0,1	-0,3	-0,2	-3,2	-0,6	-6,7	27,6	3,8	11,7	12,1
2008	-59,3	-10,7	0,0	4,5	0,0	-23,0	1,1	-31,2	-58,0	-8,5	-43,6	-5,9
2008 Q3	-2,7	-1,4	0,3	6,4	0,2	-3,1	0,0	-5,1	-12,0	-7,6	-8,4	4,0
2008 Q4	-15,1	-2,7	0,1	6,9	0,1	-13,0	2,1	-8,7	-25,9	-7,4	-14,8	-3,7
2009 Jan.	-10,3	2,0	0,0	-3,2	0,0	-3,1	0,1	-6,1	-12,5	-3,9	-8,8	0,2
2009 Febr.	-4,1	-2,6	-0,1	-0,8	0,0	0,3	0,2	-1,1	-9,1	-1,7	-4,8	-2,6
2009 März <sup>(p)</sup>	-0,3	1,5	0,0	0,3	0,0	-0,4	0,0	-1,7	3,9	2,4	1,3	0,3

Quelle: EZB.

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

2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

3) Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

## 2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen <sup>1), 2)</sup>

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

### 1. Einlagen

	MFIs <sup>3)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen 1	Euro <sup>4)</sup> 2	Andere Währungen				Alle Währungen 8	Euro <sup>4)</sup> 9	Andere Währungen					
			Insgesamt 3	USD 4	JPY 5	CHF 6			GBP 7	Insgesamt 10	USD 11	JPY 12	CHF 13	GBP 14
<b>Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet</b>														
2006	5 239,3	90,7	9,3	5,6	0,4	1,5	1,2	8 025,9	96,4	3,6	2,2	0,3	0,1	0,6
2007	6 085,8	92,1	7,9	4,8	0,4	1,1	1,0	9 012,4	96,4	3,6	2,2	0,4	0,1	0,5
2008 Q1	6 144,9	91,8	8,2	4,7	0,5	1,3	1,0	9 173,9	96,4	3,6	2,1	0,4	0,1	0,6
Q2	6 284,2	91,6	8,4	5,0	0,4	1,4	1,0	9 399,0	96,4	3,6	2,1	0,5	0,1	0,5
Q3	6 746,8	89,4	10,6	6,9	0,4	1,5	1,0	9 487,6	96,2	3,8	2,2	0,5	0,1	0,6
Q4 <sup>(p)</sup>	6 862,1	89,7	10,3	7,2	0,4	1,2	0,8	9 900,3	96,9	3,1	1,9	0,4	0,1	0,4
<b>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2006	2 561,5	45,4	54,6	35,0	2,3	2,7	11,5	868,6	50,8	49,2	31,9	1,3	2,0	10,4
2007	2 948,7	46,9	53,1	33,6	2,9	2,4	11,0	908,8	50,1	49,9	32,9	1,6	1,8	9,9
2008 Q1	3 079,4	48,2	51,8	32,8	2,9	2,6	10,5	960,2	52,4	47,6	31,9	1,4	1,8	8,7
Q2	3 041,3	46,6	53,4	33,8	3,0	2,7	10,6	979,3	51,9	48,1	31,8	1,2	1,7	9,3
Q3	3 142,2	45,8	54,2	35,2	3,2	2,7	9,8	1 003,4	52,6	47,4	30,3	1,3	1,5	10,3
Q4 <sup>(p)</sup>	2 813,5	48,1	51,9	34,2	2,7	2,6	9,5	900,0	54,5	45,5	29,0	1,4	2,0	9,4

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

	Alle Währungen		Andere Währungen				
	1	Euro <sup>4)</sup> 2	Insgesamt				
			3	USD 4	JPY 5	CHF 6	GBP 7
2006	4 470,8	80,6	19,4	10,0	1,6	1,9	3,5
2007	4 933,2	81,5	18,5	9,2	1,7	1,9	3,4
2008 Q1	4 978,1	82,2	17,8	8,8	1,8	1,9	3,2
Q2	5 133,1	82,1	17,9	8,8	1,7	1,8	3,5
Q3	5 168,7	81,9	18,1	8,9	1,9	1,8	3,3
Q4 <sup>(p)</sup>	5 113,8	83,3	16,7	8,5	2,0	1,8	2,6

Quelle: EZB.

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

2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

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

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



**2.8 Ausgewählte Bilanzpositionen der MFIs nach Währungen<sup>1), 2)</sup>**  
(in % der Gesamtsumme; Bestände in Mrd €; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

**3. Kredite**

	MFIs <sup>3)</sup>							Nicht-MFIs						
	Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt	USD	JPY	CHF			GBP	Insgesamt	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>														
2006	4 938,0	-	-	-	-	-	9 943,7	96,4	3,6	1,6	0,2	1,1	0,5	
2007	5 800,8	-	-	-	-	-	11 093,4	96,2	3,8	1,8	0,2	0,9	0,6	
2008 Q1	5 848,0	-	-	-	-	-	11 392,7	96,1	3,9	1,8	0,2	1,0	0,5	
Q2	6 012,4	-	-	-	-	-	11 613,8	96,0	4,0	1,9	0,2	1,0	0,6	
Q3	6 355,5	-	-	-	-	-	11 779,4	95,8	4,2	2,1	0,2	1,0	0,5	
Q4 <sup>(p)</sup>	6 318,1	-	-	-	-	-	11 737,9	95,9	4,1	2,1	0,3	1,0	0,4	
<b>An Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2006	2 070,6	50,9	49,1	28,7	2,0	2,3	11,0	861,2	39,3	60,7	43,1	1,1	4,0	8,6
2007	2 352,4	48,3	51,7	28,8	2,3	2,4	12,7	955,3	40,9	59,1	41,2	1,2	3,7	8,2
2008 Q1	2 407,3	48,4	51,6	27,8	2,9	2,8	12,4	1 015,9	43,0	57,0	39,1	1,3	4,2	7,8
Q2	2 312,2	46,5	53,5	29,2	2,3	2,9	12,7	1 008,8	43,0	57,0	38,3	1,1	4,0	8,7
Q3	2 461,8	42,7	57,3	33,2	2,9	2,6	12,4	1 063,9	41,4	58,6	40,5	1,5	3,9	8,0
Q4 <sup>(p)</sup>	2 272,8	45,9	54,1	32,2	2,5	2,6	11,2	969,1	40,8	59,2	41,6	1,8	4,1	7,2

**4. Wertpapiere ohne Aktien**

	Von MFIs <sup>3)</sup> begeben							Von Nicht-MFIs begeben						
	Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen				Alle Währungen	Euro <sup>4)</sup>	Andere Währungen					
			Insgesamt	USD	JPY	CHF			GBP	Insgesamt	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>														
2006	1 636,9	95,6	4,4	2,3	0,2	0,3	1,3	1 924,6	97,6	2,4	1,3	0,3	0,1	0,7
2007	1 740,3	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,5	2 149,8	97,7	2,3	1,4	0,2	0,1	0,5
2008 Q1	1 819,2	95,2	4,8	2,4	0,3	0,3	1,4	2 225,8	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
Q2	1 897,8	94,8	5,2	2,6	0,4	0,3	1,6	2 310,4	97,3	2,7	1,8	0,3	0,1	0,5
Q3	1 905,6	94,6	5,4	2,9	0,4	0,3	1,5	2 301,7	97,2	2,8	1,9	0,3	0,1	0,4
Q4 <sup>(p)</sup>	1 991,5	95,2	4,8	2,6	0,4	0,2	1,3	2 639,8	97,3	2,7	1,9	0,3	0,1	0,4
<b>Von Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets</b>														
2006	515,3	52,3	47,7	28,8	0,7	0,4	14,5	594,5	38,9	61,1	36,5	4,9	0,8	14,2
2007	582,4	53,9	46,1	27,3	0,7	0,4	14,4	652,2	35,9	64,1	39,3	4,5	0,8	12,6
2008 Q1	637,5	50,9	49,1	30,1	0,8	0,6	14,4	629,5	38,1	61,9	36,7	5,8	0,9	11,4
Q2	664,8	50,3	49,7	30,6	0,7	0,5	14,8	627,4	38,6	61,4	36,9	5,8	0,8	10,4
Q3	645,1	51,1	48,9	30,7	0,8	0,5	14,2	663,4	37,2	62,8	38,1	6,4	0,9	10,5
Q4 <sup>(p)</sup>	579,8	53,4	46,6	29,0	0,8	0,5	13,6	652,8	39,0	61,0	39,3	5,9	0,8	9,4

Quelle: EZB.

- 1) MFI-Sektor ohne Eurosystem; die Sektorengliederung basiert auf dem ESVG 95.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- 3) Bei Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets bezieht sich der Begriff „MFIs“ auf Institute, die den MFIs im Euro-Währungsgebiet ähnlich sind.
- 4) 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				
2007 Q3	5 892,8	358,3	2 015,0	187,0	1 828,0	2 168,5	773,6	180,6	396,6
Q4	5 781,3	353,4	1 993,4	184,1	1 809,3	2 077,4	784,0	189,1	384,0
2008 Q1	5 160,6	365,5	1 857,8	164,8	1 693,0	1 670,3	719,8	197,1	350,1
Q2	5 015,2	359,3	1 807,2	157,5	1 649,7	1 624,4	690,7	204,9	328,7
Q3	4 713,2	377,1	1 747,3	148,1	1 599,2	1 411,3	641,3	202,8	333,3
Q4 <sup>(p)</sup>	4 242,6	349,7	1 704,3	132,1	1 572,2	1 133,6	566,0	196,3	292,7

### 2. Passiva

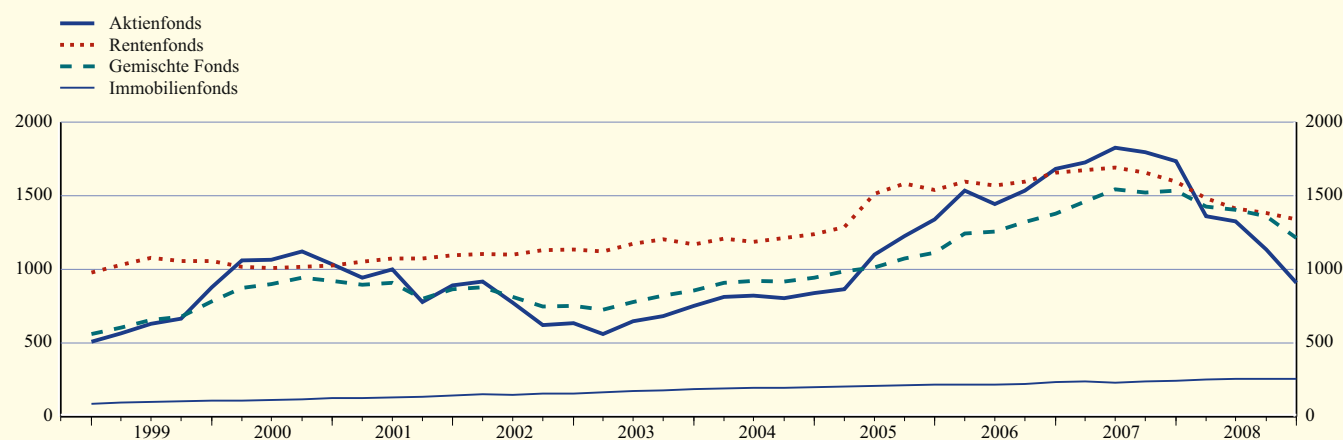
	Insgesamt 1	Einlagen und aufgenommene Kredite 2	Investmentfondsanteile 3	Sonstige Passiva 4
Q4	5 781,3	76,8	5 411,5	293,0
2008 Q1	5 160,6	76,4	4 846,6	237,6
Q2	5 015,2	74,8	4 720,9	219,5
Q3	4 713,2	71,0	4 413,4	228,7
Q4 <sup>(p)</sup>	4 242,6	63,7	3 993,8	185,1

### 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
2007 Q3	5 892,8	1 797,1	1 654,6	1 523,2	236,1	681,7	4 468,3	1 424,5
Q4	5 781,3	1 735,5	1 596,8	1 535,4	244,2	669,4	4 344,6	1 436,7
2008 Q1	5 160,6	1 362,6	1 483,3	1 427,8	249,6	637,4	3 778,1	1 382,5
Q2	5 015,2	1 325,3	1 413,4	1 405,2	256,1	615,3	3 647,1	1 368,1
Q3	4 713,2	1 132,2	1 382,8	1 358,9	253,1	586,2	3 340,9	1 372,3
Q4 <sup>(p)</sup>	4 242,6	908,7	1 339,2	1 210,7	254,1	529,9	2 961,6	1 281,0

## A15 Gesamtaktiva der Investmentfonds

(in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Ohne Geldmarktfonds. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

**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>									
2007 Q3	1 797,1	72,0	68,7	26,7	41,9	1 505,5	82,4	-	68,5
Q4	1 735,5	58,1	71,8	26,5	45,2	1 464,2	79,5	-	61,9
2008 Q1	1 362,6	51,2	63,0	21,3	41,7	1 130,9	65,7	-	51,7
Q2	1 325,3	54,3	65,0	22,0	43,0	1 088,6	65,7	-	51,6
Q3	1 132,2	48,3	61,3	20,2	41,1	915,2	57,2	-	50,2
Q4 <sup>(p)</sup>	908,7	36,8	65,7	19,4	46,3	715,8	47,2	-	43,3
<b>Rentenfonds</b>									
2007 Q3	1 654,6	109,9	1 318,4	97,0	1 221,5	62,6	53,3	-	110,4
Q4	1 596,8	116,1	1 273,1	92,7	1 180,4	58,0	49,8	-	99,8
2008 Q1	1 483,3	124,7	1 167,7	80,3	1 087,5	56,8	45,5	-	88,6
Q2	1 413,4	115,9	1 118,4	74,6	1 043,7	57,9	42,7	-	78,5
Q3	1 382,8	128,7	1 073,6	67,9	1 005,6	55,7	41,3	-	83,5
Q4 <sup>(p)</sup>	1 339,2	120,0	1 042,5	61,1	981,4	60,2	36,3	-	80,2
<b>Gemischte Fonds</b>									
2007 Q3	1 523,2	86,2	522,6	46,3	476,3	405,4	345,1	0,5	163,3
Q4	1 535,4	89,7	547,0	47,3	499,7	393,1	343,6	0,7	161,4
2008 Q1	1 427,8	97,9	528,0	46,4	481,6	339,4	313,9	1,2	147,3
Q2	1 405,2	99,0	519,9	42,6	477,3	341,6	307,9	0,8	135,9
Q3	1 358,9	108,9	512,5	42,2	470,4	312,1	287,3	1,1	137,0
Q4 <sup>(p)</sup>	1 210,7	110,2	495,3	34,0	461,3	244,0	235,7	1,2	124,3
<b>Immobilienfonds</b>									
2007 Q3	236,1	20,7	6,4	1,6	4,8	3,9	13,1	179,2	12,8
Q4	244,2	19,7	6,0	1,5	4,5	3,4	12,5	187,9	14,7
2008 Q1	249,6	19,9	5,3	1,1	4,2	3,1	11,3	195,4	14,6
Q2	256,1	17,9	5,9	1,1	4,8	3,0	10,1	203,5	15,7
Q3	253,1	18,9	4,7	1,3	3,4	3,0	9,3	201,2	15,9
Q4 <sup>(p)</sup>	254,1	14,3	4,8	1,1	3,7	14,5	6,8	194,6	19,1

**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
2007 Q3	4 468,3	287,9	1 375,7	1 791,2	564,1	142,9	306,4
Q4	4 344,6	279,9	1 336,9	1 717,4	569,6	149,1	291,8
2008 Q1	3 778,1	277,6	1 218,3	1 362,1	514,2	154,1	251,9
Q2	3 647,1	264,5	1 177,3	1 326,8	485,5	155,0	238,0
Q3	3 340,9	265,1	1 104,8	1 140,6	440,8	152,4	237,2
Q4 <sup>(p)</sup>	2 961,6	242,8	1 054,5	934,7	381,4	142,8	205,5
<b>Spezialfonds</b>							
2007 Q3	1 424,5	70,4	639,3	377,3	209,5	37,7	90,2
Q4	1 436,7	73,4	656,6	360,0	214,5	40,0	92,2
2008 Q1	1 382,5	88,0	639,6	308,1	205,6	43,0	98,2
Q2	1 368,1	94,8	629,9	297,6	205,2	49,9	90,7
Q3	1 372,3	112,0	642,5	270,7	200,5	50,5	96,1
Q4 <sup>(p)</sup>	1 281,0	106,9	649,8	198,9	184,6	53,5	87,2

Quelle: EZB.



## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

### 3.1 Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren (in Mrd €)

Mittelverwendung	2008 Q4	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>							
Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen							504,1
<i>Handelsbilanz</i> <sup>1)</sup>							-7,6
<b>Einkommensentstehungskonto</b>							
Bruttowertschöpfung (Herstellingspreise)							
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen							
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)							
Arbeitnehmerentgelt	1 190,9		117,4	755,3	59,6	258,6	
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	42,1		8,4	23,3	5,0	5,4	
Abschreibungen	339,2		91,2	193,0	11,2	43,8	
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	538,3		287,8	227,6	26,4	-3,5	
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>							
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto							
Arbeitnehmerentgelt							4,6
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen							
Vermögenseinkommen	878,3		57,6	298,0	456,1	66,6	135,6
Zinsen	562,2		54,6	95,0	346,1	66,6	85,2
Sonstige Vermögenseinkommen	316,1		3,0	203,0	110,0	0,0	50,4
<i>Nationaleinkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	2 010,7		1 679,9	51,1	33,9	245,8	
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>							
Nationaleinkommen, netto							
Einkommen- und Vermögensteuer	318,5		252,3	53,2	12,6	0,4	1,4
Sozialbeiträge	447,0		447,0				1,0
Monetäre Sozialleistungen	438,2		1,4	15,9	28,3	392,5	0,6
Sonstige laufende Transfers	204,9		76,3	26,2	50,3	52,0	8,5
Nettoprämien für Schadenversicherungen	48,1		34,9	11,5	0,9	0,7	1,5
Schadenversicherungsleistungen	48,4				48,4		0,6
Sonstige	108,4		41,4	14,7	1,0	51,2	6,4
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i> <sup>1)</sup>	1 980,4		1 435,6	-14,9	38,1	521,7	
<b>Einkommensverwendungskonto</b>							
Verfügbares Einkommen, netto							
Konsumausgaben	1 836,0		1 315,9			520,1	
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	1 627,3		1 315,9			311,4	
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	208,7					208,7	
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	16,9		0,1	-0,2	17,0	0,0	0,0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i> <sup>1)</sup>	144,4		136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
<b>Vermögensbildungskonto</b>							
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen							
Bruttoinvestitionen	508,0		156,6	257,3	15,4	78,8	
Bruttoanlageinvestitionen	505,4		153,2	258,1	15,3	78,8	
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	2,6		3,4	-0,8	0,0	0,0	
Abschreibungen							
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	0,0		-1,9	1,9	0,2	-0,2	0,0
Vermögenstransfers	56,7		9,4	2,8	3,3	41,2	6,6
Vermögenswirksame Steuern	6,0		5,8	0,2	0,0		0,0
Sonstige Vermögenstransfers	50,7		3,6	2,6	3,3	41,2	6,6
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i> <sup>1)</sup>	-20,6		79,0	-53,9	17,6	-63,2	20,6
Statistische Abweichung	0,0		18,5	-18,5	0,0	0,0	0,0

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Zur Berechnung der Kontensalden siehe „Technischer Hinweis“.

**3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren**  
(in Mrd €)

Mittelaufkommen 2008 Q4	Euro- Währungsgebiet	Private Haushalte	Nichtfinanzielle Kapital- gesellschaften	Finanzielle Kapital- gesellschaften	Staat	Übrige Welt
<b>Außenkonto</b>						
Einfuhr von Waren und Dienstleistungen						496,5
<i>Handelsbilanz</i>						
<b>Einkommensentstehungskonto</b>						
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	2 110,5	504,8	1 199,2	102,2	304,4	
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	241,1					
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	2 351,7					
Arbeitnehmerentgelt						
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen						
Abschreibungen						
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>						
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>						
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	538,3	287,8	227,6	26,4	-3,5	
Arbeitnehmerentgelt	1 192,7	1 192,7				2,8
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	290,7				290,7	-7,5
Vermögenseinkommen	867,3	257,0	121,5	463,6	25,2	146,6
Zinsen	543,8	81,9	50,6	401,1	10,3	103,6
Sonstige Vermögenseinkommen	323,4	175,2	70,8	62,5	14,9	43,0
<i>Nationaleinkommen, netto</i>						
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>						
Nationaleinkommen, netto	2 010,7	1 679,9	51,1	33,9	245,8	
Einkommen- und Vermögensteuer	319,4				319,4	0,4
Sozialbeiträge	446,9	1,1	17,8	45,9	382,2	1,1
Monetäre Sozialleistungen	435,6	435,6				3,2
Sonstige laufende Transfers	176,4	96,0	11,7	49,6	19,1	37,0
Nettoprämien für Schadenversicherungen	48,4			48,4		1,2
Schadenversicherungsleistungen	47,4	37,0	9,3	0,7	0,3	1,6
Sonstige	80,6	59,0	2,4	0,5	18,7	34,1
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>						
<b>Einkommensverwendungskonto</b>						
Verfügbares Einkommen, netto	1 980,4	1 435,6	-14,9	38,1	521,7	
Konsumausgaben						
Konsumausgaben für den Individualverbrauch						
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch						
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	16,9	16,9				0,0
<i>Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen</i>						
<b>Vermögensbildungskonto</b>						
Sparen, netto/Saldo der laufenden Außentransaktionen	144,4	136,5	-14,7	21,1	1,5	24,4
Bruttoinvestitionen						
Bruttoanlageinvestitionen						
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen						
Abschreibungen	339,2	91,2	193,0	11,2	43,8	
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern						
Vermögenstransfers	60,5	15,4	29,8	4,1	11,2	2,8
Vermögenswirksame Steuern	6,0				6,0	0,0
Sonstige Vermögenstransfers	54,5	15,4	29,8	4,1	5,2	2,8
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>						
Statistische Abweichung						

Quellen: EZB und Eurostat.

2) Das Bruttoinlandsprodukt entspricht der Bruttowertschöpfung aller inländischen Sektoren zuzüglich der Nettogütersteuern (Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen).

### 3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren (in Mrd €)

Aktiva	Euro- Währungs- gebiet	Private Haushalte	Nichtfinan- zielle Kapital- gesell- schaften	MFIs	Sonstige Finanz- intermediäre	Versiche- rungsgesell- schaften und Pensions- kassen	Staat	Übrige Welt
<b>2008 Q4</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		16 877,0	14 668,4	23 703,7	10 013,8	6 117,4	2 950,0	15 381,0
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				221,5				
Bargeld und Einlagen		5 910,6	1 806,9	2 572,0	1 707,6	838,3	572,8	4 491,2
Kurzfristige Schuldverschreibungen		70,7	90,4	139,9	382,2	346,7	26,7	743,8
Langfristige Schuldverschreibungen		1 275,6	198,4	3 974,9	1 748,8	2 010,8	281,6	2 924,7
Kredite		64,6	2 516,2	12 867,3	1 958,4	357,7	384,1	1 798,9
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		47,5	1 358,5	9 644,5	1 542,4	290,5	327,0	
Anteilsrechte		4 093,8	6 923,8	1 810,7	3 999,4	2 110,1	1 146,5	4 719,9
Börsennotierte Aktien		736,3	1 522,8	562,2	1 848,6	535,4	311,4	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		1 935,6	5 056,0	1 009,6	1 543,7	465,6	697,1	
Investmentzertifikate		1 421,9	344,9	238,9	607,1	1 109,1	137,9	
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 210,5	141,3	2,1	0,0	141,4	3,4	155,0
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		251,2	2 991,4	2 115,4	217,4	312,4	534,9	547,4
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Forderungen</b>								
Transaktionen mit Forderungen insgesamt		127,8	191,0	90,2	-58,5	70,0	255,7	-313,4
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				-0,8				0,8
Bargeld und Einlagen		215,9	13,1	-186,0	37,0	38,0	58,7	-323,1
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-10,9	10,3	15,8	-52,4	-4,4	10,5	85,8
Langfristige Schuldverschreibungen		-26,7	27,8	165,9	-77,7	-1,6	35,1	-9,3
Kredite		-0,6	71,5	-121,8	68,8	5,7	69,6	-8,5
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-0,6	20,7	11,5	49,6	-2,2	38,4	
Anteilsrechte		-63,7	89,5	-68,9	-14,1	29,5	42,0	-62,7
Börsennotierte Aktien		-22,2	14,7	-31,6	15,1	-6,6	3,2	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		7,2	88,3	-24,2	11,9	14,8	45,8	
Investmentzertifikate		-48,7	-13,6	-13,0	-41,1	21,3	-7,0	
Versicherungstechnische Rückstellungen		21,6	-0,3	0,0	0,0	0,7	0,0	-2,3
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		-7,9	-20,9	286,0	-20,1	2,1	39,7	5,7
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Forderungen</b>								
Sonstige Forderungsänderungen insgesamt		-552,5	-823,1	-109,9	-488,9	-174,0	-21,4	-203,8
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				9,4				
Bargeld und Einlagen		4,7	7,4	-7,4	51,5	-1,2	-1,8	-1,2
Kurzfristige Schuldverschreibungen		-1,4	-3,5	-0,1	2,2	0,0	0,0	6,1
Langfristige Schuldverschreibungen		-38,0	-9,7	92,3	21,1	25,5	4,4	71,0
Kredite		-0,2	-8,5	-14,9	-5,2	2,7	0,0	11,4
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		-0,2	-3,6	-14,6	2,5	0,7	0,2	
Anteilsrechte		-441,9	-866,5	-118,9	-563,6	-201,7	-22,1	-259,7
Börsennotierte Aktien		-123,8	-412,1	-54,6	-346,9	-102,2	-51,4	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		-257,7	-427,5	-62,7	-183,0	-31,3	39,3	
Investmentzertifikate		-60,4	-26,9	-1,6	-33,7	-68,1	-10,0	
Versicherungstechnische Rückstellungen		-75,7	-0,2	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,8
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		0,0	57,7	-62,0	5,1	0,5	-2,0	-30,4
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</i>								
<b>Bilanz am Jahresende, Forderungen</b>								
Forderungen insgesamt		16 452,2	14 036,3	23 684,0	9 466,5	6 013,4	3 184,3	14 862,9
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)				221,8				
Bargeld und Einlagen		6 131,2	1 827,4	2 378,7	1 796,1	875,1	629,8	4 166,9
Kurzfristige Schuldverschreibungen		58,4	97,2	155,6	332,0	342,3	37,3	835,7
Langfristige Schuldverschreibungen		1 210,9	216,6	4 233,0	1 692,2	2 034,7	321,1	2 986,4
Kredite		63,8	2 579,2	12 730,6	2 022,0	366,1	453,7	1 801,8
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		46,7	1 375,6	9 641,4	1 594,4	289,0	365,6	
Anteilsrechte		3 588,3	6 146,8	1 622,8	3 421,8	1 938,0	1 166,3	4 397,5
Börsennotierte Aktien		590,3	1 125,4	476,0	1 516,8	426,6	263,2	
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte		1 685,0	4 716,9	922,6	1 372,7	449,1	782,2	
Investmentzertifikate		1 312,9	304,4	224,3	532,3	1 062,3	121,0	
Versicherungstechnische Rückstellungen		5 156,4	140,9	2,1	0,0	142,2	3,4	151,9
Sonstige Forderungen und Finanzderivate		243,3	3 028,2	2 339,4	202,4	315,0	572,6	522,7
<i>Finanzielles Reinvermögen</i>								

Quelle: EZB.



**3.1 Noch: Integrierte Wirtschafts- und Finanzkonten nach institutionellen Sektoren**  
(in Mrd €)

Passiva	Euro- Währungs- gebiet	Private Haushalte	Nichtfinan- zielle Kapital- gesell- schaften	MFIs	Sonstige Finanz- intermediäre	Versicherungs- gesellschaften und Pensions- kassen	Staat	Übrige Welt
<b>2008 Q4</b>								
<b>Bilanz am Jahresanfang, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 235,0	22 913,6	23 253,3	9 841,8	6 302,6	6 992,7	13 950,7
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			25,3	14 749,9	33,7	1,9	233,9	2 854,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen			277,5	384,6	128,9	9,4	710,6	289,4
Langfristige Schuldverschreibungen			434,4	2 839,5	1 977,6	27,2	4 461,8	2 674,1
Kredite		5 572,1	8 018,8		1 867,3	206,6	1 227,5	3 054,7
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 240,8	5 435,2		837,9	74,6	1 031,4	.
Anteilsrechte			11 250,0	2 840,9	5 638,5	550,2	5,1	4 519,5
Börsennotierte Aktien			3 437,6	609,3	176,0	212,9	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			7 812,4	1 072,6	1 044,2	336,5	5,1	.
Investmentzertifikate				1 159,0	4 418,3			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		33,5	328,8	58,8	0,6	5 231,6	0,5	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		629,5	2 578,7	2 379,7	195,2	275,6	353,2	558,3
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 208,8	10 642,0	-8 245,1	450,3	171,9	-185,1	-4 042,7	
<b>Finanzierungskonto, Transaktionen mit Verbindlichkeiten</b>								
Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt		30,3	263,5	97,8	-47,2	33,6	318,9	-334,0
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			0,8	44,4	1,6	0,0	19,8	-212,8
Kurzfristige Schuldverschreibungen			7,0	-58,9	-4,0	1,5	136,7	-27,5
Langfristige Schuldverschreibungen			7,4	-93,1	162,5	5,0	89,2	-57,7
Kredite		35,8	134,5		-70,0	2,8	26,3	-44,5
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		34,8	113,8		-28,9	-2,4	38,5	.
Anteilsrechte			88,5	-7,9	-136,0	6,4	0,0	0,7
Börsennotierte Aktien			7,4	10,9	10,4	0,7	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			81,0	-5,2	43,9	5,6	0,0	.
Investmentzertifikate				-13,6	-190,3			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0,1	-0,1	3,6	0,0	16,2	0,0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		-5,6	25,4	209,5	-1,2	1,8	47,0	7,7
<i>Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	-20,6	97,5	-72,4	-7,6	-11,2	36,4	-63,2	20,6
<b>Konto sonstiger Veränderungen, Verbindlichkeiten</b>								
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten insgesamt		4,8	-1 152,1	-361,8	-435,2	-177,6	133,3	-385,9
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			0,0	47,5	0,0	0,0	0,0	4,6
Kurzfristige Schuldverschreibungen			-2,4	2,3	-1,0	0,0	-0,9	5,3
Langfristige Schuldverschreibungen			8,4	7,4	22,6	0,0	141,1	-12,9
Kredite		4,6	14,5		-27,2	3,4	0,0	-9,9
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		4,6	-0,8		-23,4	-0,2	-0,4	.
Anteilsrechte			-1 203,9	-385,9	-441,8	-66,5	-0,8	-375,4
Börsennotierte Aktien			-601,1	-245,1	-74,6	-48,5	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			-602,8	-146,9	-69,0	-18,0	-0,8	.
Investmentzertifikate				6,1	-298,2			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		0,0	0,0	0,0	0,0	-76,7	0,0	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		0,2	31,3	-33,3	12,3	-37,9	-6,1	2,4
<i>Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen<sup>1)</sup></i>	-181,0	-557,3	329,0	251,9	-53,7	3,6	-154,6	182,1
<b>Bilanz am Jahresende, Verbindlichkeiten</b>								
Verbindlichkeiten insgesamt		6 270,0	22 024,9	22 989,3	9 359,4	6 158,5	7 444,9	13 230,8
Währungsgold und Sonderziehungsrechte (SZRs)								
Bargeld und Einlagen			26,1	14 841,9	35,3	1,9	253,7	2 646,4
Kurzfristige Schuldverschreibungen			282,1	328,0	123,9	10,9	846,4	267,3
Langfristige Schuldverschreibungen			450,3	2 753,9	2 162,7	32,3	4 692,1	2 603,6
Kredite		5 612,4	8 167,8		1 770,0	212,8	1 253,9	3 000,3
<i>Darunter: Langfristige Kredite</i>		5 280,2	5 548,2		785,7	72,0	1 069,6	.
Anteilsrechte			10 134,5	2 447,1	5 060,7	490,0	4,3	4 144,8
Börsennotierte Aktien			2 843,9	375,1	111,9	165,2	0,0	.
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte			7 290,6	920,5	1 019,1	324,0	4,3	.
Investmentzertifikate				1 151,5	3 929,8			.
Versicherungstechnische Rückstellungen		33,6	328,7	62,4	0,6	5 171,1	0,5	
Sonstige Verbindlichkeiten und Finanzderivate		624,0	2 635,4	2 555,9	206,2	239,6	394,0	568,4
<i>Finanzielles Reinvermögen<sup>1)</sup></i>	-1 410,3	10 182,2	-7 988,5	694,7	107,0	-145,1	-4 260,6	

Quelle: EZB.

### 3.2 Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelverwendung	2004	2005	2006	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2	2007 Q4- 2008 Q3	2008 Q1- 2008 Q4
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)								
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen								
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise)								
Arbeitnehmerentgelt	3 777,3	3 891,5	4 050,9	4 231,0	4 279,8	4 328,4	4 373,1	4 407,5
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen	122,9	130,0	129,3	137,9	137,9	137,4	138,1	136,3
Abschreibungen	1 123,9	1 177,7	1 234,8	1 299,3	1 311,2	1 323,5	1 335,4	1 347,2
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	1 991,4	2 062,1	2 172,7	2 304,2	2 331,8	2 368,8	2 381,0	2 363,6
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto								
Arbeitnehmerentgelt								
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen								
Vermögenseinkommen	2 367,1	2 608,5	3 022,3	3 527,0	3 621,2	3 715,3	3 802,4	3 817,3
Zinsen	1 250,3	1 342,8	1 635,4	2 002,2	2 083,2	2 158,1	2 231,6	2 257,6
Sonstige Vermögenseinkommen	1 116,8	1 265,6	1 386,9	1 524,8	1 538,0	1 557,2	1 570,8	1 559,7
<i>Nationaleinkommen, netto<sup>1)</sup></i>	6 694,2	6 939,1	7 275,5	7 639,6	7 705,1	7 769,7	7 821,9	7 818,1
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto								
Einkommen- und Vermögensteuern	883,7	933,3	1 025,2	1 108,5	1 124,7	1 135,8	1 137,3	1 118,9
Sozialbeiträge	1 430,0	1 472,4	1 534,7	1 594,4	1 610,2	1 626,4	1 643,6	1 658,6
Monetäre Sozialleistungen	1 455,9	1 499,8	1 550,2	1 594,3	1 607,4	1 622,3	1 641,2	1 658,1
Sonstige laufende Transfers	685,1	707,3	715,5	741,6	750,5	757,4	759,1	767,0
Nettoprämien für Schadenversicherungen	178,1	178,4	177,4	182,7	183,2	184,6	185,1	185,8
Schadenversicherungsleistungen	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Sonstige	328,4	349,6	360,5	376,7	384,7	388,6	389,2	394,9
<i>Verfügbares Einkommen, netto<sup>1)</sup></i>	6 618,4	6 852,2	7 184,1	7 546,2	7 606,7	7 670,2	7 725,2	7 717,2
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto								
Konsumausgaben	6 084,6	6 327,4	6 594,0	6 845,0	6 913,6	6 989,0	7 061,8	7 101,7
Konsumausgaben für den Individualverbrauch	5 438,4	5 666,3	5 915,1	6 140,8	6 202,9	6 268,2	6 332,6	6 363,9
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch	646,2	661,1	678,9	704,2	710,7	720,7	729,2	737,9
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	58,0	60,4	59,0	59,4	60,5	63,2	65,4	66,0
<i>Sparen, netto<sup>1)</sup></i>	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto								
Bruttoinvestitionen	1 614,4	1 705,0	1 857,5	1 994,0	2 020,0	2 047,7	2 069,2	2 062,7
Bruttoanlageinvestitionen	1 603,2	1 699,0	1 844,5	1 974,5	1 995,5	2 021,7	2 038,1	2 022,0
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen	11,2	6,0	13,0	19,5	24,5	26,0	31,1	40,8
Abschreibungen								
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern	-1,1	-0,1	0,5	-0,1	0,0	0,3	0,3	0,3
Vermögenstransfers	174,6	181,9	174,7	166,6	166,8	170,6	163,5	162,4
Vermögenswirksame Steuern	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Sonstige Vermögenstransfers	144,7	157,5	152,1	142,9	143,4	147,0	139,6	138,8
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)<sup>1)</sup></i>	60,6	11,2	-18,3	21,0	-1,0	-27,8	-56,3	-87,4

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Zur Berechnung der Kontosalen siehe „Technischer Hinweis“.

**3.2 Noch: Nichtfinanzielle Konten des Euro-Währungsgebiets**  
(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme)

Mittelaufkommen	2004	2005	2006	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2	2007 Q4- 2008 Q3	2008 Q1- 2008 Q4
<b>Einkommensentstehungskonto</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)	7 015,5	7 261,3	7 587,6	7 972,3	8 060,8	8 158,1	8 227,7	8 254,6
Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen	797,4	841,1	910,4	953,8	954,2	951,0	949,7	944,8
Bruttoinlandsprodukt (Marktpreise) <sup>2)</sup>	7 812,9	8 102,4	8 498,0	8 926,1	9 015,0	9 109,1	9 177,4	9 199,4
Arbeitnehmerentgelt								
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen								
Abschreibungen								
<i>Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto</i>								
<b>Primäres Einkommensverteilungskonto</b>								
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, netto	1 991,4	2 062,1	2 172,7	2 304,2	2 331,8	2 368,8	2 381,0	2 363,6
Arbeitnehmerentgelt	3 784,8	3 897,9	4 057,4	4 238,0	4 287,2	4 335,7	4 380,4	4 414,6
Produktionsabgaben abzüglich Subventionen	934,9	983,8	1 050,8	1 098,3	1 097,1	1 093,3	1 093,0	1 085,9
Vermögenseinkommen	2 350,3	2 603,7	3 017,0	3 526,1	3 610,1	3 687,2	3 769,9	3 771,3
Zinsen	1 217,0	1 315,8	1 608,8	1 964,4	2 036,6	2 103,2	2 172,4	2 192,2
Sonstige Vermögenseinkommen	1 133,3	1 287,9	1 408,1	1 561,7	1 573,5	1 584,0	1 597,5	1 579,1
<i>Nationaleinkommen, netto</i>								
<b>Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept)</b>								
Nationaleinkommen, netto	6 694,2	6 939,1	7 275,5	7 639,6	7 705,1	7 769,7	7 821,9	7 818,1
Einkommen- und Vermögensteuern	886,8	937,1	1 030,1	1 116,1	1 132,1	1 143,4	1 144,8	1 126,6
Sozialbeiträge	1 429,1	1 471,7	1 533,9	1 593,6	1 609,3	1 625,5	1 642,8	1 657,8
Monetäre Sozialleistungen	1 448,2	1 492,0	1 541,9	1 584,9	1 597,9	1 612,7	1 631,7	1 648,3
Sonstige laufende Transfers	614,7	625,2	628,1	650,7	655,1	660,8	665,3	669,0
Nettoprämien für Schadenversicherungen	178,7	179,3	177,5	182,1	182,6	184,2	184,9	186,2
Schadenversicherungsleistungen	176,0	177,0	174,7	179,8	180,3	181,6	182,0	182,8
Sonstige	260,1	268,9	275,8	288,8	292,2	295,0	298,5	300,0
<i>Verfügbares Einkommen, netto</i>								
<b>Einkommensverwendungskonto</b>								
Verfügbares Einkommen, netto	6 618,4	6 852,2	7 184,1	7 546,2	7 606,7	7 670,2	7 725,2	7 717,2
Konsumausgaben								
Konsumausgaben für den Individualverbrauch								
Konsumausgaben für den Kollektivverbrauch								
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	58,2	60,7	59,3	59,6	60,7	63,4	65,6	66,1
<i>Sparen, netto</i>								
<b>Vermögensbildungskonto</b>								
Sparen, netto	534,0	525,1	590,3	701,4	693,3	681,4	663,5	615,7
Bruttoinvestitionen								
Bruttoanlageinvestitionen								
Vorratsveränderungen und Nettozugang an Wertsachen								
Abschreibungen	1 123,9	1 177,7	1 234,8	1 299,3	1 311,2	1 323,5	1 335,4	1 347,2
Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern								
Vermögenstransfers	190,7	195,2	189,3	180,8	181,3	185,9	177,8	175,2
Vermögenswirksame Steuern	29,9	24,4	22,5	23,8	23,4	23,6	23,9	23,6
Sonstige Vermögenstransfers	160,8	170,8	166,7	157,1	158,0	162,3	153,9	151,6
<i>Finanzierungssaldo (des Vermögensbildungskontos)</i>								

Quellen: EZB und Eurostat.

2) Das Bruttoinlandsprodukt entspricht der Bruttowertschöpfung aller inländischen Sektoren zuzüglich der Nettogütersteuern (Gütersteuern abzüglich Gütersubventionen).

### 3.3 Private Haushalte

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme, Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	2004	2005	2006	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2	2007 Q4- 2008 Q3	2008 Q1- 2008 Q4
<b>Einkommen, Sparen und Reinvermögensänderung</b>								
Arbeitnehmerentgelt (+)	3 784,8	3 897,9	4 057,4	4 238,0	4 287,2	4 335,7	4 380,4	4 414,6
Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen, brutto (+)	1 270,5	1 322,0	1 398,3	1 480,4	1 500,5	1 520,4	1 536,4	1 545,2
Empfangene Zinsen (+)	233,3	229,8	266,4	302,0	311,0	321,1	330,4	332,2
Geleistete Zinsen (-)	126,2	130,5	164,5	208,6	215,6	222,4	228,7	227,2
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen (+)	667,1	716,3	758,0	797,1	799,3	802,9	807,3	797,3
Geleistete sonstige Vermögenseinkommen (-)	9,2	9,5	9,6	9,9	9,9	10,1	9,9	9,8
Einkommen- und Vermögensteuern (-)	707,3	739,8	792,7	851,5	865,5	879,0	885,8	887,5
Sozialbeiträge, netto (-)	1 426,3	1 468,4	1 530,6	1 590,2	1 605,9	1 622,3	1 639,4	1 654,5
Monetäre Sozialleistungen, netto (+)	1 443,3	1 486,8	1 536,5	1 579,3	1 592,3	1 607,1	1 626,1	1 642,7
Empfangene laufende Transfers, netto (+)	63,4	66,0	66,1	69,1	69,0	72,0	73,5	74,4
<b>= Verfügbares Einkommen, brutto</b>	<b>5 193,4</b>	<b>5 370,7</b>	<b>5 585,1</b>	<b>5 805,8</b>	<b>5 862,3</b>	<b>5 925,5</b>	<b>5 990,2</b>	<b>6 027,4</b>
Konsumausgaben (-)	4 489,8	4 669,5	4 869,9	5 053,2	5 105,3	5 155,9	5 208,2	5 226,8
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (+)	57,8	60,3	58,9	59,6	60,6	63,2	65,2	65,6
<b>= Sparen, brutto</b>	<b>761,4</b>	<b>761,6</b>	<b>774,2</b>	<b>812,3</b>	<b>817,7</b>	<b>832,8</b>	<b>847,2</b>	<b>866,2</b>
Abschreibungen (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Empfangene Vermögenstransfers, netto (+)	18,4	24,1	22,5	15,5	16,0	17,0	17,3	17,2
Sonstige Vermögensänderungen <sup>1)</sup> (+)	323,8	531,5	556,9	-3,2	-771,6	-1 156,7	-1 382,2	-1 901,1
<b>= Reinvermögensänderung<sup>1)</sup></b>	<b>802,1</b>	<b>999,9</b>	<b>1 019,0</b>	<b>472,0</b>	<b>-293,6</b>	<b>-665,9</b>	<b>-879,4</b>	<b>-1 381,1</b>
<b>Investitionen, Finanzierung und Reinvermögensänderung</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	513,1	543,7	599,0	634,0	637,9	637,9	637,4	632,2
Abschreibungen (-)	301,5	317,2	334,5	352,7	355,7	359,1	361,6	363,5
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	214,3	206,2	305,8	422,1	444,8	422,7	427,8	435,7
Bargeld und Einlagen	212,7	246,9	284,1	349,4	385,0	386,4	391,5	436,8
Geldmarktfondsanteile	-7,1	-20,2	0,9	40,0	34,0	10,5	13,5	-9,6
Schuldverschreibungen <sup>2)</sup>	8,7	-20,5	20,9	32,7	25,8	25,8	22,8	8,5
Langfristige Forderungen	336,5	421,7	347,5	188,1	121,1	129,9	72,7	12,2
Einlagen	28,5	-4,8	0,8	-26,5	-35,6	-36,6	-40,2	-30,3
Schuldverschreibungen	64,8	1,1	74,2	9,0	29,2	63,2	65,5	20,8
Anteilsrechte	-9,4	132,5	-38,8	-61,6	-119,4	-122,1	-161,4	-152,5
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	-18,9	66,0	-14,0	12,1	-18,2	-7,2	-20,4	-10,0
Investmentzertifikate	9,5	66,5	-24,8	-73,7	-101,2	-114,9	-141,0	-142,5
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	252,7	292,9	311,3	267,2	246,9	225,4	208,8	174,2
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Kredite	307,6	390,6	392,8	346,5	313,7	284,8	247,5	196,1
<i>Darunter: von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	277,8	358,5	347,4	281,5	249,1	196,5	181,0	78,9
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	281,7	448,4	505,6	-27,9	-694,8	-1 018,9	-1 112,5	-1 498,7
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	48,9	105,5	54,7	-2,0	-79,9	-127,9	-176,4	-244,1
Übrige Veränderungen, netto (+)	16,6	-17,7	-66,3	-43,2	-53,3	-65,8	-119,1	-158,8
<b>= Reinvermögensänderung<sup>1)</sup></b>	<b>802,1</b>	<b>999,9</b>	<b>1 019,0</b>	<b>472,0</b>	<b>-293,6</b>	<b>-665,9</b>	<b>-879,4</b>	<b>-1 381,1</b>
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	4 271,5	4 486,3	4 748,0	5 208,5	5 362,0	5 483,0	5 539,3	5 712,6
Bargeld und Einlagen	3 925,6	4 174,1	4 454,2	4 844,2	4 937,2	5 055,3	5 104,9	5 313,7
Geldmarktfondsanteile	309,9	296,4	257,6	296,0	347,0	346,5	348,7	327,4
Schuldverschreibungen <sup>2)</sup>	36,1	15,9	36,2	68,3	77,9	81,2	85,7	71,5
Langfristige Forderungen	9 919,9	10 921,0	11 878,2	12 004,2	11 349,8	11 087,5	10 669,2	10 082,4
Einlagen	893,9	944,8	945,1	882,5	829,0	818,8	805,6	817,5
Schuldverschreibungen	1 218,9	1 196,6	1 281,1	1 292,5	1 315,0	1 301,0	1 260,6	1 197,8
Anteilsrechte	3 960,4	4 534,5	5 041,0	4 953,2	4 350,3	4 093,0	3 745,2	3 260,8
Börsennotierte und nicht börsennotierte Aktien sowie sonstige Anteilsrechte	2 784,2	3 190,3	3 622,5	3 578,1	3 145,1	2 941,5	2 671,9	2 275,4
Investmentzertifikate	1 176,2	1 344,2	1 418,5	1 375,1	1 205,2	1 151,5	1 073,3	985,4
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	3 846,7	4 245,1	4 611,0	4 876,1	4 855,6	4 874,7	4 857,7	4 806,2
Übrige Nettoforderungen (+)	121,5	87,8	64,1	23,0	6,8	1,8	5,6	-0,4
Verbindlichkeiten (-)								
Kredite	4 293,6	4 692,1	5 081,7	5 415,5	5 458,3	5 521,4	5 572,1	5 612,4
<i>Darunter: von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	3 812,5	4 201,0	4 545,1	4 814,6	4 850,2	4 875,6	4 926,2	4 888,3
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	<b>10 019,3</b>	<b>10 803,0</b>	<b>11 608,6</b>	<b>11 820,2</b>	<b>11 260,4</b>	<b>11 050,9</b>	<b>10 642,0</b>	<b>10 182,2</b>

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Ohne Reinvermögensänderung durch sonstige Vermögensänderungen wie die Neubewertung von Wohnungseigentum.

2) Von MFIs begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als zwei Jahren sowie von anderen Sektoren begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.

**3.4 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften**

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme, Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	2004	2005	2006	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2	2007 Q4- 2008 Q3	2008 Q1- 2008 Q4
<b>Einkommen und Sparen</b>								
Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise) (+)	4 017,0	4 156,5	4 353,6	4 591,2	4 642,9	4 699,1	4 737,0	4 737,7
Arbeitnehmerentgelt (-)	2 397,6	2 469,6	2 580,2	2 705,0	2 739,5	2 769,2	2 798,2	2 818,3
Sonstige Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (-)	65,7	73,1	75,6	81,7	82,6	82,6	83,8	82,5
= <b>Bruttobetriebsüberschuss (+)</b>	1 553,8	1 613,7	1 697,9	1 804,5	1 820,8	1 847,2	1 855,1	1 836,9
Abschreibungen (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
= <b>Nettobetriebsüberschuss (+)</b>	916,9	946,5	999,9	1 069,0	1 078,1	1 097,2	1 097,4	1 071,1
Empfangene Vermögenseinkommen (+)	376,8	440,7	497,3	567,4	571,8	573,2	580,0	579,7
Empfangene Zinsen	125,1	136,1	158,3	184,4	190,3	195,7	199,1	201,1
Empfangene sonstige Vermögenseinkommen	251,8	304,6	339,1	382,9	381,5	377,4	380,9	378,5
Geleistete Zinsen und Pachteinkommen (-)	226,4	236,4	278,8	332,6	347,5	361,3	375,3	386,1
= <b>Unternehmensgewinn, netto (+)</b>	1 067,4	1 150,8	1 218,4	1 303,8	1 302,3	1 309,1	1 302,1	1 264,7
Ausschüttungen und Entnahmen (-)	773,7	876,9	945,8	1 007,1	1 015,7	1 022,0	1 030,2	1 012,9
Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern (-)	135,4	148,6	187,6	208,8	210,2	208,4	203,6	185,4
Empfangene Sozialbeiträge (+)	73,5	72,7	77,1	66,8	66,2	66,4	67,0	67,7
Monetäre Sozialleistungen (-)	60,4	60,6	62,5	64,4	64,7	64,3	64,1	63,9
Geleistete sonstige laufende Transfers, netto (-)	59,9	61,6	64,4	55,0	55,0	56,7	56,7	56,3
= <b>Sparen, netto</b>	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
<b>Investitionen, Finanzierung und Sparen</b>								
Sachvermögensbildung, netto (+)	226,3	253,7	304,4	356,3	367,8	381,2	391,8	374,7
Bruttoanlageinvestitionen (+)	856,5	913,5	986,2	1 069,7	1 084,4	1 103,0	1 117,1	1 102,1
Abschreibungen (-)	636,9	667,3	698,0	735,5	742,7	750,0	757,6	765,8
Sonstige Sachvermögensbildung, netto (+)	6,6	7,4	16,1	22,1	26,1	28,2	32,3	38,3
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	104,0	128,2	164,1	161,8	163,7	124,1	95,4	52,7
Bargeld und Einlagen	89,2	113,6	146,2	154,9	127,8	116,4	90,2	17,2
Geldmarktfondsanteile	16,1	8,3	2,6	-18,1	-10,0	-9,3	7,9	31,5
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	-1,3	6,2	15,4	24,9	45,9	16,9	-2,7	3,9
Langfristige Forderungen	209,3	378,7	490,2	466,5	504,8	500,2	545,8	657,4
Einlagen	-10,0	32,3	29,3	26,1	5,9	-22,4	8,6	16,1
Schuldverschreibungen	-48,8	-34,2	-4,7	-48,5	-84,4	-103,5	-59,0	-31,5
Anteilsrechte	200,2	244,2	259,6	315,8	354,4	370,4	346,6	364,2
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen Unternehmen	67,9	136,4	206,0	173,1	228,9	255,7	249,6	308,5
Übrige Nettoforderungen (+)	48,4	85,5	145,0	200,6	110,7	44,8	-30,9	-103,6
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schulden	207,6	443,8	760,2	801,3	784,5	728,4	716,7	653,5
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	164,8	264,5	448,9	558,9	592,1	562,6	515,7	422,0
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	9,8	14,0	39,0	40,7	39,7	16,8	36,0	39,6
Anteilsrechte	203,3	265,5	236,6	283,0	274,1	231,4	201,9	241,6
Börsennotierte Aktien	11,7	101,3	39,1	42,0	22,4	-12,2	-28,5	1,7
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	191,5	164,1	197,5	241,0	251,7	243,6	230,4	239,9
Empfangene Vermögenstransfers, netto (-)	65,7	61,1	71,7	66,3	66,3	69,9	71,7	70,2
= <b>Sparen, netto</b>	111,4	75,7	35,2	35,3	22,9	24,0	14,5	13,8
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen								
Kurzfristige Forderungen	1 379,5	1 517,4	1 675,2	1 820,3	1 841,8	1 848,1	1 853,8	1 874,9
Bargeld und Einlagen	1 102,9	1 229,3	1 367,0	1 519,3	1 506,6	1 535,1	1 548,7	1 554,3
Geldmarktfondsanteile	164,1	176,5	184,9	162,0	183,0	183,2	184,4	189,8
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	112,5	111,7	123,3	139,0	152,2	129,8	120,7	130,7
Langfristige Forderungen	7 672,1	8 686,4	10 041,2	10 746,8	10 108,8	9 904,8	9 681,9	8 992,3
Einlagen	157,0	199,0	222,5	265,8	249,4	235,3	258,2	273,1
Schuldverschreibungen	328,6	280,9	277,3	229,7	174,1	160,7	168,1	183,0
Anteilsrechte	5 433,6	6 308,6	7 451,5	7 968,8	7 288,1	7 036,3	6 739,4	5 956,9
Sonstige Anlagen, vor allem Kredite zwischen Unternehmen	1 753,0	1 897,9	2 089,9	2 282,6	2 397,2	2 472,5	2 516,2	2 579,2
Übrige Nettoforderungen	327,8	384,0	449,1	610,5	599,8	564,1	579,4	559,8
Verbindlichkeiten								
Schulden	6 582,9	7 063,4	7 799,9	8 558,9	8 714,2	8 923,5	9 059,6	9 228,9
<i>Darunter: Kredite von MFIs im Euro-Währungsgebiet</i>	3 160,8	3 429,3	3 868,0	4 404,9	4 545,5	4 668,6	4 761,1	4 828,6
<i>Darunter: Schuldverschreibungen</i>	651,5	674,3	691,9	695,4	696,5	702,0	712,0	732,4
Anteilsrechte	9 591,1	10 940,8	12 874,9	13 808,7	12 454,3	12 014,5	11 250,0	10 134,5
Börsennotierte Aktien	2 995,0	3 692,4	4 468,8	4 985,6	4 204,2	3 976,5	3 437,6	2 843,9
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	6 596,0	7 248,4	8 406,1	8 823,1	8 250,2	8 038,0	7 812,4	7 290,6

Quellen: EZB und Eurostat.

1) Von MFIs begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als zwei Jahren sowie von anderen Sektoren begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.

### 3.5 Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen

(in Mrd €; über vier Quartale kumulierte Ströme, Bestände am Ende des Berichtszeitraums)

	2004	2005	2006	2007 Q1- 2007 Q4	2007 Q2- 2008 Q1	2007 Q3- 2008 Q2	2007 Q4- 2008 Q3	2008 Q1- 2008 Q4
<b>Finanzierungskonto, finanzielle Transaktionen</b>								
Hauptposten der Geldvermögensbildung (+)								
Kurzfristige Forderungen	39,5	25,5	64,4	87,4	109,1	102,5	88,6	106,9
Bargeld und Einlagen	13,2	7,2	11,0	6,4	32,7	35,8	32,1	59,1
Geldmarktfondsanteile	2,7	-0,5	3,5	3,1	15,8	14,2	20,9	22,2
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	23,5	18,9	49,8	77,8	60,6	52,6	35,7	25,5
Langfristige Forderungen	223,7	295,0	313,8	215,9	217,6	178,7	169,3	161,3
Einlagen	36,9	17,2	76,7	51,6	27,9	16,0	0,9	-1,7
Schuldverschreibungen	133,1	132,8	125,2	89,9	83,6	75,2	95,4	88,6
Kredite	7,4	-4,1	2,6	-13,6	20,6	17,0	20,8	30,8
Börsennotierte Aktien	12,7	30,7	-1,5	-4,8	-2,3	-1,1	-8,8	-5,1
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	2,6	31,1	27,0	27,2	45,2	41,2	45,7	41,1
Investmentzertifikate	30,9	87,2	83,9	65,6	42,7	30,4	15,4	7,4
Übrige Nettoforderungen (+)	11,8	11,4	4,3	-26,1	-23,7	-19,3	-9,6	22,9
Hauptposten der Finanzierung (-)								
Schuldverschreibungen	-1,7	-0,4	5,2	3,2	4,4	5,2	5,4	9,3
Kredite	4,3	17,3	35,9	21,7	43,9	18,0	4,1	21,8
Anteilsrechte	12,2	13,6	11,4	2,7	4,4	6,9	5,1	18,7
Versicherungstechnische Rückstellungen	262,6	334,3	322,0	292,0	273,3	255,8	240,4	197,3
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	231,0	292,1	308,2	282,0	262,4	239,6	219,6	178,0
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	31,7	42,2	13,9	10,0	10,9	16,1	20,8	19,2
<b>= Transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>-2,5</b>	<b>-32,8</b>	<b>7,9</b>	<b>-42,5</b>	<b>-23,0</b>	<b>-23,8</b>	<b>-6,6</b>	<b>44,0</b>
<b>Konto sonstiger Vermögensänderungen</b>								
Sonstige Änderungen der Forderungen (+)								
Anteilsrechte	110,7	190,7	181,2	-15,4	-226,4	-334,6	-401,6	-536,7
Übrige Nettoforderungen	142,3	75,5	-34,4	-45,0	14,1	-3,5	-13,1	40,3
Sonstige Änderungen der Verbindlichkeiten (-)								
Anteilsrechte	21,3	118,3	34,5	-32,7	-91,8	-143,2	-137,8	-174,2
Versicherungstechnische Rückstellungen	83,8	137,8	52,9	-3,3	-79,6	-128,3	-179,6	-245,5
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	63,9	146,9	56,2	-2,8	-77,8	-125,4	-174,5	-239,6
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	19,8	-9,1	-3,3	-0,4	-1,8	-2,9	-5,1	-5,8
<b>= Sonstige finanzielle Reinvermögensänderungen</b>	<b>148,0</b>	<b>10,1</b>	<b>59,4</b>	<b>-24,4</b>	<b>-40,9</b>	<b>-66,6</b>	<b>-97,3</b>	<b>-76,7</b>
<b>Finanzielle Vermögensbilanz</b>								
Forderungen (+)								
Kurzfristige Forderungen	403,1	437,2	509,0	603,3	661,2	670,7	675,5	713,1
Bargeld und Einlagen	133,6	146,6	157,1	164,6	192,5	182,6	189,5	226,6
Geldmarktfondsanteile	74,4	75,6	81,5	82,4	95,4	94,8	98,3	102,2
Schuldverschreibungen <sup>1)</sup>	195,1	215,0	270,3	356,2	373,3	393,3	387,6	384,3
Langfristige Forderungen	4 089,5	4 615,9	5 050,6	5 197,8	5 106,1	5 044,2	4 988,2	4 843,1
Einlagen	500,4	524,7	602,1	650,5	649,2	653,5	648,7	648,5
Schuldverschreibungen	1 615,0	1 774,2	1 845,5	1 888,9	1 942,4	1 921,4	1 969,9	1 992,7
Kredite	348,5	353,4	351,2	331,8	359,5	355,6	357,7	366,1
Börsennotierte Aktien	587,2	653,3	724,5	708,1	613,2	594,1	535,4	426,6
Nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte	349,2	403,1	480,8	511,1	488,7	473,4	465,6	449,1
Investmentzertifikate	689,2	907,3	1 046,5	1 107,3	1 053,0	1 046,2	1 010,8	960,1
Übrige Nettoforderungen (+)	139,4	176,8	204,5	173,8	191,6	177,5	176,2	215,7
Verbindlichkeiten (-)								
Schuldverschreibungen	22,3	21,3	35,9	35,2	35,8	36,6	36,7	43,2
Kredite	118,5	136,2	167,6	187,1	221,4	211,2	206,6	212,8
Anteilsrechte	497,7	629,6	675,5	645,5	595,3	564,2	550,2	490,0
Versicherungstechnische Rückstellungen	4 083,5	4 555,6	4 930,5	5 219,3	5 214,5	5 242,5	5 231,6	5 171,1
Ansprüche privater Haushalte aus Rückstellungen bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen	3 451,0	3 890,0	4 254,4	4 533,5	4 520,5	4 543,0	4 529,1	4 471,9
Prämienüberträge und Rückstellungen für eingetretene Versicherungsfälle	632,5	665,6	676,2	685,8	694,0	699,4	702,5	699,2
<b>= Finanzielles Reinvermögen (Nettogeldvermögen)</b>	<b>-90,0</b>	<b>-112,8</b>	<b>-45,5</b>	<b>-112,3</b>	<b>-108,2</b>	<b>-162,0</b>	<b>-185,1</b>	<b>-145,1</b>

Quelle: EZB.

1) Von MFIs begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als zwei Jahren sowie von anderen Sektoren begebene Wertpapiere mit einer Laufzeit von weniger als einem Jahr.



# FINANZMÄRKTE



## 4.1 Wertpapiere ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen

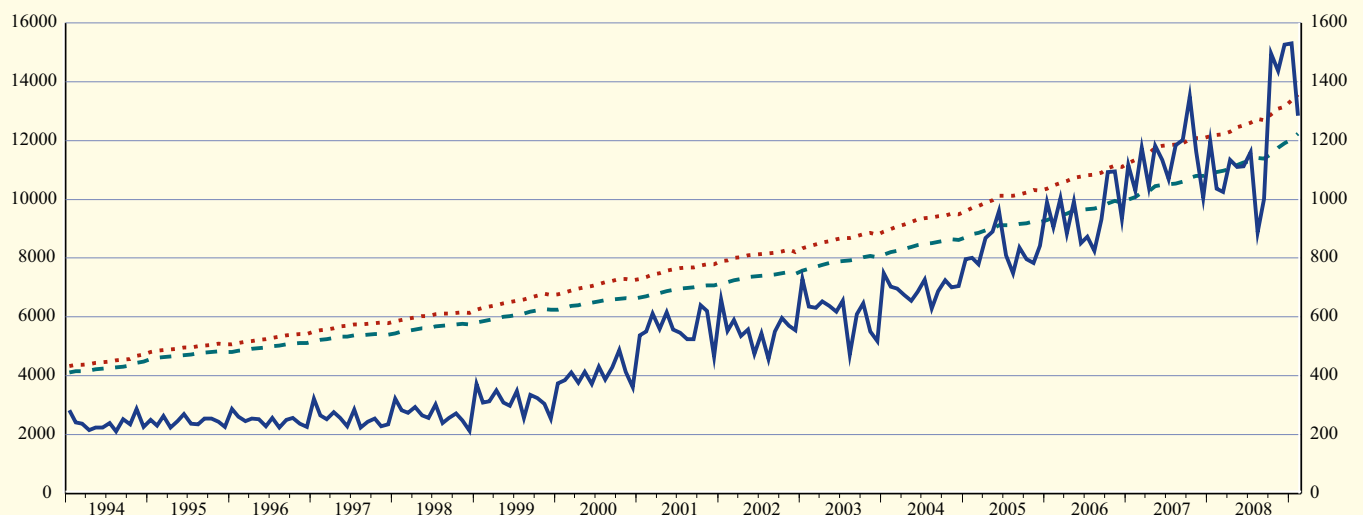
(in Mrd € und Wachstumsraten im Berichtszeitraum; saisonbereinigt; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

	Euro insgesamt <sup>1)</sup>			Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet								
	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Euro			Alle Währungen			Jahreswachstumsraten	Saisonbereinigt <sup>2)</sup>	
				Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz	Umlauf	Bruttoabsatz	Nettoabsatz		Nettoabsatz	Sechsmonatsraten
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2008 Febr.	13 017,1	1 027,0	82,5	10 917,8	968,4	72,5	12 196,0	1 036,6	76,1	8,0	45,5	6,9
März	13 122,6	1 073,2	104,5	10 964,4	968,8	45,4	12 216,3	1 024,5	43,6	7,1	20,0	6,1
April	13 172,6	1 160,6	50,0	11 029,8	1 069,0	65,3	12 294,8	1 133,6	77,0	7,1	57,9	5,0
Mai	13 351,5	1 126,7	177,8	11 169,2	1 036,8	138,4	12 457,9	1 110,8	153,1	6,7	98,1	5,8
Juni	13 487,1	1 155,7	135,9	11 243,7	1 040,4	74,9	12 528,6	1 112,9	81,2	6,8	88,0	5,6
Juli	13 499,0	1 138,0	10,6	11 300,7	1 072,4	55,2	12 603,5	1 159,4	74,6	7,1	96,8	6,8
Aug.	13 625,9	880,0	123,9	11 409,6	815,3	106,1	12 734,6	889,0	111,8	7,8	162,8	8,8
Sept.	13 629,7	1 022,3	2,3	11 378,0	930,7	-32,9	12 695,5	1 001,9	-42,3	7,1	-13,5	8,2
Okt.	13 727,3	1 454,3	97,5	11 528,4	1 417,4	150,1	12 893,6	1 494,9	145,2	7,0	103,3	8,9
Nov.	13 945,4	1 422,3	218,7	11 755,7	1 370,0	228,1	13 086,7	1 437,5	213,8	8,1	199,7	10,5
Dez.	14 129,6	1 535,6	187,8	11 906,9	1 447,7	155,1	13 158,3	1 525,2	141,7	9,5	273,3	13,6
2009 Jan.	.	.	.	12 047,2	1 450,8	136,9	13 359,7	1 529,8	146,2	10,1	104,1	13,6
Feb.	.	.	.	12 232,8	1 199,1	183,5	13 562,8	1 285,1	203,5	11,1	166,0	13,5
<b>Langfristig</b>												
2008 Febr.	11 689,1	182,8	46,7	9 725,6	163,3	48,8	10 817,3	187,8	51,4	6,1	29,1	4,7
März	11 724,4	180,1	34,6	9 750,5	145,2	24,0	10 818,6	160,6	21,3	5,3	11,7	4,5
April	11 811,2	258,6	86,8	9 813,7	207,5	63,1	10 891,8	225,1	68,1	5,5	63,8	4,4
Mai	11 965,3	290,7	153,4	9 927,9	234,9	113,6	11 016,6	257,4	122,7	5,1	69,0	4,9
Juni	12 079,3	283,6	114,2	10 015,2	230,1	87,5	11 103,2	253,3	94,9	5,2	67,9	4,8
Juli	12 105,7	207,0	25,0	10 047,0	176,8	29,9	11 142,1	195,0	35,5	5,4	60,4	5,7
Aug.	12 195,9	159,0	88,1	10 126,0	132,8	77,0	11 241,9	148,2	78,0	6,1	133,9	7,7
Sept.	12 185,7	183,5	-9,5	10 104,7	145,5	-20,4	11 226,1	158,5	-30,9	5,7	-16,9	7,1
Okt.	12 209,6	198,7	24,7	10 140,2	182,5	36,1	11 318,1	195,2	30,6	5,3	22,8	6,3
Nov.	12 384,9	275,4	174,4	10 315,9	253,9	175,0	11 473,9	262,5	165,9	6,3	145,9	7,7
Dez.	12 562,6	361,3	179,0	10 486,5	327,3	172,2	11 567,5	338,8	152,7	7,3	181,0	9,7
2009 Jan.	.	.	.	10 576,0	275,8	88,6	11 701,4	299,2	89,3	8,2	111,6	10,6
Feb.	.	.	.	10 737,1	268,4	160,2	11 873,9	295,7	173,0	9,2	148,9	10,8

## A16 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz

(in Mrd €)

- Bruttoabsatz insgesamt (rechte Skala)
- ... Umlauf insgesamt (linke Skala)
- - Umlauf in Euro (linke Skala)



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.
- 2) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“. Die Sechsmonatsraten sind auf Jahresraten hochgerechnet.

## 4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten

(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen und Umlauf am Ende des Berichtszeitraums; Nominalwerte)

### 1. Umlauf und Bruttoabsatz

	Umlauf						Bruttoabsatz <sup>1)</sup>					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
	<b>Insgesamt</b>											
2007	12 072	5 048	1 510	654	4 534	327	1 138	841	59	109	116	12
2008	13 158	5 267	1 940	696	4 916	340	1 177	818	74	99	162	24
2008 Q1	12 216	5 091	1 524	659	4 625	317	1 086	787	38	92	150	19
Q2	12 529	5 232	1 629	670	4 677	320	1 119	787	69	102	140	20
Q3	12 696	5 268	1 697	681	4 726	324	1 017	691	54	97	147	27
Q4	13 158	5 267	1 940	696	4 916	340	1 486	1 006	136	107	209	28
2008 Nov.	13 087	5 326	1 808	691	4 930	332	1 437	966	125	97	224	25
Dez.	13 158	5 267	1 940	696	4 916	340	1 525	1 033	186	111	162	34
2009 Jan.	13 360	5 341	1 967	710	5 004	337	1 530	1 017	83	105	269	56
Febr.	13 563	5 407	2 022	718	5 078	338	1 285	874	82	82	225	23
	<b>Kurzfristig</b>											
2007	1 288	788	36	100	345	18	946	755	18	101	64	9
2008	1 591	823	61	115	566	25	963	723	26	92	101	19
2008 Q1	1 398	820	49	111	407	11	906	701	21	88	83	14
Q2	1 425	836	51	111	415	11	874	666	21	92	77	17
Q3	1 469	827	62	111	457	13	850	615	25	92	94	24
Q4	1 591	823	61	115	566	25	1 220	911	38	95	152	23
2008 Nov.	1 613	844	61	115	575	17	1 175	885	35	89	146	20
Dez.	1 591	823	61	115	566	25	1 186	916	27	92	120	30
2009 Jan.	1 658	864	38	108	630	19	1 231	906	18	82	178	47
Febr.	1 689	887	38	103	642	19	989	749	16	66	140	18
	<b>Langfristig<sup>2)</sup></b>											
2007	10 783	4 260	1 473	553	4 189	309	191	86	41	8	52	3
2008	11 568	4 443	1 879	580	4 350	315	214	94	48	8	60	4
2008 Q1	10 819	4 271	1 475	548	4 219	306	180	86	17	4	67	5
Q2	11 103	4 396	1 577	559	4 262	309	245	120	48	10	64	3
Q3	11 226	4 441	1 635	570	4 270	311	167	76	29	5	53	3
Q4	11 568	4 443	1 879	580	4 350	315	266	95	97	11	57	5
2008 Nov.	11 474	4 483	1 747	575	4 355	314	263	81	91	8	77	5
Dez.	11 568	4 443	1 879	580	4 350	315	339	116	159	19	42	3
2009 Jan.	11 701	4 477	1 929	602	4 375	318	299	111	65	23	91	9
Febr.	11 874	4 520	1 984	615	4 436	319	296	124	66	15	85	6
	<b>Darunter festverzinslich</b>											
2007	7 325	2 263	594	420	3 797	250	107	44	10	5	45	3
2008	7 602	2 325	636	444	3 947	250	119	48	9	6	53	3
2008 Q1	7 303	2 260	587	412	3 798	246	110	43	4	3	56	3
Q2	7 471	2 347	605	424	3 846	248	145	66	11	9	56	2
Q3	7 528	2 370	619	432	3 859	248	101	42	7	3	47	2
Q4	7 602	2 325	636	444	3 947	250	120	42	13	10	53	2
2008 Nov.	7 633	2 384	629	439	3 933	248	131	34	17	8	72	1
Dez.	7 602	2 325	636	444	3 947	250	132	54	20	16	40	3
2009 Jan.	7 703	2 348	664	466	3 974	251	213	76	27	23	82	6
Febr.	7 829	2 382	691	479	4 027	250	203	76	32	15	76	4
	<b>Darunter variabel verzinslich</b>											
2007	3 004	1 621	861	123	342	58	69	31	30	3	4	0
2008	3 476	1 724	1 214	126	349	64	81	36	38	1	4	1
2008 Q1	3 043	1 633	866	124	359	60	53	32	12	1	7	2
Q2	3 176	1 682	947	125	362	60	88	46	36	1	4	1
Q3	3 225	1 698	989	129	348	61	52	24	21	2	4	1
Q4	3 476	1 724	1 214	126	349	64	129	39	83	1	3	2
2008 Nov.	3 362	1 726	1 090	128	354	64	116	36	73	1	3	3
Dez.	3 476	1 724	1 214	126	349	64	182	41	138	2	2	1
2009 Jan.	3 496	1 723	1 239	125	343	66	63	19	37	0	3	3
Febr.	3 537	1 730	1 266	125	348	68	79	38	34	0	6	2

Quelle: EZB.

1) Monatsdurchschnitte der während dieses Zeitraums getätigten Transaktionen.

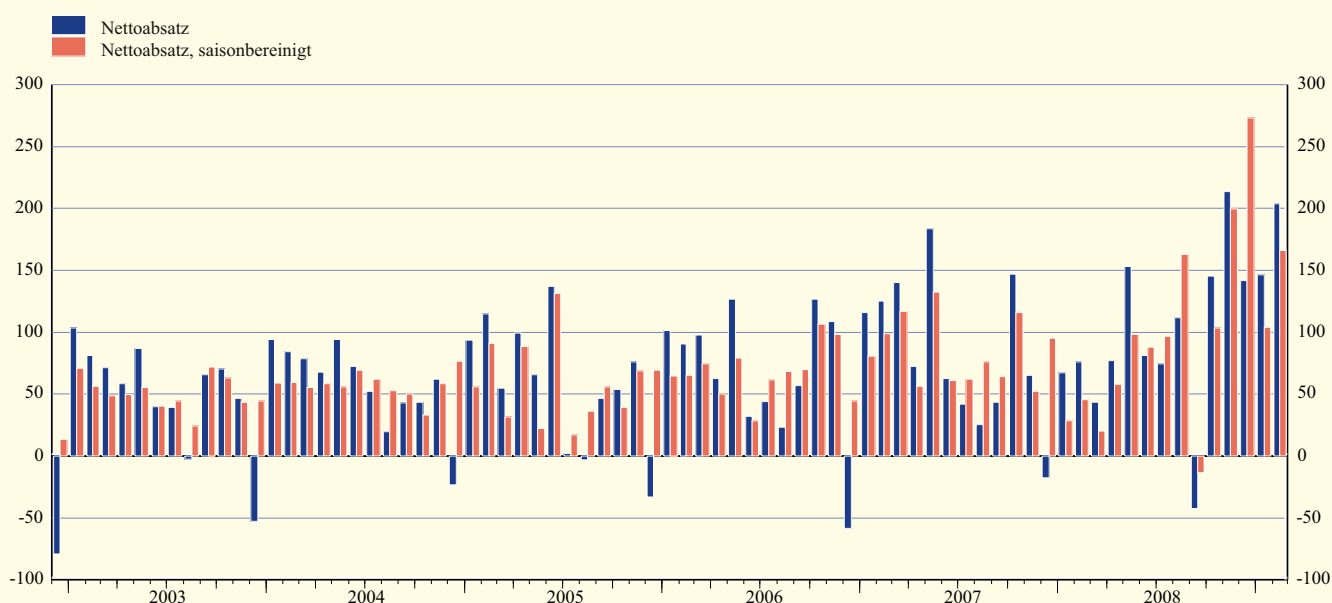
2) Die Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen und langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengenommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

**4.2 Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien nach Emittentengruppen und Instrumenten**  
(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; während des Berichtszeitraums getätigte Transaktionen; Nominalwerte)

**2. Nettoabsatz**

	Nicht saisonbereinigt <sup>1)</sup>						Saisonbereinigt <sup>1)</sup>					
	Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Insgesamt</b>												
2007	83,8	40,7	27,8	4,2	9,9	1,2	84,4	41,3	27,3	4,3	10,2	1,2
2008	95,2	23,1	35,8	3,8	31,4	1,1	96,7	23,2	35,1	3,9	33,3	1,1
2008 Q1	62,3	23,9	7,0	2,8	31,7	-3,1	31,3	4,7	16,7	2,2	11,2	-3,4
Q2	103,8	46,3	34,9	4,8	16,9	0,9	81,3	48,2	30,8	0,7	1,1	0,6
Q3	48,0	11,0	19,9	1,8	14,1	1,2	82,0	18,9	33,2	5,1	22,4	2,4
Q4	166,9	11,2	81,6	5,8	62,9	5,3	192,1	21,2	59,8	7,6	98,7	4,8
2008 Nov.	213,8	35,5	74,6	4,9	97,0	1,9	199,7	42,0	64,9	5,5	88,4	-1,2
Dez.	141,7	-15,8	143,8	11,2	-6,1	8,6	273,3	44,5	102,8	21,3	93,6	11,1
2009 Jan.	146,2	41,0	18,2	9,3	80,9	-3,2	104,1	10,3	51,4	6,4	40,6	-4,8
Febr.	203,5	67,2	54,5	7,8	73,3	0,8	166,0	47,9	54,3	7,9	55,7	0,1
<b>Langfristig</b>												
2007	61,9	23,9	27,1	2,4	7,8	0,7	61,6	24,1	26,7	2,4	7,8	0,7
2008	65,8	16,1	33,8	2,4	13,0	0,5	65,3	16,2	33,1	2,4	13,0	0,5
2008 Q1	24,3	11,9	2,9	-0,8	11,1	-0,7	18,5	2,8	12,3	1,6	2,5	-0,8
Q2	95,2	42,3	34,0	4,0	14,1	0,9	66,9	35,9	30,0	0,4	-0,2	0,7
Q3	27,5	7,5	16,4	2,4	0,7	0,5	59,2	15,3	29,1	4,0	9,2	1,6
Q4	116,4	2,6	81,9	4,3	26,1	1,5	116,6	10,7	61,1	3,7	40,5	0,5
2008 Okt.	165,9	9,4	77,3	2,3	75,5	1,3	145,9	13,8	68,9	1,4	63,4	-1,7
Dez.	152,7	-4,6	143,8	11,1	1,0	1,4	181,0	23,0	107,1	12,1	36,4	2,4
2009 Jan.	89,3	9,1	41,4	16,7	19,2	2,9	111,6	9,7	73,3	20,7	5,2	2,7
Febr.	173,0	44,6	54,3	12,8	60,9	0,4	148,9	24,6	54,3	14,8	54,7	0,5

**A17 Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt**  
(in Mrd €; während des Monats getätigte Transaktionen; Nominalwerte)



Quelle: EZB.

1) Monatsdurchschnitte der während dieses Zeitraums getätigten Transaktionen.

### 4.3 Wachstumsraten der von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebenen Wertpapiere ohne Aktien<sup>1)</sup>

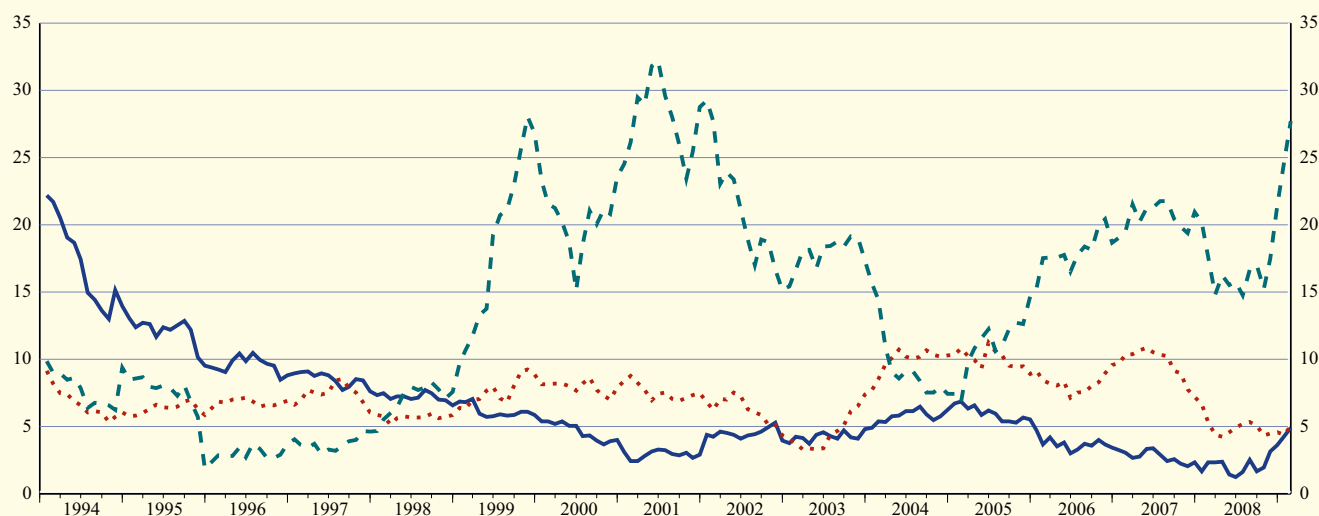
(Veränderung in %)

		Jahreswachstumsraten (nicht saisonbereinigt)					Sechsmonatsraten (saisonbereinigt)						
		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte		Insgesamt	MFIs (einschließlich Eurosystem)	Kapitalgesellschaften ohne MFIs		Öffentliche Haushalte	
				Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
		<b>Insgesamt</b>											
2008	Febr.	8,0	8,8	23,9	9,2	3,0	2,1	6,9	7,6	21,9	7,2	2,2	0,4
	März	7,1	7,9	20,2	7,4	2,8	1,1	6,1	5,8	22,4	6,6	2,1	-1,0
	April	7,1	7,4	22,2	6,1	3,0	0,3	5,0	4,2	19,0	4,2	2,5	-3,3
	Mai	6,7	7,9	21,2	6,2	1,7	1,9	5,8	6,4	19,9	4,1	1,6	-0,9
	Juni	6,8	8,3	23,0	3,4	1,4	2,1	5,6	6,3	20,2	2,7	1,6	-5,2
	Juli	7,1	8,5	22,0	2,6	2,0	3,3	6,8	7,4	20,2	1,0	3,1	2,2
	Aug.	7,8	8,3	24,5	4,8	3,0	3,4	8,8	9,1	27,1	2,6	3,7	6,6
	Sept.	7,1	6,9	24,4	5,9	2,6	2,3	8,2	8,1	26,7	5,3	3,1	5,8
	Okt.	7,0	5,3	21,6	4,2	4,9	2,8	8,9	6,4	24,3	4,2	7,4	9,5
	Nov.	8,1	5,7	24,5	4,1	6,7	2,8	10,5	4,9	29,4	4,2	11,9	6,7
	Dez.	9,5	5,5	28,4	7,0	8,3	3,9	13,6	4,6	37,2	11,7	16,3	14,1
2009	Jan.	10,1	5,3	30,4	6,8	9,5	5,3	13,6	3,2	41,7	12,7	16,8	8,5
	Febr.	11,1	6,3	32,5	7,8	10,0	6,4	13,5	3,5	38,1	13,3	17,0	6,1
		<b>Langfristig</b>											
2008	Febr.	6,1	5,3	22,6	6,2	2,4	1,9	4,7	2,9	18,8	4,6	2,3	0,9
	März	5,3	4,4	19,0	4,8	2,4	0,9	4,5	2,9	19,2	3,9	1,9	0,0
	April	5,5	4,2	21,1	4,7	2,5	0,4	4,4	2,7	17,7	4,2	2,2	-1,9
	Mai	5,1	4,6	19,9	5,1	1,4	1,8	4,9	4,5	18,4	4,3	1,4	0,5
	Juni	5,2	4,9	21,5	2,2	1,2	1,9	4,8	5,5	18,4	2,2	0,3	-0,1
	Juli	5,4	5,2	20,0	2,1	1,5	3,1	5,7	6,2	17,4	0,3	2,0	3,0
	Aug.	6,1	5,3	22,2	3,0	2,4	3,5	7,7	7,7	25,8	1,4	2,5	6,2
	Sept.	5,7	5,1	22,2	4,4	1,6	2,2	7,1	7,3	25,4	4,9	1,3	4,6
	Okt.	5,3	4,3	19,8	3,7	2,0	1,4	6,3	5,9	22,0	3,0	1,8	5,0
	Nov.	6,3	4,4	23,1	3,1	3,3	1,3	7,7	4,4	28,0	1,9	5,2	2,2
	Dez.	7,3	4,5	27,5	5,3	3,7	2,1	9,7	3,6	37,2	8,5	7,2	4,1
2009	Jan.	8,2	4,4	31,1	7,9	4,4	3,3	10,6	2,5	46,5	16,1	6,7	3,4
	Febr.	9,2	5,0	34,3	10,3	5,0	3,8	10,8	2,4	43,4	19,8	7,5	1,5

### A18 Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen

(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Öffentliche Haushalte
- MFIs (einschließlich Eurosystem)
- - - Kapitalgesellschaften ohne MFIs



Quelle: EZB.

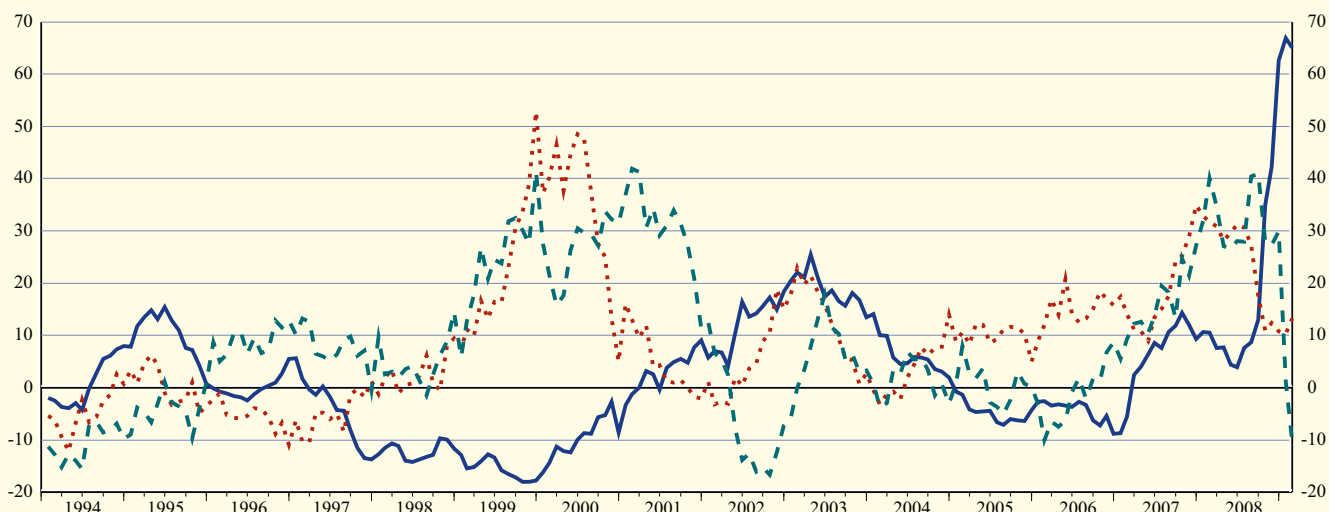
1) Zur Berechnung der Wachstumsraten siehe „Technischer Hinweis“. Die Sechsmonatsraten sind auf Jahresraten hochgerechnet.

**4.3 Noch: Wachstumsraten 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	
			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)	Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften	Zentralstaaten	Sonstige öffentliche Haushalte
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24
<b>Alle Währungen</b>												
2007	5,2	7,2	17,1	3,9	2,5	6,6	15,8	11,1	37,8	18,4	3,8	-1,8
2008	3,1	4,9	5,7	4,1	1,6	1,4	12,9	5,4	34,4	7,2	6,4	3,2
2008 Q1	3,3	5,4	8,2	4,7	1,3	3,3	14,1	6,0	37,4	13,0	11,0	-3,2
2008 Q2	2,7	4,3	5,0	4,0	1,3	1,4	12,0	5,0	32,3	8,7	7,2	0,4
2008 Q3	3,1	5,6	5,0	3,3	1,4	2,0	12,4	5,3	33,3	3,4	6,0	6,0
2008 Q4	3,2	4,5	4,9	4,3	2,4	-0,8	13,1	5,6	35,1	4,5	1,8	10,2
2008 Sept.	3,0	5,5	5,7	5,0	1,1	0,8	12,3	5,1	34,4	4,7	2,3	7,4
2008 Okt.	2,7	4,6	3,4	3,9	1,7	-0,7	11,8	5,3	31,3	5,3	1,3	9,2
2008 Nov.	3,4	4,2	4,9	3,2	3,0	-1,7	13,7	5,9	35,8	4,8	2,0	12,2
2008 Dez.	4,1	4,0	6,8	6,6	3,8	-0,4	15,5	6,0	41,1	2,0	2,0	10,9
2009 Jan.	5,4	4,1	10,9	10,5	5,0	1,2	15,6	5,3	44,9	0,5	-1,9	10,0
2009 Febr.	6,7	5,4	15,6	13,8	5,7	2,0	16,1	5,1	47,4	-0,1	-1,9	9,5
<b>Euro</b>												
2007	4,6	6,5	13,7	2,2	2,7	6,7	15,1	10,3	35,5	18,2	3,9	-2,4
2008	2,9	4,8	6,1	2,0	1,8	1,3	14,4	6,4	36,1	7,3	6,7	2,0
2008 Q1	3,0	5,0	6,9	3,2	1,5	3,5	14,6	5,9	37,7	12,1	11,4	-4,0
2008 Q2	2,4	4,0	4,4	1,9	1,5	1,4	13,1	5,6	33,5	8,5	7,6	-1,1
2008 Q3	3,0	5,4	6,0	0,9	1,6	1,8	14,3	6,7	35,3	4,0	6,4	4,6
2008 Q4	3,4	4,7	7,2	2,0	2,6	-1,2	15,4	7,6	37,7	5,2	2,0	9,2
2008 Sept.	3,0	5,6	7,4	2,9	1,4	0,4	14,4	6,9	36,7	5,5	2,6	6,3
2008 Okt.	2,8	4,7	5,4	1,8	1,9	-1,2	13,9	7,0	33,9	6,2	1,5	8,3
2008 Nov.	3,5	4,4	7,5	1,0	3,2	-2,3	16,1	8,0	38,6	5,5	2,2	11,4
2008 Dez.	4,5	4,8	9,8	3,6	4,1	-1,0	18,3	8,5	43,9	2,3	2,1	9,7
2009 Jan.	5,8	5,2	13,7	7,7	5,2	0,6	18,5	8,0	47,9	0,7	-1,8	9,2
2009 Febr.	7,2	6,6	19,3	10,9	5,9	1,4	19,0	7,5	50,4	0,0	-1,8	10,0

**A19 Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen**  
(Veränderung gegen Vorjahr in %)

- Öffentliche Haushalte
- ... MFIs (einschließlich Eurosystem)
- - Kapitalgesellschaften ohne MFIs



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)

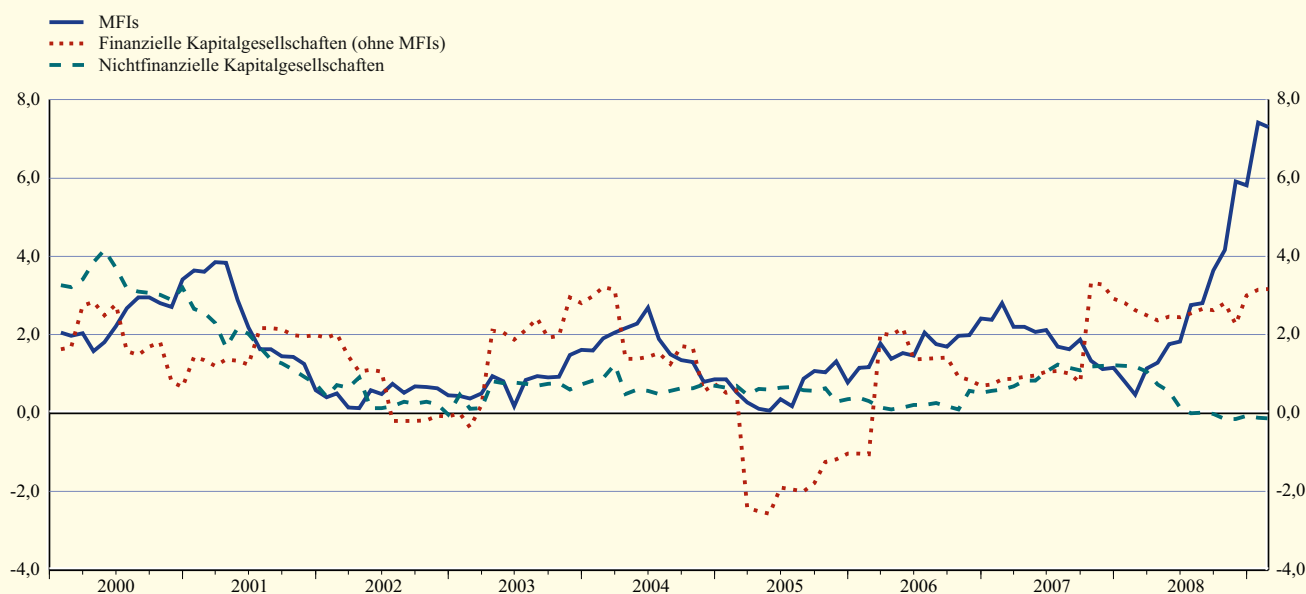
##### 1. Umlauf und Jahreswachstumsraten

(Umlauf am Ende des Berichtszeitraums)

		Insgesamt			MFIs		Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)		Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	
		Umlauf	Index Dez. 2001 = 100	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
2007	Febr.	6 292,4	103,2	1,0	1 094,6	2,8	637,9	0,9	4 559,9	0,6
	März	6 518,9	103,2	1,0	1 113,2	2,2	649,3	0,9	4 756,4	0,7
	April	6 769,2	103,5	1,1	1 170,5	2,2	675,6	0,9	4 923,2	0,8
	Mai	7 048,9	103,5	1,1	1 176,3	2,1	688,9	1,0	5 183,7	0,8
	Juni	6 970,5	103,8	1,3	1 130,4	2,1	677,2	1,1	5 162,9	1,1
	Juli	6 740,3	104,0	1,3	1 101,6	1,7	608,9	1,1	5 029,8	1,2
	Aug.	6 626,8	103,9	1,2	1 062,0	1,6	583,9	1,0	4 981,0	1,2
	Sept.	6 690,9	104,0	1,2	1 050,6	1,9	597,3	0,8	5 042,9	1,1
	Okt.	6 945,9	104,3	1,4	1 074,6	1,3	629,3	3,3	5 242,0	1,2
	Nov.	6 631,8	104,3	1,4	1 034,6	1,1	579,2	3,3	5 018,0	1,2
	Dez.	6 588,7	104,4	1,4	1 019,0	1,2	579,0	2,9	4 990,6	1,2
	2008	Jan.	5 766,1	104,4	1,3	889,8	0,8	497,4	2,8	4 378,9
Febr.		5 820,8	104,5	1,2	860,1	0,5	492,4	2,6	4 468,3	1,2
März		5 567,1	104,5	1,2	860,5	1,1	501,4	2,5	4 205,2	1,1
April		5 748,0	104,4	1,0	837,2	1,3	519,5	2,4	4 391,3	0,7
Mai		5 729,4	104,5	0,9	771,0	1,8	497,1	2,5	4 461,2	0,6
Juni		5 081,0	104,5	0,6	665,3	1,8	435,8	2,4	3 979,9	0,1
Juli		4 972,6	104,6	0,6	691,6	2,8	428,3	2,5	3 852,7	0,0
Aug.		4 999,2	104,6	0,6	665,5	2,8	438,5	2,7	3 895,2	0,0
Sept.		4 430,0	104,7	0,7	612,2	3,6	382,2	2,6	3 435,6	0,0
Okt.		3 743,7	105,0	0,7	451,9	4,2	280,3	2,8	3 011,5	-0,1
Nov.		3 489,2	105,2	0,9	394,5	5,9	265,3	2,3	2 829,4	-0,2
Dez.		3 482,5	105,4	1,0	377,0	5,8	269,2	3,0	2 836,2	-0,1
2009	Jan.	3 286,8	105,6	1,1	344,6	7,4	240,0	3,1	2 702,1	-0,1
	Febr.	2 922,0	105,6	1,1	276,7	7,3	189,1	3,2	2 456,2	-0,1

#### A20 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“.



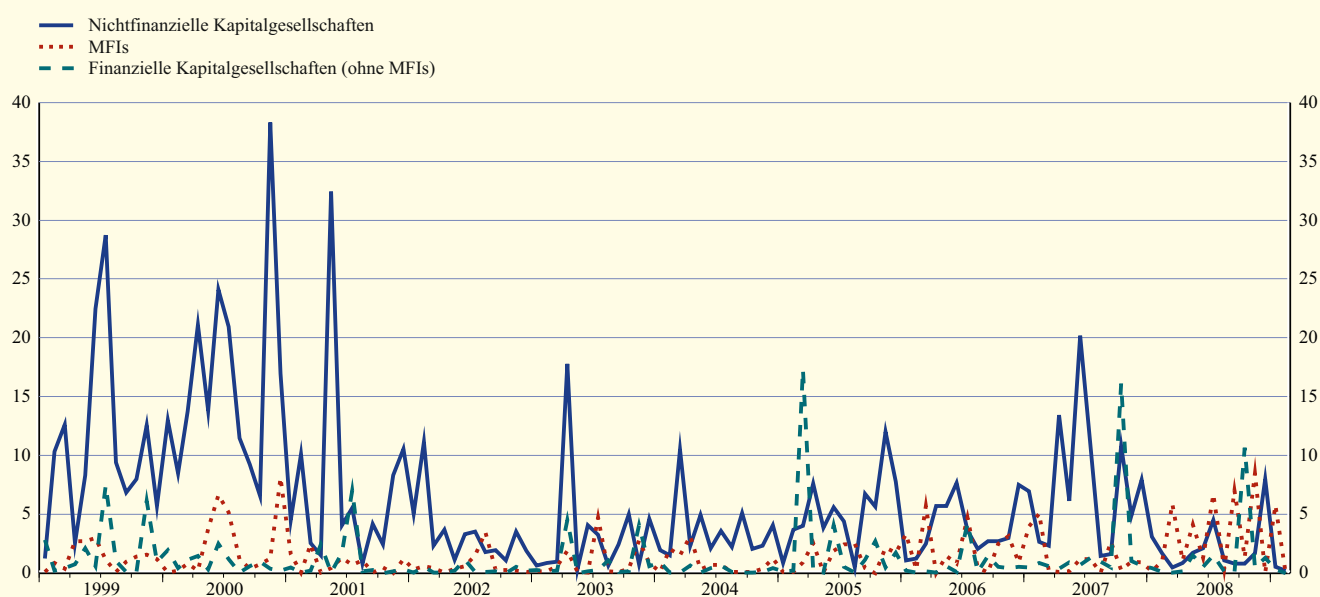
4.4 Börsennotierte Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet<sup>1)</sup>  
(in Mrd €; Marktkurse)

2. Während des Monats getätigte Transaktionen

	Insgesamt			MFIs			Finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne MFIs)			Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften		
	Bruttoabsatz 1	Tilgungen 2	Nettoabsatz 3	Bruttoabsatz 4	Tilgungen 5	Nettoabsatz 6	Bruttoabsatz 7	Tilgungen 8	Nettoabsatz 9	Bruttoabsatz 10	Tilgungen 11	Nettoabsatz 12
2007												
Febr.	8,6	2,0	6,5	5,0	0,0	5,0	0,9	0,0	0,9	2,7	2,0	0,7
März	3,1	1,7	1,4	0,2	0,0	0,2	0,6	0,3	0,3	2,3	1,4	1,0
April	13,9	0,4	13,4	0,1	0,3	-0,2	0,3	0,0	0,3	13,4	0,2	13,2
Mai	7,2	2,0	5,2	0,1	0,0	0,1	0,9	0,0	0,9	6,1	2,0	4,1
Juni	22,0	1,6	20,5	1,2	0,0	1,1	0,7	0,0	0,7	20,2	1,6	18,6
Juli	13,3	1,8	11,5	1,2	0,0	1,2	1,3	0,3	1,0	10,9	1,5	9,3
Aug.	2,5	6,6	-4,2	0,0	0,1	-0,1	1,0	1,4	-0,5	1,5	5,1	-3,6
Sept.	4,7	2,5	2,2	2,6	0,0	2,6	0,4	0,3	0,1	1,6	2,1	-0,5
Okt.	27,2	8,0	19,1	0,2	3,2	-3,0	16,1	0,5	15,6	10,8	4,3	6,5
Nov.	6,8	3,3	3,5	0,9	0,0	0,9	1,0	1,3	-0,3	4,9	2,0	2,9
Dez.	9,5	4,6	4,9	0,9	0,0	0,9	0,7	2,2	-1,5	7,9	2,5	5,5
2008												
Jan.	3,6	1,4	2,3	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7	-0,2	3,1	0,7	2,4
Febr.	2,8	1,9	0,9	1,0	0,0	1,0	0,1	0,3	-0,2	1,7	1,6	0,1
März	6,4	6,0	0,3	5,9	0,0	5,9	0,0	0,5	-0,4	0,4	5,6	-5,1
April	2,0	3,0	-0,9	1,1	0,0	1,1	0,1	0,5	-0,3	0,8	2,5	-1,7
Mai	7,3	6,0	1,4	4,1	0,1	4,1	1,5	0,3	1,2	1,7	5,6	-3,9
Juni	3,9	4,8	-0,9	1,3	0,0	1,3	0,5	0,1	0,4	2,1	4,7	-2,6
Juli	12,7	3,4	9,4	6,7	0,0	6,7	1,5	0,5	1,0	4,5	2,9	1,6
Aug.	1,5	3,0	-1,4	0,3	0,0	0,3	0,1	0,0	0,1	1,1	3,0	-1,9
Sept.	7,8	2,8	5,0	7,0	0,0	7,0	0,0	0,1	-0,1	0,8	2,7	-1,9
Okt.	12,8	0,6	12,2	1,4	0,0	1,4	10,7	0,0	10,7	0,8	0,6	0,1
Nov.	10,6	2,9	7,7	8,4	0,5	8,0	0,5	2,1	-1,6	1,7	0,3	1,4
Dez.	9,3	2,6	6,8	0,0	0,0	0,0	1,3	0,0	1,2	8,0	2,5	5,5
2009												
Jan.	6,5	0,5	6,1	5,7	0,0	5,7	0,3	0,0	0,3	0,5	0,4	0,1
Febr.	0,2	0,9	-0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,2	0,8	-0,6

A21 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<sup>1)</sup>

(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>2)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit			Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>2),3)</sup>		Täglich fällig <sup>2)</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	
2008 März	1,22	4,14	3,97	3,08	2,69	3,78	2,03	4,20	4,23	4,07	3,96
April	1,22	4,28	4,16	3,14	2,72	3,81	2,05	4,27	4,56	4,64	4,00
Mai	1,23	4,32	4,27	3,17	2,73	3,84	2,07	4,26	4,68	4,48	4,03
Juni	1,24	4,43	4,62	3,28	2,74	3,88	2,06	4,28	4,72	4,01	4,11
Juli	1,26	4,61	4,83	3,37	2,81	3,94	2,14	4,46	5,06	4,57	4,26
Aug.	1,29	4,59	4,84	3,45	2,87	3,98	2,17	4,46	5,34	4,55	4,30
Sept.	1,32	4,65	4,85	3,35	2,97	4,01	2,20	4,52	5,19	4,69	4,27
Okt.	1,34	4,77	4,85	3,56	3,01	4,12	2,20	4,25	5,12	4,55	3,66
Nov.	1,29	4,26	4,67	3,71	3,02	4,20	1,98	3,53	4,58	4,09	3,19
Dez.	1,16	3,75	4,35	3,69	2,95	4,17	1,62	2,87	4,24	4,09	2,63
2009 Jan.	1,02	3,27	3,91	3,52	2,88	4,08	1,28	2,24	3,83	3,74	2,06
Febr.	0,90	2,62	3,40	3,24	2,46	3,98	1,10	1,62	3,22	3,46	1,54

### 2. Zinssätze für Kredite an private Haushalte (Neugeschäft)

	Über- ziehungs- kredite <sup>2)</sup>	Konsumentenkredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Wohnungsbaukredite				Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	Sonstige Kredite mit anfänglicher Zinsbindung			
		Mit anfänglicher Zinsbindung			Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>		Mit anfänglicher Zinsbindung					Effektiver Jahres- zinssatz <sup>4)</sup>	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			
2008 März	10,52	8,42	7,05	8,42	8,56	5,20	4,89	4,96	5,11	5,28	5,65	5,79	5,46		
April	10,53	8,33	7,02	8,46	8,55	5,23	4,91	4,95	5,12	5,29	5,83	5,80	5,45		
Mai	10,57	8,69	7,01	8,44	8,63	5,34	4,96	4,98	5,13	5,36	5,99	5,87	5,59		
Juni	10,63	8,61	6,93	8,44	8,57	5,48	5,11	5,08	5,20	5,46	6,03	6,12	5,67		
Juli	10,66	8,82	7,15	8,58	8,80	5,67	5,27	5,22	5,34	5,62	6,08	6,21	5,82		
Aug.	10,77	8,85	7,22	8,69	8,95	5,77	5,37	5,29	5,26	5,69	6,05	6,28	5,70		
Sept.	10,80	8,77	7,20	8,70	8,85	5,80	5,43	5,28	5,37	5,71	6,24	6,36	5,77		
Okt.	10,83	8,88	7,22	8,70	8,92	5,84	5,42	5,28	5,37	5,70	6,37	6,26	5,80		
Nov.	10,78	8,98	7,17	8,69	8,92	5,62	5,34	5,23	5,28	5,58	5,84	6,15	5,75		
Dez.	10,45	8,22	7,06	8,39	8,50	5,10	5,07	5,11	5,13	5,31	4,97	5,75	5,29		
2009 Jan.	10,12	8,33	7,03	8,63	8,67	4,38	4,78	4,93	5,00	4,86	4,41	5,44	5,23		
Febr.	10,17	8,18	6,66	8,47	8,38	3,98	4,56	4,80	4,89	4,63	4,08	5,04	5,16		

### 3. Zinssätze für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (Neugeschäft)

	Über- ziehungs- kredite <sup>2)</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
2008 März	6,56	5,91	5,77	5,23	5,19	5,43	5,34
April	6,54	6,03	5,77	5,20	5,30	5,42	5,39
Mai	6,57	6,10	5,93	5,25	5,27	5,70	5,39
Juni	6,67	6,16	6,09	5,43	5,35	5,68	5,52
Juli	6,74	6,26	6,29	5,53	5,45	5,82	5,55
Aug.	6,77	6,27	6,34	5,49	5,45	5,60	5,56
Sept.	6,92	6,34	6,37	5,64	5,62	5,83	5,64
Okt.	6,89	6,52	6,35	5,57	5,59	5,74	5,07
Nov.	6,67	6,04	6,10	5,41	4,86	5,02	4,97
Dez.	6,26	5,38	5,78	5,32	4,29	4,50	4,78
2009 Jan.	5,68	4,73	5,46	5,24	3,51	3,96	4,59
Febr.	5,39	4,32	5,26	4,98	3,10	3,52	4,25

Quelle: EZB.

1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

2) Bei dieser Instrumentenkategorie entspricht das Neugeschäft den Beständen. Stand am Ende des Berichtszeitraums.

3) 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.

4) 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 Noch: 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)

#### 4. Einlagenzinsen (Bestände)

		Einlagen von privaten Haushalten					Einlagen von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften			Repo-geschäfte
		Täglich fällig <sup>2)</sup>	Mit vereinbarter Laufzeit		Mit vereinbarter Kündigungsfrist <sup>2),3)</sup>		Täglich fällig <sup>2)</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
2008	März	1,22	4,01	3,07	2,69	3,78	2,03	4,29	4,23	3,96
	April	1,22	4,07	3,07	2,72	3,81	2,05	4,37	4,29	3,91
	Mai	1,23	4,13	3,06	2,73	3,84	2,07	4,43	4,26	4,04
	Juni	1,24	4,20	3,08	2,74	3,88	2,06	4,47	4,31	4,12
	Juli	1,26	4,31	3,07	2,81	3,94	2,14	4,59	4,39	4,24
	Aug.	1,29	4,38	3,09	2,87	3,98	2,17	4,65	4,38	4,23
	Sept.	1,32	4,45	3,11	2,97	4,01	2,20	4,73	4,45	4,32
	Okt.	1,34	4,54	3,08	3,01	4,12	2,20	4,68	4,45	4,06
	Nov.	1,29	4,51	3,12	3,02	4,20	1,98	4,44	4,40	3,95
	Dez.	1,16	4,40	3,07	2,95	4,17	1,62	4,01	4,30	3,56
2009	Jan.	1,02	4,16	3,10	2,88	4,08	1,28	3,49	4,11	3,05
	Febr.	0,90	3,98	3,17	2,46	3,98	1,10	3,21	3,99	2,68

#### 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
2008	März	5,61	4,80	5,02	9,06	7,19	6,25	5,99	5,51	5,27
	April	5,59	4,85	5,03	9,07	7,22	6,28	6,04	5,54	5,29
	Mai	5,62	4,85	5,05	9,08	7,22	6,27	6,09	5,59	5,32
	Juni	5,68	4,89	5,07	9,11	7,29	6,35	6,18	5,68	5,39
	Juli	5,72	4,93	5,11	9,19	7,34	6,37	6,25	5,76	5,44
	Aug.	5,78	4,95	5,11	9,26	7,38	6,41	6,28	5,79	5,46
	Sept.	5,77	5,03	5,14	9,38	7,47	6,47	6,40	5,90	5,54
	Okt.	5,78	5,06	5,17	9,45	7,48	6,48	6,43	5,99	5,58
	Nov.	5,71	5,01	5,16	9,24	7,48	6,47	6,17	5,81	5,51
	Dez.	5,50	4,89	5,08	9,01	7,38	6,38	5,72	5,42	5,27
2009	Jan.	5,23	4,72	4,93	8,72	7,23	6,22	5,11	4,89	4,89
	Febr.	5,10	4,76	4,91	8,59	7,29	6,23	4,77	4,61	4,75

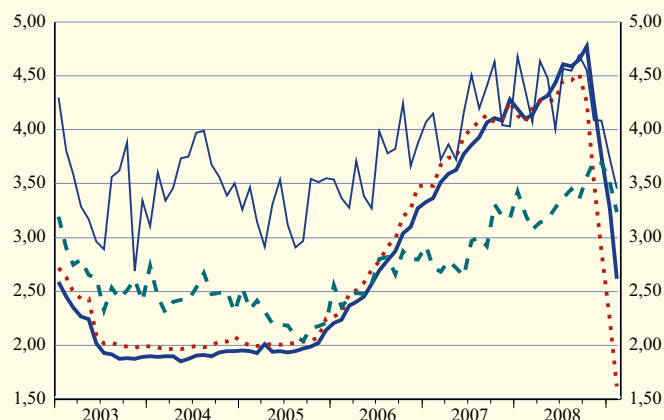
#### A22 Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit

(in % p. a. ohne Gebühren; volumengewichtete Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

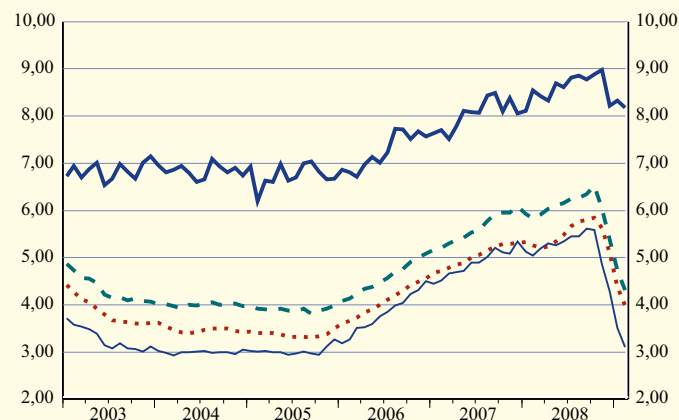
#### A23 Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr

(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



- Konsumentenkredite
- Wohnungsbaukredite an private Haushalte
- - - Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, bis zu 1 Mio €
- Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, mehr als 1 Mio €



Quelle: EZB.

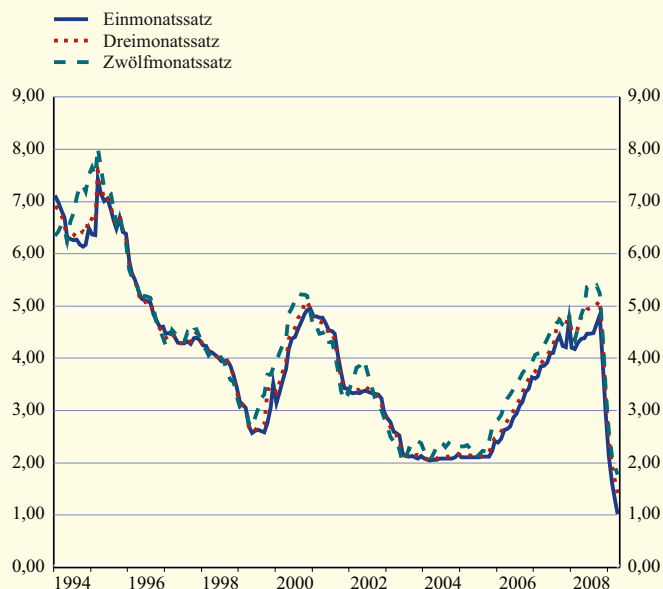
## 4.6 Geldmarktsätze

(in % p. a.; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Euro-Währungsgebiet <sup>1), 2)</sup>					Vereinigte Staaten	Japan
	Tagesgeld (EONIA) 1	Einmonatsgeld (EURIBOR) 2	Dreimonatsgeld (EURIBOR) 3	Sechsmonatsgeld (EURIBOR) 4	Zwölfmonatsgeld (EURIBOR) 5	Dreimonatsgeld (LIBOR) 6	Dreimonatsgeld (LIBOR) 7
2006	2,83	2,94	3,08	3,23	3,44	5,20	0,30
2007	3,87	4,08	4,28	4,35	4,45	5,30	0,79
2008	3,87	4,28	4,64	4,73	4,83	2,93	0,93
2008 Q1	4,05	4,23	4,48	4,48	4,48	3,29	0,92
Q2	4,00	4,41	4,86	4,93	5,05	2,75	0,92
Q3	4,25	4,54	4,98	5,18	5,37	2,91	0,90
Q4	3,17	3,92	4,24	4,31	4,38	2,77	0,96
2009 Q1	1,37	1,67	2,01	2,11	2,22	1,24	0,67
2008 April	3,99	4,37	4,78	4,80	4,82	2,79	0,92
Mai	4,01	4,39	4,86	4,90	4,99	2,69	0,92
Juni	4,01	4,47	4,94	5,09	5,36	2,77	0,92
Juli	4,19	4,47	4,96	5,15	5,39	2,79	0,92
Aug.	4,30	4,49	4,97	5,16	5,32	2,81	0,89
Sept.	4,27	4,66	5,02	5,22	5,38	3,12	0,91
Okt.	3,82	4,83	5,11	5,18	5,25	4,06	1,04
Nov.	3,15	3,84	4,24	4,29	4,35	2,28	0,91
Dez.	2,49	2,99	3,29	3,37	3,45	1,83	0,92
2009 Jan.	1,81	2,14	2,46	2,54	2,62	1,21	0,73
Febr.	1,26	1,63	1,94	2,03	2,14	1,24	0,64
März	1,06	1,27	1,64	1,77	1,91	1,27	0,62
April	0,84	1,01	1,42	1,61	1,77	1,11	0,57

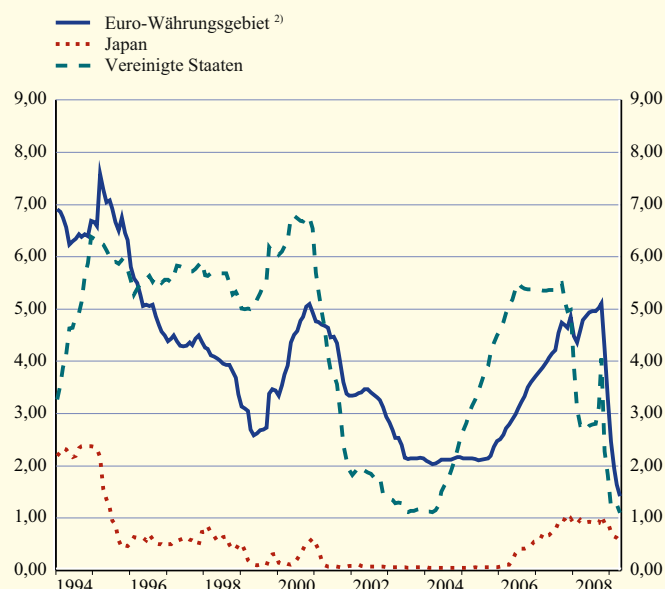
## A24 Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet<sup>2)</sup>

(monatlich; in % p. a.)



## A25 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 finden sich in den „Erläuterungen“.
- 2) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

4.7 Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

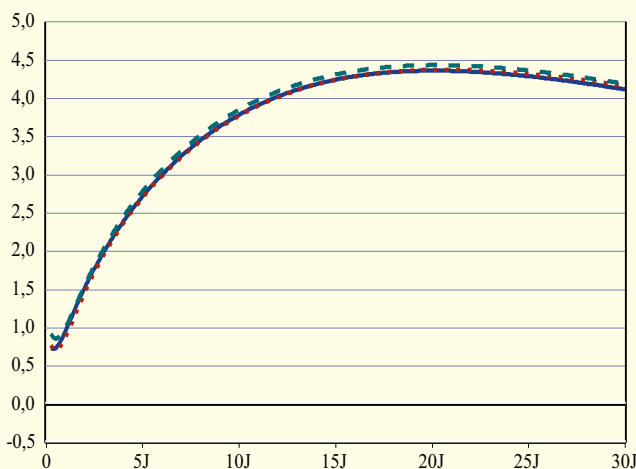
(Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets; Stand am Ende des Berichtszeitraums; Sätze in % p. a.; Spreads in Prozentpunkten)

	Kassazinssätze								Momentane (implizite) Terminzinssätze			
	3 Monate	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre	10 Jahre - 3 Monate (Spread)	10 Jahre - 2 Jahre (Spread)	1 Jahr	2 Jahre	5 Jahre	10 Jahre
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 Dez.	3,44	3,76	3,82	3,83	3,86	3,91	0,47	0,09	3,92	3,85	3,88	4,08
2007 Jan.	3,54	3,84	3,92	3,96	4,00	4,06	0,53	0,15	4,01	3,97	4,05	4,25
Febr.	3,63	3,79	3,80	3,81	3,85	3,92	0,29	0,12	3,85	3,77	3,90	4,13
März	3,70	3,92	3,95	3,93	3,96	4,02	0,33	0,08	4,03	3,93	3,97	4,25
April	3,81	4,01	4,06	4,06	4,08	4,13	0,32	0,07	4,14	4,08	4,08	4,33
Mai	3,86	4,21	4,31	4,32	4,33	4,37	0,51	0,06	4,44	4,37	4,33	4,51
Juni	3,90	4,26	4,38	4,43	4,46	4,51	0,61	0,13	4,51	4,48	4,49	4,68
Juli	3,98	4,23	4,28	4,28	4,30	4,36	0,38	0,08	4,36	4,28	4,32	4,53
Aug.	3,86	3,98	4,03	4,12	4,20	4,32	0,47	0,29	4,07	4,09	4,32	4,67
Sept.	3,80	3,96	4,03	4,15	4,25	4,38	0,57	0,35	4,08	4,13	4,39	4,75
Okt.	3,87	4,01	4,06	4,10	4,17	4,29	0,42	0,23	4,11	4,08	4,25	4,63
Nov.	3,86	3,84	3,82	3,91	4,03	4,21	0,35	0,39	3,81	3,80	4,19	4,76
Dez.	3,85	4,00	4,01	4,11	4,23	4,38	0,52	0,36	4,06	4,02	4,40	4,78
2008 Jan.	3,81	3,55	3,42	3,59	3,79	4,05	0,24	0,62	3,32	3,34	4,08	4,80
Febr.	3,83	3,42	3,20	3,43	3,72	4,06	0,23	0,86	3,04	3,03	4,16	4,99
März	3,87	3,70	3,60	3,70	3,87	4,13	0,26	0,54	3,53	3,49	4,10	4,91
April	3,90	3,89	3,86	3,95	4,10	4,32	0,42	0,46	3,86	3,81	4,29	4,95
Mai	3,88	4,20	4,28	4,27	4,35	4,52	0,64	0,24	4,41	4,29	4,40	5,03
Juni	4,21	4,49	4,62	4,63	4,65	4,73	0,52	0,11	4,73	4,72	4,64	5,00
Juli	4,20	4,31	4,31	4,31	4,39	4,53	0,33	0,21	4,36	4,27	4,46	4,93
Aug.	4,24	4,20	4,13	4,11	4,19	4,34	0,10	0,21	4,13	4,02	4,26	4,82
Sept.	3,71	3,60	3,59	3,88	4,09	4,34	0,63	0,75	3,52	3,67	4,45	5,00
Okt.	2,52	2,86	2,68	3,58	3,95	4,25	1,74	1,58	2,27	2,99	4,80	4,97
Nov.	2,00	2,10	2,38	3,16	3,49	3,77	1,78	1,40	2,33	2,97	4,16	4,48
Dez.	1,75	1,85	2,14	2,95	3,32	3,69	1,94	1,55	2,09	2,76	4,04	4,60
2009 Jan.	1,19	1,27	1,79	3,02	3,53	4,02	2,83	2,24	1,70	2,85	4,53	5,26
Febr.	0,93	1,01	1,56	2,79	3,31	3,85	2,93	2,30	1,48	2,64	4,32	5,25
März	0,78	0,88	1,46	2,70	3,23	3,77	3,00	2,31	1,41	2,58	4,24	5,19
April	0,74	0,96	1,53	2,72	3,25	3,79	3,05	2,26	1,52	2,58	4,24	5,19

A26 Kassazinnsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets

(in % p. a.; Stand am Ende des Berichtszeitraums)

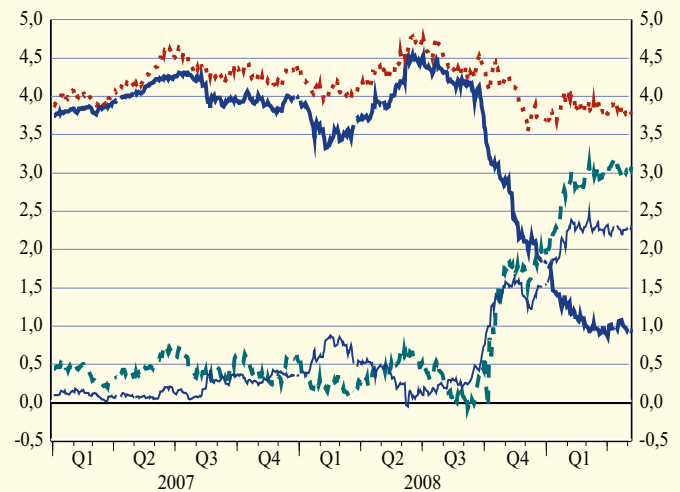
- April-09
- ... März-09
- - - Februar-09



A27 Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet

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

- Einjahressatz (linke Skala)
- ... Zehnjahressatz (linke Skala)
- - - Spread 10 Jahre - 3 Monate (rechte Skala)
- Spread 10 Jahre - 2 Jahre (rechte Skala)



Quelle: EZB. Zugrunde liegende Daten von EuroMTS; Bonitätseinstufungen von Fitch Ratings.

1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.

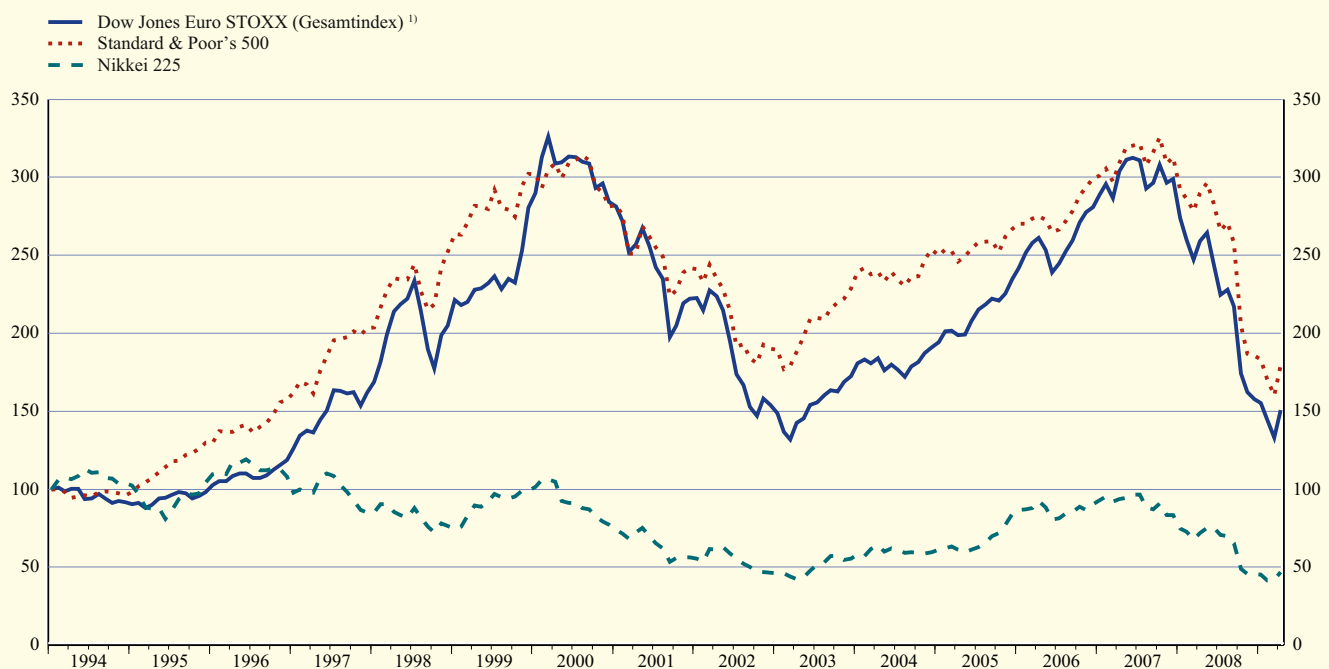
## 4.8 Börsenindizes

(Indexstand in Punkten; Durchschnittswerte der Berichtszeiträume)

	Dow Jones Euro STOXX <sup>1)</sup>												Vereinigte Staaten Standard & Poor's 500	Japan Nikkei 225
	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	
2006	357,3	3 795,4	402,3	205,0	293,7	419,8	370,3	391,3	345,3	440,0	416,8	530,2	1 310,5	16 124,0
2007	416,4	4 315,8	543,8	235,4	366,5	449,6	408,3	488,4	383,4	561,4	492,7	519,2	1 476,5	16 984,4
2008	313,7	3 319,5	480,4	169,3	290,7	380,9	265,0	350,9	282,5	502,0	431,5	411,5	1 220,7	12 151,6
2008 Q1	361,8	3 809,4	520,9	194,0	327,1	412,0	318,1	413,3	339,2	573,3	490,1	454,4	1 351,7	13 372,6
Q2	355,9	3 705,6	576,2	185,0	317,8	442,8	313,7	408,2	306,5	557,1	437,7	427,1	1 371,7	13 818,3
Q3	309,7	3 278,8	506,0	162,2	282,2	382,8	260,5	345,7	285,6	494,8	412,4	407,4	1 252,7	12 758,7
Q4	228,7	2 497,7	320,7	136,5	236,9	287,6	169,3	238,1	200,0	384,7	387,0	358,1	910,9	8 700,4
2009 Q1	200,2	2 166,4	293,6	131,6	207,9	272,5	126,3	223,0	175,7	340,6	367,2	345,7	810,1	7 968,8
2008 April	359,6	3 768,1	553,9	189,3	324,6	423,2	326,5	406,2	312,8	550,2	449,3	429,6	1 370,5	13 382,1
Mai	367,1	3 812,8	588,9	189,2	328,2	462,5	325,8	424,3	313,2	567,2	447,5	436,3	1 402,0	14 000,2
Juni	340,2	3 527,8	586,2	176,1	299,6	442,6	287,6	393,5	292,8	553,8	415,3	414,7	1 341,3	14 084,6
Juli	311,9	3 298,7	529,0	158,2	272,7	401,5	260,0	348,6	281,7	513,7	412,7	418,1	1 257,6	13 153,0
Aug.	316,1	3 346,0	513,7	167,1	287,0	388,1	266,0	356,6	304,4	504,4	411,2	403,0	1 281,5	12 989,4
Sept.	301,3	3 193,7	474,6	161,8	287,4	358,2	255,8	332,2	271,8	465,8	413,2	400,6	1 220,0	12 126,2
Okt.	241,5	2 627,3	342,1	135,6	249,1	287,9	195,0	245,1	212,8	392,4	378,2	363,7	968,8	9 080,5
Nov.	225,0	2 452,9	315,2	136,2	237,6	294,8	159,0	229,5	197,7	393,6	386,0	361,7	883,3	8 502,7
Dez.	219,0	2 407,0	304,0	137,8	224,2	281,0	152,5	238,7	189,4	369,2	396,6	349,4	877,2	8 492,1
2009 Jan.	215,5	2 344,9	309,7	136,8	220,8	280,5	143,4	236,4	188,1	376,5	384,1	364,8	866,6	8 402,5
Febr.	200,4	2 159,8	299,2	132,7	208,0	280,9	123,3	226,1	175,7	341,0	361,7	354,1	806,3	7 707,3
März	184,6	1 993,9	272,5	125,3	194,9	256,9	111,8	206,8	163,5	304,2	355,2	319,1	757,1	7 772,8
April	209,3	2 256,3	308,4	134,6	219,0	268,1	145,0	237,9	196,0	323,2	356,8	327,7	848,5	8 755,5

## A28 Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225

(Januar 1994 = 100; Monatsdurchschnitte)



Quelle: EZB.

1) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



# PREISE, PRODUKTION, NACHFRAGE UND ARBEITSMÄRKTE



## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 1. Harmonisierter Verbraucherpreisindex<sup>1)</sup>

	Insgesamt					Insgesamt (saisonbereinigt, Veränderung gegen Vorperiode in %)						Nachrichtlich: Administrierte Preise <sup>2)</sup>		
	Index 2005 = 100	Insgesamt			Waren	Dienstleistungen	Insgesamt	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie (nicht saisonbereinigt)	Dienstleistungen	HVPI insgesamt ohne administrierte Preise	Administrierte Preise
		Insgesamt ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie												
Gewichte in % <sup>3)</sup>	100,0	100,0	83,0	58,6	41,4	100,0	11,9	7,5	29,7	9,6	41,4	89,3	10,7	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2005	100,0	2,2	1,5	2,1	2,3	-	-	-	-	-	-	2,1	2,5	
2006	102,2	2,2	1,5	2,3	2,0	-	-	-	-	-	-	2,1	2,7	
2007	104,4	2,1	2,0	1,9	2,5	-	-	-	-	-	-	2,1	2,1	
2008	107,8	3,3	2,4	3,8	2,6	-	-	-	-	-	-	3,3	3,0	
2008 Q1	106,4	3,4	2,5	3,9	2,6	1,0	2,1	0,7	0,2	3,4	0,8	3,5	2,5	
Q2	108,1	3,6	2,5	4,5	2,4	1,1	1,1	1,1	0,2	6,0	0,5	3,7	2,8	
Q3	108,4	3,8	2,5	4,7	2,6	0,7	0,8	0,8	0,2	2,1	0,7	3,9	3,3	
Q4	108,2	2,3	2,2	2,1	2,6	-0,6	0,2	0,4	0,3	-8,7	0,5	2,1	3,4	
2009 Q1	107,4	1,0	1,6	0,1	2,2	-0,3	-0,1	0,5	0,1	-4,9	0,4	0,7	2,9	
2008 Nov.	108,0	2,1	2,2	1,8	2,6	-0,4	0,0	-0,1	0,0	-4,9	0,2	2,0	3,4	
Dez.	107,9	1,6	2,1	0,9	2,6	-0,4	0,0	0,2	0,0	-4,7	0,2	1,4	3,4	
2009 Jan.	107,0	1,1	1,8	0,2	2,4	0,0	0,0	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,9	2,9	
Febr.	107,4	1,2	1,7	0,3	2,4	0,2	0,0	0,5	0,1	0,5	0,2	1,0	2,9	
März	107,8	0,6	1,5	-0,4	1,9	0,0	0,0	-0,2	0,1	-1,2	0,1	0,3	2,9	
April <sup>4)</sup>		0,6												

	Waren						Dienstleistungen						
	Nahrungsmittel (einschließlich alkoholischer Getränke und Tabakwaren)			Industrieerzeugnisse			Wohnungsdienstleistungen	Verkehr	Nachrichtenübermittlung	Freizeitdienstleistungen und Dienstleistungen aus dem persönlichen Bereich	Sonstige Dienstleistungen		
	Zusammen	Verarbeitete Nahrungsmittel	Unverarbeitete Nahrungsmittel	Zusammen	Industrieerzeugnisse ohne Energie	Energie						Wohnungsmieten	
Gewichte in % <sup>3)</sup>	19,3	11,9	7,5	39,3	29,7	9,6	10,1	6,0	6,3	3,2	14,9	6,8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2005	1,6	2,0	0,8	2,4	0,3	10,1	2,6	2,0	2,7	-2,2	2,3	3,1	
2006	2,4	2,1	2,8	2,3	0,6	7,7	2,5	2,1	2,5	-3,3	2,3	2,3	
2007	2,8	2,8	3,0	1,4	1,0	2,6	2,7	2,0	2,6	-1,9	2,9	3,2	
2008	5,1	6,1	3,5	3,1	0,8	10,3	2,3	1,9	3,9	-2,2	3,2	2,5	
2008 Q1	5,2	6,4	3,5	3,2	0,8	10,7	2,5	1,9	3,1	-2,5	3,2	3,2	
Q2	5,7	6,9	3,7	3,9	0,8	13,6	2,3	1,9	3,6	-1,8	3,0	2,2	
Q3	5,6	6,7	3,9	4,2	0,7	15,1	2,3	1,9	4,4	-2,4	3,4	2,3	
Q4	3,8	4,3	3,0	1,2	0,9	2,1	2,2	1,9	4,5	-2,0	3,3	2,2	
2009 Q1	2,4	2,1	2,8	-1,1	0,7	-6,1	2,0	1,7	3,6	-1,7	2,7	2,1	
2008 Okt.	4,4	5,1	3,4	3,1	1,0	9,6	2,3	1,9	4,6	-2,2	3,3	2,3	
Nov.	3,7	4,2	2,8	0,8	0,9	0,7	2,2	1,8	4,4	-2,1	3,4	2,2	
Dez.	3,3	3,5	2,8	-0,3	0,8	-3,7	2,2	1,8	4,5	-1,8	3,2	2,1	
2009 Jan.	2,7	2,7	2,6	-1,0	0,5	-5,3	2,0	1,7	3,9	-1,9	3,1	2,2	
Febr.	2,5	2,0	3,3	-0,7	0,7	-4,9	2,0	1,8	3,9	-1,4	3,0	2,1	
März	1,9	1,6	2,4	-1,5	0,8	-8,1	2,0	1,8	3,1	-1,8	2,2	2,1	

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- Die EZB-Schätzungen basieren auf Angaben von Eurostat; diese experimentellen Daten liefern nur einen Näherungswert der Preisadministrierung, da Änderungen der administrierten Preise nicht vollständig von anderen Einflüssen getrennt werden können. Eine Erläuterung der bei der Erstellung dieses Indikators verwendeten Methodik findet sich unter [www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/prices/hicp/html/index.en.html).
- Bezogen auf den Indexzeitraum 2009.
- Die Schätzung basiert auf vorläufigen nationalen Veröffentlichungen, die üblicherweise rund 95% des Euro-Währungsgebiets abdecken, sowie auf Frühdaten zu den Energiepreisen.

## 5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

### 2. Preise in der Industrie, im Baugewerbe und für Wohnimmobilien<sup>1)</sup>

	Industrielle Erzeugerpreise ohne Baugewerbe										Baugewerbe <sup>2)</sup>	Preise für Wohnimmobilien <sup>3)</sup>
	Insgesamt (Index 2005=100)	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe und Energie						Energie		
		Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter						
						Zusammen	Gebrauchsgüter	Verbrauchsgüter				
Gewichte in % <sup>4)</sup>	100,0	100,0	83,2	75,3	30,0	20,3	24,9	3,0	21,9	24,7		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2005	100,0	4,1	3,3	1,8	2,9	1,2	1,1	1,5	0,9	13,9	2,8	7,6
2006	105,1	5,1	3,5	2,8	4,6	1,6	1,7	1,5	1,5	12,8	4,1	6,5
2007	107,9	2,7	3,1	3,2	4,6	2,2	2,4	2,5	2,2	1,2	4,0	4,4
2008	114,3	5,9	4,8	3,5	4,1	2,1	4,0	2,8	4,1	13,4	4,1	1,7
2008 Q1	111,9	5,3	5,5	3,6	4,0	1,6	4,8	3,1	5,0	11,0	3,1	-
Q2	114,7	6,8	6,4	3,8	4,2	2,0	4,9	2,8	5,2	16,6	4,0	2,8 <sup>5)</sup>
Q3	117,1	8,2	6,7	4,3	5,7	2,3	4,2	2,7	4,4	20,7	5,5	-
Q4	113,5	3,3	0,7	2,4	2,6	2,4	2,0	2,7	1,9	5,7	3,9	0,6 <sup>5)</sup>
2009 Q1	109,9	-1,8	-4,0	-1,0	-2,8	1,7	-0,6	2,0	-0,9	-4,8	-	-
2008 Okt.	115,7	5,9	3,5	3,4	4,3	2,7	2,8	2,8	2,8	13,5	-	-
Nov.	113,3	2,8	0,3	2,3	2,6	2,6	2,0	2,7	1,8	4,0	-	-
Dez.	111,6	1,1	-1,7	1,4	1,1	2,0	1,3	2,6	1,0	-0,1	-	-
2009 Jan.	110,5	-0,7	-3,0	-0,1	-1,3	1,9	0,0	2,1	-0,3	-2,8	-	-
Febr.	110,0	-1,7	-3,9	-1,0	-3,0	1,8	-0,6	2,0	-0,9	-4,2	-	-
März	109,2	-3,1	-5,1	-1,7	-4,1	1,5	-1,2	1,8	-1,6	-7,3	-	-

### 3. Rohstoffpreise und Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts<sup>1)</sup>

	Ölpreise <sup>6)</sup> (€/Barrel)		Rohstoffpreise ohne Energie						BIP-Deflatoren						
	Importgewicht <sup>7)</sup>			Nach Verwendung gewichtet <sup>8)</sup>			Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000=100)	Insgesamt	Inländische Verwendung				Exporte <sup>9)</sup>	Importe <sup>9)</sup>	
	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel	Insgesamt	Nahrungsmittel	Ohne Nahrungsmittel			Zusammen	Private Konsum- ausgaben	Konsum- ausgaben des Staates	Brutto- anlage- investi- tionen			
															1
2005	44,6	11,9	0,9	17,9	9,0	2,5	14,4	111,6	2,0	2,3	2,1	2,4	2,5	2,4	3,3
2006	52,9	27,5	5,8	37,6	24,4	5,9	38,1	113,8	2,0	2,4	2,2	2,1	3,0	2,7	3,9
2007	52,8	7,5	14,3	5,0	5,1	9,4	2,7	116,4	2,3	2,2	2,2	1,7	2,7	1,5	1,3
2008	65,9	2,0	18,1	-4,3	-1,7	9,6	-8,5	119,1	2,3	2,8	2,9	2,6	2,3	2,1	3,5
2008 Q1	64,2	8,4	36,4	-1,3	7,2	31,6	-5,8	118,0	2,2	2,9	3,0	2,2	2,2	2,3	4,2
Q2	78,5	2,5	32,4	-7,5	-0,3	20,3	-11,1	118,9	2,3	3,2	3,3	3,3	2,2	2,4	4,5
Q3	77,6	6,7	16,2	2,8	0,5	4,3	-1,9	119,4	2,3	3,2	3,5	2,5	2,8	2,9	5,3
Q4	43,5	-10,2	-8,0	-11,2	-14,6	-13,0	-15,8	120,1	2,4	2,0	2,0	2,3	1,9	0,9	0,2
2009 Q1	35,1	-23,5	-15,0	-27,6	-25,0	-17,4	-30,6	-	-	-	-	-	-	-	-
2008 Nov.	43,1	-7,0	-4,4	-8,3	-10,7	-7,4	-13,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Dez.	32,1	-17,3	-14,4	-18,7	-21,5	-18,7	-23,7	-	-	-	-	-	-	-	-
2009 Jan.	34,3	-21,2	-10,9	-26,0	-22,4	-13,7	-28,7	-	-	-	-	-	-	-	-
Febr.	34,6	-24,3	-16,1	-28,2	-26,6	-20,4	-31,4	-	-	-	-	-	-	-	-
März	36,5	-25,0	-17,7	-28,5	-25,8	-17,8	-31,7	-	-	-	-	-	-	-	-
April	39,0	-19,8	-11,7	-23,6	-20,1	-10,8	-26,6	-	-	-	-	-	-	-	-

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 2, Spalte 7 in Abschnitt 5.1 und Tabelle 3, Spalte 8-15 in Abschnitt 5.1), EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Daten von Thomson Financial Datastream (Tabelle 3, Spalte 1 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Tabelle 2, Spalte 12 in Abschnitt 5.1 und Tabelle 3, Spalte 2-7 in Abschnitt 5.1).

1) Die Angaben beziehen sich auf die 16 Euro-Länder.

2) Baukostenindex für Wohngebäude.

3) Experimentelle Daten auf Grundlage nicht harmonisierter nationaler Quellen (weitere Einzelheiten finden sich auf der Website der EZB).

4) Im Jahr 2005.

5) Die Quartalswerte für das zweite (vierte) Quartal beziehen sich auf den Durchschnitt im ersten (zweiten) Halbjahr. Da einige nationale Statistiken nur jährlich erstellt werden, beruht die halbjährliche Schätzung teilweise auf Jahresergebnissen; folglich sind die Halbjahresangaben weniger genau als die Jahresdaten.

6) Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

7) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise. Gewichtet nach der Struktur der Importe des Euro-Währungsgebiets im Zeitraum 2004-2006.

8) Bezogen auf die in Euro ausgedrückten Preise. Gewichtet nach der Inlandsnachfrage (inländische Produktion plus Importe minus Exporte) im Euro-Währungsgebiet im Zeitraum 2004-2006. Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich auf der Website der EZB).

9) Die Deflatoren für die Exporte und Importe beziehen sich auf Waren und Dienstleistungen und umfassen auch den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets.

5.1 HVPI, andere Preis- und Kostenmessziffern

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

4. Lohnstückkosten, Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und Arbeitsproduktivität <sup>1)</sup>  
(saisonbereinigt)

	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
Lohnstückkosten <sup>2)</sup>								
2005	109,0	1,2	8,7	-1,1	2,9	1,3	2,1	2,0
2006	110,0	0,9	3,2	-0,7	3,3	0,1	2,5	2,1
2007	111,8	1,7	0,7	-0,5	4,0	1,4	2,7	2,1
2008	115,4	3,2	-0,2	3,5	2,1	3,5	3,0	3,1
2007 Q4	113,0	2,5	0,2	0,0	4,3	2,6	3,4	2,7
2008 Q1	113,5	2,4	0,2	0,9	2,2	2,1	3,7	2,8
Q2	114,8	2,8	-1,3	1,4	2,3	2,9	2,7	4,2
Q3	115,7	3,4	-0,3	4,0	2,7	4,5	3,3	2,5
Q4	118,1	4,5	0,3	9,7	1,9	5,0	2,5	3,0
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer								
2005	112,3	2,0	2,4	1,8	2,0	2,1	2,4	1,9
2006	114,8	2,2	3,4	3,5	3,5	1,4	2,3	1,5
2007	117,7	2,5	2,7	2,9	2,9	2,2	2,4	2,4
2008	121,4	3,2	3,2	3,1	3,8	3,0	2,4	3,5
2007 Q4	119,2	3,0	2,6	3,2	3,1	2,3	2,8	3,3
2008 Q1	120,1	3,1	3,2	3,4	3,2	2,5	2,5	3,4
Q2	121,1	3,2	2,9	2,7	4,0	2,5	2,2	4,3
Q3	121,8	3,4	3,7	3,1	4,5	4,1	2,7	3,2
Q4	122,8	3,0	2,8	3,2	3,8	3,0	2,2	3,3
Arbeitsproduktivität <sup>3)</sup>								
2005	103,1	0,8	-5,8	2,9	-0,8	0,8	0,2	-0,1
2006	104,4	1,3	0,2	4,3	0,1	1,3	-0,2	-0,6
2007	105,3	0,8	2,0	3,4	-1,0	0,7	-0,3	0,3
2008	105,3	0,0	3,4	-0,4	1,7	-0,5	-0,6	0,5
2007 Q4	105,5	0,5	2,4	3,3	-1,2	-0,3	-0,6	0,5
2008 Q1	105,8	0,6	3,0	2,5	1,0	0,4	-1,2	0,6
Q2	105,5	0,4	4,2	1,3	1,6	-0,4	-0,5	0,1
Q3	105,3	0,0	4,0	-0,8	1,8	-0,4	-0,6	0,7
Q4	104,0	-1,4	2,5	-5,9	1,8	-1,9	-0,3	0,2

5. Arbeitskosten pro Stunde <sup>1), 4)</sup>

	Insgesamt (saison- bereinigter Index 2000 = 100)	Insgesamt	Nach Komponenten		Nach ausgewählten Wirtschaftszweigen			Nachrichtlich: Indikator der Tarifverdienste <sup>5)</sup>
			Bruttolöhne und -gehälter	Sozialbeiträge der Arbeitgeber	Bergbau, verarbeitendes Gewerbe und Energieversorgung	Baugewerbe	Dienstleistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8
Gewichte in % <sup>6)</sup>	100,0	100,0	73,1	26,9	34,6	9,1	56,3	
2005	116,5	2,4	2,5	2,2	2,4	2,1	2,5	2,1
2006	119,4	2,5	2,6	2,1	3,4	1,6	2,1	2,3
2007	122,5	2,7	2,8	2,3	2,6	3,1	2,6	2,1
2008	126,8	3,5	3,6	3,4	4,1	4,6	3,1	3,2
2007 Q4	123,8	3,0	3,2	2,3	3,1	4,0	2,8	2,1
2008 Q1	124,8	3,5	3,7	3,1	4,3	4,2	3,0	2,8
Q2	125,9	2,6	2,7	2,4	2,7	4,0	2,4	2,9
Q3	127,4	4,2	4,2	4,3	3,8	5,0	4,3	3,4
Q4	128,9	3,8	3,9	3,6	5,4	5,1	2,6	3,6

Quellen: Eurostat, EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten (Tabelle 4 in Abschnitt 5.1 und Tabelle 5, Spalte 7 in Abschnitt 5.1) und EZB-Berechnungen (Tabelle 5, Spalte 8 in Abschnitt 5.1).

- Die Angaben beziehen sich auf die 16 Euro-Länder.
- Quotient aus dem Arbeitnehmerentgelt (in jeweiligen Preisen) je Arbeitnehmer und der Wertschöpfung (Volumen) je Erwerbstätigen.
- Wertschöpfung (Volumen) je Erwerbstätigen.
- 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.
- Experimentelle Daten (weitere Einzelheiten finden sich auf der Website der EZB).
- Im Jahr 2000.

## 5.2 Produktion und Nachfrage

### 1. Verwendung des Bruttoinlandsprodukts <sup>1)</sup>

	Bruttoinlandsprodukt (BIP)								
	Insgesamt	Inländische Verwendung					Außenbeitrag <sup>2)</sup>		
		Zusammen	Private Konsumausgaben	Konsumausgaben des Staates	Bruttoanlageinvestitionen	Vorratsveränderungen <sup>3)</sup>	Zusammen	Exporte <sup>2)</sup>	Importe <sup>2)</sup>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €, saisonbereinigt)</i>									
2005	8 143,9	8 022,7	4 668,4	1 664,9	1 684,4	5,1	121,1	3 113,2	2 992,1
2006	8 558,5	8 455,5	4 871,9	1 732,6	1 837,2	13,9	102,9	3 473,1	3 370,2
2007	8 995,5	8 856,7	5 062,3	1 800,6	1 969,9	23,9	138,7	3 740,4	3 601,7
2008	9 267,4	9 178,9	5 232,8	1 885,5	2 012,9	47,7	88,5	3 867,9	3 779,3
2007 Q4	2 282,6	2 249,6	1 288,5	457,3	502,3	1,5	32,9	955,7	922,7
2008 Q1	2 310,4	2 278,0	1 298,4	461,0	510,2	8,6	32,4	980,6	948,2
Q2	2 323,4	2 292,4	1 307,1	472,6	507,9	4,8	31,0	985,4	954,4
Q3	2 329,2	2 316,4	1 318,8	473,3	507,8	16,5	12,8	991,8	979,1
Q4	2 304,4	2 292,0	1 308,6	478,6	487,0	17,8	12,4	910,1	897,7
<i>In % des BIP</i>									
2008	100,0	99,0	56,5	20,3	21,7	0,5	1,0	-	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise, saisonbereinigt<sup>4)</sup>)</i>									
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>									
2007 Q4	0,5	0,1	0,3	0,3	0,9	-	-	0,7	-0,1
2008 Q1	0,6	0,5	0,0	0,4	1,0	-	-	1,5	1,2
Q2	-0,2	-0,4	-0,3	0,9	-1,2	-	-	-0,2	-0,6
Q3	-0,2	0,4	0,1	0,6	-0,7	-	-	-0,3	1,2
Q4	-1,6	-0,7	-0,3	0,4	-4,0	-	-	-6,7	-4,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>									
2005	1,7	1,9	1,8	1,5	3,3	-	-	5,0	5,7
2006	2,9	2,8	2,0	1,9	5,6	-	-	8,4	8,3
2007	2,7	2,4	1,6	2,2	4,4	-	-	6,0	5,4
2008	0,8	0,8	0,5	2,0	0,0	-	-	1,3	1,3
2007 Q4	2,2	2,0	1,3	2,0	3,1	-	-	4,0	3,6
2008 Q1	2,2	1,6	1,4	1,5	3,0	-	-	5,1	3,8
Q2	1,5	0,9	0,5	2,1	1,5	-	-	3,7	2,5
Q3	0,6	0,6	0,1	2,2	-0,1	-	-	1,7	1,7
Q4	-1,4	-0,2	-0,5	2,3	-5,0	-	-	-5,8	-3,0
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>									
2007 Q4	0,5	0,1	0,2	0,1	0,2	-0,3	0,3	-	-
2008 Q1	0,6	0,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	-	-
Q2	-0,2	-0,4	-0,2	0,2	-0,3	-0,1	0,1	-	-
Q3	-0,2	0,4	0,0	0,1	-0,2	0,3	-0,6	-	-
Q4	-1,6	-0,7	-0,2	0,1	-0,9	0,3	-0,9	-	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung des BIP gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>									
2005	1,7	1,9	1,0	0,3	0,7	-0,2	-0,1	-	-
2006	2,9	2,7	1,1	0,4	1,2	0,1	0,2	-	-
2007	2,7	2,4	0,9	0,4	0,9	0,1	0,3	-	-
2008	0,8	0,8	0,3	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
2007 Q4	2,2	2,0	0,7	0,4	0,7	0,2	0,2	-	-
2008 Q1	2,2	1,6	0,8	0,3	0,7	-0,2	0,6	-	-
Q2	1,5	0,9	0,3	0,4	0,3	-0,1	0,6	-	-
Q3	0,6	0,6	0,1	0,4	0,0	0,1	0,0	-	-
Q4	-1,4	-0,2	-0,3	0,5	-1,1	0,7	-1,2	-	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

1) Die Angaben beziehen sich auf die 16 Euro-Länder.

2) Exporte und Importe umfassen Waren und Dienstleistungen einschließlich des grenzüberschreitenden Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets. Sie stimmen nicht vollständig mit den Tabellen 7.1.2 und 7.3.1 überein.

3) Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

4) Die Jahresangaben sind nicht arbeitstäglich bereinigt.

**5.2 Produktion und Nachfrage**
**2. Wertschöpfung nach Wirtschaftszweigen <sup>1)</sup>**

	Bruttowertschöpfung (Herstellungspreise)							Gütersteuern abzüglich Güter- subventionen
	Insgesamt	Land- und Forstwirtschaft, Fischerei	Bergbau, ver- arbeitendes Gewerbe und Energiever- sorgung	Baugewerbe	Handel, Gastgewerbe, Verkehr und Nachrichten- übermittlung	Finanzierung, Vermietung und Unternehmens- dienstleister	Öffentliche Verwaltung, Erziehung und Unterricht, Gesundheits- wesen sowie sonstige Dienst- leistungen	
	1	2	3	4	5	6	7	8
<i>In jeweiligen Preisen (in Mrd €, saisonbereinigt)</i>								
2005	7 299,0	144,0	1 482,4	441,6	1 540,4	2 030,0	1 660,5	844,9
2006	7 644,0	141,5	1 558,9	479,2	1 603,1	2 145,0	1 716,3	914,5
2007	8 037,5	151,7	1 642,7	518,1	1 670,4	2 268,9	1 785,8	958,0
2008	8 307,0	150,8	1 664,4	542,0	1 723,6	2 367,4	1 858,7	960,4
2007 Q4	2 043,6	39,3	417,0	132,3	423,5	577,4	454,1	238,9
2008 Q1	2 068,0	39,1	424,2	136,0	429,2	583,6	455,8	242,5
Q2	2 083,5	38,0	424,7	135,5	429,7	590,9	464,6	240,0
Q3	2 087,7	37,6	419,8	136,3	433,6	595,6	464,8	241,5
Q4	2 067,9	36,1	395,6	134,2	431,1	597,3	473,5	236,5
<i>In % der Wertschöpfung</i>								
2008	100,0	1,8	20,0	6,5	20,7	28,5	22,4	-
<i>Verkettete Volumen (Vorjahrespreise, saisonbereinigt <sup>2)</sup>)</i>								
<i>Veränderung gegen Vorquartal in %</i>								
2007 Q4	0,6	1,6	0,8	0,6	0,5	0,6	0,4	-0,7
2008 Q1	0,5	1,6	0,2	1,7	0,7	0,6	0,3	1,5
Q2	-0,1	-0,1	-0,6	-2,2	-0,5	0,6	0,4	-1,2
Q3	-0,3	-0,5	-1,3	-1,4	-0,1	0,0	0,6	0,0
Q4	-1,6	0,6	-5,5	-1,7	-1,5	-0,4	0,3	-1,7
<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2005	1,7	-6,5	1,8	1,8	1,5	2,7	1,4	1,8
2006	2,9	-1,7	4,0	2,9	3,1	3,6	1,2	3,3
2007	2,9	0,7	3,7	3,0	2,7	3,7	1,7	0,7
2008	0,9	1,9	-0,7	-0,7	0,8	1,9	1,6	-0,3
2007 Q4	2,6	0,9	3,5	1,0	1,9	3,4	1,9	-0,7
2008 Q1	2,4	1,7	2,9	1,4	2,7	2,7	1,5	0,4
Q2	1,6	2,1	1,4	-0,1	1,2	2,5	1,5	0,3
Q3	0,7	2,5	-1,0	-1,3	0,5	1,7	1,7	-0,4
Q4	-1,4	1,5	-7,2	-3,5	-1,5	0,7	1,6	-1,5
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorquartal in Prozentpunkten</i>								
2007 Q4	0,6	0,0	0,2	0,0	0,1	0,2	0,1	-
2008 Q1	0,5	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,1	-
Q2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	0,1	-
Q3	-0,3	0,0	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,1	-
Q4	-1,6	0,0	-1,1	-0,1	-0,3	-0,1	0,1	-
<i>Beitrag zur prozentualen Veränderung der Wertschöpfung gegen Vorjahr in Prozentpunkten</i>								
2005	1,7	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,8	0,3	-
2006	2,9	0,0	0,8	0,2	0,6	1,0	0,3	-
2007	2,9	0,0	0,7	0,2	0,6	1,0	0,4	-
2008	0,9	0,0	-0,1	0,0	0,2	0,5	0,4	-
2007 Q4	2,6	0,0	0,7	0,1	0,4	0,9	0,4	-
2008 Q1	2,4	0,0	0,6	0,1	0,6	0,8	0,3	-
Q2	1,6	0,0	0,3	0,0	0,3	0,7	0,3	-
Q3	0,7	0,0	-0,2	-0,1	0,1	0,5	0,4	-
Q4	-1,4	0,0	-1,5	-0,2	-0,3	0,2	0,4	-

Quellen: Eurostat und EZB-Berechnungen.

- 1) Die Angaben beziehen sich auf die 16 Euro-Länder.  
2) Die Jahresangaben sind nicht arbeitstäglich bereinigt.

## 5.2 Produktion und Nachfrage

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

### 3. Industrieproduktion <sup>1)</sup>

	Insgesamt		Industrie ohne Baugewerbe								Baugewerbe		
	Gewichte in % <sup>2)</sup>	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2005 = 100)	Insgesamt	Industrie ohne Baugewerbe und Energie					Energie				
				Verarbeitendes Gewerbe	Zusammen	Vorleistungsgüter	Investitionsgüter	Konsumgüter					
								Zusammen				Gebrauchsgüter	Verbrauchsgüter
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12		
	100,0	75,0	75,0	67,4	66,8	27,6	21,6	17,6	2,6	15,0	8,2	25,0	
2006	4,1	104,4	4,3	4,7	4,3	4,8	5,9	3,0	4,7	2,9	0,8	3,6	
2007	3,4	108,3	3,8	4,2	3,7	3,7	6,7	2,5	1,5	2,7	-1,0	1,8	
2008	-2,2	106,3	-1,7	-1,9	-2,4	-3,4	-0,4	-1,5	-5,3	-0,9	-0,4	-4,3	
2008 Q1	2,2	111,1	2,7	2,6	1,6	1,7	5,1	0,9	-0,9	1,3	2,8	-0,2	
Q2	0,1	108,9	1,1	1,0	0,8	0,2	3,5	-0,9	-2,1	-0,7	1,2	-3,8	
Q3	-2,2	106,0	-1,4	-1,5	-2,1	-1,9	-0,7	-2,1	-6,9	-1,4	-0,8	-4,8	
Q4	-8,7	99,4	-9,0	-9,3	-9,5	-13,6	-8,6	-4,0	-11,2	-2,6	-4,4	-8,1	
2008 Sept.	-3,2	104,5	-2,3	-2,5	-3,0	-3,7	-1,5	-2,3	-7,4	-1,5	-1,0	-6,4	
Okt.	-5,8	102,3	-5,9	-6,0	-6,1	-8,1	-5,6	-3,6	-8,2	-2,6	-3,1	-5,8	
Nov.	-8,4	99,4	-9,1	-9,3	-9,5	-12,7	-8,9	-4,7	-11,9	-3,2	-5,3	-5,9	
Dez.	-12,4	96,6	-12,3	-13,1	-13,5	-21,4	-11,5	-3,7	-13,8	-2,1	-4,8	-13,0	
2009 Jan.	-14,2	94,2	-16,1	-18,3	-17,4	-22,1	-22,3	-6,5	-17,8	-4,7	-1,1	-7,6	
Febr.	-16,1	92,1	-18,4	-20,5	-20,1	-24,2	-24,6	-8,3	-21,8	-6,4	-3,5	-8,4	
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2008 Sept.	-1,9	-	-2,1	-2,4	-2,2	-3,4	-2,9	-0,9	-2,5	-0,6	-1,0	-1,5	
Okt.	-1,5	-	-2,1	-2,2	-1,9	-3,2	-2,8	-0,4	-1,4	-0,1	-1,2	-0,3	
Nov.	-2,5	-	-2,8	-2,9	-2,8	-4,0	-3,2	-0,8	-4,0	-0,4	-2,4	-0,9	
Dez.	-3,2	-	-2,9	-3,3	-3,2	-6,4	-2,9	-0,4	-2,5	-0,1	0,5	-2,7	
2009 Jan.	-1,0	-	-2,5	-3,2	-3,4	-0,9	-7,1	-0,9	-2,3	-0,7	0,1	1,8	
Febr.	-1,8	-	-2,2	-2,3	-2,6	-2,3	-2,8	-1,5	-3,5	-1,4	-1,1	-0,9	

### 4. Auftragseingang und Umsätze in der Industrie, Einzelhandelsumsätze und Pkw-Neuzulassungen <sup>1)</sup>

	Auftragseingang in der Industrie		Umsätze in der Industrie		Einzelhandelsumsätze ohne Tankstellen							Pkw-Neuzulassungen	
	Verarbeitendes Gewerbe <sup>3)</sup> (in jeweiligen Preisen)		Verarbeitendes Gewerbe (in jeweiligen Preisen)		In jeweiligen Preisen	In konstanten Preisen						Insgesamt (saisonbereinigt, in Tsd) <sup>4)</sup>	Insgesamt
	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2005 = 100)	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2005 = 100)	Insgesamt	Insgesamt	Insgesamt (saisonbereinigter Index 2005 = 100)	Insgesamt	Nahrungsmittel, Getränke, Tabakwaren	Sonstige Waren		Insgesamt		
									Textilien, Bekleidung, Schuhe	Haushaltsausstattung			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	43,3	56,7	10,1	13,6		
2006	110,7	10,4	108,3	8,0	3,4	102,3	2,4	1,3	3,2	3,3	4,9	978	3,3
2007	120,1	8,6	115,1	6,5	2,8	103,8	1,4	0,3	2,2	3,8	1,9	970	-0,9
2008	113,1	-5,3	116,9	1,9	1,7	103,3	-0,5	-0,5	-0,6	-1,5	-1,9	892	-8,0
2008 Q2	119,7	-0,2	120,5	6,5	2,6	103,6	0,0	-0,3	0,0	-1,4	-1,3	910	-4,8
Q3	115,8	-1,5	118,6	4,3	2,1	103,1	-0,6	-0,3	-0,8	-0,9	-3,0	892	-8,8
Q4	94,5	-22,3	107,4	-7,4	-0,3	102,3	-1,7	-1,1	-2,1	-2,9	-2,9	824	-18,5
2009 Q1					-2,2	101,6	-2,8	-3,4	-2,3			816	-12,6
2008 Okt.	103,5	-15,2	112,8	-2,8	0,4	102,5	-1,6	-0,7	-2,4	-2,9	-3,9	841	-14,4
Nov.	94,5	-27,3	108,5	-11,9	-0,7	102,3	-2,1	-1,3	-2,5	-1,9	-2,9	812	-18,2
Dez.	85,4	-24,6	100,9	-7,8	-0,5	102,2	-1,5	-1,3	-1,6	-3,7	-2,0	819	-23,2
2009 Jan.	83,7	-34,3	96,3	-23,7	-1,2	101,9	-1,8	-1,6	-2,0	2,0	-5,8	777	-20,5
Febr.	83,4	-34,4	95,1	-24,8	-2,8	101,6	-3,3	-3,4	-3,1	-2,6	-6,1	840	-12,7
März					-2,7	101,2	-3,2	-5,2	-1,9			831	-5,9
<i>Veränderung gegen Vormonat in % (saisonbereinigt)</i>													
2008 Nov.	-	-8,7	-	-3,8	-0,2	-	-0,2	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-	-3,4
Dez.	-	-9,6	-	-7,1	-0,1	-	-0,1	-0,2	-0,1	-0,7	-0,1	-	0,9
2009 Jan.	-	-2,0	-	-4,5	-0,3	-	-0,3	-0,6	-0,1	3,0	-1,3	-	-5,2
Febr.	-	-0,3	-	-1,2	-0,1	-	-0,3	-0,2	-0,4	-2,1	-0,5	-	8,1
März	-		-		-0,4	-	-0,5	-1,4	0,0			-	-1,1

Quellen: Eurostat, außer Tabelle 4, Spalte 12 und 13 in Abschnitt 5.2 (EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Statistiken der ACEA, European Automobile Manufacturers Association).

1) Die Angaben beziehen sich auf die 16 Euro-Länder.

2) Im Jahr 2005.

3) Hierzu zählen Wirtschaftszweige, deren Arbeit im Wesentlichen auftragsbasiert ist; ihr Anteil am gesamten verarbeitenden Gewerbe belief sich im Jahr 2005 auf 60,1%.

4) 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>3)</sup> (in %)	Vertrauensindikator für die Verbraucher				
		Vertrauensindikator für die Industrie					Insgesamt <sup>4)</sup>	Finanzlage in den nächsten 12 Monaten	Wirtschaftliche Lage in den nächsten 12 Monaten	Arbeitslosigkeit in den nächsten 12 Monaten	Ersparnisse in den nächsten 12 Monaten
		Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Fertigwarenlager	Produktionserwartungen						
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2005	98,2	-7	-16	11	6	81,1	-14	-4	-15	28	-9
2006	106,8	2	0	6	13	83,1	-9	-3	-9	15	-9
2007	108,9	4	5	5	13	84,1	-5	-2	-4	4	-8
2008	91,1	-9	-15	11	-2	81,8	-18	-10	-25	23	-14
2008 Q1	101,4	1	-1	7	10	83,8	-12	-7	-17	11	-12
Q2	97,5	-3	-6	9	7	83,3	-15	-10	-22	13	-14
Q3	89,9	-10	-15	12	-2	82,2	-19	-12	-28	22	-15
Q4	75,8	-25	-36	18	-22	78,1	-26	-11	-34	44	-15
2009 Q1	65,7	-36	-56	20	-31	72,6	-32	-11	-41	62	-14
2008 Nov.	76,8	-25	-36	17	-22	-	-25	-11	-32	43	-15
Dez.	68,9	-33	-47	22	-30	-	-30	-11	-39	55	-14
2009 Jan.	67,2	-33	-49	20	-31	74,7	-31	-11	-38	58	-15
Febr.	65,3	-36	-57	20	-32	-	-33	-12	-41	62	-15
März	64,7	-38	-61	21	-32	-	-34	-11	-44	66	-13
April	67,2	-35	-60	20	-25	70,5	-31	-10	-38	66	-11

	Vertrauensindikator für das Baugewerbe			Vertrauensindikator für den Einzelhandel				Vertrauensindikator für den Dienstleistungssektor			
	Insgesamt <sup>4)</sup>	Auftragsbestand	Beschäftigungserwartungen	Insgesamt <sup>4)</sup>	Aktuelle Geschäftslage	Lagerbestand	Erwartete Geschäftslage	Insgesamt <sup>4)</sup>	Geschäftsklima	Nachfrage in den letzten Monaten	Nachfrage in den kommenden Monaten
2005	-7	-12	-2	-7	-12	13	4	11	5	10	18
2006	1	-4	6	1	3	14	13	18	13	18	24
2007	0	-8	7	1	4	15	12	19	16	19	23
2008	-14	-20	-7	-7	-6	16	1	2	-5	4	7
2008 Q1	-7	-13	-1	0	3	16	12	10	4	12	15
Q2	-10	-17	-3	-3	-1	16	7	8	3	9	13
Q3	-14	-21	-7	-9	-9	17	-1	1	-7	3	6
Q4	-23	-31	-16	-15	-16	17	-13	-12	-20	-9	-6
2009 Q1	-31	-36	-26	-19	-21	15	-20	-24	-33	-21	-18
2008 Nov.	-23	-31	-15	-13	-11	15	-12	-12	-21	-8	-7
Dez.	-27	-35	-19	-20	-23	19	-18	-17	-27	-15	-10
2009 Jan.	-30	-35	-26	-20	-21	20	-18	-22	-32	-19	-15
Febr.	-32	-37	-26	-19	-21	17	-20	-24	-33	-19	-19
März	-32	-37	-26	-17	-20	9	-22	-25	-34	-23	-19
April	-34	-41	-26	-19	-25	10	-21	-24	-32	-22	-19

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 von 1990 bis 2008.
- 3) Die Erhebung wird jährlich im Januar, April, Juli und Oktober durchgeführt. Die ausgewiesenen Quartalszahlen stellen den Durchschnitt aus zwei aufeinanderfolgenden Umfragen dar. Jahresangaben werden anhand von Quartalsdurchschnitten errechnet.
- 4) 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	85,2	14,8	3,9	17,0	7,5	25,6	16,0	30,0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	141,863	1,0	1,1	0,4	-0,7	-1,1	2,7	0,7	2,5	1,5
2006	144,179	1,6	1,8	0,7	-1,9	-0,3	2,7	1,7	3,8	1,8
2007	146,830	1,8	2,0	0,9	-1,3	0,3	4,1	1,9	4,0	1,4
2008	148,005	0,8	1,0	-0,3	-1,4	-0,3	-2,4	1,3	2,5	1,2
2007 Q4	147,598	1,7	1,9	0,5	-1,6	0,1	2,4	2,3	3,9	1,4
2008 Q1	148,118	1,5	1,6	0,7	-1,2	0,3	0,4	2,4	4,0	0,8
Q2	148,237	1,1	1,3	-0,1	-2,0	0,1	-1,6	1,6	3,0	1,4
Q3	148,065	0,6	0,9	-0,9	-1,5	-0,1	-2,9	1,0	2,3	1,0
Q4	147,598	0,0	0,1	-0,6	-1,0	-1,3	-5,4	0,4	0,9	1,5
<i>Veränderung gegen Vorquartal in % (saisonbereinigt)</i>										
2007 Q4	0,386	0,3	0,4	-0,7	-0,3	0,1	0,0	0,2	0,8	0,3
2008 Q1	0,520	0,4	0,3	0,5	0,6	0,2	0,1	0,5	1,1	-0,1
Q2	0,119	0,1	0,2	-0,3	-1,3	-0,2	-1,6	0,2	0,3	0,6
Q3	-0,171	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4	-1,5	0,1	0,1	0,1
Q4	-0,467	-0,3	-0,3	-0,6	0,2	-1,0	-2,3	-0,4	-0,5	0,7

### 2. Arbeitslosigkeit

(saisonbereinigt)

	Insgesamt		Nach Alter <sup>3)</sup>				Nach Geschlecht <sup>4)</sup>			
	Mio	In % der Erwerbspersonen	Erwachsene		Jugendliche		Männer		Frauen	
Gewichte in % <sup>2)</sup>	100,0		Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen	Mio	In % der Erwerbspersonen
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2005	13,718	9,0	10,674	7,9	3,044	17,5	6,925	8,1	6,794	10,0
2006	12,875	8,3	10,054	7,3	2,822	16,4	6,396	7,5	6,479	9,4
2007	11,650	7,5	9,113	6,6	2,537	14,9	5,734	6,7	5,917	8,5
2008	11,896	7,6	9,283	6,6	2,612	15,4	6,010	6,9	5,886	8,3
2008 Q1	11,381	7,2	8,891	6,4	2,490	14,5	5,610	6,5	5,771	8,2
Q2	11,619	7,4	9,070	6,5	2,549	14,9	5,794	6,7	5,825	8,2
Q3	11,932	7,6	9,312	6,6	2,620	15,5	6,070	7,0	5,863	8,3
Q4	12,650	8,0	9,861	7,0	2,788	16,4	6,565	7,6	6,085	8,6
2009 Q1	13,747	8,7	10,744	7,6	3,002	17,6	7,289	8,3	6,457	9,0
2008 Okt.	12,383	7,8	9,647	6,8	2,735	16,1	6,389	7,4	5,994	8,4
Nov.	12,637	8,0	9,850	7,0	2,787	16,4	6,558	7,5	6,079	8,5
Dez.	12,930	8,2	10,087	7,1	2,843	16,7	6,748	7,8	6,182	8,7
2009 Jan.	13,344	8,4	10,431	7,4	2,912	17,2	7,028	8,1	6,316	8,9
Febr.	13,739	8,7	10,735	7,6	3,003	17,7	7,288	8,3	6,451	9,0
März	14,158	8,9	11,066	7,8	3,091	18,1	7,552	8,6	6,605	9,2

Quelle: Eurostat.

1) Die Angaben beziehen sich auf die 16 Euro-Länder. Die Beschäftigungszahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und beruhen auf dem ESVE 95. Die Arbeitslosenzahlen beziehen sich auf die Anzahl der Personen und wurden nach den Empfehlungen der IAO berechnet.

2) Im Jahr 2008.

3) Erwachsene: 25 Jahre und älter; Jugendliche: unter 25 Jahren; gemessen in Prozent der Erwerbspersonen der jeweiligen Altersgruppe.

4) 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	Laufende Einnahmen										Vermögens- wirksame Einnahmen		Nach- richtlich: Fiskal- ische Be- lastung <sup>2)</sup>
		Direkte Steuern			Indirekte Steuern		Sozial- beiträge			Verkäufe	Vermö- gens- wirksame Steuern			
		Private Haushalte	Kapital- gesell- schaften	Einnahmen von EU-Institutionen	Arbeits- geber	Arbeits- nehmer								
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,5	46,2	12,6	9,6	3,0	13,9	0,6	15,8	8,2	4,8	2,2	0,3	0,3	42,6
2001	45,7	45,4	12,2	9,4	2,7	13,5	0,5	15,6	8,2	4,7	2,1	0,2	0,3	41,6
2002	45,1	44,8	11,8	9,2	2,5	13,5	0,4	15,6	8,2	4,6	2,1	0,3	0,3	41,2
2003	45,0	44,4	11,4	9,0	2,3	13,5	0,4	15,7	8,3	4,6	2,1	0,6	0,5	41,1
2004	44,5	44,1	11,3	8,6	2,5	13,5	0,3	15,5	8,2	4,5	2,1	0,5	0,4	40,8
2005	44,8	44,3	11,5	8,7	2,7	13,7	0,3	15,4	8,1	4,5	2,2	0,5	0,3	40,9
2006	45,3	45,0	12,1	8,8	3,0	13,9	0,3	15,3	8,0	4,5	2,1	0,3	0,3	41,5
2007	45,5	45,2	12,4	9,0	3,2	13,8	0,3	15,1	8,1	4,4	2,1	0,3	0,3	41,7
2008	44,8	44,6	12,2	9,2	2,8	13,3	0,3	15,3	8,1	4,4	2,1	0,2	0,3	41,0

### 2. Euro-Währungsgebiet – Ausgaben

	Ins- gesamt	Laufende Ausgaben							Vermögens- wirksame Ausgaben				Nach- richtlich: Primäraus- gaben <sup>3)</sup>	
		Zu- sammen	Arbeitnehmer- entgelte	Vorleistungen	Zins- ausgaben	Laufende Übertra- gungen	Sozialaus- gaben	Subven- tionen	Investi- tionen	Vermö- gens- transfers	Gezahlt von EU-Institu- tionen			
												Gezahlt von EU-Institu- tionen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	46,6	43,8	10,4	4,8	3,9	24,7	21,6	2,0	0,5	2,8	2,5	1,3	0,0	42,7
2001	47,6	43,7	10,3	4,8	3,8	24,8	21,7	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	43,8
2002	47,7	43,9	10,4	4,9	3,5	25,1	22,2	1,9	0,5	3,8	2,4	1,4	0,0	44,2
2003	48,1	44,1	10,5	5,0	3,3	25,4	22,5	1,9	0,5	3,9	2,5	1,4	0,1	44,8
2004	47,5	43,6	10,4	5,0	3,1	25,1	22,3	1,8	0,5	3,9	2,5	1,5	0,1	44,4
2005	47,3	43,4	10,4	5,0	3,0	25,0	22,3	1,7	0,5	3,9	2,5	1,4	0,0	44,3
2006	46,6	42,8	10,2	5,0	2,9	24,8	22,0	1,7	0,5	3,8	2,5	1,4	0,0	43,7
2007	46,1	42,3	10,0	5,0	3,0	24,4	21,6	1,6	0,4	3,9	2,5	1,3	0,0	43,2
2008	46,8	42,9	10,1	5,1	3,0	24,8	21,9	1,6	0,4	3,8	2,5	1,3	0,0	43,8

### 3. Euro-Währungsgebiet – Finanzierungssaldo, Primärsaldo und Konsumausgaben des Staates

	Finanzierungssaldo					Primär- saldo	Konsumausgaben des Staates <sup>4)</sup>								
	Ins- gesamt	Zentral- staaten	Länder	Gemein- den	Sozial- ver- siche- rung		Ins- gesamt	Arbeitnehmer- entgelt	Vorlei- stungen	Sachtransfers über Markt- produzenten	Abschrei- bungen	Verkäufe (minus)	Kollektiv- verbrauch	Individual- verbrauch	
															1
2000	-0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,5	3,8	19,8	10,4	4,8	4,9	1,9	2,2	8,2	11,6	
2001	-1,9	-1,7	-0,4	-0,1	0,3	1,9	19,9	10,3	4,8	4,9	1,8	2,1	8,2	11,7	
2002	-2,6	-2,1	-0,5	-0,2	0,2	0,9	20,2	10,4	4,9	5,1	1,8	2,1	8,3	12,0	
2003	-3,1	-2,4	-0,5	-0,2	0,0	0,2	20,5	10,5	5,0	5,2	1,9	2,1	8,3	12,2	
2004	-3,0	-2,5	-0,4	-0,3	0,2	0,2	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,1	8,3	12,1	
2005	-2,5	-2,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	20,4	10,4	5,0	5,1	1,9	2,2	8,2	12,3	
2006	-1,3	-1,4	-0,1	-0,2	0,4	1,6	20,3	10,2	5,0	5,2	1,9	2,1	8,0	12,2	
2007	-0,7	-1,2	0,0	0,0	0,5	2,3	20,0	10,0	5,0	5,2	1,9	2,1	7,9	12,1	
2008	-1,9	-2,0	-0,2	-0,1	0,4	1,1	20,3	10,1	5,1	5,2	1,9	2,1	8,1	12,3	

### 4. Länder des Euro-Währungsgebiets – Finanzierungssaldo<sup>5)</sup>

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	-2,7	-3,3	1,7	-5,1	1,0	-2,9	-4,3	-2,4	0,0	-2,9	-0,3	-1,6	-6,1	-1,4	-2,8	2,8
2006	0,3	-1,5	3,0	-2,8	2,0	-2,3	-3,3	-1,2	1,4	-2,6	0,6	-1,6	-3,9	-1,3	-3,5	4,0
2007	-0,2	-0,2	0,2	-3,6	2,2	-2,7	-1,5	3,4	3,6	-2,2	0,3	-0,5	-2,6	0,5	-1,9	5,2
2008	-1,2	-0,1	-7,1	-5,0	-3,8	-3,4	-2,7	0,9	2,6	-4,7	1,0	-0,4	-2,6	-0,9	-2,2	4,2

Quellen: Aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet von der EZB; Angaben zum Finanzierungssaldo der Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission.

1) Die Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 16 Euro-Länder. Daten zu Einnahmen, Ausgaben und dem Finanzierungssaldo basieren auf dem ESVG 95. 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				
		Bargeld 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	
1999	71,9	2,9	14,4	4,3	50,3	48,7	25,4	13,7	9,6	23,2
2000	69,2	2,7	13,2	3,7	49,6	44,1	22,1	12,4	9,7	25,1
2001	68,1	2,8	12,4	4,0	49,0	42,0	20,6	11,1	10,3	26,2
2002	67,9	2,7	11,8	4,6	48,9	40,1	19,4	10,6	10,0	27,9
2003	69,0	2,1	12,4	5,0	49,6	39,4	19,6	11,1	8,7	29,7
2004	69,4	2,2	11,9	5,0	50,4	37,6	18,4	10,8	8,4	31,8
2005	70,0	2,4	11,8	4,7	51,1	35,5	17,1	11,2	7,2	34,5
2006	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2	33,8	17,3	9,4	7,1	34,4
2007	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8	32,1	16,6	8,6	6,9	33,9
2008	69,4	2,3	10,8	6,7	49,5	32,7	16,9	8,2	7,6	36,6

### 2. Euro-Währungsgebiet – nach Schuldnergruppen, Laufzeiten und Währungen

	Insgesamt	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
1999	71,9	60,4	6,0	5,1	0,4	7,3	64,6	7,0	13,5	27,8	30,6	69,9	2,0
2000	69,2	58,1	5,8	4,9	0,4	6,5	62,7	6,3	13,4	27,8	28,0	67,4	1,8
2001	68,1	57,0	6,0	4,7	0,4	7,0	61,1	5,3	13,7	26,6	27,9	66,6	1,5
2002	67,9	56,6	6,2	4,7	0,4	7,6	60,3	5,2	15,5	25,3	27,2	66,6	1,3
2003	69,0	56,9	6,5	5,0	0,6	7,8	61,2	5,0	14,9	26,0	28,2	68,1	0,9
2004	69,4	57,3	6,6	5,1	0,4	7,8	61,6	4,7	14,8	26,2	28,5	68,6	0,9
2005	70,0	57,6	6,7	5,2	0,5	7,9	62,1	4,6	14,8	25,5	29,6	69,0	1,0
2006	68,2	55,8	6,5	5,4	0,5	7,4	60,8	4,3	14,4	24,0	29,8	67,6	0,6
2007	66,0	54,0	6,2	5,2	0,5	7,4	58,6	4,3	14,1	22,5	29,4	65,6	0,4
2008	69,4	57,2	6,6	5,2	0,4	10,2	59,2	4,4	17,5	22,1	29,7	68,8	0,5

### 3. Länder des Euro-Währungsgebiets

	BE	DE	IE	GR	ES	FR	IT	CY	LU	MT	NL	AT	PT	SI	SK	FI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	92,2	67,8	27,5	98,8	43,0	66,4	105,8	69,1	6,1	69,8	51,8	63,7	63,6	27,0	34,2	41,4
2006	87,9	67,6	24,9	95,9	39,6	63,7	106,5	64,6	6,7	63,7	47,4	62,0	64,7	26,7	30,4	39,2
2007	84,0	65,1	25,0	94,8	36,2	63,8	103,5	59,4	6,9	62,1	45,6	59,4	63,5	23,4	29,4	35,1
2008	89,6	65,9	43,2	97,6	39,5	68,0	105,8	49,1	14,7	64,1	58,2	62,5	66,4	22,8	27,6	33,4

Quellen: Aggregierte Daten für das Euro-Währungsgebiet von der EZB; Angaben zur Verschuldung der Mitgliedstaaten von der Europäischen Kommission.

1) Die Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 16 Euro-Länder. 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, Landeswährung 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			
		Nettoneuverschuldung <sup>2)</sup>	Bewertungseffekte <sup>3)</sup>	Sonstige Volumensänderungen <sup>4)</sup>	Aggregations-effekt <sup>5)</sup>	Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	Inländische Gläubiger <sup>6)</sup>	Sonstige Gläubiger <sup>7)</sup>		
											MFI's	Sonstige finanzielle Kapitalgesellschaften	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
2000	1,0	1,2	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,5	-0,4	1,9	-2,1	-2,0	-0,6	3,1
2001	1,8	1,9	-0,1	0,1	0,0	0,2	-0,3	0,5	1,4	-0,3	-0,5	-0,8	2,1
2002	2,1	2,6	-0,5	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,7	1,6	-0,5	-0,5	-0,1	2,6
2003	3,1	3,3	-0,2	0,0	0,0	-0,6	0,9	0,6	2,1	0,5	0,7	0,8	2,6
2004	3,1	3,2	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,1	0,1	2,7	-0,2	-0,4	0,1	3,3
2005	3,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	-0,1	2,6	-0,8	-0,6	0,8	3,8
2006	1,5	1,4	0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	-0,4	1,5	0,0	1,0	-1,2	1,5
2007	1,1	1,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,3	1,0	-0,1	0,1	-0,4	1,2
2008	5,3	5,2	0,1	0,0	0,0	0,1	0,4	2,6	2,2	1,6	0,8	-0,2	3,7

**2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments**

Schuldenstandsänderung	Finanzierungs-saldo <sup>8)</sup>	Deficit-Debt-Adjustments <sup>9)</sup>												
		Ins- gesamt	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)							Bewertungseffekte	Wechselkurseffekte	Sonstige Volumensänderungen	Sonstige <sup>10)</sup>	
			Zusammen	Bargeld und Einlagen	Kredite	Wertpapiere <sup>11)</sup>	Aktien und sonstige Anteilsrechte	Privatisierungen	Kapitalzuführungen					
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
2000	1,0	-0,1	1,0	1,0	0,7	0,1	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,1	-0,1	0,0
2001	1,8	-1,9	0,0	-0,5	-0,6	0,1	0,1	-0,1	-0,3	0,1	-0,1	0,0	0,1	0,5
2002	2,1	-2,6	-0,5	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,4	0,1	-0,5	-0,1	0,0	-0,1
2003	3,1	-3,1	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	0,0	0,1
2004	3,1	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,0	0,1	0,0	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,1
2005	3,0	-2,5	0,5	0,6	0,3	0,1	0,1	0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1
2006	1,5	-1,3	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	-0,2
2007	1,1	-0,7	0,4	0,5	0,2	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1
2008	5,3	-1,9	3,4	3,1	0,8	0,9	0,7	0,8	0,0	0,7	0,1	0,0	0,0	0,1

Quelle: EZB.

- 1) Die Daten beziehen sich auf die 16 Euro-Länder und sind teilweise geschätzt. Jährliche Veränderung der konsolidierten Bruttoverschuldung zum Nennwert in % des BIP: [Verschuldung (t) - Verschuldung (t-1)] / 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 Schuldübernahmen.
- 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 2001.
- 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>	
		Direkte Steuern	Indirekte Steuern	Sozialbeiträge	Verkäufe	Vermögenseinkommen	Vermögenswirksame Steuern			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2002 Q4	48,9	48,4	13,4	14,0	16,2	2,9	0,9	0,6	0,3	43,9
2003 Q1	41,8	41,4	9,8	12,8	15,5	1,7	0,7	0,5	0,2	38,3
2003 Q2	45,9	44,5	11,9	12,9	15,7	2,0	1,4	1,4	1,2	41,6
2003 Q3	42,6	42,1	10,8	12,5	15,5	1,9	0,6	0,5	0,2	39,0
2003 Q4	49,2	48,2	13,1	14,2	16,2	2,9	0,8	1,0	0,3	43,8
2004 Q1	41,3	40,8	9,5	12,8	15,3	1,7	0,6	0,4	0,3	38,0
2004 Q2	45,0	44,2	12,0	13,0	15,3	2,0	1,1	0,8	0,6	40,9
2004 Q3	42,6	42,1	10,6	12,7	15,4	1,9	0,7	0,5	0,3	38,9
2004 Q4	49,1	48,1	12,9	14,3	16,2	2,9	0,7	1,0	0,4	43,8
2005 Q1	41,9	41,4	9,9	13,0	15,2	1,7	0,6	0,5	0,3	38,4
2005 Q2	44,5	43,9	11,7	13,2	15,1	2,0	1,1	0,6	0,3	40,4
2005 Q3	43,2	42,5	11,0	12,9	15,2	1,9	0,7	0,7	0,3	39,4
2005 Q4	49,1	48,3	13,3	14,3	16,1	2,9	0,8	0,8	0,3	44,0
2006 Q1	42,3	41,9	10,2	13,3	15,1	1,7	0,8	0,4	0,3	38,8
2006 Q2	45,6	45,2	12,4	13,6	15,1	2,0	1,3	0,5	0,3	41,3
2006 Q3	43,6	43,0	11,5	12,9	15,2	1,9	0,8	0,5	0,3	39,8
2006 Q4	49,4	48,8	14,0	14,3	15,9	2,9	0,9	0,6	0,3	44,5
2007 Q1	42,1	41,7	10,3	13,4	14,8	1,7	0,8	0,4	0,3	38,7
2007 Q2	46,0	45,6	12,9	13,6	15,0	2,0	1,4	0,4	0,3	41,7
2007 Q3	43,7	43,2	12,0	12,8	14,9	1,9	0,8	0,5	0,3	40,0
2007 Q4	49,6	49,1	14,4	14,2	15,8	2,9	0,9	0,6	0,3	44,7
2008 Q1	42,0	41,7	10,6	12,9	14,8	1,7	0,9	0,3	0,2	38,5
2008 Q2	45,3	44,9	12,8	12,9	15,0	2,0	1,5	0,4	0,3	40,9
2008 Q3	43,1	42,8	11,7	12,4	15,0	1,9	0,8	0,3	0,3	39,5
2008 Q4	48,8	48,3	13,6	13,7	16,2	2,8	1,1	0,5	0,3	43,8

### 2. Euro-Währungsgebiet – vierteljährliche Ausgaben und vierteljährlicher Finanzierungssaldo

	Insgesamt	Laufende Ausgaben						Vermögenswirksame Ausgaben			Finanzierungssaldo	Primär-saldo	
		Zusammen	Arbeitnehmerentgelte	Vorleistungen	Zinsausgaben	Laufende Übertragungen	Sozialleistungen	Subventionen	Investitionen	Vermögens-transfers			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2002 Q4	50,7	46,3	11,1	5,6	3,3	26,3	22,7	1,6	4,4	2,8	1,7	-1,8	1,5
2003 Q1	46,8	43,3	10,3	4,6	3,5	25,0	21,4	1,3	3,5	1,9	1,6	-5,0	-1,5
2003 Q2	47,1	43,5	10,4	4,7	3,4	25,1	21,6	1,3	3,5	2,3	1,2	-1,1	2,2
2003 Q3	47,1	43,4	10,3	4,8	3,3	25,1	21,6	1,3	3,7	2,5	1,2	-4,5	-1,2
2003 Q4	51,1	46,3	11,1	5,7	3,1	26,5	22,9	1,5	4,8	3,3	1,6	-1,9	1,2
2004 Q1	46,3	43,0	10,2	4,6	3,2	24,9	21,4	1,2	3,4	1,9	1,5	-5,1	-1,9
2004 Q2	46,6	43,2	10,4	4,8	3,3	24,7	21,4	1,3	3,4	2,3	1,1	-1,6	1,6
2004 Q3	46,1	42,7	10,0	4,7	3,1	24,9	21,5	1,3	3,4	2,4	1,0	-3,5	-0,3
2004 Q4	50,9	45,6	11,0	5,7	2,9	26,1	22,6	1,4	5,2	3,1	2,1	-1,8	1,1
2005 Q1	46,8	43,0	10,2	4,6	3,1	25,1	21,4	1,2	3,7	1,9	1,8	-4,9	-1,7
2005 Q2	46,1	42,7	10,2	4,9	3,2	24,4	21,3	1,1	3,4	2,3	1,1	-1,5	1,6
2005 Q3	45,8	42,3	9,9	4,8	3,0	24,7	21,3	1,2	3,4	2,5	1,0	-2,6	0,4
2005 Q4	50,5	45,7	11,1	5,8	2,7	26,0	22,5	1,3	4,8	3,1	1,7	-1,4	1,3
2006 Q1	45,2	42,1	9,9	4,5	2,9	24,6	21,1	1,1	3,1	1,9	1,2	-2,9	0,0
2006 Q2	45,4	42,2	10,2	4,9	3,1	24,1	21,1	1,1	3,2	2,3	0,9	0,2	3,3
2006 Q3	45,3	41,9	9,8	4,7	2,9	24,4	21,0	1,2	3,4	2,5	1,0	-1,7	1,2
2006 Q4	50,3	45,0	10,7	5,8	2,7	25,8	22,2	1,4	5,3	3,2	2,2	-0,9	1,8
2007 Q1	44,3	41,2	9,8	4,6	2,9	23,9	20,5	1,1	3,2	2,0	1,2	-2,2	0,7
2007 Q2	44,7	41,5	9,9	4,8	3,2	23,6	20,6	1,1	3,2	2,3	0,9	1,4	4,5
2007 Q3	45,0	41,3	9,6	4,7	3,0	23,9	20,7	1,2	3,7	2,5	1,2	-1,3	1,7
2007 Q4	50,1	45,0	10,7	5,8	2,8	25,8	22,1	1,4	5,1	3,3	1,8	-0,5	2,3
2008 Q1	44,5	41,3	9,7	4,6	3,0	24,1	20,5	1,2	3,2	2,0	1,2	-2,5	0,4
2008 Q2	45,3	41,9	10,1	4,9	3,2	23,7	20,6	1,1	3,4	2,4	1,0	0,0	3,2
2008 Q3	45,5	42,0	9,7	4,9	3,1	24,3	21,2	1,2	3,5	2,5	1,0	-2,4	0,7
2008 Q4	51,5	46,4	11,0	6,0	2,8	26,6	22,7	1,4	5,1	3,3	1,8	-2,7	0,1

Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten und nationalen Statistiken.

- Die Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 16 Euro-Länder. Daten zu Einnahmen, Ausgaben und zum Finanzierungssaldo basieren auf dem ESGV 95. Ohne Transaktionen zwischen dem EU-Haushalt und Einheiten außerhalb des Staatssektors. 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.
- Die fiskalische Belastung umfasst Steuern und Sozialbeiträge.



6.5 Vierteljährliche Verschuldung und Veränderung der Verschuldung<sup>1)</sup>  
(in % des BIP)

1. Euro-Währungsgebiet – Maastricht-Verschuldung nach Schuldarten<sup>2)</sup>

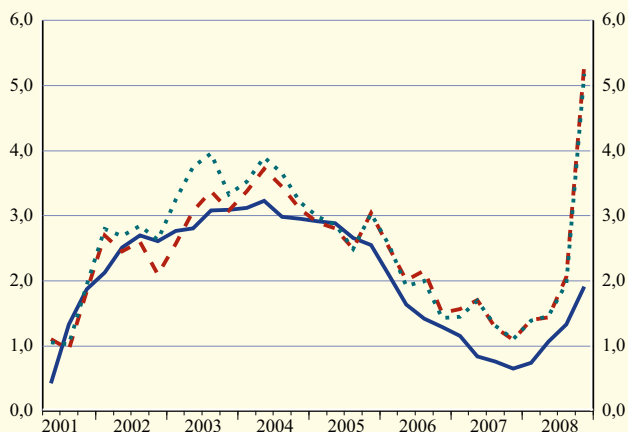
		Insgesamt				
		1	Schuldarten			
			2	3	4	5
		Bargeld und Einlagen	Kredite	Kurzfristige Wertpapiere	Langfristige Wertpapiere	
2006	Q1	70,3	2,5	11,7	4,9	51,2
	Q2	70,3	2,5	11,6	4,8	51,4
	Q3	69,8	2,5	11,6	4,7	51,0
	Q4	68,2	2,4	11,4	4,1	50,2
2007	Q1	68,5	2,4	11,4	4,8	49,9
	Q2	68,6	2,2	11,1	5,1	50,3
	Q3	67,7	2,1	11,0	5,1	49,4
	Q4	66,0	2,2	10,8	4,2	48,8
2008	Q1	66,8	2,1	11,0	5,0	48,8
	Q2	67,1	2,1	11,0	4,9	49,1
	Q3	67,1	2,1	10,8	5,5	48,6
	Q4	69,4	2,3	10,8	6,7	49,5

2. Euro-Währungsgebiet – Deficit-Debt-Adjustments

		Schuldenstandsänderung 1	Finanzierungssaldo 2	Deficit-Debt-Adjustments							Nachrichtlich: Netto-neuverschuldung 11	
				Insgesamt 3	Transaktionen in den wichtigsten Finanzaktiva der öffentlichen Haushalte (Staat)					Bewertungseffekte und sonstige Volumensänderungen 9		Sonstige 10
					Zusammen 4	Bargeld und Einlagen 5	Kredite 6	Wertpapiere 7	Aktien und sonstige Anteilsrechte 8			
2006	Q1	4,9	-2,9	2,0	1,3	1,1	0,1	0,6	-0,4	-0,4	1,0	5,2
	Q2	3,2	0,2	3,4	3,3	2,6	0,1	0,4	0,1	0,6	-0,4	2,6
	Q3	1,2	-1,7	-0,5	-0,9	-0,7	-0,2	0,2	-0,2	0,3	0,1	1,0
	Q4	-2,9	-0,9	-3,8	-2,4	-1,5	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-1,2	-2,8
2007	Q1	4,9	-2,2	2,7	1,9	1,0	0,0	0,7	0,2	-0,2	1,0	5,1
	Q2	3,7	1,4	5,1	4,9	4,0	0,0	0,6	0,3	0,2	0,0	3,5
	Q3	-0,5	-1,3	-1,8	-1,7	-2,1	0,1	0,4	-0,1	0,1	-0,2	-0,5
	Q4	-3,5	-0,5	-4,0	-2,9	-2,0	-0,1	-0,6	-0,3	-0,1	-1,0	-3,4
2008	Q1	6,0	-2,5	3,5	3,2	2,1	-0,1	0,9	0,4	-0,1	0,4	6,1
	Q2	3,7	0,0	3,7	3,6	2,0	0,2	1,1	0,2	0,1	0,1	3,7
	Q3	2,1	-2,4	-0,3	-0,9	-1,6	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,1	1,6
	Q4	9,4	-2,7	6,6	6,5	0,6	3,4	0,8	1,8	0,1	0,0	9,3

A29 Defizit, Nettoverschuldung und Veränderung der Verschuldung  
(gleitende Vierteljahrsumme in % des BIP)

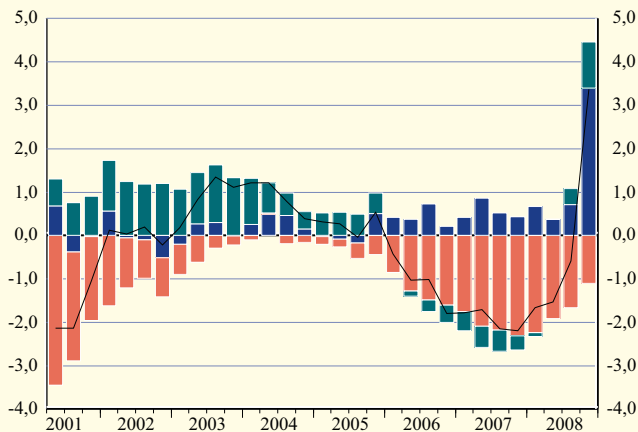
— Defizit  
- - - Veränderung der Verschuldung  
... Nettoverschuldung



A30 Maastricht-Verschuldung

(jährliche Veränderung der Schuldenquote und Bestimmungsfaktoren)

■ Deficit-Debt-Adjustments  
■ Primärsaldo  
■ Wachstum/Zins-Differenzial  
— Veränderung der Schuldenquote



Quelle: EZB-Berechnungen auf der Grundlage von Eurostat-Daten und nationalen Statistiken.

1) Die Daten für das Euro-Währungsgebiet beziehen sich auf die 16 Euro-Länder.

2) Die Bestandsdaten in Quartal t sind ausgedrückt in Prozent der Summe des BIP in Quartal t und den drei vorangegangenen Quartalen.

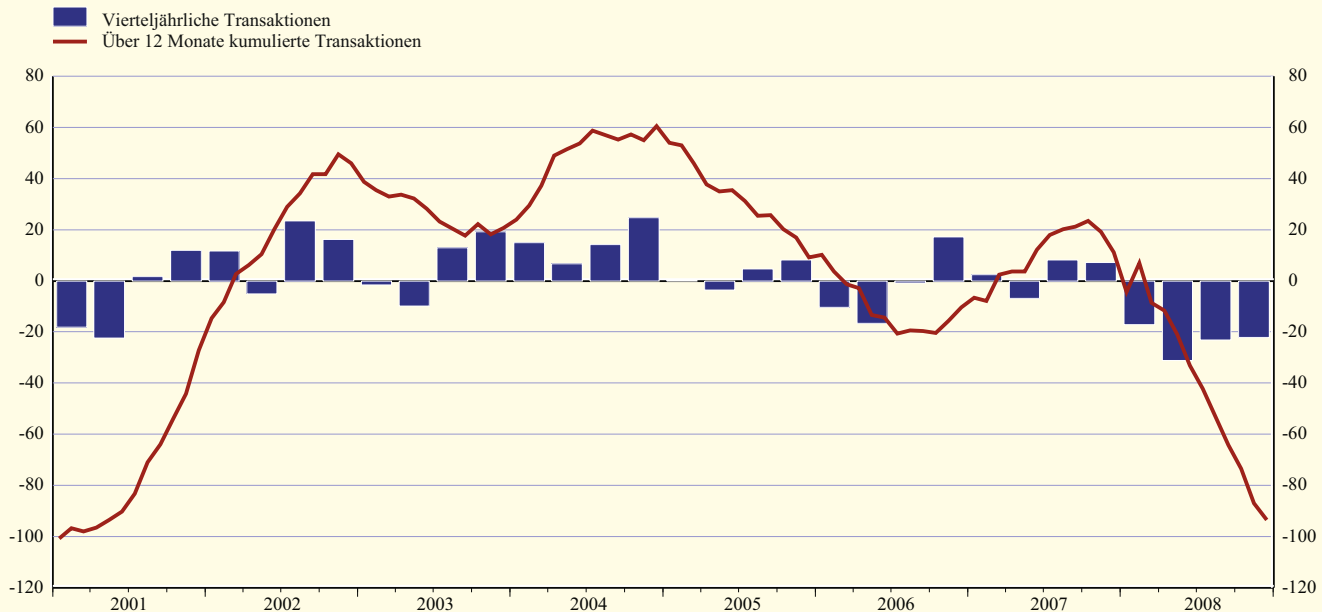


# AUSSENWIRTSCHAFT

## 7.1 Zahlungsbilanz – Gesamtübersicht <sup>1)</sup> (in Mrd €; Nettotransaktionen)

	Leistungsbilanz					Ver- mögens- übertra- gungen	Finanzie- rungssaldo gegenüber der übrigen Welt (Spalte 1+6)	Kapitalbilanz					Rest- posten	
	Ins- gesamt	Waren- handel	Dienst- leistun- gen	Erwerbs- und Ver- mögens- ein- kommen	Laufende Übertra- gungen			Ins- gesamt	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
2006	-10,5	12,3	43,3	13,6	-79,7	9,2	-1,2	141,4	-157,6	293,7	3,3	2,9	-0,9	-140,2
2007	11,1	46,4	49,2	1,4	-85,9	13,7	24,8	41,2	-92,5	159,7	-67,0	46,0	-5,1	-66,0
2008	-93,6	-6,1	41,7	-32,4	-96,8	12,4	-81,2	313,6	-251,3	439,2	-30,9	160,5	-3,9	-232,4
2007 Q4	7,2	8,0	11,5	8,5	-20,8	5,3	12,5	-92,6	12,6	-77,8	-23,2	-8,9	4,7	80,1
2008 Q1	-17,3	-2,5	10,0	3,4	-28,3	6,0	-11,2	35,5	-75,2	88,6	-22,8	50,0	-5,1	-24,3
Q2	-31,1	6,1	13,1	-32,0	-18,3	3,1	-28,0	79,7	-53,4	27,3	-8,9	114,8	0,0	-51,7
Q3	-23,1	-9,0	13,4	-3,0	-24,6	1,9	-21,2	61,7	-35,9	121,5	-8,4	-17,2	1,6	-40,4
Q4	-22,0	-0,7	5,2	-0,9	-25,7	1,3	-20,7	136,7	-86,7	201,8	9,2	12,8	-0,4	-116,0
2008 Febr.	7,3	4,4	4,0	3,6	-4,7	2,3	9,6	-17,8	-20,2	6,8	2,3	-11,3	4,5	8,2
März	-6,3	1,4	3,3	1,4	-12,4	1,1	-5,2	8,0	-22,7	14,7	3,8	15,4	-3,2	-2,8
April	-7,5	5,1	2,9	-7,4	-8,1	0,7	-6,8	25,7	-23,0	-17,9	-3,1	73,0	-3,3	-18,9
Mai	-24,0	-1,6	4,1	-21,0	-5,6	1,9	-22,2	39,1	-5,4	1,4	-10,6	50,9	2,7	-16,9
Juni	0,4	2,6	6,1	-3,6	-4,7	0,6	0,9	14,9	-25,1	43,8	4,8	-9,0	0,5	-15,9
Juli	-4,1	0,4	4,3	-0,6	-8,2	0,9	-3,2	48,5	-1,6	29,1	-0,1	23,4	-2,3	-45,3
Aug.	-11,5	-7,1	5,0	-1,1	-8,2	0,5	-10,9	0,4	-11,8	19,3	-8,3	-1,1	2,3	10,6
Sept.	-7,5	-2,3	4,1	-1,2	-8,2	0,5	-7,1	12,8	-22,5	73,1	0,1	-39,5	1,6	-5,7
Okt.	-5,1	3,7	1,5	0,6	-10,9	0,0	-5,1	97,3	-10,9	135,3	17,7	-36,8	-8,0	-92,3
Nov.	-13,7	-4,0	0,9	-1,5	-9,2	1,5	-12,2	19,6	-53,3	60,2	-5,7	18,8	-0,4	-7,4
Dez.	-3,3	-0,4	2,8	-0,1	-5,6	-0,2	-3,4	19,7	-22,5	6,4	-2,9	30,8	7,9	-16,3
2009 Jan.	-19,9	-10,1	1,6	-1,7	-9,7	0,7	-19,2	51,2	-15,9	-7,4	5,8	63,3	5,4	-32,0
Febr.	-2,3	1,5	1,8	-0,5	-5,1	0,9	-1,4	-5,4	-13,2	61,2	2,9	-57,4	1,1	6,8
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>														
2009 Febr.	-104,9	-10,8	38,4	-36,7	-95,8	9,1	-95,8	331,9	-227,9	419,2	4,3	131,7	4,5	-236,1

## A31 Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz (in Mrd €)



Quelle: EZB.

1) Eine Erklärung der Vorzeichenregelung findet sich in den „Erläuterungen“.

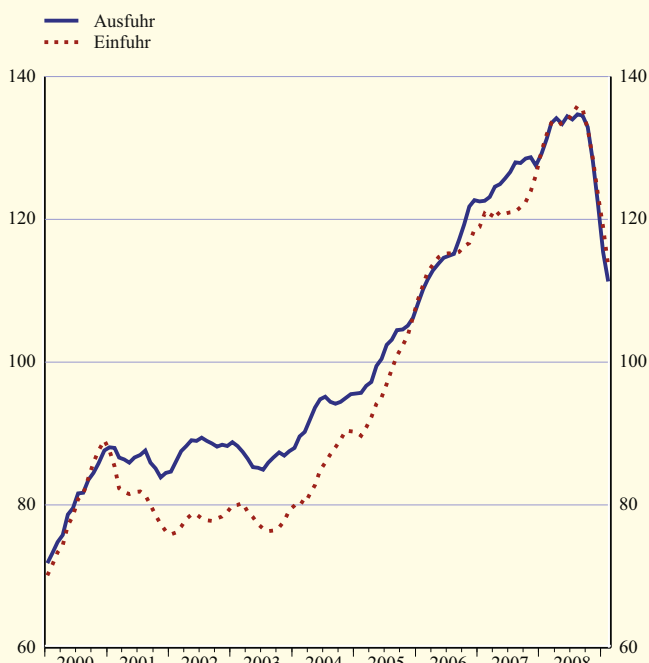
**7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen**  
(in Mrd €; Transaktionen)

**1. Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen – Gesamtübersicht**

	Leistungsbilanz											Vermögensübertragungen			
	Insgesamt			Warenhandel		Dienstleistungen		Erwerbs- und Vermögenseinkommen		Laufende Übertragungen					
	Einnahmen	Ausgaben	Saldo	Ausfuhr	Einfuhr	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben	Einnahmen	Ausgaben		Einnahmen	Ausgaben	
											Heimatüberweisungen der Gastarbeiter	Heimatüberweisungen der Gastarbeiter			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
2006	2 423,8	2 434,3	-10,5	1 396,8	1 384,5	440,8	397,5	496,4	482,8	89,8	5,4	169,5	17,4	23,9	14,7
2007	2 686,1	2 675,0	11,1	1 513,7	1 467,3	490,3	441,1	592,3	591,0	89,8	6,4	175,7	20,5	25,9	12,2
2008	2 760,3	2 853,9	-93,6	1 579,3	1 585,4	504,0	462,3	588,8	621,2	88,2	6,6	185,0	21,1	25,7	13,3
2007 Q4	703,7	696,4	7,2	395,5	387,5	128,5	117,0	152,6	144,0	27,1	1,6	47,9	5,6	8,8	3,6
2008 Q1	680,4	697,7	-17,3	390,3	392,7	116,9	106,9	147,1	143,7	26,1	1,6	54,3	5,1	8,9	2,9
Q2	709,2	740,4	-31,1	407,8	401,7	126,1	113,0	153,4	185,3	22,0	1,5	40,3	5,3	7,3	4,1
Q3	696,6	719,8	-23,1	403,1	412,1	136,2	122,8	143,8	146,7	13,5	1,8	38,1	5,4	4,8	2,9
Q4	674,0	696,1	-22,0	378,2	378,9	124,7	119,5	144,5	145,5	26,6	1,7	52,2	5,3	4,8	3,4
2008 Dez.	221,9	225,2	-3,3	113,8	114,2	41,8	39,0	50,3	50,4	16,0	.	21,6	.	1,7	1,8
2009 Jan.	181,5	201,4	-19,9	98,5	108,6	37,0	35,4	40,2	41,9	5,7	.	15,5	.	1,7	1,0
Febr.	192,8	195,1	-2,3	103,1	101,6	34,7	32,9	39,0	39,5	16,0	.	21,0	.	1,5	0,6
	Saisonbereinigt														
2007 Q4	681,3	689,0	-7,6	382,8	378,6	127,1	113,6	149,4	152,3	22,1	.	44,5	.	.	.
2008 Q1	701,6	718,3	-16,7	400,4	400,5	128,1	113,1	151,2	157,5	21,8	.	47,2	.	.	.
Q2	702,1	718,9	-16,8	403,4	401,6	126,4	115,7	148,4	154,5	23,9	.	47,1	.	.	.
Q3	696,4	719,9	-23,5	403,5	406,4	125,8	116,5	147,8	154,9	19,3	.	42,1	.	.	.
Q4	653,4	688,7	-35,3	366,4	370,3	123,3	115,8	141,8	154,0	21,9	.	48,6	.	.	.
2008 Sept.	231,3	238,7	-7,5	133,3	133,3	42,3	40,0	48,7	51,5	7,0	.	13,9	.	.	.
Okt.	227,8	234,7	-6,9	130,4	127,6	41,9	40,1	48,2	50,5	7,3	.	16,6	.	.	.
Nov.	220,2	235,8	-15,6	120,9	124,9	42,0	40,1	50,2	55,1	7,1	.	15,7	.	.	.
Dez.	205,4	218,2	-12,8	115,1	117,8	39,4	35,7	43,4	48,3	7,5	.	16,4	.	.	.
2009 Jan.	203,4	215,7	-12,3	110,1	114,0	41,8	38,0	44,5	48,1	7,0	.	15,5	.	.	.
Febr.	197,0	205,1	-8,1	108,5	108,5	39,1	36,1	41,2	45,9	8,1	.	14,6	.	.	.

**A32 Zahlungsbilanz – Warenhandel**

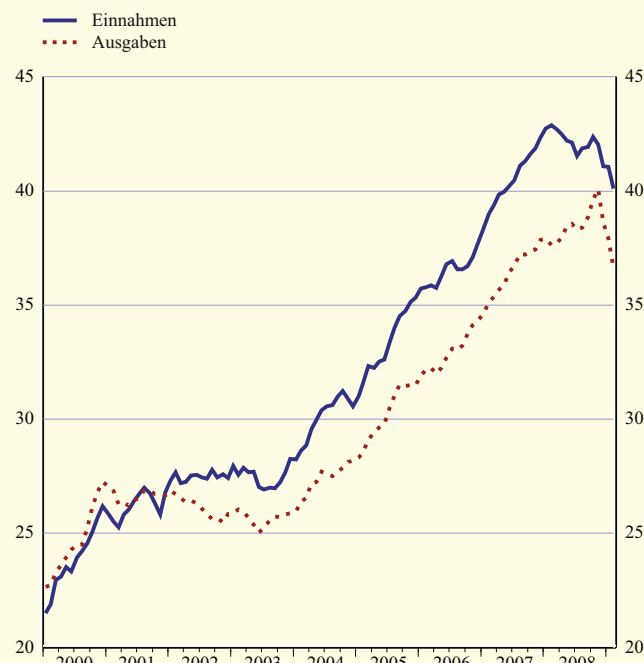
(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



Quelle: EZB.

**A33 Zahlungsbilanz – Dienstleistungen**

(in Mrd €; saisonbereinigt; gleitender Dreimonatsdurchschnitt)



## 7.2 Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen (in Mrd €)

### 2. Erwerbs- und Vermögenseinkommen (Transaktionen)

	Erwerbs-einkommen		Vermögenseinkommen													
	Ein-nahmen	Ausgaben	Zusammen		Direktinvestitionen						Wertpapieranlagen				Übrige Vermögens-einkommen	
			Ein-nahmen	Ausgaben	Beteiligungskapital		Kredite		Aktien und Investmentzertifikate		Schuld-verschreibungen		Ein-nahmen	Ausgaben		
	Einnahmen	Ausgaben			Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben	Ein-nahmen	Ausgaben						
			Re-investierte Gewinne	Re-investierte Gewinne												
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
2006	17,4	9,8	478,9	472,9	182,7	41,4	111,5	36,6	20,6	20,2	39,2	99,1	103,6	91,5	132,9	150,6
2007	18,7	10,2	573,6	580,7	207,0	75,0	130,5	38,6	26,1	24,4	45,5	116,1	117,5	113,2	177,5	196,5
2008	19,1	10,4	569,7	610,8	192,3	65,8	126,6	43,3	30,0	25,7	42,8	124,4	123,0	129,3	181,6	204,8
2007 Q4	4,9	2,7	147,7	141,4	52,5	13,8	31,2	6,9	7,4	6,5	9,4	20,6	30,7	30,5	47,5	52,5
2008 Q1	4,9	2,0	142,2	141,7	50,1	22,2	31,7	15,9	6,8	6,2	9,7	21,0	30,3	31,4	45,3	51,4
Q2	4,7	2,6	148,7	182,7	52,0	13,3	34,7	4,6	7,5	6,9	14,4	58,5	30,4	31,4	44,4	51,2
Q3	4,6	3,1	139,2	143,6	45,8	18,1	31,9	15,5	7,1	6,1	10,2	23,8	32,0	31,1	44,0	50,7
Q4	4,9	2,7	139,7	142,7	44,4	12,2	28,4	7,3	8,6	6,5	8,5	21,0	30,3	35,3	47,9	51,6

### 3. Geografische Aufschlüsselung (kumulierte Transaktionen)

Q1 2008 bis Q4 2008	Ins-gesamt	EU 27 (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Brasi-lien	Kanada	China	Indien	Japan	Russ-land	Schweiz	Ver-einigte Staaten	Andere
	1	Ins-gesamt	Däne-mark	Schwe-den	Verein-igtes König-reich	Andere EU-Mitglied-staaten	EU-Insti-tutionen	8	9	10	11	12	13	14	15	16
		<b>Einnahmen</b>														
<b>Leistungsbilanz</b>	2 760,3	999,7	60,5	85,8	518,6	277,7	57,1	41,1	35,9	85,2	31,1	57,2	103,4	185,8	404,8	815,9
Warenhandel	1 579,3	542,5	36,4	54,3	233,6	218,1	0,0	22,5	18,6	65,5	23,5	33,8	79,1	91,8	192,6	509,4
Dienstleistungen	504,0	171,4	12,9	13,7	110,0	29,0	5,7	7,3	6,8	15,2	5,7	11,3	14,2	50,6	79,8	141,8
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	588,8	222,7	10,4	16,2	162,1	27,4	6,7	11,0	9,8	4,3	1,8	11,8	9,8	36,9	125,4	155,4
Vermögenseinkommen	569,7	216,1	10,3	16,0	160,3	26,6	2,9	11,0	9,7	4,2	1,7	11,7	9,7	29,9	123,6	152,1
Laufende Übertragungen	88,2	63,2	0,8	1,5	13,0	3,2	44,6	0,2	0,8	0,3	0,1	0,4	0,4	6,5	7,1	9,3
<b>Vermögensübertragungen</b>	25,7	22,3	0,0	0,0	1,1	0,2	21,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	1,4	1,2
		<b>Ausgaben</b>														
<b>Leistungsbilanz</b>	2 853,9	904,0	47,3	85,1	439,4	228,0	104,1	-	31,8	-	-	100,4	-	180,9	391,2	-
Warenhandel	1 585,4	435,9	30,4	51,5	176,2	177,8	0,0	27,9	14,3	179,3	20,9	55,8	111,9	79,2	143,1	517,1
Dienstleistungen	462,3	141,2	8,2	11,7	87,6	33,4	0,2	5,3	6,8	11,2	4,6	8,3	9,4	39,9	95,4	140,2
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	621,2	212,7	7,7	20,6	163,5	11,9	9,0	-	8,9	-	-	35,7	-	55,8	144,1	-
Vermögenseinkommen	610,8	206,6	7,6	20,5	162,0	7,5	9,0	-	8,8	-	-	35,6	-	55,3	143,1	-
Laufende Übertragungen	185,0	114,2	1,0	1,3	12,1	4,9	95,0	1,5	1,8	2,5	0,7	0,6	0,5	6,0	8,7	48,6
<b>Vermögensübertragungen</b>	13,3	2,3	0,0	0,1	1,2	0,2	0,8	0,2	1,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,6	1,3	7,6
		<b>Saldo</b>														
<b>Leistungsbilanz</b>	-93,6	95,7	13,2	0,7	79,2	49,7	-47,1	-	4,1	-	-	-43,2	-	4,9	13,6	-
Warenhandel	-6,1	106,6	6,0	2,9	57,3	40,4	0,0	-5,4	4,3	-113,8	2,6	-22,0	-32,8	12,6	49,5	-7,7
Dienstleistungen	41,7	30,1	4,7	2,0	22,4	-4,5	5,5	2,0	0,0	4,0	1,1	3,0	4,8	10,7	-15,6	1,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen	-32,4	10,1	2,7	-4,5	-1,4	15,5	-2,3	-	0,8	-	-	-24,0	-	-18,9	-18,7	-
Vermögenseinkommen	-41,1	9,5	2,7	-4,5	-1,8	19,2	-6,1	-	0,9	-	-	-23,9	-	-25,4	-19,5	-
Laufende Übertragungen	-96,8	-51,1	-0,2	0,3	0,9	-1,6	-50,3	-1,2	-1,1	-2,2	-0,6	-0,2	-0,1	0,6	-1,6	-39,3
<b>Vermögensübertragungen</b>	12,4	20,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	20,2	-0,1	-1,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,2	-6,3

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen und sonstige Veränderungen während des Berichtszeitraums)

### 1. Kapitalbilanz – Gesamtübersicht

	Insgesamt <sup>1)</sup>			Insgesamt in % des BIP			Direkt- investitionen		Wertpapier- anlagen		Finanz- derivate (netto)	Übriger Kapitalverkehr		Wäh- rungs- reserven
	Aktiva 1	Passiva 2	Saldo 3	Aktiva 4	Passiva 5	Saldo 6	Aktiva 7	Passiva 8	Aktiva 9	Passiva 10		Aktiva 12	Passiva 13	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
2004	8 602,5	9 518,4	-915,9	109,5	121,2	-11,7	2 268,7	2 235,4	3 045,0	4 080,2	-37,4	3 045,2	3 202,9	281,0
2005	10 785,2	11 605,3	-820,2	132,3	142,4	-10,1	2 790,8	2 444,3	3 887,5	5 109,1	-21,4	3 805,8	4 052,0	322,5
2006	12 258,8	13 306,1	-1 047,3	143,3	155,5	-12,2	3 131,7	2 728,7	4 371,5	5 866,5	-20,8	4 448,7	4 711,0	327,7
2007	13 750,6	14 915,4	-1 164,9	152,9	165,9	-13,0	3 526,1	3 091,6	4 653,8	6 340,0	-10,2	5 233,5	5 483,9	347,4
2008 Q3	13 929,1	15 185,3	-1 256,3	150,5	164,1	-13,6	3 777,4	3 198,8	4 281,0	6 029,1	23,2	5 476,5	5 957,5	370,9
Q4	13 126,5	14 847,4	-1 720,9	141,5	160,1	-18,6	3 753,7	3 185,7	3 747,3	5 978,2	19,7	5 222,0	5 683,5	383,9
<b>Veränderung der Bestände</b>														
2004	740,8	888,6	-147,8	9,4	11,3	-1,9	99,2	151,2	389,4	494,0	-17,3	295,4	243,4	-25,7
2005	2 182,7	2 086,9	95,7	26,8	25,6	1,2	522,1	209,0	842,5	1 028,9	16,0	760,6	849,1	41,5
2006	1 473,6	1 700,8	-227,1	17,2	19,9	-2,7	340,9	284,3	484,0	757,4	0,6	642,9	659,0	5,2
2007	1 491,8	1 609,3	-117,5	16,6	17,9	-1,3	394,4	362,9	282,3	473,5	10,6	784,7	772,9	19,7
2008 Q3	229,7	288,3	-58,6	10,0	12,6	-2,6	112,7	45,7	-151,1	-20,8	27,9	223,2	263,4	17,0
Q4	-802,5	-337,9	-464,6	-33,9	-14,3	-19,6	-23,8	-13,0	-533,8	-50,9	-3,5	-254,5	-274,0	13,0
<b>Transaktionen</b>														
2005	1 329,2	1 339,4	-10,2	16,3	16,4	-0,1	358,4	152,4	416,2	543,3	17,3	554,9	643,7	-17,7
2006	1 680,0	1 821,4	-141,4	19,6	21,3	-1,7	417,4	259,8	527,6	821,4	-3,3	737,4	740,3	0,9
2007	1 896,7	1 937,9	-41,2	21,1	21,6	-0,5	474,2	381,7	439,5	599,3	67,0	910,9	956,9	5,1
2008	395,2	708,8	-313,6	4,3	7,6	-3,4	351,0	99,7	-14,7	424,5	30,9	24,2	184,7	3,9
2008 Q2	75,9	155,6	-79,7	3,2	6,6	-3,4	45,0	-8,4	134,5	161,7	8,9	-112,5	2,3	0,0
Q3	135,6	197,3	-61,7	5,9	8,6	-2,7	88,7	52,8	-60,9	60,7	8,4	101,0	83,8	-1,6
Q4	-373,1	-236,4	-136,7	-15,8	-10,0	-5,8	50,5	-36,2	-155,3	46,5	-9,2	-259,6	-246,8	0,4
2008 Okt.	-97,7	-0,4	-97,3	.	.	.	9,2	-1,7	-131,1	4,2	-17,7	34,0	-2,8	8,0
Nov.	-49,9	-30,3	-19,6	.	.	.	33,3	-20,0	-2,1	58,1	5,7	-87,2	-68,4	0,4
Dez.	-225,5	-205,8	-19,7	.	.	.	8,0	-14,5	-22,1	-15,7	2,9	-206,4	-175,6	-7,9
2009 Jan.	-14,3	36,9	-51,2	.	.	.	27,2	11,3	20,8	13,5	-5,8	-51,2	12,1	-5,4
Febr.	-109,0	-114,3	5,4	.	.	.	20,6	7,4	-25,2	36,0	-2,9	-100,3	-157,7	-1,1
<b>Sonstige Veränderungen</b>														
2004	-76,9	97,0	-173,9	-1,0	1,2	-2,2	-69,8	61,8	43,6	76,2	-25,8	-11,7	-41,0	-13,3
2005	853,5	747,5	105,9	10,5	9,2	1,3	163,7	56,5	426,3	485,6	-1,4	205,7	205,4	59,2
2006	-206,4	-120,6	-85,7	-2,4	-1,4	-1,0	-76,5	24,5	-43,6	-63,9	3,9	-94,4	-81,3	4,3
2007	-404,9	-328,5	-76,3	-4,5	-3,7	-0,8	-79,7	-18,8	-157,2	-125,8	-56,4	-126,1	-184,0	14,6
<b>Sonstige wechselkursbedingte Veränderungen</b>														
2004	-168,8	-96,4	-72,4	-2,1	-1,2	-0,9	-36,0	7,4	-62,3	-50,2	.	-61,2	-53,5	-9,4
2005	369,3	214,4	154,9	4,5	2,6	1,9	86,9	-18,2	136,8	118,1	.	126,9	114,5	18,7
2006	-321,7	-207,9	-113,8	-3,8	-2,4	-1,3	-70,7	11,7	-131,1	-118,0	.	-104,6	-101,5	-15,3
2007	-501,6	-244,1	-257,5	-5,6	-2,7	-2,9	-110,0	27,1	-194,5	-124,1	.	-182,2	-147,1	-14,9
<b>Sonstige preisbedingte Veränderungen</b>														
2004	102,1	218,6	-116,5	1,3	2,8	-1,5	30,7	25,0	100,3	193,6	-25,8	.	.	-3,1
2005	288,1	327,5	-39,4	3,5	4,0	-0,5	60,7	48,6	186,6	278,9	-1,4	.	.	42,1
2006	297,0	309,5	-12,5	3,5	3,6	-0,1	61,2	39,4	215,7	270,1	3,9	.	.	16,3
2007	156,6	-63,8	220,3	1,7	-0,7	2,5	29,6	12,3	151,7	-76,1	-56,4	.	.	31,6
<b>Sonstige anpassungsbedingte Veränderungen</b>														
2004	-10,3	-25,2	15,0	-0,1	-0,3	0,2	-64,5	29,4	5,6	-67,2	.	49,5	12,5	-0,8
2005	195,5	205,6	-10,2	2,4	2,5	-0,1	16,0	26,1	102,9	88,6	.	78,8	90,9	-2,2
2006	-181,4	-222,3	40,9	-2,1	-2,6	0,5	-67,0	-26,6	-128,2	-216,0	.	10,2	20,3	3,7
2007	-59,5	-20,7	-38,9	-0,7	-0,2	-0,4	0,6	-58,2	-114,3	74,4	.	56,0	-36,8	-1,9
<b>Veränderung der Bestände in %</b>														
2004	10,3	9,1	-	.	.	.	7,8	4,2	12,8	11,5	.	11,1	9,5	-4,1
2005	14,9	13,7	-	.	.	.	15,2	6,8	13,1	12,8	.	17,6	19,5	-5,8
2006	15,7	15,8	-	.	.	.	15,0	10,6	13,8	16,3	.	19,5	18,4	0,2
2007	15,5	14,5	-	.	.	.	15,2	14,0	10,0	10,1	.	20,5	20,4	1,6
2008 Q2	10,2	10,4	-	.	.	.	13,3	10,3	7,6	7,0	.	9,8	14,8	1,4
Q3	8,2	8,1	-	.	.	.	12,2	8,9	5,3	6,6	.	7,4	9,6	-0,4
Q4	2,8	4,8	-	.	.	.	10,1	3,2	-0,6	7,1	.	0,4	3,4	1,1

Quelle: EZB.

1) Finanzderivate (netto) sind in den Aktiva enthalten.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

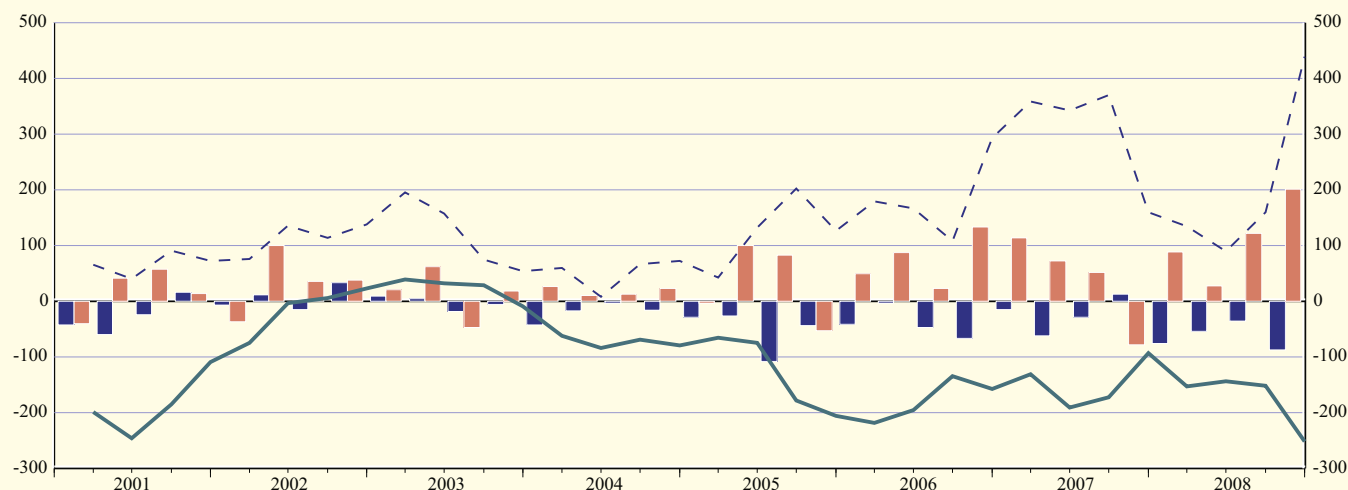
### 2. Direktinvestitionen

	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	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
2006	3 131,7	2 540,4	217,4	2 323,0	591,3	2,2	589,1	2 728,7	2 091,9	65,5	2 026,4	636,8	9,7	627,1
2007	3 526,1	2 844,3	246,4	2 597,9	681,9	6,3	675,6	3 091,6	2 343,9	69,1	2 274,8	747,7	14,9	732,8
2008 Q3	3 777,4	3 007,4	253,2	2 754,2	770,1	6,7	763,4	3 198,8	2 371,8	65,7	2 306,2	826,9	18,3	808,7
Q4	3 753,7	2 970,1	241,2	2 728,8	783,6	6,4	777,2	3 185,7	2 368,9	65,6	2 303,3	816,8	17,1	799,7
<b>Transaktionen</b>														
2007	474,2	355,5	24,6	330,9	118,7	-0,1	118,8	381,7	267,4	5,2	262,2	114,3	1,4	112,9
2008	351,0	234,6	15,2	219,4	116,4	-0,2	116,6	99,7	69,0	-1,2	70,2	30,7	1,5	29,2
2008 Q2	45,0	16,3	7,6	8,8	28,7	-1,9	30,5	-8,4	-5,2	-2,1	-3,1	-3,2	1,0	-4,3
Q3	88,7	65,7	-7,6	73,4	22,9	-0,4	23,3	52,8	30,9	0,8	30,2	21,9	0,5	21,4
Q4	50,5	35,0	7,1	28,0	15,5	-0,3	15,8	-36,2	0,7	0,0	0,7	-36,9	-0,2	-36,7
2008 Okt.	9,2	12,7	2,3	10,4	-3,5	0,0	-3,4	-1,7	1,7	-0,8	2,6	-3,5	0,0	-3,5
Nov.	33,3	15,2	2,6	12,6	18,1	0,2	17,9	-20,0	-3,6	0,4	-4,0	-16,3	0,0	-16,4
Dez.	8,0	7,2	2,2	5,0	0,8	-0,5	1,3	-14,5	2,6	0,5	2,1	-17,1	-0,2	-16,9
2009 Jan.	27,2	15,1	5,6	9,5	12,1	1,6	10,5	11,3	6,3	0,6	5,7	5,0	0,4	4,6
Febr.	20,6	9,0	1,0	8,1	11,6	0,5	11,1	7,4	5,5	0,4	5,1	1,9	0,1	1,8
<b>Wachstumsraten</b>														
2006	15,0	14,6	20,1	14,1	17,1	-2,9	17,2	10,6	12,3	10,2	12,4	5,5	-1,2	5,6
2007	15,2	14,0	11,1	14,3	20,1	-82,4	20,3	14,0	12,8	8,5	12,9	18,0	9,0	18,2
2008 Q2	13,3	11,1	11,7	11,1	22,6	11,0	22,7	10,3	7,8	2,5	8,0	18,5	15,6	18,5
Q3	12,2	10,2	1,1	11,1	20,6	11,5	20,7	8,9	6,4	1,0	6,5	17,2	15,6	17,2
Q4	10,1	8,3	6,2	8,5	17,1	-4,5	17,3	3,2	3,0	-1,9	3,1	4,1	8,4	4,0

## A34 Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)

(in Mrd €)

- Direktinvestitionen (vierteljährliche Transaktionen)
- Wertpapieranlagen (vierteljährliche Transaktionen)
- Direktinvestitionen (über 12 Monate kumulierte Transaktionen)
- - Wertpapieranlagen (über 12 Monate kumulierte Transaktionen)



Quelle: EZB.



## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

## 3. Wertpapieranlagen (Aktiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate					Schuldverschreibungen									
		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs		Anleihen					Geldmarktpapiere				
			Euro-system	Staat	Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs		Nicht-MFIs			
						Euro-system	Staat	Euro-system	Staat		Euro-system	Staat				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																
2006	4 371,5	1 936,2	127,8	2,8	1 808,4	37,0	2 056,0	875,0	13,0	1 181,0	14,1	379,3	311,6	11,1	67,7	0,2
2007	4 653,8	1 984,7	145,2	2,4	1 839,5	44,6	2 231,5	937,4	15,5	1 294,0	16,9	437,7	350,6	33,9	87,1	0,5
2008 Q3	4 281,0	1 510,5	88,2	2,7	1 422,3	39,0	2 287,9	990,8	23,2	1 297,1	19,4	482,6	390,8	55,1	91,9	0,7
Q4	3 747,3	1 154,7	70,2	2,9	1 084,5	28,1	2 147,3	957,6	19,2	1 189,7	17,0	445,3	376,8	61,6	68,5	1,2
<b>Transaktionen</b>																
2007	439,5	79,5	36,0	-0,4	43,6	5,5	282,5	153,6	3,8	128,9	2,0	77,5	68,5	25,0	9,0	0,3
2008	-14,7	-113,0	-55,4	0,6	-57,6	-0,5	91,1	49,7	6,9	41,4	2,4	7,1	24,9	24,5	-17,8	0,3
2008 Q2	134,5	32,3	-6,2	0,1	38,5	0,8	93,8	36,9	8,3	56,9	1,5	8,3	18,1	20,8	-9,8	0,2
Q3	-60,9	-51,3	-4,4	0,1	-46,9	0,6	19,9	-0,8	-0,2	20,6	1,1	-29,4	-33,0	-1,2	3,6	-0,2
Q4	-155,3	-49,7	-4,0	0,4	-45,6	-1,3	-59,6	-15,3	-4,5	-44,3	-0,5	-46,1	-19,0	-1,8	-27,1	0,2
2008 Okt.	-131,1	-45,7	-8,2	0,0	-37,5	.	-31,0	-11,4	-1,6	-19,6	.	-54,4	-31,5	-0,5	-22,9	.
Nov.	-2,1	1,1	5,9	0,3	-4,9	.	-5,3	1,3	-1,4	-6,6	.	2,2	3,0	-0,8	-0,8	.
Dez.	-22,1	-5,0	-1,7	0,1	-3,3	.	-23,3	-5,2	-1,5	-18,1	.	6,2	9,5	-0,5	-3,3	.
2009 Jan.	20,8	7,8	-0,2	0,0	8,0	.	10,9	7,7	-0,7	3,2	.	2,2	1,7	1,0	0,4	.
Febr.	-25,2	-8,0	-3,7	0,0	-4,3	.	-12,5	-2,3	0,3	-10,2	.	-4,7	-0,3	1,5	-4,4	.
<b>Wachstumsraten</b>																
2006	13,8	9,0	17,5	0,9	8,4	22,1	17,1	24,1	15,8	12,5	9,0	21,3	22,2	220,7	20,4	-27,3
2007	10,0	4,0	29,0	-13,1	2,3	14,4	13,8	17,8	30,1	10,8	14,0	20,8	22,5	225,0	13,0	173,4
2008 Q2	7,6	1,5	-27,7	0,6	3,9	7,9	10,4	11,2	75,6	9,8	17,1	21,2	29,6	216,0	-9,9	-92,8
Q3	5,3	-2,4	-26,2	6,6	-0,6	4,4	9,8	10,3	65,0	9,4	19,3	16,9	22,7	146,4	-5,8	-94,1
Q4	-0,6	-6,5	-37,8	26,0	-3,9	-1,3	4,1	5,3	26,0	3,3	14,5	1,3	7,0	94,5	-22,7	52,8

## 4. Wertpapieranlagen (Passiva)

	Insgesamt	Aktien und Investmentzertifikate			Schuldverschreibungen							
		Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	Anleihen					Geldmarktpapiere		
					Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs		Zusammen	MFIs	Nicht-MFIs	
							Staat	Staat				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>												
2006	5 866,5	2 910,8	657,6	2 253,2	2 656,9	953,8	1 705,5	1 019,2	298,8	125,7	173,2	138,0
2007	6 340,0	3 103,1	754,7	2 348,3	2 917,3	1 128,0	1 789,3	1 113,4	319,6	153,4	166,1	142,5
2008 Q3	6 029,1	2 414,9	715,4	1 699,3	3 152,6	1 150,5	2 001,6	1 253,7	461,6	176,6	285,0	228,4
Q4	5 978,2	2 126,5	680,8	1 445,7	3 275,8	1 165,8	2 110,1	1 383,1	575,8	171,7	404,1	339,3
<b>Transaktionen</b>												
2007	599,3	127,6	76,7	50,6	433,0	229,7	203,4	148,6	38,6	41,1	-2,6	8,1
2008	424,5	-77,1	93,4	-170,5	281,6	45,1	237,0	197,4	219,9	-6,7	226,6	198,8
2008 Q2	161,7	-17,7	17,6	-35,3	155,5	57,7	97,9	44,2	24,0	3,5	20,6	10,7
Q3	60,7	-73,6	-14,9	-58,8	63,9	10,3	53,7	54,8	70,4	-4,2	74,7	52,3
Q4	46,5	-45,9	17,8	-63,8	-13,0	-42,0	29,0	32,8	105,5	-11,0	116,5	108,7
2008 Okt.	4,2	-60,4	.	.	-14,6	.	.	.	79,2	.	.	.
Nov.	58,1	20,5	.	.	30,5	.	.	.	7,0	.	.	.
Dez.	-15,7	-6,1	.	.	-29,0	.	.	.	19,3	.	.	.
2009 Jan.	13,5	-44,5	.	.	27,8	.	.	.	30,2	.	.	.
Febr.	36,0	-5,7	.	.	35,7	.	.	.	5,9	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>												
2006	16,3	12,1	17,5	10,6	22,9	25,9	21,2	15,2	1,5	21,5	-10,0	-11,2
2007	10,1	4,4	11,4	2,3	16,3	24,3	11,9	14,6	12,7	33,7	-0,2	6,6
2008 Q2	7,0	0,8	11,5	-2,6	13,1	14,6	12,3	16,0	8,7	23,6	0,8	3,7
Q3	6,6	-2,4	5,6	-5,1	13,0	10,9	14,3	17,8	26,0	19,1	34,3	27,6
Q4	7,1	-3,4	12,8	-8,8	9,9	4,1	13,4	18,1	65,5	-3,7	135,6	144,4

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 5. Übriger Kapitalverkehr (Aktiva)

	Ins- gesamt	Eurosystem			MFIs (ohne Eurosystem)			Staat				Übrige Sektoren			
		Zusam- men	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Aktiva	Zusam- men	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Aktiva	Handels- kredite	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen		Handels- kredite	Finanzkredite/ Bargeld und Einlagen			
									Bargeld und Einlagen	Bargeld und Einlagen		Bargeld und Einlagen	Bargeld und Einlagen		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2006	4 448,7	14,1	12,7	1,4	2 937,6	2 874,9	62,8	120,0	14,2	58,2	15,4	1 377,1	187,9	1 062,1	395,6
2007	5 233,5	39,1	37,7	1,4	3 342,5	3 271,4	71,1	107,1	12,7	48,1	13,5	1 744,8	191,1	1 387,7	441,7
2008 Q3	5 476,5	34,2	33,2	1,0	3 553,1	3 477,3	75,8	100,8	12,3	39,9	8,7	1 788,5	199,8	1 365,6	371,0
Q4	5 222,0	33,5	32,5	1,0	3 284,5	3 226,8	57,7	101,4	12,0	41,2	7,0	1 802,6	190,2	1 388,9	379,7
<b>Transaktionen</b>															
2007	910,9	22,0	22,0	0,0	548,3	541,0	7,3	-7,6	-1,4	-7,2	-2,0	348,3	13,7	292,7	38,7
2008	24,2	-4,3	-4,3	0,0	-31,0	-50,0	19,0	-7,0	-1,1	-6,7	-5,9	66,4	13,3	-5,9	-50,7
2008 Q2	-112,5	-9,3	-9,3	0,0	-102,4	-103,4	0,9	6,2	-0,4	5,9	5,6	-7,0	10,3	-30,1	-56,4
Q3	101,0	-1,9	-1,9	0,0	81,3	81,3	0,0	-8,0	-0,1	-8,8	-8,3	29,6	2,7	6,8	-1,5
Q4	-259,6	-2,2	-2,3	0,0	-227,2	-240,8	13,7	-0,3	-0,3	1,0	-1,9	-29,9	-5,6	-23,6	-9,5
2008 Okt.	34,0	-4,2	.	.	20,5	.	.	-0,2	.	.	-2,8	17,9	.	.	17,1
Nov.	-87,2	4,3	.	.	-86,1	.	.	7,2	.	.	8,1	-12,6	.	.	-0,4
Dez.	-206,4	-2,3	.	.	-161,5	.	.	-7,3	.	.	-7,2	-35,3	.	.	-26,1
2009 Jan.	-51,2	-2,4	.	.	-52,6	.	.	13,4	.	.	11,3	-9,7	.	.	-3,6
Febr.	-100,3	-3,6	.	.	-91,0	.	.	-7,8	.	.	-3,2	2,1	.	.	-2,1
<b>Wachstumsraten</b>															
2006	19,5	-37,6	-40,0	1,6	21,1	21,3	10,7	-5,5	-26,1	-4,3	24,5	20,0	3,4	24,5	8,5
2007	20,5	157,3	173,8	-1,7	18,8	18,9	11,5	-6,4	-9,7	-12,4	-13,1	25,2	7,4	27,3	9,8
2008 Q2	9,8	25,4	26,9	-1,1	7,5	7,5	6,4	-12,1	-9,9	-22,9	-34,1	16,2	11,9	15,7	-11,0
Q3	7,4	2,0	2,3	0,3	7,6	7,5	10,5	-5,1	-8,9	-13,2	-31,4	7,9	12,5	3,7	-12,5
Q4	0,4	-13,6	-14,0	5,0	-0,9	-1,5	27,0	-6,5	-8,6	-14,1	-45,7	3,8	7,0	-0,5	-12,0

### 6. Übriger Kapitalverkehr (Passiva)

	Ins- gesamt	Eurosystem			MFIs (ohne Eurosystem)			Staat				Übrige Sektoren			
		Zusam- men	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Passiva	Zusam- men	Finanz- kredite/ Bargeld und Ein- lagen	Sonstige Passiva	Zusam- men	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva	Zusam- men	Handels- kredite	Finanz- kredite	Sonstige Passiva
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>															
2006	4 711,0	116,3	116,1	0,2	3 484,8	3 430,4	54,5	51,6	0,0	47,5	4,1	1 058,2	146,8	819,6	91,7
2007	5 483,9	201,7	201,4	0,2	3 938,7	3 871,7	67,0	51,8	0,0	46,6	5,2	1 291,7	158,4	1 024,1	109,3
2008 Q3	5 957,5	371,8	371,4	0,3	4 197,0	4 126,6	70,4	52,3	0,0	48,8	3,4	1 336,5	170,0	1 062,0	104,4
Q4	5 683,5	481,7	481,5	0,3	3 774,7	3 718,0	56,7	61,3	0,0	57,7	3,6	1 365,8	166,8	1 090,4	108,6
<b>Transaktionen</b>															
2007	956,9	91,4	91,4	0,0	635,2	630,4	4,8	-0,9	0,0	-1,8	0,9	231,3	9,9	224,4	-3,0
2008	184,7	280,0	280,0	0,1	-173,3	-191,3	18,0	9,4	0,0	10,8	-1,4	68,6	6,8	62,8	-1,1
2008 Q2	2,3	42,0	42,1	-0,1	-25,4	-23,4	-2,1	-1,2	0,0	-1,5	0,3	-13,0	5,3	-11,4	-6,8
Q3	83,8	107,8	107,7	0,1	-26,9	-30,9	4,0	2,2	0,0	2,4	-0,1	0,7	1,5	2,8	-3,7
Q4	-246,8	110,6	110,7	-0,1	-403,6	-416,9	13,4	8,9	0,0	8,5	0,4	37,3	-3,4	34,4	6,2
2008 Okt.	-2,8	130,8	.	.	-177,5	.	.	6,7	.	.	.	37,1	.	.	.
Nov.	-68,4	-31,6	.	.	-52,6	.	.	2,7	.	.	.	13,0	.	.	.
Dez.	-175,6	11,4	.	.	-173,5	.	.	-0,5	.	.	.	-12,9	.	.	.
2009 Jan.	12,1	-59,1	.	.	99,2	.	.	2,1	.	.	.	-30,0	.	.	.
Febr.	-157,7	-27,9	.	.	-107,2	.	.	-4,9	.	.	.	-17,7	.	.	.
<b>Wachstumsraten</b>															
2006	18,4	22,4	22,4	5,7	16,1	16,1	13,3	3,6	-24,1	4,2	-3,2	27,3	9,8	31,9	17,6
2007	20,4	79,2	79,4	-6,9	18,3	18,5	8,8	-1,6	29,1	-3,6	18,0	21,4	6,7	27,4	-1,5
2008 Q2	14,8	72,5	72,7	-6,3	11,7	11,8	3,0	-8,4	22,9	-5,9	-33,4	18,5	9,9	23,8	-9,1
Q3	9,6	126,0	126,3	10,3	7,1	7,1	7,2	-9,6	54,1	-6,0	-42,4	3,0	9,2	4,0	-13,5
Q4	3,4	140,9	141,1	20,8	-4,4	-4,9	26,8	18,2	-4,8	23,3	-28,1	5,3	4,3	6,1	-1,3

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(In Mrd € und Jahreswachstumsraten; Bestände und Wachstumsraten am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

## 7. Währungsreserven

	Währungsreserven													Nachrichtlich		
	Ins- gesamt	Monetäre Goldreserven		Sonder- zie- hungs- rechte	Re- ser- ve- posi- tion im IWF	Devisenreserven								Sons- tige Reser- ven	Aktiva	Passiva
		In Mrd €	Feinunzen (in Mio)			Zu- sam- men	Bargeld und Einlagen		Wertpapiere			Finanz- derivate	Forde- rungen in Fremd- währung an Ansässige im Euro- Währungs- gebiet		Feststehende kurzfristige Netto- abflüsse in Fremd- währung	
							Bei Wäh- rungs- behörden und der BIZ	Bei Banken	Zu- sam- men	Aktien und Invest- ment- zerti- ficate	Anlei- hen					Geld- markt- papiere
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	
<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>																
2005	320,1	163,4	375,861	4,3	10,6	141,7	12,6	21,4	107,9	0,6	69,4	38,0	-0,2	0,0	25,6	-17,9
2006	325,8	176,3	365,213	4,6	5,2	139,7	6,3	22,5	110,7	0,5	79,3	30,8	0,3	0,0	24,6	-21,5
2007	347,4	201,0	353,688	4,6	3,6	138,2	7,2	22,0	108,5	0,4	87,8	20,3	0,5	0,0	44,1	-38,5
2008 Q2	353,9	207,9	352,314	4,3	4,0	137,7	7,4	24,0	105,6	0,5	89,9	15,2	0,6	0,0	59,4	-59,2
Q3	370,9	216,8	350,634	4,6	4,0	145,4	11,6	18,1	117,8	0,5	100,0	17,2	-2,1	0,0	188,9	-185,3
Q4	383,9	217,0	349,190	4,7	7,3	154,8	7,6	8,0	129,5	0,6	111,0	17,9	9,7	0,1	253,1	-245,7
2009 Jan.	409,9	251,2	350,157	5,0	7,7	145,9	6,1	6,2	137,0	-	-	-	-3,4	0,1	212,1	-197,2
Febr.	419,7	263,1	349,401	5,0	7,6	144,0	6,7	5,8	135,1	-	-	-	-3,7	0,1	170,2	-153,5
März	395,8	240,4	349,059	4,8	8,4	142,2	8,4	3,7	129,9	-	-	-	0,2	0,1	155,4	-141,4
<b>Transaktionen</b>																
2006	0,9	-4,2	-	0,5	-5,2	9,8	-6,1	2,4	13,6	0,0	19,3	-5,7	0,0	0,0	-	-
2007	5,1	-3,2	-	0,3	-0,9	8,8	1,0	1,6	6,2	0,0	14,5	-8,3	0,0	0,0	-	-
2008	3,9	-2,1	-	-0,1	3,7	2,3	4,9	-15,7	11,8	0,1	15,8	-4,1	1,3	0,1	-	-
2008 Q2	0,0	-0,4	-	0,0	0,7	-0,2	0,7	-2,9	2,0	0,0	1,7	0,3	-0,1	-0,1	-	-
Q3	-1,6	-0,3	-	0,1	-0,2	-1,3	4,5	-7,7	1,7	0,0	1,8	-0,1	0,3	0,0	-	-
Q4	0,4	-0,9	-	0,0	3,2	-2,0	0,5	-10,7	7,1	0,0	6,2	0,9	1,1	0,1	-	-
<b>Wachstumsraten</b>																
2005	-5,8	-2,8	-	4,4	-44,7	-3,8	-2,0	-23,7	1,6	2,2	6,9	-7,9	20,5	-	-	-
2006	0,2	-2,4	-	11,6	-48,8	7,2	-48,4	10,6	13,1	0,0	28,4	-15,3	-73,2	-	-	-
2007	1,6	-1,7	-	7,3	-18,2	6,3	15,0	6,2	5,7	1,1	18,5	-27,5	-59,1	-	-	-
2008 Q2	1,4	-1,4	-	-2,4	2,7	5,3	27,2	-3,6	6,4	165,8	17,3	-33,7	-47,9	-	-	-
Q3	-0,4	-1,3	-	-1,5	6,1	0,8	51,2	-36,7	6,1	81,6	16,6	-33,3	67,2	-	-	-
Q4	1,1	-1,0	-	-2,6	104,7	1,7	66,0	-69,0	10,8	27,7	18,0	-20,7	-26,2	-	-	-

Quelle: EZB.

## 7.3 Kapitalbilanz

(in Mrd €; Bestände am Ende des Berichtszeitraums; Transaktionen während des Berichtszeitraums)

### 8. Geografische Aufschlüsselung

	Insgesamt	EU 27 (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörend)						Kanada	China	Japan	Schweiz	Vereinigte Staaten	Off-shore-Finanzzentren	Internationale Organisationen	Andere Länder
		Insgesamt	Dänemark	Schweden	Vereinigtes Königreich	Andere EU-Mitgliedstaaten	EU-Institutionen								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>2007</b>	<b>Bestände (Auslandsvermögensstatus)</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	434,6	-97,4	-4,0	-32,9	-277,8	217,6	-0,3	23,7	27,0	-11,0	112,6	-67,4	-37,4	-0,2	484,6
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	3 526,1	1 285,8	37,1	82,5	916,2	249,9	0,0	91,6	30,7	69,1	350,1	684,4	391,6	0,0	622,8
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 844,3	1 012,7	32,3	55,2	710,0	215,2	0,0	67,8	24,1	57,8	292,5	525,9	366,1	0,0	497,4
Sonstige Anlagen	681,9	273,1	4,9	27,3	206,2	34,7	0,0	23,8	6,6	11,4	57,6	158,6	25,5	0,0	125,3
Im Euro-Währungsgebiet	3 091,6	1 383,2	41,2	115,4	1 194,0	32,3	0,3	67,9	3,7	80,1	237,4	751,9	429,0	0,3	138,2
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	2 343,9	1 127,8	33,6	93,7	988,2	12,1	0,2	56,6	0,9	65,7	181,6	552,6	267,8	0,1	90,8
Sonstige Anlagen	747,7	255,4	7,6	21,7	205,8	20,2	0,1	11,3	2,7	14,4	55,9	199,3	161,2	0,2	47,4
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	4 653,8	1 371,3	68,2	139,3	995,5	97,8	70,6	82,5	42,0	241,9	132,4	1 493,5	630,2	26,8	633,3
Aktien und Investmentzertifikate	1 984,7	415,3	11,4	45,9	335,4	22,1	0,5	20,3	39,5	141,7	115,7	635,1	285,3	1,0	331,0
Schuldverschreibungen	2 669,2	956,0	56,8	93,4	660,1	75,6	70,1	62,3	2,5	100,2	16,6	858,4	344,9	25,9	302,4
Anleihen	2 231,5	781,0	52,7	78,2	505,6	75,0	69,4	58,6	2,2	63,5	12,9	713,3	303,1	24,8	272,0
Geldmarktpapiere	437,7	174,9	4,0	15,1	154,5	0,6	0,7	3,6	0,3	36,7	3,8	145,1	41,8	1,1	30,4
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-250,4	-163,9	-155,4	-8,8	122,2	43,5	-165,5	-66,0	-45,3	-31,5	-54,9	-71,1	-91,2	-23,8	297,4
<b>Aktiva</b>	5 233,5	2 571,9	104,5	72,3	2 242,6	141,7	10,8	23,5	35,0	81,3	266,2	840,1	516,8	57,5	841,1
Staat	107,1	21,6	0,8	0,1	10,3	1,2	9,2	0,0	1,8	0,2	0,1	3,1	1,4	38,3	40,7
MFIs	3 381,6	1 916,2	86,7	52,1	1 663,5	113,0	0,8	15,0	15,3	45,0	157,5	411,6	353,5	18,7	448,8
Übrige Sektoren	1 744,8	634,1	16,9	20,1	568,8	27,5	0,9	8,5	17,9	36,1	108,6	425,4	162,0	0,5	351,6
<b>Passiva</b>	5 483,9	2 735,8	259,8	81,0	2 120,5	98,1	176,4	89,5	80,3	112,8	321,1	911,2	608,1	81,3	543,7
Staat	51,8	28,9	0,0	0,3	2,4	0,0	26,2	0,0	0,0	0,5	0,8	6,3	0,3	11,9	3,0
MFIs	4 140,4	2 142,4	249,6	58,4	1 660,0	72,6	101,9	81,5	62,2	89,0	247,6	525,1	523,7	66,8	402,1
Übrige Sektoren	1 291,7	564,5	10,2	22,4	458,0	25,6	48,3	8,0	18,1	23,3	72,7	379,8	84,1	2,6	138,7
<b>Q1 2008 bis Q4 2008</b>	<b>Kumulierte Transaktionen</b>														
<b>Direktinvestitionen</b>	251,3	83,4	1,1	3,8	52,7	25,7	0,0	4,1	3,7	4,7	8,7	84,4	31,8	0,0	30,5
Außerhalb des Euro-Währungsgebiets	351,0	72,6	2,9	20,8	26,9	22,0	0,0	9,8	3,6	6,1	21,5	107,3	41,1	0,0	89,0
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	234,6	41,5	1,9	8,6	19,3	11,6	0,0	9,3	4,0	4,3	23,1	70,8	29,9	0,0	51,8
Sonstige Anlagen	116,4	31,0	0,9	12,2	7,6	10,4	0,0	0,6	-0,4	1,8	-1,5	36,5	11,1	0,0	37,2
Im Euro-Währungsgebiet	99,7	-10,8	1,8	17,1	-25,9	-3,8	0,0	5,8	-0,1	1,4	12,8	22,9	9,2	0,0	58,5
Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne	69,0	-3,8	-0,1	10,9	-16,5	1,9	0,0	3,5	0,2	3,0	4,9	23,3	24,6	0,0	13,3
Sonstige Anlagen	30,7	-6,9	1,9	6,2	-9,3	-5,7	0,0	2,3	-0,3	-1,6	7,9	-0,4	-15,4	0,0	45,2
<b>Wertpapieranlagen (Aktiva)</b>	-14,7	79,9	2,3	-5,7	82,1	0,8	0,5	16,6	0,9	-6,4	-13,1	-54,7	-35,1	-1,8	-0,9
Aktien und Investmentzertifikate	-113,0	-14,2	0,2	-6,2	-7,5	-0,8	0,1	7,2	0,2	-26,0	-12,8	-36,5	0,7	0,0	-31,6
Schuldverschreibungen	98,2	94,1	2,0	0,5	89,5	1,6	0,5	9,4	0,7	19,6	-0,3	-18,2	-35,8	-1,8	30,7
Anleihen	91,1	93,6	-0,3	0,2	93,4	1,1	-0,8	8,9	0,3	-3,3	1,2	8,4	-41,3	-1,1	24,5
Geldmarktpapiere	7,1	0,6	2,3	0,3	-3,9	0,6	1,3	0,5	0,3	23,0	-1,5	-26,6	5,5	-0,7	6,1
<b>Übriger Kapitalverkehr</b>	-160,5	-303,1	10,7	6,5	-384,1	71,4	-7,6	0,3	14,7	40,9	22,8	-225,8	121,0	24,6	144,1
<b>Aktiva</b>	24,2	-75,4	-12,5	0,2	-143,4	73,0	7,4	3,6	-3,1	17,8	-6,9	-44,2	27,6	-1,1	105,9
Staat	-7,0	-5,8	-0,1	0,3	-6,8	-0,5	1,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,7	-1,8
MFIs	-35,3	-79,2	-12,9	0,3	-142,0	69,4	6,0	3,0	-5,0	19,9	-5,4	-29,9	11,9	-1,8	51,4
Übrige Sektoren	66,4	9,7	0,5	-0,4	5,4	4,1	0,1	0,6	1,9	-2,1	-1,5	-14,3	15,7	0,0	56,4
<b>Passiva</b>	184,7	227,7	-23,2	-6,3	240,6	1,6	14,9	3,4	-17,8	-23,1	-29,8	181,6	-93,3	-25,7	-38,2
Staat	9,4	3,8	0,0	-0,1	-1,0	0,0	4,8	0,0	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,0	5,8	-0,1
MFIs	106,7	197,4	-23,8	-8,3	227,6	-2,0	3,9	2,7	-18,5	-23,3	-34,3	186,0	-108,0	-31,4	-63,8
Übrige Sektoren	68,6	26,5	0,6	2,1	14,1	3,6	6,2	0,7	0,7	0,1	4,9	-4,6	14,6	-0,1	25,7

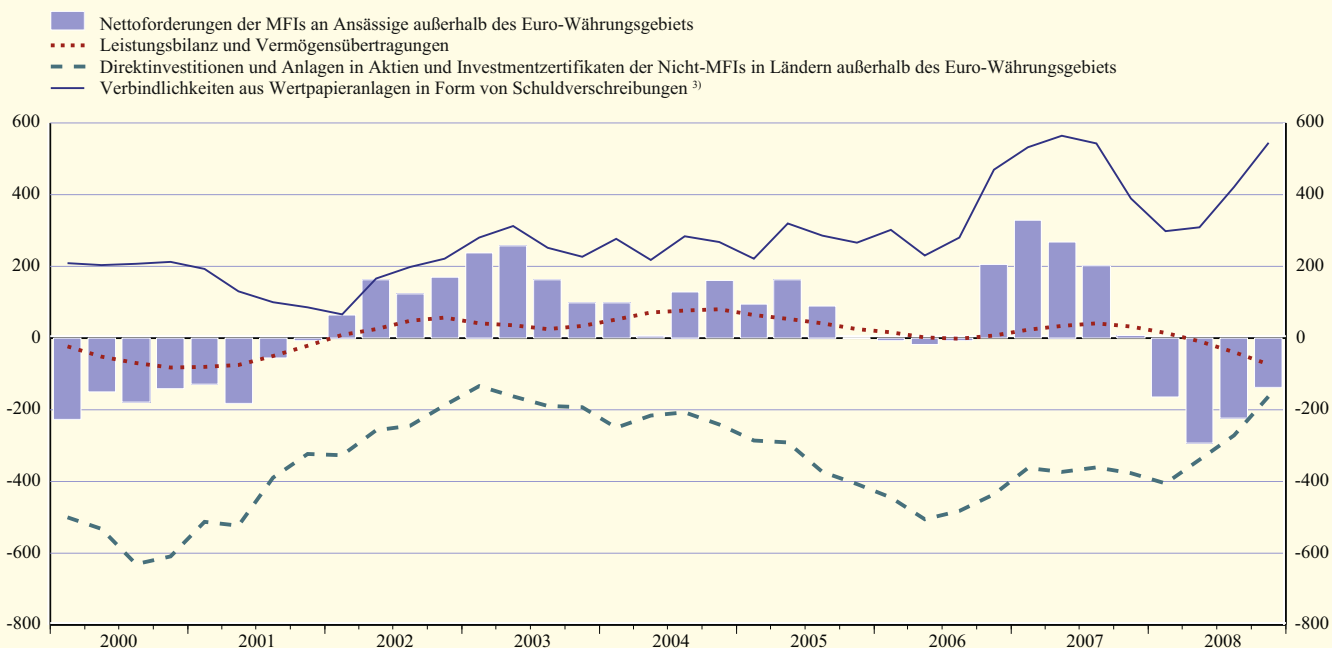
Quelle: EZB.

7.4 Monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz<sup>1)</sup>  
(in Mrd €; Transaktionen)

	Zahlungsbilanzposten zum Ausgleich der transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenspostens zu M3											Nachrichtlich: Transaktionsbedingte Veränderungen des Auslandsgegenspostens 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	Forderungen Nicht-MFIs	Verbindlichkeiten		Forderungen Nicht-MFIs	Verbindlichkeiten Nicht-MFIs				
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
2006	7,9	-390,3	264,2	-282,3	237,5	468,9	-225,0	225,8	3,6	-138,5	171,8	205,1
2007	32,4	-451,4	379,2	-182,4	81,9	389,8	-340,9	230,4	-67,3	-64,8	7,0	7,1
2008	-74,1	-336,5	97,5	34,3	-127,6	545,0	-60,3	78,5	-30,8	-231,9	-105,8	-137,5
2007 Q4	15,9	-122,6	127,2	-19,5	-38,8	26,5	-38,8	0,9	-23,2	83,3	10,7	-14,3
2008 Q1	-9,8	-156,3	91,6	-20,1	18,8	73,2	-68,8	43,2	-22,8	-23,8	-74,6	-85,7
Q2	-25,8	-39,2	-9,4	-85,4	-33,9	151,6	0,7	-14,2	-8,8	-52,8	-117,3	-127,3
Q3	-19,5	-97,0	52,1	22,8	-69,6	170,1	-21,8	2,9	-8,5	-41,6	-10,2	3,6
Q4	-19,0	-44,0	-36,8	117,0	-42,9	150,1	29,7	46,6	9,3	-113,7	96,3	71,9
2008 Febr.	10,0	-40,8	24,0	-4,5	26,0	3,2	-37,9	-7,3	2,3	8,4	-16,6	-18,2
März	-4,7	-18,3	-2,5	-22,6	-0,4	13,6	-33,0	23,2	3,8	-2,8	-43,8	-48,1
April	-5,9	9,0	-28,0	-22,2	-44,7	52,9	-3,0	-8,4	-3,0	-20,2	-73,5	-73,9
Mai	-21,1	-23,8	18,2	-44,2	-1,2	37,4	0,9	-5,2	-10,6	-18,0	-67,5	-69,6
Juni	1,2	-24,4	0,4	-19,0	12,0	61,2	2,7	-0,6	4,7	-14,6	23,7	16,3
Juli	-2,5	-38,0	22,9	7,1	-8,2	30,2	-1,7	14,1	-0,1	-44,4	-20,6	-11,9
Aug.	-10,6	-21,5	11,1	-2,2	-17,0	33,3	4,8	-9,1	-8,4	9,5	-10,1	-7,8
Sept.	-6,4	-37,4	18,1	17,9	-44,5	106,6	-25,0	-2,2	0,0	-6,8	20,4	23,3
Okt.	-4,4	-6,7	-2,1	80,0	-59,9	91,9	-18,0	43,9	17,7	-93,0	49,5	41,7
Nov.	-11,8	-30,5	-20,2	12,4	-0,7	69,5	5,3	15,9	-5,8	-6,1	28,0	14,0
Dez.	-2,8	-6,8	-14,5	24,6	17,7	-11,3	42,4	-13,2	-2,6	-14,6	18,9	16,1
2009 Jan.	-19,2	-20,0	10,9	-11,6	-60,7	46,9	-3,8	-27,9	5,8	-32,0	-111,6	-118,3
Febr.	-1,4	-19,2	7,3	19,0	-7,5	55,3	5,7	-22,6	2,9	6,8	46,3	32,2
<i>Über 12 Monate kumulierte Transaktionen</i>												
2009 Febr.	-89,6	-237,7	21,6	39,2	-215,1	587,5	-22,5	7,9	4,5	-236,2	-140,3	-186,0

A35 Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets<sup>1)</sup>

(in Mrd €; über 12 Monate kumulierte Transaktionen)



Quelle: EZB.

- Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.
- Ohne Geldmarktfondsanteile.
- Ohne von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebene Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

## 7.5 Warenhandel

### 1. Werte und Volumen nach Warengruppen<sup>1)</sup>

(soweit nicht anders angegeben, saisonbereinigt)

	Insgesamt (nicht saisonbereinigt)		Warenausfuhren (fob)					Wareneinfuhren (cif)					
	Ausfuhren	Einfuhren	Zusammen			Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Zusammen			Nachrichtlich:			
			Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter		Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Gewerbliche Erzeugnisse	Öl		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
<b>Werte (in Mrd €; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</b>													
2007	11,4	8,9	1 506,2	739,2	326,3	401,2	1 281,1	1 490,8	913,7	234,5	323,3	1 021,0	227,5
2008	3,8	7,3	1 560,6	768,9	333,7	409,6	1 306,2	1 591,2	1 009,8	228,6	327,4	1 022,7	287,3
2008 Q1	6,8	8,6	398,3	196,8	84,2	106,8	339,2	402,9	254,0	58,5	82,7	264,3	70,7
Q2	8,5	11,1	398,0	197,3	83,9	104,5	331,7	404,0	257,9	55,9	81,8	257,2	75,9
Q3	5,6	12,5	398,7	198,8	84,3	102,8	330,6	411,0	268,6	58,2	82,4	259,6	85,5
Q4	-5,0	-2,5	365,5	175,9	81,3	95,6	304,7	373,2	229,2	56,0	80,6	241,6	55,2
2008 Sept.	9,2	15,6	133,4	65,8	29,1	34,5	110,1	136,0	88,1	19,1	27,7	86,0	26,0
Okt.	0,2	3,3	129,3	63,3	28,2	33,5	107,6	131,5	83,4	18,6	27,3	83,4	23,2
Nov.	-11,6	-5,4	119,5	57,6	26,0	31,3	98,9	123,9	75,9	19,0	26,8	80,6	17,4
Dez.	-3,7	-5,9	116,7	55,0	27,2	30,8	98,2	117,9	69,9	18,4	26,5	77,6	14,6
2009 Jan.	-24,8	-22,9	102,8	48,5	20,9	28,7	85,5	108,1	62,5	16,0	26,0	72,9	11,8
Febr.	-23,9	-21,4	103,3				86,1	107,2				70,3	
<b>Volumenindizes (2000 = 100; Spalte 1 und 2: Veränderung gegen Vorjahr in %)</b>													
2007	8,9	7,3	144,8	141,8	153,3	144,9	142,1	129,3	123,4	143,5	141,9	134,8	107,7
2008	1,5	-0,5	146,7	142,3	156,3	146,3	143,5	128,0	121,4	141,2	141,0	133,4	106,1
2008 Q1	4,6	0,3	151,4	148,3	158,5	152,8	150,3	132,8	126,8	144,0	143,3	139,4	108,8
Q2	7,1	2,3	150,6	147,1	158,3	149,8	147,3	130,5	123,2	140,9	144,2	137,2	102,4
Q3	2,7	1,3	148,6	144,9	158,2	146,1	144,8	127,0	120,9	146,1	141,6	134,9	106,5
Q4	-7,6	-5,8	136,4	128,8	150,3	136,6	131,5	121,9	114,9	133,9	134,8	122,2	106,5
2008 Sept.	5,8	5,1	148,6	143,1	164,2	146,4	144,1	126,9	121,0	141,7	141,6	132,5	105,7
Okt.	-2,7	-3,6	144,6	138,5	158,0	143,3	140,2	125,8	119,1	137,8	139,0	128,3	108,5
Nov.	-14,2	-9,0	133,6	126,0	143,9	134,2	127,9	120,4	113,1	135,8	133,0	121,3	101,4
Dez.	-5,9	-4,8	130,9	121,9	149,1	132,2	126,5	119,5	112,5	128,2	132,3	117,0	109,6
2009 Jan.	-24,7	-17,0	117,5	109,6	115,0	126,6	111,3	115,4	109,0	115,6	129,3	112,2	101,9
Febr.													

### 2. Preise<sup>2)</sup>

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

Gewichte in %	Industrielle Erzeugerausfahrpreise (fob) <sup>3)</sup>							Industrielle Einfuhrpreise (cif)						
	Insgesamt (Index 2005 = 100)	Zusammen				Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse	Insgesamt (Index 2005 = 100)	Zusammen				Nachricht- lich: Gewerbliche Erzeugnisse		
		Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie			Vorlei- stungsgüter	Investi- tions- güter	Konsum- güter	Energie			
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
	100,0	100,0	32,2	46,3	17,7	3,8	99,4	100,0	100,0	28,4	27,9	22,1	21,6	81,1
2007	101,4	0,2	2,4	-0,7	0,5	2,6	0,2	106,4	0,1	2,4	-3,6	0,5	1,6	-0,3
2008	102,9	1,5	1,5	-0,3	2,0	26,2	1,5	114,3	7,4	-0,1	-3,5	2,4	28,2	0,9
2008 Q3	104,4	2,8	2,3	-0,2	1,9	47,2	2,6	119,9	12,0	1,3	-3,6	2,3	42,8	2,0
Q4	102,2	0,8	2,6	1,2	2,5	-14,9	0,7	107,9	-1,6	0,6	-1,6	3,7	-8,6	0,1
2008 Q1	100,9	-1,0	-0,7	0,8	1,4	-30,4	-1,2							
2008 Okt.	103,7	2,3	3,4	1,1	2,8	10,5	2,2	113,3	4,4	1,7	-1,9	3,8	10,3	1,5
Nov.	102,5	1,0	3,0	1,8	2,9	-19,6	0,8	108,1	-1,9	1,2	-1,2	4,4	-10,3	0,5
Dez.	100,6	-0,8	1,6	0,7	1,9	-33,2	-0,9	102,3	-7,2	-0,9	-1,6	3,0	-24,4	-1,6
2009 Jan.	101,0	-0,7	0,3	0,8	1,2	-28,9	-0,8	103,0	-7,4	-2,2	-0,1	2,6	-26,2	-1,6
Febr.	101,1	-1,0	-0,6	0,8	1,6	-30,0	-1,1	103,2	-8,0	-3,5	0,9	2,8	-27,8	-1,9
März	100,7	-1,5	-1,7	0,7	1,3	-32,1	-1,6							

Quelle: Eurostat.

- Produktgruppen gemäß der Klassifikation von Broad Economic Categories. Im Unterschied zu den in Tabelle 2 ausgewiesenen Produktgruppen enthalten die Vorleistungsgüter und Konsumgüter auch Agrar- und Energieprodukte.
- Produktgruppen gemäß der Klassifikation nach industriellen Hauptgruppen. Im Unterschied zu den in Tabelle 1 ausgewiesenen Produktgruppen enthalten die Vorleistungsgüter und Konsumgüter keine Energieprodukte, und landwirtschaftliche Erzeugnisse werden nicht erfasst. Verglichen mit den Daten in Tabelle 1, Spalte 7 und 12 weisen die gewerblichen Erzeugnisse eine andere Zusammensetzung auf. Die aufgeführten Daten sind Preisindizes, die die reinen Preisänderungen für einen Warenkorb abbilden und keine einfachen Quotienten der in Tabelle 1 gezeigten Wert- und Volumenangaben darstellen, die Veränderungen in der Zusammensetzung und Qualität der gehandelten Waren unterliegen. Diese Indizes unterscheiden sich von den BIP-Deflatoren für die Importe und Exporte (siehe Tabelle 3 in Abschnitt 5.1) im Wesentlichen dadurch, dass Letztere sämtliche Waren und Dienstleistungen sowie den grenzüberschreitenden Handel innerhalb des Euro-Währungsgebiets umfassen.
- Die industriellen Erzeugerausfahrpreise beziehen sich auf direkte Transaktionen zwischen inländischen Herstellern und gebietsfremden Kunden. Im Unterschied zu den in Tabelle 1 ausgewiesenen Wert- und Volumenangaben werden Ausfuhren von Großhändlern und Re-Exporte nicht erfasst.



## 7.5 Warenhandel

(soweit nicht anders angegeben, in Mrd €; saisonbereinigt)

## 3. Geografische Aufschlüsselung

	Ins- gesamt	EU 27 (nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörig)				Russ- land	Schweiz	Türkei	Ver- einigte Staaten	Asien		Afrika	Latein- amerika	Andere Staaten	
		Däne- mark	Schweden	Ver- einigtes König- reich	Andere EU- Staaten					China	Japan				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
<b>Ausfuhren (fob)</b>															
2007	1 506,2	34,2	55,7	230,9	216,4	67,9	82,3	41,5	195,9	296,4	60,6	34,4	87,6	61,5	136,0
2008	1 560,6	35,1	54,2	221,8	231,5	78,5	86,1	42,9	186,8	308,6	65,6	33,4	100,6	68,0	146,5
2007 Q3	381,3	8,7	14,3	58,8	55,0	17,4	20,7	10,3	49,3	75,1	15,6	8,6	22,1	15,4	34,1
Q4	384,1	8,6	13,8	58,3	56,3	17,9	20,9	10,8	47,6	76,4	15,8	8,3	22,4	15,6	35,6
2008 Q1	398,3	8,9	14,0	57,2	59,0	20,0	21,4	12,3	49,7	79,4	17,2	8,6	24,2	16,2	36,0
Q2	398,0	9,1	14,5	58,4	59,6	20,1	22,0	11,3	47,3	77,8	17,0	8,5	25,0	16,5	36,5
Q3	398,7	9,1	14,1	56,6	60,3	20,7	21,7	10,8	46,3	76,7	16,0	8,2	26,7	17,8	37,8
Q4	365,5	8,0	11,6	49,7	52,6	17,7	21,0	8,4	43,5	74,6	15,5	8,0	24,8	17,4	36,2
2008 Sept.	133,4	2,9	4,6	18,7	20,2	7,0	7,3	3,5	15,8	25,5	5,2	2,7	8,8	6,1	13,0
Okt.	129,3	2,9	4,4	18,3	19,4	6,7	7,2	3,2	14,8	25,2	5,4	2,7	8,6	6,2	12,3
Nov.	119,5	2,5	3,8	16,0	17,5	5,4	7,0	2,7	14,7	24,7	5,2	2,7	8,2	5,3	11,7
Dez.	116,7	2,5	3,4	15,3	15,6	5,6	6,8	2,6	14,0	24,7	4,9	2,6	8,0	6,0	12,1
2009 Jan.	102,8	2,6	3,3	14,3	15,1	4,3	6,7	2,5	13,0	20,6	4,6	2,5	7,7	4,1	8,7
Febr.	103,3	.	.	.	.	4,4	6,6	2,6	13,5	22,1	4,6	2,5	7,8	4,4	.
<b>In % der Ausfuhren insgesamt</b>															
2008	100,0	2,2	3,5	14,2	14,8	5,0	5,5	2,7	12,0	19,8	4,2	2,1	6,5	4,4	9,4
<b>Einfuhren (cif)</b>															
2007	1 490,8	28,8	52,2	169,6	169,6	102,2	67,2	32,3	131,7	455,6	172,6	59,1	113,4	75,0	93,1
2008	1 591,2	30,2	52,2	165,3	185,6	117,5	69,6	32,2	137,1	476,9	184,1	56,4	139,5	80,7	104,5
2007 Q3	375,1	7,3	12,9	43,2	43,0	24,7	17,1	8,2	33,3	115,3	44,7	14,8	27,8	18,6	23,8
Q4	385,3	7,1	13,3	42,8	44,1	28,6	16,6	8,2	32,4	114,7	43,5	14,8	31,1	20,2	26,0
2008 Q1	402,9	7,4	13,7	43,7	46,5	29,4	16,9	8,6	34,7	121,3	45,0	14,9	34,3	20,1	26,5
Q2	404,0	7,7	13,6	42,1	47,4	30,6	17,5	8,4	33,9	119,9	45,2	14,5	36,8	19,8	26,2
Q3	411,0	7,9	13,4	42,3	47,9	33,4	17,8	8,1	34,9	123,0	47,5	13,9	37,7	21,0	23,5
Q4	373,2	7,2	11,5	37,2	43,8	24,1	17,4	7,1	33,6	112,8	46,4	13,1	30,6	19,7	28,3
2008 Sept.	136,0	2,6	4,5	14,0	15,9	10,8	5,9	2,7	11,5	40,3	15,8	4,6	12,3	7,1	8,3
Okt.	131,5	2,4	4,3	13,9	15,6	9,4	5,9	2,5	11,0	39,4	15,9	4,5	10,8	6,8	9,6
Nov.	123,9	2,4	3,8	12,1	15,0	7,9	5,8	2,5	11,1	37,5	15,4	4,4	10,2	6,6	9,1
Dez.	117,9	2,4	3,5	11,2	13,1	6,8	5,7	2,1	11,5	35,9	15,1	4,3	9,7	6,4	9,6
2009 Jan.	108,1	2,3	3,2	10,9	12,8	6,2	5,6	2,1	10,2	34,0	14,6	4,2	8,0	4,7	8,1
Febr.	107,2	.	.	.	.	5,3	5,4	2,3	10,8	32,0	13,4	4,0	8,2	5,2	.
<b>In % der Einfuhren insgesamt</b>															
2008	100,0	1,9	3,3	10,4	11,7	7,4	4,4	2,0	8,6	30,0	11,6	3,5	8,8	5,1	6,6
<b>Saldo</b>															
2007	15,4	5,5	3,5	61,2	46,7	-34,3	15,1	9,1	64,2	-159,2	-112,0	-24,6	-25,8	-13,5	42,9
2008	-30,6	4,9	2,0	56,5	45,9	-39,0	16,5	10,7	49,7	-168,4	-118,4	-23,1	-38,8	-12,7	42,0
2007 Q3	6,1	1,4	1,4	15,7	11,9	-7,3	3,6	2,1	16,0	-40,2	-29,1	-6,2	-5,7	-3,2	10,4
Q4	-1,2	1,5	0,4	15,4	12,2	-10,8	4,3	2,6	15,1	-38,3	-27,7	-6,5	-8,7	-4,6	9,7
2008 Q1	-4,6	1,5	0,3	13,6	12,4	-9,4	4,5	3,7	15,0	-41,8	-27,8	-6,3	-10,1	-3,9	9,5
Q2	-6,0	1,4	0,9	16,2	12,2	-10,5	4,5	2,9	13,4	-42,2	-28,2	-6,0	-11,9	-3,3	10,3
Q3	-12,3	1,2	0,7	14,2	12,4	-12,7	3,9	2,7	11,4	-46,2	-31,5	-5,6	-11,0	-3,2	14,3
Q4	-7,7	0,8	0,0	12,5	8,8	-6,4	3,6	1,3	10,0	-38,2	-30,8	-5,2	-5,8	-2,3	7,9
2008 Sept.	-2,5	0,3	0,1	4,8	4,3	-3,8	1,3	0,9	4,2	-14,7	-10,6	-1,9	-3,5	-1,0	4,7
Okt.	-2,2	0,5	0,1	4,4	3,8	-2,6	1,3	0,7	3,8	-14,2	-10,5	-1,8	-2,2	-0,6	2,8
Nov.	-4,4	0,1	0,0	4,0	2,5	-2,5	1,2	0,2	3,6	-12,8	-10,2	-1,7	-2,0	-1,3	2,7
Dez.	-1,2	0,1	-0,1	4,1	2,5	-1,3	1,1	0,5	2,5	-11,2	-10,2	-1,7	-1,7	-0,4	2,5
2009 Jan.	-5,4	0,3	0,1	3,3	2,3	-1,9	1,1	0,3	2,8	-13,5	-10,0	-1,6	-0,3	-0,6	0,6
Febr.	-4,0	.	.	.	.	-0,8	1,1	0,4	2,7	-9,8	-8,8	-1,5	-0,4	-0,7	.

Quelle: Eurostat.



# WECHSELKURSE

## 8.1 Effektive Wechselkurse <sup>1)</sup>

(Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Index 1999 Q1 = 100)

	EWK-21						EWK-41		
	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	
2006	103,7	105,0	103,9	102,3	101,4	100,9	110,1	103,9	
2007	107,9	109,0	107,9	106,4	104,5	104,4	114,3	107,2	
2008	113,0	113,6	110,9	111,5	111,0	109,9	120,0	111,1	
2008 Q1	112,9	113,8	112,2	111,4	110,2	109,2	119,6	111,3	
Q2	116,0	116,6	114,1	114,4	113,6	112,7	122,9	114,0	
Q3	114,1	114,3	111,2	112,5	112,7	110,5	120,8	111,5	
Q4	109,1	109,6	106,3	107,8	107,4	107,0	116,7	107,7	
2009 Q1	111,9	112,2	107,8	.	.	.	120,1	110,5	
2008 April	116,3	117,0	114,8	-	-	-	123,4	114,6	
Mai	115,8	116,5	113,9	-	-	-	122,7	113,8	
Juni	115,8	116,4	113,5	-	-	-	122,7	113,7	
Juli	116,2	116,6	113,4	-	-	-	123,2	113,9	
Aug.	113,9	114,1	111,1	-	-	-	120,3	111,1	
Sept.	112,0	112,1	109,0	-	-	-	118,7	109,4	
Okt.	107,9	108,3	105,3	-	-	-	115,4	106,4	
Nov.	107,1	107,6	104,4	-	-	-	114,5	105,6	
Dez.	112,4	112,8	109,2	-	-	-	120,3	110,9	
2009 Jan.	111,9	112,3	108,2	-	-	-	119,9	110,4	
Febr.	110,4	110,7	106,4	-	-	-	118,6	109,1	
März	113,3	113,5	108,8	-	-	-	121,6	111,8	
April	112,5	112,7	107,6	-	-	-	120,5	110,6	
	<i>Veränderung gegen Vormonat in %</i>								
2009 April	-0,7	-0,7	-1,1	-	-	-	-1,0	-1,1	
	<i>Veränderung gegen Vorjahr in %</i>								
2009 April	-3,3	-3,7	-6,3	-	-	-	-2,4	-3,5	

## A36 Effektive Wechselkurse

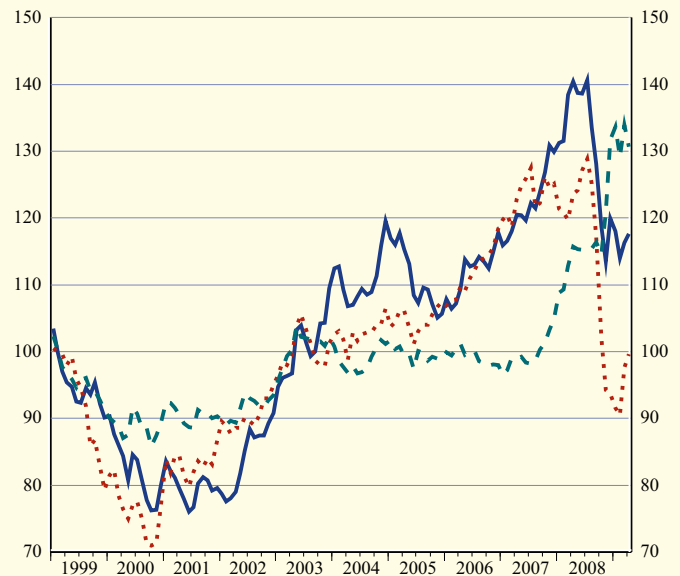
(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)

## A37 Bilaterale Wechselkurse

(Monatsdurchschnitte; Index 1999 Q1 = 100)

— Nominaler effektiver Wechselkurs, EWK-21  
 ..... Realer mit dem VPI deflationierter effektiver Wechselkurs, EWK-21

— USD/EUR  
 ..... JPY/EUR  
 - - - - - GBP/EUR



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-) Korea- nischer 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
2006	7,4591	9,2544	0,68173	1,2556	146,02	1,5729	1 198,58	9,7545	1,9941	1,4237	8,0472	1,6668
2007	7,4506	9,2501	0,68434	1,3705	161,25	1,6427	1 272,99	10,6912	2,0636	1,4678	8,0165	1,6348
2008	7,4560	9,6152	0,79628	1,4708	152,45	1,5874	1 606,09	11,4541	2,0762	1,5594	8,2237	1,7416
2008 Q3	7,4592	9,4738	0,79504	1,5050	161,83	1,6115	1 600,93	11,7372	2,1010	1,5650	8,0604	1,6955
2008 Q4	7,4512	10,2335	0,83907	1,3180	126,71	1,5249	1 796,44	10,2191	1,9588	1,5916	8,9328	1,9606
2009 Q1	7,4514	10,9410	0,90878	1,3029	122,04	1,4977	1 847,59	10,1016	1,9709	1,6223	8,9472	1,9648
2008 Okt.	7,4545	9,8506	0,78668	1,3322	133,52	1,5194	1 759,07	10,3368	1,9666	1,5646	8,5928	1,9345
2008 Nov.	7,4485	10,1275	0,83063	1,2732	123,28	1,5162	1 783,12	9,8687	1,9183	1,5509	8,8094	1,9381
2008 Dez.	7,4503	10,7538	0,90448	1,3449	122,51	1,5393	1 850,06	10,4240	1,9888	1,6600	9,4228	2,0105
2009 Jan.	7,4519	10,7264	0,91819	1,3239	119,73	1,4935	1 801,97	10,2687	1,9742	1,6233	9,2164	1,9633
2009 Febr.	7,4514	10,9069	0,88691	1,2785	118,30	1,4904	1 843,90	9,9128	1,9411	1,5940	8,7838	1,9723
2009 März	7,4509	11,1767	0,91966	1,3050	127,65	1,5083	1 894,48	10,1138	1,9949	1,6470	8,8388	1,9594
2009 April	7,4491	10,8796	0,89756	1,3190	130,25	1,5147	1 760,14	10,2229	1,9823	1,6188	8,7867	1,8504
Veränderung gegen Vormonat in %												
2009 April	0,0	-2,7	-2,4	1,1	2,0	0,4	-7,1	1,1	-0,6	-1,7	-0,6	-5,6
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2009 April	-0,2	16,1	12,9	-16,3	-19,4	-5,1	13,1	-16,7	-7,8	1,4	10,3	9,3
	Tschechi- sche Krone	Estnische Krone	Lettischer Lats	Litauischer Litas	Unga- rischer Forint	Polnische Zloty	Bulga- rischer Lew	Rumä- nischer Leu (neu)	Kroatische Kuna	Neue türkische Lira		
	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22		
2006	28,342	15,6466	0,6962	3,4528	264,26	3,8959	1,9558	3,5258	7,3247	1,8090		
2007	27,766	15,6466	0,7001	3,4528	251,35	3,7837	1,9558	3,3353	7,3376	1,7865		
2008	24,946	15,6466	0,7027	3,4528	251,51	3,5121	1,9558	3,6826	7,2239	1,9064		
2008 Q3	24,093	15,6466	0,7045	3,4528	236,07	3,3081	1,9558	3,5768	7,1827	1,8235		
2008 Q4	25,344	15,6466	0,7090	3,4528	263,36	3,7658	1,9558	3,8165	7,1752	2,0261		
2009 Q1	27,601	15,6466	0,7061	3,4528	294,19	4,4988	1,9558	4,2682	7,4116	2,1635		
2008 Okt.	24,768	15,6466	0,7093	3,4528	260,15	3,5767	1,9558	3,7479	7,1639	1,9612		
2008 Nov.	25,193	15,6466	0,7092	3,4528	265,32	3,7326	1,9558	3,7838	7,1366	2,0342		
2008 Dez.	26,120	15,6466	0,7084	3,4528	265,02	4,0044	1,9558	3,9227	7,2245	2,0894		
2009 Jan.	27,169	15,6466	0,7043	3,4528	279,86	4,2300	1,9558	4,2354	7,3603	2,1233		
2009 Febr.	28,461	15,6466	0,7056	3,4528	298,30	4,6467	1,9558	4,2864	7,4309	2,1280		
2009 März	27,231	15,6466	0,7083	3,4528	304,14	4,6210	1,9558	4,2828	7,4430	2,2340		
2009 April	26,774	15,6466	0,7093	3,4528	295,26	4,4326	1,9558	4,2041	7,4172	2,1277		
Veränderung gegen Vormonat in %												
2009 April	-1,7	0,0	0,1	0,0	-2,9	-4,1	0,0	-1,8	-0,3	-4,8		
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2009 April	6,8	0,0	1,7	0,0	16,4	28,8	0,0	15,4	2,1	3,8		
	Brasiliani- scher Real <sup>1)</sup>	Chinesi- scher Renminbi Yuan	Isländische Krone <sup>2)</sup>	Indische Rupie <sup>3)</sup>	Indonesi- sche Rupiah	Malayi- sicher Ringgit	Mexi- kanischer Peso <sup>1)</sup>	Neusee- land- Dollar	Philippi- nischer Peso	Russischer Rubel	Südafri- kanischer Rand	Thailän- discher Baht
	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34
2006	2,7333	10,0096	87,76	56,844	11 512,37	4,6044	13,6936	1,9373	64,379	34,1117	8,5312	47,594
2007	2,6594	10,4178	87,63	56,419	12 528,33	4,7076	14,9743	1,8627	63,026	35,0183	9,6596	44,214
2008	2,6737	10,2236	143,83	63,614	14 165,16	4,8893	16,2911	2,0770	65,172	36,4207	12,0590	48,475
2008 Q3	2,4986	10,2969	125,69	65,797	13 868,99	5,0209	15,5214	2,1094	68,422	36,4917	11,7055	50,959
2008 Q4	3,0102	9,0155	261,87	64,007	14 469,21	4,6798	17,1856	2,2829	63,653	35,9649	13,0786	45,904
2009 Q1	3,0168	8,9066	-	64,795	15 174,96	4,7259	18,7267	2,4498	62,133	44,4165	12,9740	46,038
2008 Okt.	2,9112	9,1071	274,64	64,587	13 283,63	4,6895	16,8177	2,1891	63,882	35,2144	12,9341	45,872
2008 Nov.	2,8967	8,6950	242,95	62,144	14 984,85	4,5682	16,6735	2,2554	62,496	34,7964	12,8785	44,677
2008 Dez.	3,2266	9,2205	290,00	65,146	15 276,62	4,7755	18,0764	2,4119	64,505	37,8999	13,4275	47,107
2009 Jan.	3,0596	9,0496	-	64,510	14 802,07	4,7291	18,3762	2,4132	62,354	42,3282	13,1255	46,218
2009 Febr.	2,9685	8,7406	-	62,885	15 233,33	4,6466	18,6536	2,4851	60,832	45,8079	12,8005	45,156
2009 März	3,0198	8,9210	-	66,803	15 477,84	4,7949	19,1278	2,4527	63,105	45,1451	12,9870	46,667
2009 April	2,9197	9,0110	-	66,047	14 552,65	4,7562	17,7645	2,3123	63,462	44,2135	11,8784	46,741
Veränderung gegen Vormonat in %												
2009 April	-3,3	1,0	-	-1,1	-6,0	-0,8	-7,1	-5,7	0,6	-2,1	-8,5	0,2
Veränderung gegen Vorjahr in %												
2009 April	9,8	-18,3	-	4,8	0,4	-4,5	7,3	15,8	-3,5	19,3	-3,2	-6,1

Quelle: EZB.

- 1) Für diese Währungen errechnet und veröffentlicht die EZB seit dem 1. Januar 2008 Referenzkurse gegenüber dem Euro. Die Angaben für frühere Zeiträume haben lediglich indikativen Charakter.
- 2) Der letzte Kurs der isländischen Krone bezieht sich auf den 3. Dezember 2008.
- 3) Für diese Währung errechnet und veröffentlicht die EZB seit dem 1. Januar 2009 Referenzkurse gegenüber dem Euro. Die Angaben für frühere Zeiträume haben lediglich indikativen Charakter.



# ENTWICKLUNGEN AUSSERHALB DES EURO-WÄHRUNGSGEBIETS

## 9.1 In anderen EU-Mitgliedstaaten

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

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Bulgarien	Tschechische Republik	Dänemark	Estland	Lettland	Litauen	Ungarn	Polen	Rumänien	Schweden	Vereinigtes Königreich
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>HVPI</b>											
2007	7,6	3,0	1,7	6,7	10,1	5,8	7,9	2,6	4,9	1,7	2,3
2008	12,0	6,3	3,6	10,6	15,3	11,1	6,0	4,2	7,9	3,3	3,6
2008 Q3	12,5	6,5	4,6	11,0	15,6	12,0	6,3	4,4	8,2	4,0	4,8
2008 Q4	9,0	4,4	3,0	8,7	11,9	9,4	4,2	3,6	6,9	2,7	3,9
2009 Q1	5,1	1,5	1,7	3,7	9,0	8,4	2,7	3,6	6,8	2,1	3,0
2008 Nov.	8,8	4,1	2,8	8,5	11,6	9,2	4,1	3,6	6,8	2,4	4,1
2008 Dez.	7,2	3,3	2,4	7,5	10,4	8,5	3,4	3,3	6,4	2,1	3,1
2009 Jan.	6,0	1,4	1,7	4,7	9,7	9,5	2,4	3,2	6,8	2,0	3,0
2009 Febr.	5,4	1,3	1,7	3,9	9,4	8,5	2,9	3,6	6,9	2,2	3,2
2009 März	4,0	1,7	1,6	2,5	7,9	7,4	2,8	4,0	6,7	1,9	2,9
<b>Finanzierungssaldo des Staates in % des BIP</b>											
2006	3,0	-2,6	5,2	2,9	-0,5	-0,4	-9,2	-3,9	-2,2	2,5	-2,7
2007	0,1	-0,6	4,5	2,7	-0,4	-1,0	-4,9	-1,9	-2,5	3,8	-2,7
2008	1,5	-1,5	3,6	-3,0	-4,0	-3,2	-3,4	-3,9	-5,4	2,5	-5,5
<b>Bruttoverschuldung des Staates in % des BIP</b>											
2006	22,7	29,6	31,3	4,3	10,7	18,0	65,6	47,7	12,4	45,9	43,4
2007	18,2	28,9	26,8	3,5	9,0	17,0	65,8	44,9	12,7	40,5	44,2
2008	14,1	29,8	33,3	4,8	19,5	15,6	73,0	47,1	13,6	38,0	52,0
<b>Renditen langfristiger Staatsanleihen in % p. a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>											
2008 Sept.	5,17	4,42	4,37	-	6,60	5,45	7,99	5,89	8,32	3,90	4,57
2008 Okt.	5,17	4,53	4,43	-	6,60	5,40	9,57	6,35	8,27	3,57	4,52
2008 Nov.	6,00	4,52	4,06	-	7,60	8,16	9,41	6,23	8,38	3,34	4,13
2008 Dez.	7,76	4,30	3,50	-	9,03	9,00	8,31	5,70	8,38	2,67	3,37
2009 Jan.	7,14	4,21	3,44	-	10,64	13,95	8,76	5,46	9,23	2,80	3,17
2009 Febr.	7,09	4,74	3,55	-	11,50	14,50	10,65	5,97	8,42	2,93	3,23
<b>Zinssatz für Dreimonatsgeld in % p. a., Durchschnittswerte der Berichtszeiträume</b>											
2008 Okt.	7,69	4,19	5,99	6,69	10,03	7,00	8,95	6,80	18,21	5,27	6,13
2008 Nov.	7,89	4,24	6,08	7,25	12,19	7,86	-	6,74	15,24	4,50	4,45
2008 Dez.	7,74	3,89	5,29	7,84	13,94	9,20	11,18	6,38	14,70	2,75	3,20
2009 Jan.	7,03	3,14	4,44	7,28	11,86	8,67	9,80	5,49	14,48	2,23	2,32
2009 Febr.	6,61	2,50	3,86	6,90	10,65	7,19	-	4,69	14,61	1,52	2,09
2009 März	6,58	2,49	3,28	-	12,08	7,11	-	4,30	14,49	1,16	1,83
<b>Reales BIP</b>											
2007	6,2	6,0	1,6	6,3	10,0	8,9	1,1	6,7	6,2	2,6	3,0
2008	6,0	3,2	-1,1	-3,6	-4,6	3,0	0,5	4,8	7,1	-0,2	0,7
2008 Q3	6,8	2,9	-1,5	-3,5	-5,6	2,0	0,4	4,9	9,2	-0,5	0,4
2008 Q4	3,5	0,7	-3,6	-9,7	-10,4	-1,3	-1,3	3,1	2,9	-4,4	-2,0
2009 Q1	-	-	-	-	-	-10,9	-	-	-	-	-
<b>Saldo aus Leistungsbilanz und Vermögensübertragungen in % des BIP</b>											
2007	-27,2	-2,6	0,7	-16,9	-20,6	-12,8	-5,3	-3,6	-12,9	8,5	-2,7
2008	-24,5	-2,2	2,1	-7,7	-11,2	-9,7	-7,3	-4,4	-11,8	8,2	-1,5
2008 Q2	-30,3	-4,5	3,4	-9,6	-11,4	-13,5	-7,1	-4,2	-15,0	5,7	-1,3
2008 Q3	-14,2	-3,0	4,0	-6,5	-11,0	-8,4	-9,2	-4,2	-10,9	9,1	-2,1
2008 Q4	-28,7	-5,2	2,6	-3,5	-7,0	-2,9	-9,1	-5,0	-8,3	7,7	-1,6
<b>Lohnstückkosten</b>											
2007	14,2	3,1	4,2	19,8	27,0	10,3	4,7	1,6	14,6	4,7	1,4
2008	16,2	4,2	7,0	17,5	23,2	10,6	4,7	6,4	15,1	2,7	2,6
2008 Q2	17,7	3,8	3,8	15,2	22,6	11,4	-	-	-	0,5	2,3
2008 Q3	13,0	2,9	-	19,6	24,5	12,0	-	-	-	2,2	2,4
2008 Q4	17,5	4,6	-	13,8	18,5	9,3	-	-	-	6,0	3,6
<b>Standardisierte Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)</b>											
2007	6,9	5,3	3,8	4,6	6,0	4,3	7,3	9,6	6,4	6,1	5,3
2008	5,6	4,4	3,4	5,5	7,6	6,0	7,8	7,2	5,8	6,2	5,6
2008 Q3	5,3	4,3	3,3	6,3	7,5	6,3	7,9	6,9	5,7	6,1	5,8
2008 Q4	5,1	4,5	4,0	7,6	10,4	8,4	8,0	6,9	5,8	6,9	6,3
2009 Q1	5,6	5,2	5,1	10,1	14,6	13,6	8,8	7,5	-	7,7	-
2008 Nov.	5,0	4,5	3,9	7,4	10,3	8,4	8,0	6,9	5,8	7,0	6,3
2008 Dez.	5,3	4,7	4,3	8,4	11,5	9,7	8,3	7,0	5,8	7,0	6,4
2009 Jan.	5,3	4,9	4,7	9,1	13,2	11,6	8,4	7,2	-	7,3	6,6
2009 Febr.	5,6	5,2	5,1	10,0	14,6	13,6	8,8	7,5	-	7,6	-
2009 März	5,9	5,5	5,7	11,1	16,1	15,5	9,2	7,7	-	8,0	-

Quellen: Europäische Kommission (Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen sowie Eurostat), nationale Statistiken, Reuters und EZB-Berechnungen.

## 9.2 In den Vereinigten Staaten und Japan

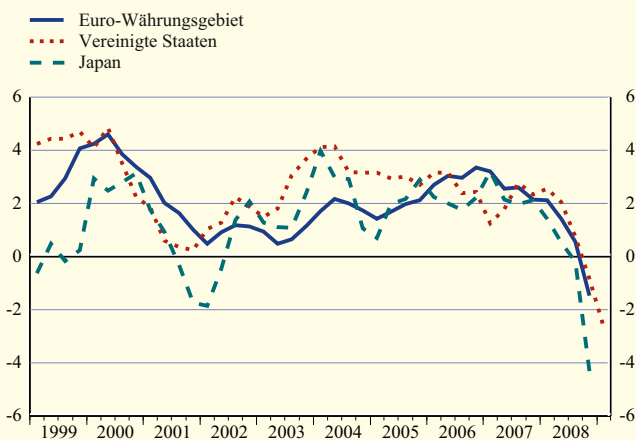
(soweit nicht anders angegeben, Veränderung gegen Vorjahr in %)

### 1. Wirtschaftliche und finanzielle Entwicklungen

	Verbraucherpreisindex	Lohnstückkosten <sup>1)</sup>	Reales BIP	Industrieproduktionsindex (verarbeitendes Gewerbe)	Arbeitslosenquote in % der Erwerbspersonen (saisonbereinigt)	Weit gefasste Geldmenge <sup>2)</sup>	Zinssätze für dreimonatige Interbank-einlagen <sup>3)</sup>	Renditen zehnjähriger Nullkupon-Staatsanleihen <sup>3)</sup> , Stand am Ende des Berichtszeitraums	Wechselkurs <sup>4)</sup> in nationaler Währung je Euro	Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte in % des BIP	Bruttoverschuldung des Staates <sup>5)</sup> in % des BIP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Vereinigte Staaten</b>											
2005	3,4	2,2	2,9	4,2	5,1	4,3	3,57	4,84	1,2441	-3,3	49,1
2006	3,2	2,8	2,8	2,7	4,6	5,0	5,20	5,41	1,2556	-2,2	48,5
2007	2,9	2,7	2,0	1,6	4,6	5,7	5,30	5,35	1,3705	-2,9	49,3
2008	3,8	0,9	1,1	-3,0	5,8	6,7	2,93	4,39	1,4708	-5,9	56,8
2008 Q1	4,1	0,0	2,5	1,3	4,9	6,3	3,29	4,48	1,4976	-4,0	50,4
2008 Q2	4,4	0,2	2,1	-0,9	5,4	6,3	2,75	4,66	1,5622	-5,7	49,6
2008 Q3	5,3	1,7	0,7	-3,9	6,1	6,0	2,91	4,69	1,5050	-5,9	52,8
2008 Q4	1,6	1,8	-0,8	-8,6	6,9	8,3	2,77	3,71	1,3180	-8,0	56,8
2009 Q1	0,0	-	-2,6	-14,0	8,1	9,6	1,24	3,03	1,3029	-	-
2008 Dez.	0,1	-	-	-11,3	7,2	9,6	1,83	2,75	1,3449	-	-
2009 Jan.	0,0	-	-	-13,5	7,6	10,0	1,21	2,75	1,3239	-	-
2009 Febr.	0,2	-	-	-13,6	8,1	9,3	1,24	3,20	1,2785	-	-
2009 März	-0,4	-	-	-14,9	8,5	9,4	1,27	3,15	1,3050	-	-
2009 April	-	-	-	-	-	-	1,11	3,17	1,3190	-	-
<b>Japan</b>											
2005	-0,3	-2,1	1,9	1,4	4,4	1,8	0,06	1,49	136,85	-6,7	163,2
2006	0,2	-0,6	2,1	4,5	4,1	1,0	0,30	1,98	146,02	-1,6	160,0
2007	0,1	-2,0	2,4	2,8	3,8	1,6	0,79	1,89	161,25	-2,5	156,1
2008	1,4	-	-0,7	-3,4	4,0	2,1	0,93	1,67	152,45	-	-
2008 Q1	1,0	0,1	1,4	2,4	3,9	2,2	0,92	1,61	157,80	-	-
2008 Q2	1,4	0,1	0,5	0,8	4,0	2,0	0,92	1,85	163,35	-	-
2008 Q3	2,2	0,8	-0,2	-1,4	4,0	2,2	0,90	1,75	161,83	-	-
2008 Q4	1,0	-	-4,3	-14,6	4,0	1,8	0,96	1,46	126,71	-	-
2009 Q1	-0,1	-	-	-34,6	-	2,1	0,67	1,24	122,04	-	-
2008 Dez.	0,4	-	-	-20,8	4,3	1,8	0,92	1,33	122,51	-	-
2009 Jan.	0,0	-	-	-31,0	4,2	2,0	0,73	1,27	119,73	-	-
2009 Febr.	-0,1	-	-	-38,4	4,4	2,1	0,64	1,20	118,30	-	-
2009 März	-0,3	-	-	-34,2	-	2,2	0,62	1,26	127,65	-	-
2009 April	-	-	-	-	-	-	0,57	1,41	130,25	-	-

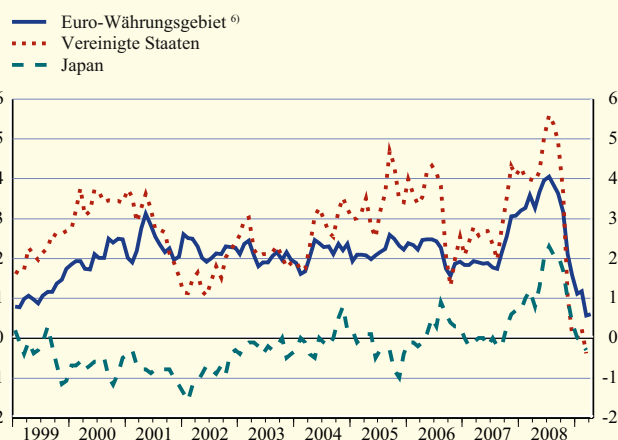
### A38 Reales Bruttoinlandsprodukt

(Veränderung gegen Vorjahr in %; vierteljährlich)



### A39 Verbraucherpreisindizes

(Veränderung gegen Vorjahr in %; monatlich)



Quellen: Nationale Statistiken (Spalten 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 (Spalten 7 und 8) und EZB-Berechnungen (Spalte 11).

1) Saisonbereinigt. Die Angaben für die Vereinigten Staaten beziehen sich auf den privaten Unternehmenssektor (ohne Landwirtschaft).

2) Durchschnittswerte der Berichtszeiträume; Vereinigte Staaten: M2, Japan: M2 + Einlagenzertifikate.

3) In % p. a. Weitere Informationen zu den Zinssätzen für dreimonatige Interbank-einlagen finden sich in Abschnitt 4.6.

4) Weitere Informationen finden sich in Abschnitt 8.2.

5) Konsolidierte Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Stand am Ende des Berichtszeitraums).

6) Die Angaben beziehen sich auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Weitere Informationen finden sich in den „Erläuterungen“.



## ABBILDUNGEN

A1	Geldmengenaggregate	S 12
A2	Gegenposten	S 12
A3	Komponenten der Geldmengenaggregate	S 13
A4	Komponenten der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten	S 13
A5	Kredite an sonstige Finanzintermediäre und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften	S 14
A6	Kredite an private Haushalte	S 14
A7	Kredite an öffentliche Haushalte	S 16
A8	Kredite an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S 16
A9	Einlagen insgesamt, nach Sektoren ( <i>Finanzintermediäre</i> )	S 17
A10	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren ( <i>Finanzintermediäre</i> )	S 17
A11	Einlagen insgesamt, nach Sektoren ( <i>nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte</i> )	S 18
A12	Einlagen insgesamt und in M3 enthaltene Einlagen, nach Sektoren ( <i>nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und private Haushalte</i> )	S 18
A13	Einlagen öffentlicher Haushalte und Ansässiger außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S 19
A14	Wertpapierbestände der MFIs	S 20
A15	Gesamtaktiva der Investmentfonds	S 24
A16	Von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begebene Wertpapiere ohne Aktien – Umlauf und Bruttoabsatz	S 35
A17	Nettoabsatz von Wertpapieren ohne Aktien, saisonbereinigt und nicht saisonbereinigt	S 37
A18	Jahreswachstumsraten langfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S 38
A19	Jahreswachstumsraten kurzfristiger Schuldverschreibungen nach Emittentengruppen; alle Währungen	S 39
A20	Jahreswachstumsraten börsennotierter Aktien von Emittenten mit Sitz im Euro-Währungsgebiet	S 40
A21	Bruttoabsatz börsennotierter Aktien nach Emittentengruppen	S 41
A22	Einlagenneugeschäft mit vereinbarter Laufzeit	S 43
A23	Kreditneugeschäft mit variabler Verzinsung oder mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu 1 Jahr	S 43
A24	Geldmarktsätze im Euro-Währungsgebiet	S 44
A25	Dreimonats-Geldmarktsätze	S 44
A26	Kassazinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets	S 45
A27	Kassazinssätze und Spreads im Euro-Währungsgebiet	S 45
A28	Dow Jones Euro STOXX (Gesamtindex), Standard & Poor's 500 und Nikkei 225	S 46
A29	Defizit, Nettoneuverschuldung und Veränderung der Verschuldung	S 59
A30	Maastricht-Verschuldung	S 59
A31	Zahlungsbilanz – Leistungsbilanz	S 60
A32	Zahlungsbilanz – Warenhandel	S 61
A33	Zahlungsbilanz – Dienstleistungen	S 61
A34	Zahlungsbilanz – Direktinvestitionen und Wertpapieranlagen (netto)	S 64
A35	Wichtige Zahlungsbilanztransaktionen und ihr Einfluss auf die Entwicklung der Nettoforderungen der MFIs an Ansässige außerhalb des Euro-Währungsgebiets	S 69
A36	Effektive Wechselkurse	S 72
A37	Bilaterale Wechselkurse	S 72
A38	Reales Bruttoinlandsprodukt	S 75
A39	Verbraucherpreisindizes	S 75



## 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 2006 = 100. Die Zeitreihen des Index des bereinigten Bestands sind auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) 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 ist 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 saisonbereinigten 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 3.5

#### GLEICHHEIT VON MITTELVERWENDUNG UND MITTELAUFKOMMEN

In Tabelle 3.1 richten sich die Angaben nach einer grundlegenden Bilanzgleichung. Was die nicht-finanziellen Transaktionen betrifft, so entspricht die gesamte Mittelverwendung bei jeder Transaktionsart dem gesamten Mittelaufkommen. Diese Bilanzgleichung gilt auch für das Finanzierungskonto, d. h. bei jeder Kategorie von Finanzinstrumenten entsprechen die gesamten Transaktionen mit Forderungen den gesamten Transaktionen mit Verbindlichkeiten. Im Konto „Sonstige Forderungsänderungen“ und in der finanziellen Vermögensbilanz entspricht die Summe der For-

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.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) 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.

derungen bei jeder Kategorie von Finanzinstrumenten der Summe der Verbindlichkeiten, mit Ausnahme des Währungsgolds und der Sonderziehungsrechte, die per Definition keine Verbindlichkeit irgendeines Sektors sind.

### BERECHNUNG VON SALDEN

Die am Ende jedes Kontos in den Tabellen 3.1 und 3.2 aufgeführten Salden werden wie folgt ermittelt:

Die Handelsbilanz entspricht der Einfuhr abzüglich der Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen des Euro-Währungsgebiets gegenüber der übrigen Welt.

Der Saldo „Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen“ wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Differenz zwischen Bruttowertschöpfung (Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen für das Euro-Währungsgebiet) und Arbeitnehmerentgelt (Mittelverwendung), sonstigen Produktionsabgaben abzüglich sonstiger Subventionen (Mittelverwendung) und Abschreibungen (Mittelverwendung).

Das Nettonationaleinkommen wird nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus Betriebsüberschuss und Selbstständigeneinkommen (netto), Arbeitnehmerentgelt (Mittelaufkommen), Produktionsabgaben abzüglich Subventionen (Mittelaufkommen) und Nettovermögenseinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Der Saldo des verfügbaren Einkommens wird ebenfalls nur für gebietsansässige Sektoren definiert und entspricht der Summe aus den Nettoeinkommen, Einkommen- und Vermögensteuern (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), Sozialbeiträge (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung), monetäre Sozialleistungen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und sonstige laufende Transfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung).

Das Nettosparaufkommen wird für gebietsansässige Sektoren definiert und ergibt sich aus

dem verfügbaren Nettoeinkommen zuzüglich der Nettozunahme betrieblicher Versorgungsansprüche (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) und abzüglich der Konsumausgaben (Mittelverwendung). Für die übrige Welt wird der Saldo der laufenden Außentransaktionen als Summe aus Handelsbilanz und gesamtem Nettoeinkommen (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) ermittelt.

Der Finanzierungssaldo wird im Vermögensbildungskonto als Nettosparsparen zuzüglich der Nettovermögenstransfers (Mittelaufkommen minus Mittelverwendung) abzüglich der Bruttoinvestitionen (Mittelverwendung) abzüglich des Nettozugangs an nichtproduzierten Vermögensgütern (Mittelverwendung) und zuzüglich Abschreibungen (Mittelaufkommen) ermittelt. Er kann auch im Finanzierungskonto als Differenz aus den Transaktionen mit Forderungen insgesamt und den Transaktionen mit Verbindlichkeiten insgesamt (auch als transaktionsbedingte finanzielle Reinvermögensänderungen bezeichnet) ermittelt werden. Bei den privaten Haushalten und den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften besteht eine statistische Abweichung zwischen diesen anhand des Vermögensbildungskontos bzw. des Finanzierungskontos berechneten Salden.

Finanzielle Reinvermögensänderungen werden als finanzielle Reinvermögensänderungen durch Sparen und Vermögenstransfers zuzüglich sonstiger finanzieller Reinvermögensänderungen ermittelt. Mangels verfügbarer Daten bleiben darin derzeit die sonstigen Vermögensänderungen unberücksichtigt.

Das finanzielle Reinvermögen wird als Differenz zwischen den gesamten Forderungen und den gesamten Verbindlichkeiten berechnet, während die finanziellen Reinvermögensänderungen der Summe aus transaktionsbedingten finanziellen Reinvermögensänderungen (Finanzierungssaldo aus dem Finanzierungskonto) und sonstigen finanziellen Reinvermögensänderungen entsprechen.

Die transaktionsbedingten finanziellen Reinvermögensänderungen werden als Differenz aus den

gesamten Transaktionen mit Forderungen und den gesamten Transaktionen mit Verbindlichkeiten ermittelt, während die sonstigen finanziellen Reinvermögensänderungen aus den gesamten sonstigen Forderungsänderungen abzüglich der gesamten sonstigen Änderungen der Verbindlichkeiten berechnet werden.

#### ZU DEN ABSCHNITTEN 4.3 UND 4.4

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR SCHULDVERSCHREIBUNGEN UND BÖRSENNOTIERTE 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 der fiktiven Bestandsgrößen berechnen.  $N_t^M$  seien die transaktionsbedingten Veränderungen (Nettoabsatz) im Monat  $t$  und  $L_t$  der Bestand am Ende des Monats  $t$ . Der Index  $I_t$  der fiktiven Bestandsgrößen im Monat  $t$  ist definiert als:

$$j) \quad I_t = I_{t-1} \times \left( 1 + \frac{N_t^M}{L_{t-1}} \right)$$

Als Basis dient Dezember 2001, für den der Index gleich 100 gesetzt wird. Die Zuwachsrates  $a_t$  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:

$$k) \quad a_t = \left[ \prod_{i=0}^{11} \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-i-1}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$l) \quad a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100$$

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 analog berechneten „transaktionsbedingten Veränderungen“ erhält, die für die Geldmengenaggregate verwendet werden.

Die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat  $t$  endende Quartal wird wie folgt berechnet:

$$m) \quad \left( \frac{0.5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0.5I_{t-3}}{0.5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0.5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100$$

Dabei ist  $I_t$  der Index der fiktiven Bestandsgrößen im Monat  $t$ . Analog hierzu wird die durchschnittliche Wachstumsrate für das mit dem Monat  $t$  ablaufende Jahr wie folgt berechnet:

$$n) \quad \left( \frac{0.5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0.5I_{t-12}}{0.5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0.5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100$$

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.

#### SAISONBEREINIGUNG DER WERTPAPIER-EMISSIONSSTATISTIKEN<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz beruht auf der multiplikativen Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA. Die Saisonbereini-

4 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.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) in der Rubrik „Statistics“ unter „Money, banking and financial markets“.

gung für die Wertpapieremissionen insgesamt wird indirekt durch eine lineare Kombination der nach Sektoren und Laufzeiten gegliederten Komponenten durchgeführt.

Die Verfahren der Saisonbereinigung werden zunächst auf den Index der fiktiven Bestandsgrößen angewandt. Die daraus resultierenden Schätzungen der Saisonfaktoren werden anschließend auf den Umlauf, aus dem der saisonbereinigte Nettoabsatz abgeleitet wird, angewandt. Die Saisonfaktoren werden in jährlichen Abständen oder bei Bedarf neu berechnet.

Analog zu Formel l) und m) lässt sich die Wachstumsrate  $a_t$  für den Monat  $t$ , also die Veränderung in den zurückliegenden sechs Monaten bis zum Monat  $t$ , mit einer der beiden folgenden Formeln berechnen:

$$\text{o) } a_t = \left[ \prod_{i=0}^5 \left( 1 + \frac{N_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100$$

$$\text{p) } a_t = \left( \frac{I_t}{I_{t-6}} - 1 \right) \times 100$$

#### ZU TABELLE 1 IN ABSCHNITT 5.1

#### SAISONBEREINIGUNG DES HARMONISIERTEN VERBRAUCHERPREISINDEX (HVPI)<sup>4</sup>

Der verwendete Ansatz stützt sich auf die multiplikative Komponentenerlegung durch das Programm X-12-ARIMA (siehe Fußnote 2 auf Seite S78). Die Saisonbereinigung des HVPI-Gesamtindex 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 S78). Die Ursprungswerte zum Warenhandel, zu den Dienstleistungen und zu den Erwerbs- und Vermögenseinkommen werden arbeitstäglich bereinigt. Beim Warenhandel und bei den Dienstleistungen wird neben der arbeitstäglichen Bereinigung auch eine Bereinigung um die durchschnittlichen Effekte nationaler Feiertage vorgenommen. Die Saisonbereinigung für die genannten Posten wird anhand dieser vorbereinigten Reihen vorgenommen. 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.

#### ZU ABSCHNITT 7.3

#### BERECHNUNG DER WACHSTUMSRATEN FÜR DIE QUARTALS- UND JAHRESREIHEN

Die Jahreswachstumsrate für das Quartal  $t$  wird auf Basis der vierteljährlichen transaktionsbedingten Veränderung ( $F_t$ ) und des Bestands ( $L_t$ ) wie folgt berechnet:

$$a_t = \left( \prod_{i=t-3}^t \left( 1 + \frac{F_i}{L_{t-1}} \right) - 1 \right) \times 100$$

Die Wachstumsrate für die jährlichen Reihen entspricht der Wachstumsrate im Schlussquartal des betreffenden Jahres.





## 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.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) abrufbar. Daten können über das benutzerfreundlich gestaltete Statistical Data Warehouse der EZB ([sdw.ecb.europa.eu/](http://sdw.ecb.europa.eu/)), das auch eine Suchfunktion enthält, abgerufen und heruntergeladen werden. Unter „Data services“ können unter anderem verschiedene Datensätze abonniert werden, und es steht eine Datenbank mit komprimierten Daten im CSV-Format (CSV = Comma Separated Value) zur Verfügung. Weitere Informationen sind unter [statistics@ecb.europa.eu](mailto:statistics@ecb.europa.eu) 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 6. Mai 2009.

Soweit nicht anders angegeben, beziehen sich alle Zeitreihen, die Werte für das Jahr 2009 umfassen, über die gesamte Datenreihe hinweg auf die 16 Euro-Länder (d. h. Euro-Währungsgebiet einschließlich der Slowakei). Bei den Zinssätzen, den monetären Statistiken und dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (und aus Konsistenzgründen den Komponenten und Gegenposten von M3 und den Komponenten des HVPI) beziehen sich die statistischen Zeitreihen auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung. Gegebenenfalls wird dies in den Tabellen durch eine Fußnote kenntlich gemacht. Soweit es sich bei den zugrunde liegenden Daten um absolute oder prozentuale Veränderungen für das jeweilige Jahr des Beitritts Griechenlands (2001), Sloweniens (2007), Zyperns (2008), Maltas (2008) und der Slowakei (2009) zum Euro-Währungsgebiet handelt, die gegenüber Daten für das Jahr vor dem entsprechenden Beitrittsjahr berechnet wurden, werden Zeitreihen herangezogen, die die Auswirkungen der Aufnahme dieser Länder in den Euroraum berücksichtigen. Historische Daten, die sich auf das Euro-Währungsgebiet vor dem Beitritt der Slowakei beziehen, sind auf der Website der

EZB unter [www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/services/downloads/html/index.en.html) abrufbar.

Die statistischen Zeitreihen mit Bezug auf das Euro-Währungsgebiet in seiner jeweiligen Zusammensetzung basieren auf der im jeweiligen statistischen Erhebungszeitraum geltenden Zusammensetzung. So beziehen sich Angaben zum Zeitraum vor 2001 auf die 11 Euro-Länder, d. h. die folgenden EU-Mitgliedstaaten: Belgien, Deutschland, Irland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. Angaben für die Zeit von 2001 bis 2006 beziehen sich auf die 12 Euro-Länder, d. h. auf die genannten 11 Länder und Griechenland. Angaben für 2007 beziehen sich auf die 13 Euro-Länder, d. h. die genannten 12 Länder und Slowenien. Angaben für 2008 beziehen sich auf die 15 Euro-Länder, d. h. die 13 Euro-Länder sowie Zypern und Malta, und Angaben für die Zeit ab 2009 auf die 16 Euro-Länder, d. h. die genannten 15 Länder und die Slowakei.

Da die Zusammensetzung der Europäischen Währungseinheit (ECU) nicht deckungsgleich mit den früheren Währungen der Länder ist, die die einheitliche Währung eingeführt haben, werden die Beträge aus dem Zeitraum vor 1999, die ursprünglich in den Teilnehmerwährungen angegeben und 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 Bulgarien, die Tschechische Republik, Dänemark, Estland, Lettland, Litauen, Ungarn, Polen, Rumänien, 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. Die Mindestreserve-Erfüllungsperiode beginnt jeweils am Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts (HRG), das auf die Sitzung des EZB-Rats folgt, auf der die monatliche Erörterung des geldpolitischen Kurses vorgesehen ist. Jahres- und Quartalsangaben stellen die Durchschnittswerte der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres bzw. Quartals dar.

Tabelle 1 in Abschnitt 1.4 zeigt die Komponenten der Mindestreservebasis der mindestreserve-

pflichtigen Kreditinstitute. Die Verbindlichkeiten gegenüber anderen dem Mindestreservesystem des ESZB unterliegenden Kreditinstituten, der EZB und den teilnehmenden nationalen Zentralbanken (NZBen) 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 HRGs 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 NZBen in der zweiten Stufe der WWU initiierte Begebung von Schuldverschreibungen ausgenommen. Die sonstigen Faktoren (netto) (Spalte 10) geben die saldierten restlichen Positionen 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 zwi-

schen 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 neben Positionen von gebietsansässigen Nicht-MFIs bei im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs 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) Anteilen 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“ zugeordnet.

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 „Monetary Financial Institutions and Markets Statistics Sector Manual – Guidance for the statistical classification of customers. Third Edition“ (EZB, März 2007) 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 anzuwenden 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 Aktiv- 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.

## VOLKSWIRTSCHAFTLICHE GESAMTRECHNUNGEN FÜR DAS EURO-WÄHRUNGSGEBIET

Abschnitt 3.1 zeigt die Daten der vierteljährlichen integrierten Euroraumkonten, die ein umfassendes Bild von der Wirtschaftstätigkeit der privaten Haushalte (einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck), der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften, der finanziellen Kapitalgesellschaften und des Staates und von den Interaktionen zwischen diesen Sektoren sowie dem Euro-Währungsgebiet und der übrigen Welt vermitteln. Die nicht saisonbereinigten Daten zu jeweiligen Preisen werden in einer vereinfachten Kontenabfolge gemäß der Methodik des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 1995 (ESVG 95) für das letzte verfügbare Quartal ausgewiesen.

Kurz zusammengefasst beinhaltet die Kontenabfolge (Transaktionskonten): 1) das Einkommensentstehungskonto, das zeigt, wie sich die Produktion in verschiedenen Einkommenskategorien niederschlägt, 2) das primäre Einkommensverteilungskonto, das die Einnahmen und Ausgaben in Bezug auf verschiedene Formen der Vermögenseinkommen erfasst (für die Gesamtwirtschaft entspricht der Saldo des primären Einkommensverteilungskontos dem Nationaleinkommen), 3) das Konto der sekundären Einkommensverteilung (Ausgabenkonzept), in dem aufgeführt wird, wie sich das Nationaleinkommen eines institutionellen Sektors aufgrund der laufenden Transfers verändert, 4) das Einkommensverwendungskonto, das zeigt, inwieweit das verfügbare Einkommen für Konsumausgaben verwendet oder gespart wird, 5) das Vermögensbildungskonto, aus dem hervorgeht, wie Sparen und Nettovermögenstransfers zur Sachvermögensbildung verwendet werden (der Saldo des Vermögensbildungskontos ist der Finanzierungssaldo), und 6) das Finanzierungskonto, das den Nettozugang an Forderungen und den Nettozugang an Verbindlichkeiten erfasst. Da jeder nichtfinanziellen

1 ABl. L 356 vom 30.12.1998, S. 7.

2 ABl. L 250 vom 2.10.2003, S. 19.

Transaktion eine finanzielle Transaktion gegenübersteht, entspricht der Saldo des Finanzierungskontos konzeptionell dem Finanzierungssaldo des Vermögensbildungskontos.

Darüber hinaus werden die finanziellen Vermögensbilanzen zum Jahresanfang und zum Jahresende präsentiert, die einen Eindruck vom Finanzvermögen der einzelnen Sektoren zu einem bestimmten Zeitpunkt vermitteln. Schließlich werden noch sonstige Änderungen von Finanzaktiva und -passiva (z. B. infolge der Auswirkungen von Vermögenspreisänderungen) aufgezeigt.

Die sektorale Aufschlüsselung des Finanzierungskontos und der finanziellen Vermögensbilanzen ist für die finanziellen Kapitalgesellschaften detaillierter aufgeführt; hier wurde eine Unterteilung in MFIs, sonstige Finanzintermediäre (einschließlich Kredit- und Versicherungshilfs-tätigkeiten) sowie Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen vorgenommen.

Abschnitt 3.2 enthält über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen) für die sogenannten nichtfinanziellen Konten des Euro-Währungsgebiets (d. h. der vorgenannten Konten 1 bis 5), die ebenfalls in der vereinfachten Kontenabfolge dargestellt sind.

In Abschnitt 3.3 werden über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen und sonstige Änderungen) bezüglich des Einkommens, der Ausgaben und der Vermögensänderung der privaten Haushalte sowie die Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanz genauer analysiert. Die sektorspezifischen Transaktionen und Salden sind so dargestellt, dass Finanzierungs- und Investitionsentscheidungen der privaten Haushalte deutlicher zum Ausdruck kommen, ohne dabei von der in den Abschnitten 3.1 und 3.2 gewählten Konteneinteilung abzuweichen.

In Abschnitt 3.4 werden über vier Quartale kumulierte Stromgrößen (Transaktionen) bezüglich des Einkommens und der Vermögensänderungen der nichtfinanziellen Kapital-

gesellschaften sowie die Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanz genauer analysiert.

Abschnitt 3.5 zeigt über vier Quartale kumulierte Finanzierungsströme (Transaktionen und sonstige Änderungen) und Bestandsgrößen der finanziellen Vermögensbilanzen von Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen.

## FINANZMÄRKTE

Mit Ausnahme der Wertpapieremissionsstatistik (Tabellen 4.1 bis 4.4), bei der sich die gesamte Zeitreihe auf die 16 Euro-Länder (d. h. die früheren 15 Euro-Länder plus die Slowakei) bezieht (feste Zusammensetzung), umfassen die Zeitreihen zur Finanzmarktstatistik des Euro-Währungsgebiets die EU-Mitgliedstaaten, die im Referenzzeitraum der jeweiligen Statistik den Euro bereits eingeführt hatten (jeweilige Zusammensetzung).

Die Statistiken über Wertpapiere ohne Aktien und über 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 zu Wertpapieren ohne Aktien nach Ursprungslaufzeiten, Sitz des Emittenten und Währungen. In einer Aufgliederung nach Schuldverschreibungen insgesamt und langfristigen Schuldverschreibungen präsentiert dieser Abschnitt den Umlauf, Brutto- und Nettoabsatz der auf Euro lautenden Wertpapiere ohne Aktien sowie von auf Euro und auf alle Währungen lautenden Wertpapieren ohne Aktien, die von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet begeben wurden. Abweichungen zwischen den Angaben zum Nettoabsatz und den Veränderungen im Umlauf haben ihre Ursache in Bewertungsänderungen, Umgruppierungen und sonstigen Bereinigungen. Der Abschnitt weist außerdem saisonbereinigte Angaben aus, darunter auf Jahresrate hochgerechnete Sechsmonatsraten für die gesamten wie auch für die langfristigen Schuldverschreibungen. Die saisonbereinigten Sechsmonatsraten werden anhand des um saisonale Effekte bereinigten Index der fiktiven Bestandsgrößen ermittelt. Nähere Einzelheiten hierzu siehe „Technischer Hinweis“.

Abschnitt 4.2 enthält eine Gliederung des Umlaufs, des Brutto- und des Nettoabsatzes nach im Euroraum ansässigen Emittentengruppen,

die dem ESVG 95 entspricht. Die EZB wird dem Eurosystem zugeordnet.

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 langfristigen Schuldverschreibungen von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 7 von Abschnitt 4.1. Der Umlauf der von MFIs insgesamt sowie langfristig begebenen Schuldverschreibungen in Spalte 2 von Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 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 Nettoabsatz der Schuldverschreibungen insgesamt entspricht den Angaben zum gesamten Nettoabsatz von Ansässigen im Euro-Währungsgebiet in Spalte 9 von Abschnitt 4.1. Die in Tabelle 1 in Abschnitt 4.2 ausgewiesene Differenz zwischen den gesamten langfristigen Schuldverschreibungen und den langfristigen festverzinslichen sowie langfristigen variabel verzinslichen Schuldverschreibungen zusammengekommen ergibt sich aus Nullkupon-Anleihen und Neubewertungseffekten.

Abschnitt 4.3 enthält die nicht saisonbereinigten und saisonbereinigten Wachstumsraten 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 Wachstumsraten enthalten. Die saisonbereinigten Wachstumsraten sind zu Darstellungszwecken auf Jahresraten hochgerechnet. 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 Angaben zur Emission börsennotierter Aktien durch nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften entsprechen den in Abschnitt 3.4 ausgewiesenen Quartalsangaben (Finanzielle Vermögensbilanz, Börsennotierte Aktien).

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 begeben oder zurückgekauft werden (mit Ausnahme von Investitionen in eigene Aktien). 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 von bzw. Kredite an private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Euro-Währungsgebiet berechnen. Die MFI-Zinssätze für den Euroraum werden als mit dem entsprechenden Geschäftsvolumen gewichteter Durchschnitt der Zinssätze der Euro-Länder für die jeweilige Kategorie ermittelt.

Die MFI-Zinsstatistik ist nach Art des Geschäfts (Bestand, Neugeschäft), Sektoren, 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 Euroraum 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 für das Euro-Währungsgebiet synthetische Zinssätze 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 Zinssätze 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.

Tabelle 4.7 zeigt die Zinssätze am Ende des jeweiligen Berichtszeitraums. Diese werden anhand nominaler Kassazinsstrukturkurven auf Basis der auf Euro lautenden Anleihen mit AAA-Rating von Zentralstaaten des Euro-Währungsgebiets geschätzt. Die Schätzung der Zinsstrukturkurven erfolgt anhand des Svensson-Modells.<sup>3</sup> Zudem werden die Spreads zwischen den Zehnjahressätzen und den Dreimonats- bzw. Zweijahressätzen ausgewiesen. Weitere Zinsstrukturkurven (tägliche Veröffentlichungen einschließlich Tabellen und Abbildungen) sowie die entsprechenden methodischen Hinweise sind unter [www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html) abrufbar. Tageswerte können ebenfalls heruntergeladen werden.

In Abschnitt 4.8 sind die Börsenindizes für das Euro-Währungsgebiet, die Vereinigten Staaten und Japan ausgewiesen.

<sup>3</sup> L. E. Svensson, Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994, Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper Nr. 1051, 1994.



## 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 zu den Arbeitskosten pro Stunde, 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 (Tabelle 1 in 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 und HVPI-basierte experimentelle Schätzungen der administrierten Preise.

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>. Seit Januar 2009 wird die überarbeitete Systematik der Wirtschaftszweige (NACE Revision 2) gemäß Verordnung (EG) Nr. 1893/2006 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Dezember 2006 zur Aufstellung der statistischen Systematik der Wirtschaftszweige NACE Revision 2 und zur Änderung der Verordnung (EWG) Nr. 3037/90 des Rates

sowie einiger Verordnungen der EG über bestimmte Bereiche der Statistik<sup>5</sup> zur Erstellung von Konjunkturstatistiken angewandt. Die Aufschlüsselung nach dem Endverbrauch der Güter bei den industriellen Erzeugerpreisen und der Industrieproduktion entspricht der harmonisierten Untergliederung der Industrie ohne Baugewerbe (NACE Revision 2, Abschnitt B bis E) in die industriellen Hauptgruppen gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 656/2007 der Kommission vom 14. Juni 2007<sup>6</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 beiden in Tabelle 3, Abschnitt 5.1 ausgewiesenen Preisindizes für Rohstoffe ohne Energie werden anhand derselben Rohstoffabdeckung, jedoch unter Verwendung zweier unterschiedlicher Gewichtungsverfahren erstellt: Ein Index basiert auf den entsprechenden Rohstoffimporten des Euro-Währungsgebiets (Spalte 2-4), der andere auf der geschätzten Inlandsnachfrage des Euro-Währungsgebiets bzw. der „Verwendung“ (Spalte 5-7), wobei Angaben zu den Einfuhren, den Ausfuhren und der inländischen Erzeugung je Rohstoff berücksichtigt werden (der Einfachheit halber werden die Lagerbestände unter der Annahme, dass diese im Beobachtungszeitraum relativ stabil bleiben, außer Acht gelassen). Der importgewichtete Rohstoffpreisindex eignet sich zur Untersuchung der außenwirtschaftlichen Entwicklung, während der nach der Verwendung gewichtete Index speziell für die Analyse des von den internationalen Rohstoffpreisen ausgehenden Inflationsdrucks im Euro-Währungsgebiet genutzt werden kann. Der zuletzt genannte Preisindex beruht auf experimentellen Daten. Weitere Einzelheiten zur Erstellung der Rohstoffpreisindizes der EZB finden sich in Kasten 1 in der Monatsberichtsangabe vom Dezember 2008.

4 ABl. L 162 vom 5.6.1998, S. 1.

5 ABl. L 393 vom 30.12.2006, S. 1.

6 ABl. L 155 vom 15.6.2007, S. 3.



Die Arbeitskostenindizes (Tabelle 5 in Abschnitt 5.1) messen die Veränderungen der Arbeitskosten je geleisteter Arbeitsstunde in der Industrie (einschließlich Baugewerbe) und im Bereich der marktbestimmten Dienstleistungen. Die Methodik ist in der Verordnung (EG) Nr. 450/2003 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 27. Februar 2003 über den Arbeitskostenindex<sup>7</sup> und der Durchführungsverordnung (EG) Nr. 1216/2003 der Kommission vom 7. Juli 2003<sup>8</sup> festgelegt. Die Arbeitskosten pro Stunde stehen für das Euro-Währungsgebiet in einer Aufschlüsselung nach Arbeitskostenkomponenten (Löhne und Gehälter, Sozialbeiträge der Arbeitgeber zuzüglich Steuern zulasten des Arbeitgebers abzüglich Zuschüssen zugunsten des Arbeitgebers, sofern sie im Zusammenhang mit der Beschäftigung von Arbeitnehmern entstehen) und nach Wirtschaftszweigen zur Verfügung. 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 3 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 – einschließ-

lich 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) ohne Tankstellen. Die Pkw-Neuzulassungen umfassen sowohl private als auch geschäftlich genutzte Pkw. In der Datenreihe für das Euro-Währungsgebiet sind keine Angaben zu Zypern und Malta enthalten.

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 6.5 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 von den Daten, die die Europäische Kommission im Rahmen des Verfahrens bei einem

<sup>7</sup> ABl. L 69 vom 13.3.2003, S. 1.

<sup>8</sup> ABl. L 169 vom 8.7.2003, S. 37.

übermäßigen Defizit verwendet, abweichen. Die vierteljährlichen aggregierten Daten des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 6.4 und 6.5 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 Kommission vom 10. Juli 2000<sup>9</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 Finanzierungssaldo 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 Deficit-Debt-Adjustments, 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 nicht-finanzielle Transaktionen<sup>10</sup> dargestellt. In Abschnitt 6.5 werden Quartalswerte zur konsolidierten Bruttoverschuldung der öffentlichen Haushalte (Staat), zu den Deficit-Debt-Adjustments und zur Nettoneuverschuldung der öffentlichen Haushalte präsentiert. Zur Berechnung dieser Zahlen werden Daten verwendet, die von den Mitgliedstaaten nach Maßgabe der Verordnungen (EG)

Nr. 501/2004 und Nr. 222/2004 sowie von den NZBen zur Verfügung gestellt werden.

## AUSSENWIRTSCHAFT

Die Begriffe und Abgrenzungen, die in der Zahlungsbilanzstatistik und beim Auslandsvermögensstatus (Abschnitt 7.1 bis 7.4) verwendet werden, entsprechen in der Regel 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>11</sup> und der EZB-Leitlinie vom 31. Mai 2007 zur Änderung der Leitlinie EZB/2004/15 (EZB/2007/3)<sup>12</sup>. 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 Mai 2007 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 Jahresbericht über die Qualität der Statistiken zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets, der auf den Empfehlungen der Task Force beruht, steht auf der Website der EZB zur Verfügung.

9 ABl. L 172 vom 12.7.2000, S. 3.

10 ABl. L 179 vom 9.7.2002, S. 1.

11 ABl. L 354 vom 30.11.2004, S. 34.

12 ABl. L 159 vom 20.6.2007, S. 48.

Die Tabellen in Abschnitt 7.1 und 7.4 entsprechen der Vorzeichenkonvention des „Balance of Payments Manual“ des IWF, d. h., Überschüsse in der Leistungsbilanz und bei den Vermögensübertragungen werden mit einem Pluszeichen dargestellt, wohingegen ein positives Vorzeichen in der Kapitalbilanz auf eine Zunahme der Passiva oder einen Rückgang der Aktiva hinweist. In den Tabellen in Abschnitt 7.2 werden sowohl die Einnahmen als auch die Ausgaben mit einem Pluszeichen dargestellt. Darüber hinaus wurden die Tabellen in Abschnitt 7.3 neu strukturiert, sodass ab dem Monatsbericht vom Februar 2008 die Zahlungsbilanzangaben, der Auslandsvermögensstatus und die entsprechenden Wachstumsraten zusammen ausgewiesen werden; in den neuen Tabellen werden Transaktionen in Forderungen und Verbindlichkeiten, die mit einer Zunahme der entsprechenden Bestände verbunden sind, 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 1 in Abschnitt 7.2 enthält darüber hinaus saisonbereinigte Leistungsbilanzangaben, die gegebenenfalls auch arbeitstäglich und um Schaltjahreseffekte sowie Effekte aufgrund der Osterfeiertage bereinigt sind. Tabelle 3 von Abschnitt 7.2 und Tabelle 8 von Abschnitt 7.3 zeigen eine geografische Aufschlüsselung der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus 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. Für Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen, für Finanzderivate und Währungsreserven liegt keine geografische Aufgliederung der entsprechenden Transaktionen bzw. Bestände vor. Auch für Kapitalertragszahlungen an Brasilien, die Volksrepublik China, Indien und Russland werden keine gesonderten Daten zur Verfügung gestellt. Eine Beschreibung der geografischen Aufschlüsselung findet sich in: EZB, Zahlungsbilanz und Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets gegenüber den wichtigsten Ländern und Ländergruppen, Monatsbericht Februar 2005.

Die Angaben zur Kapitalbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Euro-Währungsgebiets in Abschnitt 7.3 werden auf der Grundlage der Transaktionen und 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, Kasten 5 im Monatsbericht vom Januar 2007 und Kasten 6 im Monatsbericht vom Januar 2008). Der Auslandsvermögensstatus wird zu jeweiligen Marktpreisen bewertet. Hiervon ausgenommen sind Direktinvestitionsbestände, bei denen nicht börsennotierte Aktien und übrige Anlagen (z. B. Finanzkredite und Einlagen) 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.

Tabelle 1 in Abschnitt 7.3 fasst den Auslandsvermögensstatus und die Finanztransaktionen in der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets zusammen. Die Aufschlüsselung der Verände-

rung des jährlichen Auslandsvermögensstatus erhält man, indem man für die Veränderungen (ohne Transaktionen) ein statistisches Modell mit Daten aus der geografischen Aufschlüsselung und der Währungszusammensetzung der Forderungen und Verbindlichkeiten sowie Preisindizes für verschiedene finanzielle Vermögenswerte zugrunde legt. In dieser Tabelle beziehen sich die Spalten 5 und 6 auf Direktinvestitionen gebietsansässiger Einheiten außerhalb des Euro-Währungsgebiets und Direktinvestitionen gebietsfremder Einheiten im Euroraum.

In Tabelle 5 von Abschnitt 7.3 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.

Die Bestände an Währungsreserven und sonstigen Fremdwährungsaktiva und -passiva des Eurosystems sind in Tabelle 7 in Abschnitt 7.3 ausgewiesen. Aufgrund von Unterschieden in der Erfassung und Bewertung sind diese Angaben nicht vollständig mit den Angaben im Wochenanweis des Eurosystems vergleichbar. Die Daten in Tabelle 7 entsprechen den Empfehlungen für das 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 umfassendere Daten gemäß dem Offenlegungstableau für Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität.

Abschnitt 7.4 enthält eine monetäre Darstellung der Zahlungsbilanz des Euro-Währungsgebiets, bei der die Zahlungsbilanztransaktionen die transaktionsbedingten Veränderungen des Auslandsgegenpostens zu M3 widerspiegeln. Bei den Verbindlichkeiten aus Wertpapieranlagen (Spalte 5 und 6) umfassen die Transaktionen auch den Verkauf und Kauf der von im Euro-Währungsgebiet ansässigen MFIs begebenen Aktien und Investmentzertifikate sowie 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 7.5 zeigt Angaben zum Außenhandel des Euro-Währungsgebiets, die auf Eurostat-Daten beruhen. Die Wertangaben und Volumendizes werden saisonbereinigt und arbeitstäglich 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) und den wichtigsten Güterarten im System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen. Die gewerblichen Erzeugnisse (Spalte 7 und 12) und Öl (Spalte 13) beruhen auf der Definition gemäß SITC Rev. 4. Die geografische Aufschlüsselung (Tabelle 3 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 (Abschnitt 7.1 und 7.2) vergleichbar. Die Differenz ist teilweise darauf zurückzuführen, dass bei der Erfassung der Wareneinfuhren in den Außenhandelsdaten Versicherungs- und Frachtdienstleistungen berücksichtigt werden.

Die in Tabelle 2, Abschnitt 7.5 ausgewiesenen industriellen Einfuhrpreise und industriellen



Erzeugerausfuhrpreise (bzw. die industriellen Erzeugerpreise des Auslandsmarktes) wurden durch Verordnung (EG) Nr. 1158/2005 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 6. Juli 2005 zur Änderung der Verordnung (EG) Nr. 1165/98 des Rates, der wichtigsten Rechtsgrundlage für die Erstellung von Konjunkturstatistiken, eingeführt. Der Einfuhrpreisindex für Industrieerzeugnisse erfasst alle industriellen Erzeugnisse, die gemäß Abschnitt B bis E der Statistischen Güterklassifikation in Verbindung mit den Wirtschaftszweigen in der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft (Statistical Classification of Products by Activity in the European Economic Community, CPA) aus Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets eingeführt wurden, sowie alle institutionellen Sektoren der Importeure außer privaten Haushalten, Regierungen und Organisationen ohne Erwerbszweck. Der Index zeigt die Preise einschließlich Kosten, Versicherung und Fracht (cif) ohne Berücksichtigung von Einfuhrzöllen und Steuern. Er bezieht sich auf die tatsächlichen Transaktionen in Euro zum Zeitpunkt der Übertragung des Eigentums an den Waren. Die industriellen Erzeugerausfuhrpreise umfassen alle Industrieerzeugnisse, die von Herstellern im Euro-Währungsgebiet gemäß Abschnitt B bis E der NACE Revision 2 direkt in ein Land außerhalb des Euroraums exportiert werden. Ausfuhren von Großhändlern sowie Re-Exporte werden nicht erfasst. Der Index bildet die Preise auf fob-Basis ab, berechnet in Euro an der Grenze des Euro-Währungsgebiets. Darin enthalten sind alle indirekten Steuern außer der Mehrwertsteuer und sonstigen abzugsfähigen Steuern. Die industriellen Einfuhrpreise und industriellen Erzeugerausfuhrpreise sind nach industriellen Hauptgruppen (MIGs) gemäß der Definition in Verordnung (EG) Nr. 656/2007 der Kommission vom 14. Juni 2007 verfügbar. Weitere Einzelheiten hierzu finden sich in Kasten 11 in der Monatsberichtsausgabe vom Dezember 2008.

## 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 Währungen 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-21-Gruppe der Handelspartner umfasst die elf nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie Australien, China, Hongkong, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz, Singapur, Südkorea und die Vereinigten Staaten. Zur EWK-41-Gruppe gehören die EWK-21-Gruppe sowie folgende Länder: Algerien, Argentinien, Brasilien, Chile, Indien, Indonesien, Island, Israel, Kroatien, Malaysia, Marokko, Mexiko, Neuseeland, die Philippinen, die Russische Föderation, Südafrika, Taiwan, Thailand, die Türkei und Venezuela. 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 8 im Monatsbericht vom März 2007 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. Der Referenzkurs der indischen Rupie gegenüber dem Euro wurde erstmals in Spalte 26 aufgenommen. Die Angaben vor dem 1. Januar 2009 haben jedoch lediglich indikativen Charakter.

## **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 zu den Vereinigten Staaten und Japan (Abschnitt 9.2) werden aus nationalen Quellen gewonnen.



## ANHANG

# CHRONIK DER GELDPOLITISCHEN MASSNAHMEN DES EUROSYSTEMS<sup>1</sup>



### 11. JANUAR UND 8. FEBRUAR 2007

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,50 %, 4,50 % bzw. 2,50 % zu belassen.

### 8. MÄRZ 2007

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 14. März 2007 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 3,75 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 14. März 2007 um jeweils 25 Basispunkte auf 4,75 % bzw. 2,75 % zu erhöhen.

### 12. APRIL UND 10. MAI 2007

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 3,75 %, 4,75 % bzw. 2,75 % zu belassen.

### 6. JUNI 2007

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 13. Juni 2007 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 4 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 13. Juni 2007 um jeweils 25 Basispunkte auf 5 % bzw. 3 % zu erhöhen.

### 5. JULI, 2. AUGUST, 6. SEPTEMBER, 4. OKTOBER, 8. NOVEMBER, 6. DEZEMBER 2007, 10. JANUAR, 7. FEBRUAR, 6. MÄRZ, 10. APRIL, 8. MAI UND 5. JUNI 2008

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 4,0 %, 5,0 % bzw. 3,0 % zu belassen.

### 3. JULI 2008

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 9. Juli 2008 abzuwickelnden Geschäft – um 25 Basispunkte auf 4,25 % zu erhöhen. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 9. Juli 2008 um jeweils 25 Basispunkte auf 5,25 % bzw. 3,25 % zu erhöhen.

### 7. AUGUST, 4. SEPTEMBER UND 2. OKTOBER 2008

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 4,25 %, 5,25 % bzw. 3,25 % zu belassen.

### 8. OKTOBER 2008

Der EZB-Rat beschließt, den Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit den am 15. Oktober 2008 abzuwickelnden Geschäften – um 50 Basispunkte auf 3,75 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit sofortiger Wirkung um jeweils 50 Basispunkte auf 4,75 % bzw. 2,75 % zu senken. Darüber hinaus beschließt

<sup>1</sup> Die Chronik der geldpolitischen Maßnahmen, die das Eurosystem von 1999 bis 2006 ergriffen hat, findet sich im Jahresbericht der EZB für das jeweilige Jahr.

der EZB-Rat, dass die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 15. Oktober abzuwickelnden Geschäft – als Mengentender mit vollständiger Zuteilung zum Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte durchgeführt werden. Des Weiteren verringert die EZB mit Wirkung vom 9. Oktober den Korridor für die ständigen Fazilitäten von 200 Basispunkten auf 100 Basispunkte um den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Die beiden Maßnahmen bleiben so lange wie nötig, mindestens aber bis zum Ende der ersten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des kommenden Jahres am 20. Januar 2009, in Kraft.

#### **15. OKTOBER 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Sicherheitsrahmen weiter auszuweiten und die Bereitstellung von Liquidität zu verbessern. Zu diesem Zweck beschließt er, a) das Verzeichnis der für Kreditgeschäfte des Eurosystems zugelassenen Sicherheiten auszuweiten, wobei die Ausweitung bis Ende 2009 in Kraft bleibt, b) die Bereitstellung längerfristiger Refinanzierungsmittel mit Wirkung vom 30. Oktober 2008 bis zum Ende des ersten Quartals 2009 zu verbessern und c) Liquidität in US Dollar über Devisenswapgeschäfte bereitzustellen.

#### **6. NOVEMBER 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 12. November 2008 abzuwickelnden Geschäften – um 50 Basispunkte auf 3,25 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 12. November 2008 um jeweils 50 Basispunkte auf 3,75 % bzw. 2,75 % zu senken.

#### **4. DEZEMBER 2008**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 10. Dezember 2008 abzuwickelnden Geschäften – um 75 Basispunkte auf 2,50 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze

für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 10. Dezember 2008 um jeweils 75 Basispunkte auf 3,0 % bzw. 2,0 % zu senken.

#### **18. DEZEMBER 2008**

Der EZB-Rat beschließt, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte weiterhin – über die am 20. Januar 2009 endende Mindestreserve-Erfüllungsperiode hinaus – als Mengentender mit vollständiger Zuteilung durchzuführen. Diese Maßnahme gilt so lange wie nötig, mindestens aber bis zur letzten Zuteilung der dritten Mindestreserve-Erfüllungsperiode 2009 am 31. März. Darüber hinaus wird mit Wirkung vom 21. Januar 2009 der von den Zinssätzen für die ständigen Fazilitäten gebildete Korridor, der am 9. Oktober 2008 auf 100 Basispunkte um den geltenden Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte verringert wurde, wieder auf 200 Basispunkte ausgeweitet.

#### **15. JANUAR 2009**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 21. Januar 2009 abzuwickelnden Geschäft – um 50 Basispunkte auf 2,0 % zu verringern. Er beschließt ferner im Einklang mit dem Beschluss vom 18. Dezember 2008, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 21. Januar 2009 auf 3,0 % bzw. 1,0 % festzusetzen.

#### **5. FEBRUAR 2009**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität unverändert bei 2,0 %, 3,0 % bzw. 1,0 % zu belassen.

#### **5. MÄRZ 2009**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit dem am 11. März 2009 abzuwickelnden Geschäft

ten – um 50 Basispunkte auf 1,50 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 11. März 2009 auf 2,50 % bzw. 0,50 % festzusetzen.

Darüber hinaus beschließt der EZB-Rat, alle Hauptrefinanzierungsgeschäfte, Refinanzierungsgeschäfte mit Sonderlaufzeit sowie zusätzlichen und regelmäßigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte so lange wie nötig, in jedem Fall aber über das Jahresende 2009 hinaus, weiterhin als Mengentender mit vollständiger Zuteilung abzuwickeln. Er beschließt ferner, die zusätzlichen längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte und die Refinanzierungsgeschäfte mit Sonderlaufzeit so lange wie nötig, in jedem Fall aber über das Jahresende 2009 hinaus, weiterhin im derzeitigen Rhythmus und mit dem aktuellen Laufzeitenprofil durchzuführen.

## **2. APRIL 2009**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit den am 8. April 2009 abzuwickelnden Geschäften – um 25 Basispunkte auf 1,25 % zu verringern. Er beschließt ferner, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität mit Wirkung vom 8. April 2009 auf 2,25 % bzw. 0,25 % festzusetzen.

## **7. MAI 2009**

Der EZB-Rat beschließt, den Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte – beginnend mit den am 13. Mai 2009 abzuwickelnden Geschäften – um 25 Basispunkte auf 1,00 % zu verringern. Er beschließt ferner, den Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit Wirkung vom 13. Mai 2009 um 50 Basispunkte auf 1,75 % zu senken und den Zinssatz für die Einlagefazilität unverändert bei 0,25 % zu belassen.





# PUBLIKATIONEN DER EUROPÄISCHEN ZENTRALBANK SEIT 2008



Dieses Verzeichnis soll den Leser über ausgewählte Publikationen der Europäischen Zentralbank informieren, die seit Januar 2008 veröffentlicht wurden. Bei den Working Papers werden lediglich die Veröffentlichungen von Februar bis April 2009 aufgeführt. Soweit nicht anders angegeben, können Druckfassungen (sofern vorrätig) kostenlos über [info@ecb.europa.eu](mailto:info@ecb.europa.eu) bezogen bzw. abonniert werden.

Ein vollständiges Verzeichnis der Publikationen der Europäischen Zentralbank und des Europäischen Währungsinstituts kann auf der Website der EZB ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) abgerufen werden.

## JAHRESBERICHT

- „Jahresbericht 2007“, April 2008.
- „Jahresbericht 2008“, April 2009.

## KONVERGENZBERICHT

- „Konvergenzbericht Mai 2008“.

## MONATSBERICHT SONDERAUSGABE

- „10 Jahre EZB 1998 - 2008“, Mai 2008.

## AUFSÄTZE IN DEN MONATSBERICHTEN

- „Produktivitätsentwicklung und Geldpolitik“, Januar 2008.
- „Globalisierung, Handel und die Gesamtwirtschaft des Euro-Währungsgebiets“, Januar 2008.
- „Die Erfahrungen des Eurosystems mit der Prognose der autonomen Faktoren und der Überschussreserven“, Januar 2008.
- „Die Analyse des Euro-Geldmarkts aus geldpolitischer Sicht“, Februar 2008.
- „Verbriefungen im Euro-Währungsgebiet“, Februar 2008.
- „Die neuen Zinsstrukturkurven des Euro-Währungsgebiets“, Februar 2008.
- „Zusammenhang zwischen Investitionstätigkeit und Finanzlage der Unternehmen im Euro-Währungsgebiet“, April 2008.
- „Kurzfristige Konjunkturprognosen für das Euro-Währungsgebiet“, April 2008.
- „Entwicklungen im Bereich der EU-Regelungen zur Finanzstabilität“, April 2008.
- „Preisstabilität und Wachstum“, Mai 2008.
- „Die Offenmarktgeschäfte des Eurosystems während der jüngsten Phase der Finanzmarktvolatilität“, Mai 2008.
- „Gemeinsame Geldpolitik und nationale Finanzpolitik vor dem Erfordernis eines reibungslosen Funktionierens der WWU“, Juli 2008.
- „Wichtige stilisierte Fakten zum Dienstleistungsverkehr des Euro-Währungsgebiets“, Juli 2008.
- „Die Bereitstellung technischer Unterstützung für EU-Nachbarregionen durch das Eurosystem“, Juli 2008.
- „Die außenwirtschaftliche Dimension der monetären Analyse“, August 2008.
- „Die Rolle der Banken im geldpolitischen Transmissionsprozess“, August 2008.
- „Zehn Jahre Stabilitäts- und Wachstumspakt“, Oktober 2008.
- „Grenzüberschreitende Bankfusionen und -übernahmen sowie institutionelle Anleger“, Oktober 2008.
- „Beobachtung der Arbeitskostenentwicklung in den Ländern des Euro-Währungsgebiets“, November 2008.
- „Aktienmarktbewertung und Aktienrisikoprämie“, November 2008.
- „Zehn Jahre TARGET und der Start von TARGET2“, November 2008.

- „Immobilienvermögen und private Konsumausgaben im Euro-Währungsgebiet“, Januar 2009.
- „Akkumulation von Auslandsvermögen durch öffentliche Stellen in Schwellenländern“, Januar 2009.
- „Neue Umfrageergebnisse zur Lohnsetzung in Europa“, Februar 2009.
- „Beurteilung globaler Protektionismusbestrebungen“, Februar 2009.
- „Die Außenfinanzierung privater Haushalte und nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften: Ein Vergleich zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den Vereinigten Staaten“, April 2009.
- „Revision der BIP-Schätzungen im Euro-Währungsgebiet“, April 2009.
- „Die Staatsausgaben in der Europäischen Union in der Gliederung nach Aufgabenbereichen“, April 2009.
- „Die Bedeutung von Erwartungen für die Durchführung der Geldpolitik“, Mai 2009.
- „Fünf Jahre EU-Mitgliedschaft“, Mai 2009.
- „Ratingagenturen: Entwicklungen und politische Grundsatzfragen“, Mai 2009.

#### **STATISTICS POCKET BOOK**

Wird seit August 2003 monatlich veröffentlicht.

#### **LEGAL WORKING PAPER SERIES**

- 6. „The legal implications of the prudential supervisory assessment of bank mergers and acquisitions under EU law“ von S. Kerjean, Juni 2008.
- 7. „Electronic money institutions: current trends, regulatory issues and future prospects“ von P. Athanassiou und N. Mas-Guix, Juli 2008.

#### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

- 78. „A framework for assessing global imbalances“ von T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora und R. Straub, Januar 2008.
- 79. „The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues“ von P. Moutot, A. Jung und F. P. Mongelli, Januar 2008.
- 80. „China’s and India’s roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?“ von M. Bussière und A. Mehl, Januar 2008.
- 81. „Measuring financial integration in new EU Member States“ von M. Baltzer, L. Capiello, R. A. De Santis und S. Manganelli, März 2008.
- 82. „The sustainability of China’s exchange rate policy and capital account liberalisation“ von L. Capiello und G. Ferrucci, März 2008.
- 83. „The predictability of monetary policy“ von T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch und J. Turunen, März 2008.
- 84. „Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise“ von G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk und C. Van Nieuwenhuyze, Mai 2008.
- 85. „Benchmarking the Lisbon strategy“ von D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca und W. Coussens, Juni 2008.
- 86. „Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach“ von M. M. Borys, É. K. Polgár und A. Zlate, Juni 2008.
- 87. „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges“ von einer Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des ESZB, Juni 2008.
- 88. „Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia“ von S. Herrmann und A. Winkler, Juni 2008.
- 89. „An analysis of youth unemployment in the euro area“ von R. Gomez-Salvador und N. Leiner-Killinger, Juni 2008.



90. „Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts“ von M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi und N. Vidalis, Juli 2008.
91. „The impact of sovereign wealth funds on global financial markets“ von R. Beck und M. Fidora, Juli 2008.
92. „The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy“ von M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf und D. Peschel, Juli 2008.
93. „Russia, EU enlargement and the euro“ von Z. Polański und A. Winkler, August 2008.
94. „The changing role of the exchange rate in a globalised economy“ von F. di Mauro, R. Ruffer und I. Bunda, September 2008.
95. „Financial stability challenges in candidate countries managing the transition to deeper and more market-oriented financial systems“ von der Expertengruppe für Herausforderungen im Hinblick auf die Finanzstabilität der Beitrittskandidaten des Ausschusses für Internationale Beziehungen, September 2008.
96. „The monetary presentation of the euro area balance of payments“ von L. Bê Duc, F. Mayerlen und P. Sola, September 2008.
97. „Globalisation and the competitiveness of the euro area“ von F. di Mauro und K. Forster, September 2008.
98. „Will oil prices decline over the long run?“ von R. Kaufmann, P. Karadeloglou und F. di Mauro, Oktober 2008.
99. „The ECB and IMF indicators for the macro-prudential analysis of the banking sector: a comparison of the two approaches“ von A. M. Agresti, P. Baudino und P. Poloni, November 2008.
100. „Survey data on household finance and consumption: research summary and policy use“ vom Eurosystem Household Finance and Consumption Network, Januar 2009.
101. „Housing finance in the euro area“ von der Arbeitsgruppe des Geldpolitischen Ausschusses des EZSB, März 2009.
102. „Domestic financial development in emerging economies: evidence and implications“ von E. Dorrucchi, A. Meyer-Cirkel und D. Santabárbara, April 2009.
103. „Transnational governance in global finance: the principles for stable capital flows and fair debt restructuring in emerging markets“ von R. Ritter, April 2009.

#### RESEARCH BULLETIN

- „Research Bulletin“ Nr. 7, Juni 2008.  
 „Research Bulletin“ Nr. 8, März 2009.

#### WORKING PAPER SERIES

1002. „Assessing portfolio credit risk changes in a sample of EU large and complex banking groups in reaction to macroeconomic shocks“ von O. Castrén, T. Fitzpatrick und M. Sydow, Februar 2009.
1003. „Real wages over the business cycle: OECD evidence from the time and frequency domains“ von J. Messina, C. Strozzi und J. Turunen, Februar 2009.
1004. „Characterising the inflation-targeting regime in South Korea“ von M. Sánchez, Februar 2009.
1005. „Labour market institutions and macroeconomic volatility in a panel of OECD countries“ von F. Rumler und J. Scharler, Februar 2009.
1006. „Understanding sectoral differences in downward real wage rigidity: workforce composition, institutions, technology and competition“ von P. Du Caju, C. Fuss und L. Wintr, Februar 2009.

1007. „Sequential bargaining in a new-Keynesian model with frictional unemployment and staggered wage negotiation“ von G. de Walque, O. Pierrard, H. Sneessens und R. Wouters, Februar 2009.
1008. „Liquidity (risk) concepts: definitions and interactions“ von K. Nikolaou, Februar 2009.
1009. „Optimal sticky prices under rational inattention“ von B. Maćkowiak und M. Wiederholt, Februar 2009.
1010. „Business cycles in the euro area“ von D. Giannone, M. Lenza und L. Reichlin, Februar 2009.
1011. „The global dimension of inflation – evidence from factor-augmented Phillips curves“ von S. Eickmeier und K. Moll, Februar 2009.
1012. „Petrodollars and imports of oil-exporting countries“ von R. Beck und A. Kamps, Februar 2009.
1013. „Structural breaks, cointegration, and the Fisher effect“ von A. Beyer, A. Haug und B. Dewald, Februar 2009.
1014. „Asset prices and current account fluctuations in G7 economies“ von M. Fratzscher und R. Straub, Februar 2009.
1015. „Inflation forecasting in the new EU Member States“ von O. Arratibel, C. Kamps und N. Leiner-Killinger, Februar 2009.
1016. „When does lumpy factor adjustment matter for aggregate dynamics?“ von S. Fahr und F. Yao, März 2009.
1017. „Optimal prediction pools“ von J. Geweke und G. Amisano, März 2009.
1018. „Cross-border mergers and acquisitions: financial and institutional forces“ von N. Coeurdacier, R. A. De Santis und A. Aviat, März 2009.
1019. „What drives returns to euro area housing? Evidence from a dynamic dividend-discount model“ von P. Hiebert und M. Sydow, März 2009.
1020. „Opting out of the Great Inflation: German monetary policy after the breakdown of Bretton Woods“ von A. Beyer, V. Gaspar, C. Gerberding und O. Issing, März 2009.
1021. „Rigid labour compensation and flexible employment? Firm-level evidence with regard to productivity for Belgium“ von C. Fuss und L. Wintr, März 2009.
1022. „Understanding inter-industry wage structures in the euro area“ von V. Genre, K. Kohn und D. Momferatou, März 2009.
1023. „Bank loan announcements and borrower stock returns: does bank origin matter?“ von S. Ongena und V. Roscovan, März 2009.
1024. „Funding liquidity risk: definition and measurement“ von M. Drehmann und K. Nikolaou, März 2009.
1025. „Liquidity risk premia in unsecured interbank money markets“ von J. Eisenschmidt und J. Taping, März 2009.
1026. „Do house price developments spill over across euro area countries? Evidence from a global VAR“ von I. Vansteenkiste und P. Hiebert, März 2009.
1027. „Long-run evidence on money growth and inflation“ von L. Benati, März 2009.
1028. „Large debt financing: syndicated loans versus corporate bonds“ von Y. Altunbaş, A. Kara und D. Marqués-Ibáñez, März 2009.
1029. „The role of fiscal transfers for regional economic convergence in Europe“ von C. Checherita, C. Nickel und P. Rother, März 2009.
1030. „Forecast evaluation of small nested model sets“ von K. Hubrich und K. D. West, März 2009.
1031. „Global roles of currencies“ von C. Thimann, März 2009.
1032. „Assessing long-term fiscal developments: a new approach“ von A. Afonso, L. Agnello, D. Furceri und R. Sousa, März 2009.

1033. „Fiscal competition over taxes and public inputs: theory and evidence“ von S. Hauptmeier, F. Mittermaier und J. Rincke, März 2009.
1034. „The role of the United States in the global economy and its evolution over time“ von S. Dées und A. Saint-Guilhem, März 2009.
1035. „The role of labour markets for euro area monetary policy“ von K. Christoffel, K. Kuester und T. Linzert, März 2009.
1036. „Search in the product market and the real business cycle“ von T. Y. Mathä und O. Pierrard, März 2009.
1037. „What do asset prices have to say about risk appetite and uncertainty?“ von G. Bekaert, M. Hoerova und M. Scheicher, März 2009.
1038. „Are ‘intrinsic inflation persistence’ models structural in the sense of Lucas (1976)?“ von L. Benati, März 2009.
1039. „‘Real Time’ early warning indicators for costly asset price boom/bust cycles: a role for global liquidity“ von L. Alessi und C. Detken, März 2009.
1040. „The external and domestic side of macroeconomic adjustment in China“ von R. Straub und C. Thimann, März 2009.
1041. „An economic capital model integrating credit and interest rate risk in the banking book“ von P. Alessandri und M. Drehmann, April 2009.
1042. „The determinants of public deficit volatility“ von L. Agnello und R. M. Sousa, April 2009.
1043. „Optimal monetary policy in a model of the credit channel“ von F. De Fiore und O. Tristani, April 2009.
1044. „The forecasting power of international yield curve linkages“ von M. Modugno und K. Nikolaou, April 2009.
1045. „The term structure of equity premia in an affine arbitrage-free model of bond and stock market dynamics“ von W. Lemke und T. Werner, April 2009.
1046. „Productivity shocks and real exchange rates: a reappraisal“ von T. A. Peltonen und M. Sager, April 2009.
1047. „The impact of reference norms on inflation persistence when wages are staggered“ von M. Knell und A. Stiglbauer, April 2009.
1048. „Downward wage rigidity and optimal steady-state inflation“ von G. Fagan und J. Messina, April 2009.

#### SONSTIGE PUBLIKATIONEN

- „Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union“, Januar 2008 (nur online verfügbar).
- „Oversight framework for card payment schemes – standards“, Januar 2008 (nur online verfügbar).
- „The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006“, Februar 2008.
- „Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report“, März 2008 (nur online verfügbar).
- „ECB statistics quality framework (SQF)“, April 2008 (nur online verfügbar).
- „Quality assurance procedures within the ECB statistical function“, April 2008 (nur online verfügbar).
- „ECB statistics – an overview“, April 2008 (nur online verfügbar).
- „TARGET Annual Report 2007“, April 2008 (nur online verfügbar).
- „Financial integration in Europe“, April 2008.
- „Financial Stability Review“, Juni 2008.
- „Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges“, Juni 2008.

„The international role of the euro“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Payment systems and market infrastructure oversight report“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments“, Juli 2008.

„CCBM2 User Requirements 4.1“, Juli 2008 (nur online verfügbar).

„Simulating financial instability – conference on stress testing and financial crisis simulation exercises, 12-13 July 2007“, September 2008.

„New procedure for constructing ECB staff projection ranges“, September 2008 (nur online verfügbar).

„Commission’s draft directive/regulation on credit rating agencies – Eurosystem contribution to the public consultation“, September 2008 (nur online verfügbar).

„Euro money market survey“, September 2008 (nur online verfügbar).

„EU banking structures“, Oktober 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Mario Borghezio, Member of the European Parliament“, Oktober 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament“, Oktober 2008 (nur online verfügbar).

„A strategic vision for statistics: challenges for the next 10 years – Fourth ECB Conference on Statistics, 24 and 25 April 2008“, November 2008.

„Durchführung der Geldpolitik im Euro-Währungsgebiet – Allgemeine Regelungen für die geldpolitischen Instrumente und Verfahren des Eurosystems“, November 2008.

„The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions: specification of ‘legally and operationally located in the euro area’“, November 2008 (nur online verfügbar).

„Einheitlicher Euro-Zahlungsverkehrsraum (SEPA) – sechster Fortschrittsbericht“, November 2008 (nur online verfügbar).

„EU banks’ liquidity stress-testing and contingency funding plans“, November 2008 (nur online verfügbar).

„Government finance statistics guide“, Dezember 2008 (nur online verfügbar).

„Financial Stability Review“, Dezember 2008.

„Covered bonds in the EU financial system“, Dezember 2008 (nur online verfügbar).

„The incentive structure of the ‘originate and distribute’ model“, Dezember 2008 (nur online verfügbar).

„Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on the pricing of recapitalisations“, Dezember 2008 (nur online verfügbar).

„Recommendations of the Governing Council of the European Central Bank on government guarantees for bank debt“, Dezember 2008 (nur online verfügbar).

„Commercial property markets – financial stability risks, recent developments and EU banks’ exposures“, Dezember 2008 (nur online verfügbar).

„Correspondent central banking model (CCBM) – procedures for Eurosystem counterparties“, Dezember 2008 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Robert Sturdy, Member of the European Parliament“, Januar 2009 (nur online verfügbar).

„Euro money market study 2008“, Februar 2009 (nur online verfügbar).

„Eurosystem oversight policy framework“, Februar 2009 (nur online verfügbar).

„Harmonised oversight approach and oversight standards for payment instruments“, Februar 2009 (nur online verfügbar).

„European Commission’s consultation on hedge funds – Eurosystem contribution“, Februar 2009 (nur online verfügbar).

„Guiding principles for bank asset support schemes“, März 2009 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr José Ribeiro e Castro, Member of the European Parliament“, März 2009 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament“, März 2009 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Manolis Mavrommatis, Member of the European Parliament, regarding the issuance of low denomination euro banknotes“, März 2009 (nur online verfügbar).

„Letter from the ECB President to Mr Eoin Ryan, Member of the European Parliament, concerning the recent widening of spreads between euro area government bond yields“, März 2009 (nur online verfügbar).

„Eurosystem’s SEPA expectations“, März 2009 (nur online verfügbar).

„Housing finance in the euro area“, März 2009 (nur online verfügbar).

„Euro area monetary and financial statistics: 2008 quality report“, März 2009 (nur online verfügbar).

„Euro area balance of payments and international investment position statistics: 2008 quality report“, März 2009 (nur online verfügbar).

### INFORMATIONSBROSCHÜREN

„The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks“, April 2008.

„Price stability – why is it important for you?“, Juni 2008.

„A single currency – an integrated market infrastructure“, September 2008.

„The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks“, April 2009.

„Price stability – why is it important for you?“, April 2009.







## 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.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html](http://www.ecb.europa.eu/home/glossary/html/index.en.html)) abgerufen werden.

**Abschreibung** (write-off): Streichung eines in einer MFI-Bilanz ausgewiesenen Kredits, wenn dieser als vollständig uneinbringlich erachtet wird.

**Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer bzw. je geleistete Arbeitsstunde** (compensation per employee or per hour worked): 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 oder durch die geleisteten Gesamtarbeitsstunden 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 (reales) BIP 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 Staates, Bruttoanlageinvestitionen, Vorratsveränderungen sowie Importe und Exporte von Waren und Dienstleistungen (einschließlich des Handels innerhalb des Euro-Währungsgebiets).

**Deficit-Debt-Adjustments (öffentliche Haushalte)** (deficit-debt adjustment – general government): Differenz zwischen dem öffentlichen Defizit und der Veränderung der öffentlichen Verschuldung.

**Defizit (öffentliche Haushalte)** (deficit – general government): Finanzierungsdefizit der öffentlichen Haushalte, d. h. die Differenz zwischen den Gesamteinnahmen und -ausgaben des Staates.

**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.

**Deflation** (deflation): Rückgang des allgemeinen Preisniveaus, z. B. gemessen am Verbraucherpreisindex.

**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 nominalen effektiven Wechselkursindizes für den Euro werden gegenüber zwei Gruppen von Handelspartnern berechnet: der EWK-21-Gruppe, die die 11 nicht dem Euro-Währungsgebiet angehörenden EU-Mitgliedstaaten sowie 10 Handelspartner außerhalb der EU umfasst, und der EWK-41-Gruppe, die sich aus der EWK-21-Gruppe und 20 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 NZB 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.

**Eurosystem** (Eurosystem): Zentralbankensystem, das sich aus der EZB und den NZBen der EU-Mitgliedstaaten, die den Euro bereits eingeführt haben, zusammensetzt.

**Euro-Währungsgebiet (Euroraum, Eurogebiet)** (euro area): Gebiet, das jene EU-Mitgliedstaaten umfasst, in denen der Euro gemäß dem Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft als gemeinsame Währung eingeführt wurde.

**Gesamtwirtschaftliche Finanzierungsrechnung** (financial accounts): Teil des Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (für das Euro-Währungsgebiet), der die Finanzpositionen (Bestände oder Bilanzen), die finanziellen Transaktionen und die sonstigen Veränderungen der verschiedenen institutionellen Sektoren einer Volkswirtschaft nach Art der Forderung und Verbindlichkeit ausweist.

**Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI)** (Harmonised Index of Consumer Prices – HICP): Messgröße für die Entwicklung 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): Erwartete Volatilität (d. h. Standardabweichung) der Veränderungsrate des Preises eines Vermögenswerts (z. B. einer Aktie oder Anleihe). Die implizite Volatilität kann anhand von Optionspreismodellen wie dem Black-Scholes-Modell aus dem Preis und der Fälligkeit des Vermögenswerts, dem Ausübungspreis seiner Optionen und der risikofreien Rendite abgeleitet werden.

**Index der Arbeitskosten pro Stunde** (hourly labour cost index): Messgröße für die Arbeitskosten pro tatsächlich geleisteter Arbeitsstunde (inklusive Überstunden), die die Bruttolöhne und -gehälter (in Form von Geld- oder Sachleistungen, einschließlich Sonderzahlungen) sowie die sonstigen Arbeitskosten (Sozialbeiträge und Beschäftigungssteuern der Arbeitgeber abzüglich der den Arbeitgebern gewährten Subventionen) umfasst.

**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.

**Inflation** (inflation): Anstieg des allgemeinen Preisniveaus, z. B. gemessen am Verbraucherpreisindex.

**Inflationsindexierte Staatsanleihen** (inflation-indexed government bonds): Schuldverschreibungen der öffentlichen Haushalte, bei denen Kuponzahlungen und Kapitalbetrag an einen bestimmten Verbraucherpreisindex gekoppelt sind.

**Investmentfonds (ohne Geldmarktfonds)** (investment funds (except money market funds)): Finanzinstitute, die beim Publikum beschaffte Gelder bündeln und in finanzielle und nichtfinanzielle Vermögenswerte investieren. Siehe auch MFIs.

**Kapitalbilanz** (financial account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Transaktionen zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden im Zusammenhang mit Direktinvestitionen, Wertpapieranlagen, dem übrigen Kapitalverkehr, Finanzderivaten und Währungsreserven umfasst.

**Kaufkraftparität** (purchasing power parity – PPP): Umrechnungskurs, zu dem eine Währung in eine andere konvertiert wird, um die Kaufkraft der beiden Währungen auszugleichen, indem die Unterschiede im Preisniveau der betreffenden Länder beseitigt werden. In ihrer einfachsten Ausprägung gibt die Kaufkraftparität das Verhältnis des Preises für ein Produkt in nationaler Währung zum Preis für dieselbe Ware oder Dienstleistung in anderen Ländern an.

**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.

**Kreditbedarf (öffentliche Haushalte)** (borrowing requirement – general government): Nettokreditaufnahme der öffentlichen Haushalte.

**Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten der MFIs** (MFI longer-term financial liabilities): Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr als zwei Jahren, Einlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist 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.

**Leistungsbilanz** (current account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Transaktionen mit Waren und Dienstleistungen, Erwerbs- und Vermögenseinkommen sowie laufende Übertragungen zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden umfasst.

**Leitkurs** (central parity, central rate): 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 Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die Spitzenrefinanzierungsfazilität und 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 der Arbeitsproduktivität (definiert als (reales) BIP je Erwerbstätigen) berechnet wird.

**M1:** Eng gefasstes Geldmengenaggregat, das den Bargeldumlauf und die täglich fälligen Einlagen bei MFIs und bei Zentralstaaten (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 bei Zentralstaaten 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): Tendersverfahren, 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. Einlagensubstitute 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, d. h. Fonds, die in kurzfristige und risikoarme Anlageformen, in der Regel mit einer Restlaufzeit von bis zu einem Jahr, investieren.

**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.

**Mindestbietungssatz** (minimum bid rate): Niedrigster Zinssatz, zu dem Geschäftspartner bei einem Zinstender Gebote abgeben können.

**Mindestreservepflicht** (reserve requirement): Verpflichtung eines Kreditinstituts, Mindestreserven beim Eurosystem während einer vorab festgelegten Mindestreserve-Erfüllungsperiode zu unterhalten. Die Erfüllung der Mindestreservepflicht bemisst sich anhand des tagesdurchschnittlichen Mindestreserveguthabens auf den Reservekonten innerhalb der Erfüllungsperiode.

**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 Erwerbszweck, 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 HVPI für das Euro-Währungsgebiet von unter 2 % gegenüber dem Vorjahr. Der EZB-Rat machte außerdem deutlich, dass er beim Streben nach Preisstabilität darauf abzielt, 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 ½ %.

**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): Bruttoschuldenstand (Einlagen, Kredite und Schuldverschreibungen ohne Finanzderivate) 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 NZB Übernachtkredit gegen notenbankfähige 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.

**Übriger Kapitalverkehr/übrige Anlagen** (other investment): Posten der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, der die Finanztransaktionen/-positionen gegenüber Gebietsfremden im Zusammenhang mit Handelskrediten, Finanzkrediten und Bankeinlagen sowie sonstigen Aktiva und Passiva umfasst.

**Umfrage zum Kreditgeschäft** (Bank Lending Survey – BLS): 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.

**Vermögensbildungskonten** (capital accounts): Teil des Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (für das Euro-Währungsgebiet), der die Veränderung des Reinvermögens durch Sparen und Nettovermögenstransfers sowie die Sachvermögensbildung umfasst.

**Vermögensübertragungsbilanz** (capital account): Teilbilanz der Zahlungsbilanz, die Vermögensübertragungen sowie den Erwerb/die Veräußerung von immateriellen, nicht produzierten Vermögensgütern zwischen Ansässigen im Euro-Währungsgebiet und Gebietsfremden umfasst.

**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.

**Währungsreserven** (international reserves): Auslandsforderungen, die den Währungsbehörden schnell verfügbar sind und von ihnen kontrolliert werden, sodass über Devisenmarktinterventionen eine direkte Finanzierung oder Regulierung von Zahlungsbilanzungleichgewichten erfolgen kann. Die Währungsreserven des Euro-Währungsgebiets umfassen nicht auf Euro lautende Forderungen an Ansässige außerhalb des Euroraums sowie Gold, Sonderziehungsrechte und Reservepositionen des Eurosystems beim Internationalen Währungsfonds.

**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.

**Wertberichtigung** (write-down): Wertminderung eines in einer MFI-Bilanz ausgewiesenen Kredits, wenn dieser als teilweise uneinbringlich erachtet wird.

**Wertpapieranlagen** (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 Aktien und Investmentzertifikate sowie Schuldverschreibungen (Anleihen und Geldmarktpapiere). Transaktionen werden zu den tatsächlich gezahlten oder vereinnahmten Preisen abzüglich Kosten und Provisionen erfasst. Bei den Wertpapieranlagen werden nur Unternehmensbeteiligungen, die weniger als 10 % der Stammaktien bzw. des Stimmrechts umfassen, verbucht.

**Zahlungsbilanz** (balance of payments – b.o.p.): Systematische Darstellung der wirtschaftlichen Transaktionen einer Volkswirtschaft mit dem Rest der Welt über einen bestimmten Zeitraum.

**Zinsstrukturkurve** (yield curve): Grafische Darstellung des Verhältnisses von Zinssatz bzw. Rendite und Restlaufzeit von hinreichend homogenen Schuldverschreibungen mit unterschiedlichen Fälligkeiten zu einem gegebenen Zeitpunkt. Die Steigung der Zinsstrukturkurve lässt sich als die Differenz zwischen den Zinssätzen für zwei ausgewählte Restlaufzeiten berechnen.

**Zinstender** (variable rate tender): Tendersverfahren, bei dem die Geschäftspartner Betrag sowie Zinssatz des Geschäfts bieten, das sie mit der Zentralbank tätigen wollen.





ISSN 1561-0292



9 771561 029007